

正是会计功能有效发挥的体现；会计本身不应抚平经济的周期性和波动性，抚平经济的周期性和波动性不是会计准则制定的目标；映射经济现实，捕获市场波动的影响，真实公允地反映会计事项和情况，向利益相关者提供具有透明度、相关性、公允性和反映真实性的会计信息才是会计准则制定的出发点，而公允价值计量属性恰好承担了这一使命。表面上看，所谓的“顺周期效应”论争是会计“技术性”之争，实际上是会计“社会性”之争，折射出“会计稳健性”原则的非对称性计量经济后果与“公允价值”所追求的“真实与公允观”最高会计理念的偏离，深刻揭示了不同利益相关者产权界定与保护、利益博弈和会计信息经济后果性之本质。

稳健性的非对称性会计处理，使得市场高涨时不至于助推资产泡沫，市场低落时，因稳健性运用范围的局部性也不至于像公允价值那样及时灵敏地捕获资产泡沫被挤兑的现实和在财务报表项目上呈现出“波动性”。会计稳健性表面上削弱了所谓的公允价值“顺周期效应”，实则以虚假的报表数字替代真实的企业财务状况、经营成果和现金流量事实，是一种自欺欺人的做法。在这次全球性金融危机中，公允价值似乎对于过度低估企业价值、引起恐慌性抛售和加剧资本市场风险的指责难辞其咎，尽管用于修订历史成本计量的会计稳健性也是以“低估净资产”为基本特征的，但会计稳健性相对于公允价值而言，其局部性、滞后性和迟钝性可以缓减顺周期效应，但这种缓减效应是以延误金融机构损失确认和隐藏更大风险为代价的，公允价值则发挥了对危机的早期预警作用，此为其一。其二，在市场高涨时，公允价值似乎对于高估价值、加速资产泡沫化负有责任，因而以低估净资产为基本特征的稳健性原则被很多人误认为是平抑市场风险的良策。公允价值计量基础上的财务报告只是企业在某一时点上的一张“快照”，即便财务报告是有效的，它与契合稳健性的历史成本计量基础上的财务报告一样，也具有无法洞察宏观经济影响、宏观金融与微观金融断裂等局限性，事实上，会计本身不应该也没有能力越权承担这些“份外”的重任。因此，所谓的“顺周期效应”只是金融界等利益集团强加给公允价值的“莫须有”罪名。

暂停公允价值计量属性的使用，全面转为历史成本计量属性，并辅之以广泛的会计稳健性，只会导致会计实务的逆转，导致不一致和增加投资者的不确定性。公允价值相对于历史成本计量（及会计稳健性）而言，因充分真实地揭示经济波动性在企业经营上的反映而使财务报告项目呈现波动性。令人不解的是，在金融危机中，公允价值如刻画会计对象的“波动性”却成了广为诟病的靶子。即便是在经济非理性繁荣或非理性衰退的特殊情境下，公允价值计量的层级理论受到重大挑战，我们也可以通过完善公允价值计量准则等措施（会计界已经开始行动，如IASB《公允价值计量》（征求意见稿）突出规范了不活跃市场下公允价值的计量），完成资产计价和收益决定两大使命，合理平等地界定和有效保护会计契约方的产权，实现产权利益均衡。

综上所述，从全球范围来看，顺周期效应论争发生在公允价值与会计稳健性同时存在但又相互冲突的现实世界，由于当前全球会计仍处于混合会计模式阶段，因而公允价

值与会计稳健性之间是一种适度耦合的关系；公允价值在金融危机引发的激烈论战中，充当了“替罪羊”角色，是利益相关者之间产权博弈的一个“筹码”和生动例证。

（《会计研究》2010年第1期 略有删节）

管理层讨论与分析 是否提供了有用信息？

——基于亏损上市公司的实证探索

薛爽 肖泽忠 潘妙丽

一、引言

“管理层讨论与分析”（Management Discussion & Analysis，以下简称MD&A）之所以被广泛采用是由于其所披露的对未来进行展望的预测性信息是财务报告中其他信息的重要补充。监管方期望MD&A中对于下一年度业务发展和战略部署的讨论能够从“未来”这个维度上进一步降低公司和投资者之间的信息不对称，以期利益相关方提供决策有用的信息。有鉴于此，我国于2001年引进MD&A披露制度，并在各种募集资金说明书、半年度报告和年度报告中对MD&A进行了相关规定。此后又进行了一系列的修改，如，2003年在半年度报告中用“管理层讨论与分析”取代了原“经营情况的回顾与展望”，2005年又在年度报告中对“管理层讨论与分析”的披露要求进行了细化。

MD&A中前瞻性信息的决策有用性既是一个理论问题，更是一个实证问题。然而，由于我国引进MD&A制度的时间尚短，披露制度尚不完善，加上相关数据的难以获取限制了实证研究的开展。事实上，目前国内针对MD&A信息披露的研究大多是对披露现状的考察，如某个项目披露与否、披露的程度等，缺乏MD&A信息的预测作用和经济后果方面的研究。

本文正是在此基础上，探讨了亏损上市公司MD&A信息披露的有用性。具体来讲，是探讨MD&A中有关亏损原因的分析及下一年度经营计划的信息是否有助于预测企业未来一年的经营业绩。如果出现以下一种或两种情形，我们称这些信息是有用的。第一，在预测模型中，这些信息与企业未来一年的经营业绩相关。第二，在预测模型中，它们增强了模型对企业未来一年经营业绩的预测能力（预测的准确性或解释能力）。为此，我们手工从2004～2005年的402家亏损上市公司年报的MD&A中抽取了有关亏损原因的分析及下一年度经营计划的信息。我们将亏损原因分成内部原因和外部原因，外部原因又分为长期（如市场竞争）和短期（如政策性调整），内部原因则主要包括经营管理中存在的各种问题。对MD&A中提及的扭亏措施，我们按两种方法进行归类，首先，按战略性改进、完善内部经营管理和债务重组进行划分，其次，借鉴平衡记分卡原理将其分为战略、财务、客户、内部流程和学习与成长等5个维度。披露信息的衡量

方面,如果一家公司披露了某一类信息,则赋值为1,否则为0。我们将这些信息类别的数量作为解释变量,对企业下一年的经营业绩进行回归。

研究发现,MD&A中针对亏损原因的分析和下一年度的战略部署可以为投资者提供关于企业未来经营业绩的增量信息。具体来说,MD&A回顾部分对当年亏损原因的分析中,如果提及的外部原因和内部原因越多,意味着问题比较严重,无法在短期内得到有效缓解,下一年扭亏的可能性越小。在MD&A展望部分提及的扭亏措施中,战略性改进措施对亏损公司业绩有显著的正面影响。战略性改进措施越多,下年扭亏的可能性越大。学习与成长变量对下年是否扭亏也具有显著的解能力。特别地,披露的下年研发支出与下年扭亏可能性显著正相关。战略性改进措施对业绩改善的作用显著高于内部管理措施。最后,如果MD&A中的扭亏措施(药)能够针对亏损原因(症),则其对业绩的影响显著为正。否则,如果扭亏措施无的放矢,则可能对业绩产生负面影响。

本文的贡献体现在以下方面:一是,弥补了对中国MD&A信息披露制度缺乏经验研究的不足,为投资者提供了从管理者角度预测企业未来经营业绩的途径。二是,现有国外文献表明,不同公司的披露行为存在差异,如业绩较好的公司倾向于多披露,而业绩较差的公司较少披露,因此,使用混合样本(包括盈利企业和亏损企业)可能掩盖MD&A的有用性。本文专门针对亏损公司的研究可以减少样本的选择偏差,充分体现出MD&A的预测作用。三是,现有国外文献以考察MD&A综合信息的披露为主,本文重点考察其中管理层对业绩下滑的解释和下一年度的扭亏计划这两部分内容,不仅具体,且针对性非常强。最后,虽然国际上对MD&A的研究不少,但其结果不一定适用于中国。因此,本文的研究发现可以为我国监管部门完善MD&A制度提供实证支持。

文章其余部分的安排如下:第二部分是国内外相关文献的回顾;第三部分是相关制度背景和研究设计;第四部分为样本选择和描述性统计;第五部分是实证结果和稳健性检验;最后是结论。

二、文献回顾

继Copeland(1978)强调了叙述性信息对投资者决策的重要性之后,很多学者针对管理层讨论与分析的内容进行了研究。如Bryan(1997)将MD&A中的信息进行分类后发现,计划资本支出对预测未来经营业绩具有解释能力。Cole and Jones (2004)发现计划的资本支出和新开商店数可以预测未来的收入和利润,且对同期的股票回报具有一定的解释能力。Lundholm and McVay (2004)同样发现利用MD&A中有关商店数和同行业销售增长率的信息预测的收入增长率和分析师预测的销售增长率一样准确。此外,Francis等(2003),Lev and Thiagarajan(1993)及Behn (1996)等都发现MD&A中有关订单数量的信息对股价具有增量解释能力。Sun(2007)考察了MD&A中对存货增长的解释和将来经营业绩之间的关系,发现有利的解释与接下来两年的盈利能力和销售增长率正相关。Fields等(1998),Gore and Stott (1998)和

Vincent(1999)则考察了MD&A中有关经营现金流的信息,结果均发现MD&A中的经营现金流信息具有价值相关性。

有学者从其他角度考察了MD&A信息的有用性。如Bryan(1997)和Behn等(2001)分别研究了MD&A信息对分析师和审计师决策的影响。Tennyson等(1990)则发现MD&A信息对预测公司破产具有增量解释能力。作者用23家于1980年破产的美国公司和配对样本进行比较,发现提及外部原因越多的公司,将来破产的概率越大;提及内部原因越多的公司,将来破产的概率越小。

国内针对MD&A等非财务信息的研究仍较少,但有关此类信息的重要性已逐渐受到国内学者的重视。如,周勤业等(2003)的问卷调查表明,MD&A信息对投资者是至关重要的。李翔、冯峰(2006)在对当前信息披露渠道的重要性评估中发现,“公开披露信息”和“管理层沟通”占据了最重要的地位。李燕缓、李晓东(2009)比较了MD&A信息质量的国际差异,文章通过比较德、英、美等国及IASB关于管理层讨论与分析的相关规定,对我国进一步制定和完善现有MD&A信息质量提供了政策建议。

有关实证研究方面,赵亚明(2006)、惠楠(2008)考察了我国上市公司MD&A的披露质量,认为我国目前的MD&A披露质量仍不高。王慧芳(2006)则分析了影响上市公司MD&A信息披露的因素。李峰森、李常青(2008)探讨了MD&A信息的有用性。他们的研究表明,我国MD&A信息总体上对预测公司未来收入、每股盈余和经营现金流量的变化有显著的辅助作用,而且股票市场也对此做出了及时迅速的反映。据我们了解,这是中国目前考察MD&A信息有用性的第一篇文章,然而,作者的样本数据仅为部分2004年的半年报,而且是采取随机抽取的办法,因此样本具有较大的异质性,且基于中国目前MD&A信息披露质量不高的现状,针对所有项目的考察可能难以获得统一的结论。

另外,在亏损公司方面,戴德明、邓璠(2007)对扭亏措施的作用进行了研究。本文在对扭亏措施进行分类时,部分借鉴了他们的分类方法。但本文与他们的研究不同,他们从年报整体信息的角度进行事后考察,而本文着眼于事前,立足于管理层自身的分析和讨论,目的在于考察MD&A披露信息的有用性。此外,本文研究的范围不仅包括扭亏措施,也涵盖了亏损原因,而亏损原因不在戴文的研究范围。

简言之,国内尚无文献用客观数据检验过MD&A信息的有用性。国外虽然有较多关于MD&A的研究,其结论能否适用于中国这样一个发展中的资本市场,显然不能先知先觉地妄下结论。此外,国内外文献均未专门研究亏损企业MD&A信息披露及其有用性。因此,本文弥补了中外文献中的多个不足。

三、相关背景及研究设计

(一) MD&A信息披露制度。

管理层讨论与分析(MD&A)是上市公司定期报告中管理层对公司过去经营状况的评价分析以及对未来发展趋势的前瞻性判断。内容包括对报告期内经营情况的回顾和对

未来发展的展望两部分。我国于2001年引进该项制度,并在2003年及2005年中对相关法规和政策进行了改进。

在MD&A中有关报告期内经营情况回顾部分,公司董事会应分析报告期内的财务状况和经营成果,包括(但不限于)报告期内总资产、长期负债、股东权益、主营业务利润、净利润比上年增减变动的主要原因。证监会于2003年对其进行了进一步规范,增加了“讨论与分析”的成分,强调不能只重复财务报告已有的内容。

MD&A中未来展望部分应当披露的内容包括,公司所处行业趋势、公司未来发展机遇、发展战略和经营计划、资金需求和使用计划、面临的风险因素等。其中的“经营计划”小节规定,公司董事会应披露新年度的经营计划,包括(但不限于)收入、费用成本计划及新年度的经营目标,如销售额的提升、市场份额的扩大、成本升降、研发计划等,以及为达到上述经营目标拟采取的策略和行动。值得注意的是,该项规定在2003年的修订中变更为自愿性披露,而在2005年的修订中又将其重新归为强制性披露。

(二) 亏损公司MD&A披露信息的分类。

鉴于以前文献表明不同公司其MD&A信息披露行为存在差异(Clarkson et al., 1994; Behn1996; 王慧芳2006), 本文的研究设计试图寻找同质样本以最小化这一影响。同时,由于亏损公司具有较大的经营业绩变动且明显属于规定中提及的“在经营中出现问题与困难”的情况,因此必须说明引起业绩变动的影响因素。另外,亏损公司在巨大的扭亏压力下也急于向投资者传递公司下一年度的经营计划与战略部署,这也符合王慧芳(2006)所发现的“盈利较差的公司其MD&A披露反而更加详细”的研究结果。

基于以上分析,本文以亏损公司为研究对象,考察年度报告中“管理层讨论与分析”一节中管理层针对经营业绩变动的分析(回顾部分)和下一年度经营计划与战略调整的信息(展望部分)对预测公司未来业绩(如扭亏)是否有显著影响或增量解释能力。

根据John等(1992)的发现,管理层倾向于将企业业绩的下滑归咎于外部因素,因此,本文将回顾部分中对亏损原因的分析划分为外部原因和内部原因。又根据薛爽、王鹏(2004),考虑到中国上市公司所处的特殊环境,将内部原因进一步划分为内部管理不善、债务负担沉重、大股东占款、上市公司对外担保等。此外,会计政策影响和投资公司亏损也是较多提及的因素(详见表1A)。表1A中,外部原因分为宏观政策的影响和市场条件的变化等。内部原因则可归纳为债务负担重、关联方占款、对外担保、管理不善等。投资公司亏损和会计政策变更不能完全为企业自身所控制,性质介于外部和内部原因之间,因此我们将其单列。

对扭亏措施,我们按照两种方法进行分类。第一种借鉴戴德明、邓璠(2007)的方法,将MD&A展望部分中提及的下一年度经营计划分为战略性变更、内部经营管理措施变更及财务筹划(表1B)。我们在数据收集过程中,发现亏损公司对下年扭亏措施的陈述较为详细,上述相对较粗的分类方法可能引起信息损失。因此,我们再次按照财务、客户、内部流程、学习与成长和战略分成5个维度。其中,前4个

表1 MD&A提及的亏损原因、扭亏措施及变量的描述性统计

Panel A: 亏损原因

变量代码		亏损原因	公司 数目	占总样 本比例
外部原因 R_EX	R1	国家调控(宏观调控或行业政策)	91	22.64%
	R2	市场竞争(原材料上涨,产品价格下降)	198	49.25%
	R3	其他外部原因	41	10.2%
内部原因 R_IN	R4	债务负担,财务费用过高	60	14.93%
	R5	内部管理不善	77	19.15%
	R6	关联方占款	50	12.44%
	R7	对外担保	37	9.20%
R8	投资公司亏损	53	13.18%	
R9	会计政策(计提准备项目)	164	40.80%	

Panel B: 扭亏措施分类方法一

变量代码		扭亏措施	公司 数目	占总样 本比例
战略变更 (M_STRATEGY)	M1	经营扩张	219	54.48%
	M2	增加研发投入	96	23.88%
	M3	经营收缩	92	22.89%
内部经营管理 措施变更 (M_INTER)	M4	差异化	69	17.16%
	M5	销售管理	95	23.63%
	M6	降低成本	146	36.32%
	M7	管理控制制度	167	41.54%
	M8	加强应收款管理	68	16.92%
M9	债务重组	56	13.93%	

Panel C: 扭亏措施分类方法二

变量代码		扭亏措施	公司 数目	占总样 本比例
战略变更 (STRATEGY)	M1	经营扩张	219	54.48%
	M3	经营收缩	92	22.89%
财务维度 (FIN)	M8	加强应收款管理	68	16.92%
	M9	债务重组	56	13.93%
客户维度 (CUSTOMER)	M4	差异化	69	17.16%
	M5	销售管理	95	23.63%
内部流程维度 (INTER)	M6	降低成本	146	36.32%
	M7	管理控制制度	167	41.54%
学习与成长 (LEARN)	M2	增加研发投入	96	23.88%
		员工培训	3	0.75%

Panel D: 综合指标及相关控制变量的描述性统计

	变量名	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
亏损原因	R_EX	402	1.088	0.824	0	3
	R_IN	402	0.922	0.909	0	4
	R8	402	0.248	0.432	0	1
	R9	402	0.489	0.501	0	1
扭亏措施	M_STRATEGY	402	1.02	0.839	0	3
	M_INTER	402	2.018	1.338	0	5
	M_RESTR	402	0.178	0.383	0	1
控制变量	PMARGIN	402	11.227	21.42	-181.237	91.046
	LEVERAGE	402	103.309	252.437	4.403	4307.538
	ASSETTURN	402	0.434	0.389	0	3.832
	CONT	402	0.328	0.47	0	1
	AQ	402	0.47	0.45	0	1

维度与Kaplan平衡记分卡的框架比较类似。财务维度的扭亏措施包括加强应收款管理和债务重组；客户维度包括产品差异化和强化销售管理；内部流程包括降低成本、改进内部控制的各项制度；学习与成长维度包括研发投入和员工培训。最后，战略维度包括经营扩张与收缩(表1C)。

在数据收集过程中，我们发现只有3家公司提到了员工培训，因此，学习与成长变量的影响主要来自研发投入。根据Joos and Plesko (2005)的研究，在持续亏损的公司中，投资者对有研发支出和没有研发支出的公司是区别定价的。持续亏损公司的研发支出被看作一项资产，投资者认为这类公司的亏损是暂时的，因此扣除研发支出后的盈余仍然具有价值相关性；对没有研发支出的持续亏损公司，投资者认为其陷入财务困境的可能性较大，因此其盈余指标不能解释股票价格。该文指出了研发支出在持续亏损公司定价中的重要作用。

(三)假说发展与研究设计。

既然亏损公司的MD&A主要包括对本报告期亏损原因的分析 and 未来一年为扭亏将要采取的措施两大内容，我们的假说也将从这两个方面提出。

根据规定，管理层必须对亏损的原因加以说明。有些亏损主要是外部原因导致的，如宏观环境的恶化，政策性调控和行业冲击等。这些因素有两个特点，一是这些宏观因素通常不会在很短的时间内得到改善。如出口型企业可能面临的反倾销制裁和其他形式的贸易壁垒等对企业经营造成的影响一般会持续数年。再如，有些传统行业(如唱片业、显像管电视等)受到新兴技术和产品的冲击，产品市场可能出现不可逆转的萎缩。二是外部宏观和行业等因素不是企业通过自身的努力可以改变的，对企业来说，属于不可控因素。因此，如果MD&A中披露的这些信息是准确且切中要害的，我们可以推测，公司面临的外部困难越多，下年扭亏的可能性越小。因此，有如下假说。

假说1：MD&A中披露的导致亏损的外部原因越多，公司下年扭亏的可能性越小。

亏损内部原因披露方面，管理层有天然的推卸经营责任的动机，他们倾向于将业绩的下滑归咎于外部因素，而很少提及内部经营管理问题(Pava and Epstein, 1993; Clarkson et al., 1994)。此时，良好的监管机制，如法律环境、投资者保护、公司治理等便成为管理层诚实尽责披露信息的保证。Skinner(1994)和Kasznik and Lev(1995)发现在有效的法律约束下，美国企业倾向于多披露坏消息以避免法律诉讼，同时，为建立良好的声誉机制，这类企业也倾向于尽早披露坏消息。但是，披露的内部问题越多，意味着解决这些问题需要的时间越长，在近期内扭亏为盈的可能性不大。在法律环境薄弱、投资者保护及公司治理水平普遍低下的环境中，管理层缺乏自省的动机。此时，管理层对坏消息或涉及自身责任的内部经营管理问题将选择尽量回避的态度，或希望在无人知晓的情况下得到解决或缓和。在这种情况下，尽管对内部问题有所披露，但对问题的数量和严重程度往往倾向于有所保留。只有在问题严重恶化不可能继续掩盖或者依据强制性披露原则不得已时，才会将这些问题披露出来。这

些披露更可能表明了问题的严重性和解决的难度。总之，无论管理层是出于“自省”动机还是由于制度规定或情势所逼而“不得不说”，我们推测，披露的内部亏损原因愈多，说明企业自身存在的问题越多也越严重，因此下一年扭亏为盈的可能性愈小。

假说2：MD&A中提及的导致亏损的内部原因越多，公司下年扭亏的可能性越小。

在下一年经营计划中，亏损公司往往会着重探讨扭亏措施。我们把扭亏措施主要分为战略性扭亏措施和内部经营管理措施的改进两大类。从理论上来说，企业对战略的改进策略越是详细，则其得以推行的可能性越大，从而扭亏的可能性愈高。认识到的内部经营管理的问题越多且能针对存在问题提出相应改进措施，企业未来在经营和管理上可能的改进则越快，对业绩将有正面的影响。从这些改进措施的性质来看，战略性措施包括经营性扩张及收缩，具体表现为资产或股权的收购、置换和剥离等等。战略性措施有两个特点，一是这些措施对公司的经营范围、资产规模和财务结构等方面影响较大，很多时候是根本性的影响(如借壳上市)。二是是否按计划实施比较容易监督。这些措施都属于“重大事项”而在强制性披露范围之列，因此，管理层一般不会“信口开河，言而无信”。相比较而言，内部管理措施的“可落实性”就难以把握得多。原因有三，一是内部管理措施落在文字上容易，在企业内部切实贯彻下去则非常困难。这取决于诸多因素，如管理层推行的决心、员工的意愿以及配套的措施等。二是内部管理措施的效果比较缓慢。如果将战略性措施比作外科手术，内部管理措施就像中医调理。特别是在内部管理制度改革初期，新老制度并行，遇到的阻力也最大，阻力和冲突的存在甚至可能在短期内带来负面的效果。最后，由于内部管理措施的改进涉及的是公司内部事务，一般不在强制性披露范围之内，投资者对此难以监督。正因为内部管理措施是否实施以及实施效果的难以证实性，管理层说谎的代价非常小，因此不排除MD&A中提到的一些内部管理措施改进只是管理层应付差事之作。基于上述讨论，我们提出如下假说：

假说3a：与内部管理措施相比，MD&A中提及的战略性改进措施与下一年扭亏可能性的正相关程度更大。

在对MD&A扭亏措施的第二种分类方法中，内部管理措施的改进主要表现在客户维度(产品差异化管理和销售管理)及内部流程维度(降低成本与加强管理控制)，因此，假说3a可以重述为：

假说3b：与客户关系管理措施和内部流程改进措施相比，MD&A中提及的战略性改进措施与下一年扭亏可能性的正相关程度更大。

亏损公司MD&A中，计划的扭亏措施应该针对亏损原因提出。如果管理层既能正确认识到经营管理中的问题，又能针对已存在的问题提出对应的解决办法，对症下药，无疑对公司管理和经营都应起到积极作用。相反，如果MD&A中提及的扭亏措施不是针对现存问题而提出的，则有两种可能性。一是管理层的这些改进措施只是应景之作，并不打

算真正落在实处。另外一种可能性可能更差,即虽然在某些方面没有问题,但却按照计划盲目加以变化。就像健康的人吃了药,不仅不能强身健体,反而会有副作用。因此,我们预期:

假说4:亏损公司MD&A中的扭亏措施如果能够对应亏损原因,则公司下一年扭亏的可能性更大。

四、样本选择及描述性统计

鉴于我国对MD&A披露制度从2003年开始规范化,且本文的研究需要用到下一年度的财务数据,因此我们以2004年和2005年的亏损上市公司为样本。如前所述,2004年年报对下一年度的经营计划仍然采取自愿披露的方式,但基于前文分析可知,亏损公司倾向于向投资者多披露信息,且从我们收集的样本来看,2004年大多数亏损公司仍主动披露了下一年度的经营计划,因此,我们认为增加2004年样本并不会对我们的结果造成偏差。

以净利润亏损为标准,我们手工收集了2004年和2005年亏损公司年度报告管理层讨论与分析一节中报告的亏损原因和下一年度的经营计划。为了减少手工收集数据过程中主观因素的影响,我们采用如下步骤收集数据:第一步,随机抽取30份年报,参与收集数据的人员一起阅读,讨论如何对MD&A部分提及的亏损原因和扭亏措施进行分类,在此基础上,确定分类标准。第二步,数据采集人员分为2组,每组独立对所有样本公司进行数据收集。第三步,2组人员分别完成数据收集后,两组样本一一对照,如果两组判断相同,视为无争议数据。如果两组判断不同,再根据分类标准进行反复讨论,最终达到一致意见。剔除缺少必要财务数据的公司后,最终得到402个观测值。其他数据均来自WIND数据库。

有关MD&A信息的描述性统计见表1。从Panel A可以看出,有将近50%的公司认为亏损原因是市场竞争,22.64%的公司认为是国家宏观政策造成的。相比外部原因,提及内部原因的公司比例较低,如,认为由内部管理不善造成亏损的公司比例为19.15%,这与以往的文献(John et al., 1992)相符,即管理层倾向于将业绩下滑的原因归咎为外部因素。另外,超过40%的亏损公司认为会计政策变更是导致亏损的原因之一。Panel B给出了亏损公司管理层计划采取的扭亏措施情况。从企业经营战略来看,计划扩张经营的样本占54.48%,而收缩经营规模的只占22.89%。另外,还有23.88%的公司计划在未来一年加强研发的投入。在内部经营管理措施方面,加强内部管理控制、降低成本是重要的措施,接下来依次是加强销售管理、提供更个性化的产品和加强应收款催收工作等。表1 Panel C是对扭亏措施按照第二类分类方法进行分类的明细和样本比例。Panel D则是对亏损原因、扭亏措施和回归模型中主要控制变量的描述性统计。从亏损原因来看,平均每家公司提到大约1种外部原因(1.088)和1种内部原因(0.922)。从扭亏措施来看,平均每家公司提到1种战略性改进措施(1.020)和2种内部经营管理改进措施(2.018)。其他控制变量的定义我们将在第五部分进行介绍。

五、实证结果

(一)假说检验。

根据假说1和2,公司在分析当期亏损原因时,披露的外部原因和内部原因越多,下年扭亏的可能性越小。为验证假说1和2,构造如下模型:

$$\begin{aligned} \text{prob}(Y=1) = & \beta_0 + \beta_1 R_EX + \beta_2 R_IN + \beta_3 R8 + \beta_4 R9 + \beta_5 PMARGIN + \\ & \beta_6 LEVERAGE + \beta_7 ASSETTURN + \beta_8 CONT + \beta_9 AQ + \\ & \beta_{10} YEAR + \beta_{11-22} INDUSTRY + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

其中:Y为哑变量,若亏损下一年净利润大于0则为1,否则为0;R_EX是外部亏损原因的总和,为表1Panel A中0,1型变量R1~R3的简单加总,R_IN是内部原因的总和,为R4~R7的简单加总,R8、R9分别是下属公司亏损和会计政策变更,如前文所述,这两个变量单列。

除管理层分析的亏损原因和扭亏措施之外,公司能否扭亏还受到主营业务状况等其他诸多因素的影响。如,薛爽(2005)认为资产质量、主营业务的状况等也会影响公司的扭亏能力。而魏涛等(2007)用应收款项占总资产的比重作为资产质量的替代变量后没有发现显著的解释能力,因此,本文在参考Altman(1968)等财务困境预测文献的基础上,用总资产周转率(ASSETTURN)作为资产质量的替代变量。用主营业务利润率(PMARGIN)反映主营业务的状况,同时加入资产负债率(LEVERAGE)作为资本结构的控制变量。薛爽(2005)发现连续两年亏损的公司第三年扭亏的概率较大,因此,本文将是否连续亏损(CONT)作为控制变量,若连续两年亏损,CONT为1,否则为0。另外,戴翠玉(2002)认为注册会计师的审计意见类型对公司是否扭亏具有解释能力,因此,本文将公司亏损当年所获得的审计意见类型(AQ)引入模型,若亏损当年的审计报告是非标准无保留意见,则AQ为1,否则为0。YEAR和INDUSTRY分别为年度和行业哑变量。其中,除年度和行业变量外,其他主要控制变量的描述性统计见表1的Panel D。

假说3预期的是MD&A中未来展望部分提及的各项扭亏措施与公司下年业绩之间的关系。具体地,我们构造模型(2)来验证假说3a:

$$\begin{aligned} \text{prob}(Y_i=1) = & \beta_0 + \beta_1 M_STRATEGY + \beta_2 M_INTER + \beta_3 M_RESTR + \\ & \beta_4 PMARGIN + \beta_5 LEVERAGE + \beta_6 ASSETTURN + \\ & \beta_7 CONT + \beta_8 AQ + \beta_9 YEAR + \beta_{10-21} INDUSTRY + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

模型(2)用“扭亏措施”变量替代了模型(1)中的原因变量。其中,M_STRATEGY为战略变更的综合指标,为表1Panel B中0,1型变量M1~M3的简单加总,M_INTER为内部经营管理措施改善的综合指标,为M4~M8的简单加总,M_RESTR为债务重组措施,即M9。扭亏措施如果能够如期实施且发挥预期效用,则其与公司业绩应该正相关。根据第三部分对假说3a的推理,我们预期,模型(2)中, $\beta_1 > \beta_2$ 。

类似地,在验证假说3b时,我们将模型(2)中的扭亏措施变量按照第二种分类方法进行归类,我们预期战略维度(STRATEGY)的系数大于客户维度(CUSTOMER)和内部流程维度(INTER)的系数。

为验证假说4,我们在模型(2)的基础上,加入亏损原因和扭亏措施的交叉变量。具体地,我们检验扭亏措施中的“管理控制制度的改善(M7)”是否对应亏损原因中的“内部管理不善(R5)”以及扭亏措施中的“债务重组(M9)”是否对应亏损原因中的“债务负担过高(R4)”对下年扭亏可能性的影响。

$$\begin{aligned} \text{prob}(Y_i = 1) = & \beta_0 + \beta_1 R_EX + \beta_2 R_IN + \beta_3 R8 + \beta_4 R9 + \beta_5 M_STRATEGY \\ & + \beta_6 M_INTER + \beta_7 M_RESTR + \beta_8 R5 \times M7 + \beta_9 R4 \times M9 \\ & + \beta_{10} PMARGIN + \beta_{11} LEVERAGE + \beta_{12} ASSETTURN + \\ & + \beta_{13} CONT + \beta_{14} AQ + \beta_{15} YEAR + \beta_{16-27} INDUSTRY + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

根据假说4的讨论,模型(3)中 β_8 和 β_9 的符号预期为正。

在回归中,我们将所有连续变量进行了1%的缩尾(winsorize)处理,回归结果由表2给出。

表2中,回归(1)是未加入MD&A信息的基准模型,与现有文献一致,我们发现当期盈利能力、资产运营效率、连续亏损与下年扭亏正相关,非标准审计意见与下年扭亏负相关。回归(2)在基准模型基础上增加了亏损原因变量,结果显示,外部原因(R_EX)和内部原因(R_IN)都与下年扭亏负相关,且在统计上显著,这与本文假说1和2的预期一致。另外,我们注意到,解释变量R8、R9的系数均不显著,说明投资公司亏损和计提减值准备这两个原因对下一年的扭亏缺乏解释能力。回归(3)在基准模型的基础上加入了扭亏措施变量。M_STRATEGY的系数在1%水平上显著为正,说明管理层计划采取的战略措施越多,下一年扭亏的可能性越大。M_INTER的符号为负,但在统计上不显著,这说明内部管理措施对扭亏没有显著的解释能力。我们对战

略措施和内部措施的系数进行差异度检验,卡方值为10.61,在1%的水平上显著,说明战略性改进措施对亏损公司下一年扭亏的作用显著高于内部经营管理措施的改进,这与假说3a相一致,即战略性改进措施对亏损公司扭亏的效果更显著。相比较而言,内部经营管理措施的改进对亏损公司扭亏没有显著影响。如我们在第三部分分析的那样,内部管理措施对亏损公司业绩提升没有显著影响的原因可能与这些措施的“可验证性”和“可实施性”有关。进一步地,即便这些措施的确在企业里实施下去,其作用的发挥也需假以时日。M_RESTR的系数在统计上显著,但系数符号却和预期相反。这可能与我们在模型中没有充分考虑扭亏措施的针对性有关。回归(4)把亏损原因和扭亏措施变量同时放入模型,且考虑了扭亏措施是否与亏损原因相互匹配。先看亏损原因对下年是否扭亏的解释能力,系数符号都符合预期且在统计上显著,结果进一步支持了假说1和2,即在MD&A中提及的外部原因越多,扭亏的可能性越小。再看扭亏措施对扭亏的作用。战略性改进措施比经营管理措施对扭亏的影响更大,且在至少1%的水平上有显著差异。最后,我们看R5×M7和R4×M9的交叉项。这两个交叉项的系数都为正,且统计上显著,说明当MD&A中的扭亏措施是对症下药、有的放矢时,对下年扭亏有正面的影响。如果扭亏措施不是针对公司已存在问题有针对性地提出,而是头痛医脚,非但对业绩的改善没有积极作用,反而会使扭亏的可能性显著降低(M_INTER和M_RESTR的系数都显著为负)。因此,表2回归(4)的结果支持了假说4。

表2 MD&A披露信息与扭亏可能性的逻辑回归分析

	(1) 基准模型		(2) 亏损原因		(3) 扭亏措施		(4) 原因+措施	
Intercept	-0.363	0.496	0.268	0.188	-0.836	2.07	-0.774	1.03
R_EX			-0.329	4.24**			-0.253	3.24*
R_IN			-0.261	3.63*			-0.509	7.98***
R8			-0.082	0.09			-0.221	0.56
R9			0.192	0.62			0.352	1.83
M_STRATEGY					0.512	11.17***	0.556	12.14***
M_INTER					-0.09	0.86	-0.220	3.98**
M_RESTR					-0.861	4.41**	-0.984	3.19*
R5×M7							1.167	10.21***
R4×M9							1.493	5.14**
PMARGIN	0.011	2.69*	0.01	2.06	0.009	1.68	0.010	1.83
LEVERAGE	-0.001	1.04	-0.001	1.04	-0.001	0.34	-0.001	0.88
ASSETTURN	1.042	7.83***	1.089	8.59***	0.979	6.54***	0.957	5.94**
CONT	2.066	39.01***	2.069	37.67***	2.142	38.71***	2.347	40.12***
AQ	-1.179	18.25***	-1.146	15.81***	-1.064	13.75***	-1.024	11.10***
YEAR05	0.45	3.58*	0.376	2.27	0.417	2.85*	0.484	3.18*
industry	control							
2 logL	529		440		434		406	
% concordant	76.00%		76.90%		77.90%		81.20%	
M_STRATEGY和M_INTER系数的比较			χ^2		10.61		13.83	
			Prob.		0.001		0.0002	

从模型预测的准确度来看,回归(2)、(3)和(4)预测的准确程度都高于基准模型。当同时将MD&A中披露的亏损原因和扭亏措施加入模型时,模型预测的准确程度提高了5.2个百分点。

总体而言,表2的回归结果说明我国亏损上市公司在管理层讨论与分析中披露的亏损原因和下一年度的经营计划为投资者预测扭亏提供了增量信息。

为验证假说3b并进一步验证假说4,我们按照第二类方法对扭亏措施进行分类,回归结果见表3。

表3 扭亏措施按第二种方法进行分类的逻辑回归分析

	(1) 基准模型		(2) 扭亏措施		(3) 原因+措施	
Intercept	-0.363	0.496	-1.158	3.16**	-0.405	0.27
R_EX					-0.301	3.06*
R_IN					-0.542	8.31***
R8					-0.158	0.28
R9					0.255	0.93
FIN			-0.193	0.67	-0.310	1.36
CUSTOMER			-0.178	0.81	-0.187	0.90
INTER			-0.038	0.04	-0.320	2.57
STRATEGY			0.389	3.79**	0.361	3.35*
LEARN			0.696	5.29**	0.967	10.38***
R5×M7					1.247	10.27***
R4×M9					1.003	3.60*
PMARGIN	0.011	2.69*	0.01	1.75	0.011	2.11
LEVERAGE	-0.001	1.04	-0.001	0.42	-0.001	1.38
ASSETTURN	1.042	7.83***	1.391	10.13***	1.022*	6.73**
CONT	2.066	39.01***	2.254	39.44***	2.30	39.941***
AQ	-1.179	18.25***	-1.068	11.71***	-1.075	11.66***
YEAR05	0.45	3.58*	0.437	2.77*	0.425	2.40
industry	control					
2 logL	529		387		405	
% concordant	76.00%		78.80%		81.30%	
Strategy 和 Inter 系数的比较	x ²		2.38		5.53	
	Prob.		0.12		0.02	
Strategy 和 Customer 系数的比较	x ²		4.10		3.78	
	Prob.		0.04		0.05	
Strategy 和 Inter、Customer 之和的比较	x ²		4.06		7.06	
	Prob.		0.04		0.008	

表3的思路与表2相同,唯一的区别是我们对扭亏措施的分类方法不同。从表3的回归(2)可知,把扭亏措施按照财务、客户、内部流程、学习与成长和战略5个维度进行归类后,战略调整(包括扩张和收缩战略)与学习成长(研发投入和员工培训)的系数显著为正,其他3个维度的变量不显著。说明这两个维度的扭亏措施对公司改善业绩有显著影响。回归(3)同时加入了原因和措施变量以及两者的交叉变量。结果显示,披露的外部原因和内部原因越多,扭亏的可能性越小,这与表2的结果一致。战略性措施与扭亏可能性显著正相关,且其系数显著大于内部经营管理措施(P=0.02)。战略维度和客户维度的差异也在5%的水平上显著(卡方值为3.78)。鉴于此处的客户维度和内部流程维度在内容上类似于表3中的内部经营管理措施,因此,我们同时给出了战略维度和这两个维度及其之和的比较(表中最后一行所示),在回归(2)和(3)中,其系数差异分别在5%和1%水平上显著,从而验证了假说3b。另外,R5×M7和R4×M9的系数显著为正,进一步验证了假说4,即扭亏措施如能有的放矢,则对下年扭亏有显著的正面作用。

(二) 进一步分析及稳健性检验。

本文用模型预测的准确度及解释能力来考察MD&A信息是否有助于预测企业的经营业绩,有关模型预测的准确度已在表2和表3中给出。在此,我们检验了加入MD&A变量之后的模型和仅有控制变量的基准模型之间的R²差异。结果显示,无论将MD&A变量采用哪种方法分类,其模型的解释能力(R²)均显著高于基准模型,这说明MD&A对预测下年扭亏具有显著的增量解释能力。考虑到该基准模型的选择可能存在主观性,我们另参考了Ou和Penman(1989)的做法,用前6年亏损公司的数据对多个财务指标进行逐步回归,将显著的变量加入到基准模型中,然后比较基准模型和加入MD&A变量的模型的R²,结果仍然在1%水平上显著(见表4)。

表4 模型间R² 的比较

Panel A				
	基准模型 1 ^a vs 考察模型 1 ^b		基准模型 1 vs 考察模型 2 ^c	
R ²	20.39%	27.27%	20.39%	27.58%
F 值	3.81		3.26	
Prob>F	0.0001		0.0003	
Panel B				
	基准模型 2 ^d vs 考察模型 1		基准模型 2 vs 考察模型 2	
R ²	21.09%	27.59%	21.09%	28.03%
F 值	3.64		3.18	
Prob>F	0.0002		0.0004	

注:a:基准模型1为表2中的基准模型。b:考察模型1为表2中的模型4。c:考察模型2为表3中的模型3。d:参考Ou和Penman(1989)的做法,将1998~2003年间的亏损公司,用下一年净利润是否扭亏对多个财务指标进行逐步回归,用逐步回归后显著的变量作为基准模型中的变量,显著的财务指标有两个,分别是总资产利润率(ROA)和总资产周转率(ASSETTURN),同时,CONT、AQ、年度及行业变量依然不变。

此外,我们对正文的结果进行了一系列稳健性检验。(1)为考察扭亏行为的可持续性,我们将因变量用是否连续两年净利润扭亏代替,结果除内部原因变量显著性降低之外,其余变量的系数方向和显著性程度均保持不变,模型的 R^2 和预测准确度也高于基准模型(见表5)。(2)我们检验了MD&A信息在多种短窗口上的市场反应。结果发现在两种扭亏措施分类法下,市场对内部措施、重组措施和财务类措施有较为显著的反应。(3)考虑到亏损公司盈余管理的可能性,我们用主营业务利润和扣除非经常性损益前的净利润为扭亏标准替代现有因变量,结果与现有结论类似,但显著性降低。此外,我们将下一年巨亏及微利公司剔除,结果发现在用净利润扭亏为标准时,仅学习与成长指标在统计上显著为正,而用扣除非经常性损益前的净利润为扭亏标准时,扭亏措施变得都很显著,说明现有结论并非由盈余管理造成。(4)考虑到亏损公司不良资产出现的区域可能集中在其他应收款、存货及巨额亏损且严重贬值的投资,我们分别

用应收账款周转率、存货周转率、其他应收款比重、长期投资比重作为文中资产质量的替代变量。另外,考虑到不同类型的负债可能对扭亏与否产生不同影响,我们还用短期借款比重和长期借款比重替代文中资本结构变量。结果均不改变目前的结论。(5)我们分上市公司的类型(国有和民营)进行考察,发现加入公司类型之后,不改变原有变量的显著程度,且发现公司类型对MD&A信息的有用性不存在显著差异。(6)我们改变变量整合的方法,对亏损原因和扭亏措施的衡量不用加总的方法,而是涉及就设为1(即只要至少涉及其中的一个子项目,就设为1,否则为0),结果基本不变。(7)我们将表1中的各个细分指标加入逻辑回归模型,发现外部原因中的“国家调控”和内部原因中的“关联方占款”和扭亏行为显著负相关,战略变更措施中的“增发研发投入”和扭亏显著正相关。(8)分年度回归的结果也支持现有的结论。对上述各项检验,由于篇幅所限,这里没有将其一一表列。

表5 扭亏行为是否具有可持续性

	(1) 亏损原因		(2) 扭亏措施		(3) 原因+措施	
Intercept	-1.744**	0.030	-2.386***	0.002	-1.977**	0.023
R_EX	-0.374**	0.018			-0.272*	0.097
R_IN	-0.161	0.263			-0.358**	0.041
R8	0.017	0.951			-0.187	0.508
R9	0.246	0.301			0.311	0.212
M_STRATEGY			0.423***	0.004	0.441***	0.004
M_INTER			-0.250**	0.010	-0.314***	0.003
M_RESTR			-0.175	0.635	-0.760	0.155
R5×M7					0.647*	0.054
R4×M9					1.416**	0.031
PMARGIN	0.005	0.448	0.008	0.229	0.011	0.143
LEVERAGE	-0.001	0.196	-0.001	0.226	-0.002	0.063
ASSETTURN	0.226	0.458	0.164	0.593	0.378	0.301
CONT	1.475***	0.000	1.540***	0.000	1.679	0.000
AQ	-1.067***	0.000	-0.989***	0.001	-0.954	0.002
YEAR	Control					
industry	Control					
Obs.	389		389		389	
% concordant	69.67%		68.12%		72.75%	
Pseudo R ²	14.45%		15.52%		18.32%	

六、结论与启示

财务报告提供的信息主要是反映已经发生的经济业务,报表使用者要想对企业未来进行预测,必须依赖这些信息进行间接的外推。从年度报告的内容来看,MD&A是财务报告中屈指可数的直接提供关于企业未来的信息来源之一,其所涵盖的内容应该对投资决策提供有用信息。实务中,

MD&A信息是否可为投资者所用则是一个实证问题。

本文以亏损公司这一特殊群体作为分析对象,探讨了MD&A披露信息的有用性。之所以选择亏损公司作为研究样本是由于这类公司具有同质性,且亏损公司由于业绩原因受到更多关注,特别是在我国制度背景下,亏损公司如果连续亏损就会被特别处理甚至强制退市。迫于市场压力,管理层在MD&A中不仅要比较详细地分析亏损原因,更有义

务和压力为未来提升业绩做出详尽的计划。

本文从MD&A中提供的信息是否有助于预测下一年扭亏的角度来研究MD&A信息的有用性。实证结果表明,MD&A中提及的对业绩产生负面影响的内部和外部因素越多,扭亏的可能性越小。重要的是,关于内部因素的研究结果与Tennyson等(1990)的发现(MD&A提及内部原因越多的公司,将来破产的概率越小)不一致。这说明,我们不能照搬国外的研究结论,而应对MD&A在中国的作用进行独立的研究。此外,MD&A所披露的前瞻性信息中,战略性改进措施的信息含量显著高于内部经营管理方面的改进措施。在战略方面做越多的调整,下年扭亏的可能性越大。如果按照战略、财务、客户、内部流程和学习与成长5个维度对扭亏措施进行分类,则战略调整和学习与成长变量(主要表现为研发投入)对扭亏有显著的解释能力。由此可见,扭亏措施对下年是否扭亏的影响并未受到不同分类方法的影响。第三,我们的实证结果表明,当扭亏措施针对性非常强,即对应亏损原因提出时,对经营业绩的改善有积极影响。否则,如果扭亏措施盲目提出,无的放矢,则会起到负面作用。特别地,当管理层在MD&A的扭亏措施中提及内部经营管理措施和债务重组措施但在亏损原因中未提到内部管理存在问题和负债负担过高时,这些措施与下一年扭亏概率负相关。这说明投资者应对内部管理措施这种“软性分析”持谨慎态度,尤其应将亏损原因和相应的措施结合考虑,看其是真的“对症下药”,还是“信口开河”。第四,从模型预测的准确度来看,仅加入扭亏措施时模型的预测能力高于仅加入亏损原因时的预测能力,也说明MD&A中的前瞻性信息更有用。综上所述,公司在MD&A中披露的亏损原因和下一年度的战略与经营计划为投资者预测扭亏提供了增量信息。

基于本文的研究发现,我们建议证券监管部门进一步完善我国MD&A信息披露制度,增加对投资者决策有用的信息的披露,如业绩变动的原因,研发支出以及战略性调整等信息。当然,未来的研究可以将研究的样本扩大到所有上市公司,对那些被反复证明有用的信息,监管部门应要求企业加强披露。此外,国内外关于信息有用性的研究多从实务的角度出发,未来的研究如果能强化现有的理论,可进一步提升此领域的研究水平。

(《管理世界》2010年第5期 略有删节)

持续经营不确定性审计意见的 增量决策有用性研究

——来自财务困境公司的经验证据

厉国威 廖义刚 韩洪灵

一、引言

审计意见的决策有用性是资本市场效率的重要支撑因素,而持续经营不确定性审计意见(Going-Concern Opinion,

以下简称“GCO”)是投资决策中所使用的最重要信息之一。由于公司退市或破产将对投资者和其他利益相关方造成巨大的损失,为给投资者提供足够的警讯,美国审计师早在20世纪30年代便开始以GCO的形式披露包括持续经营不确定性在内的不确定性事项。我国证券市场自1997年首次出现GCO以来,截至2008年已有600多例,目前该类审计意见仍呈逐年增加的趋势。GCO的初衷在于提请投资者对公司的持续经营不确定性事项予以格外的关注,从而更有效地向他们传递“红旗(Red Flag)”警讯。然而,在中国这样的新兴证券市场中,审计师是否有能力在帮助投资者评估公司持续经营不确定性方面充当重要的角色?这一直都是个有争议的问题。于是,一个重要的经验问题便是,在我国证券市场中GCO能否改善投资者对公司持续经营不确定性问题的评估?GCO能否在我国所特有的ST风险警示制度的基础上提供增量的决策有用性?为此,本文以股权分置改革前的1998~2003年间处于财务困境的我国上市公司为样本,采用价值相关性的研究方法经验地考察我国证券市场上GCO是否在ST警示制度的基础上具有增量的决策有用性,以为GCO的实践及其相关审计准则的发展提供依据。

二、制度背景与假设发展

(一)制度背景。

近年来,一些研究发现独立审计在证券市场中的作用与一国投资者法律保护程度等制度背景相关,例如Francis、Khurana and Pereira(2003)发现普通法系国家的公司对作为一种执行机制的独立审计的需求更高;Choi and Wong(2007)发现在法律制度较弱的国家,独立审计的治理功能更为重要,法律制度和独立审计的治理功能之间可能是一种替代关系;Francis and Wang(2008)发现公司盈余质量随着所在国投资者保护程度增强而提高,但这一关系仅在国际四大审计的公司中存在,而在非国际四大审计的公司中,盈余质量与公司所在国的投资者保护程度没有显著关系。这些研究都表明,独立审计能否积极发挥治理功能受一国制度环境的影响。

从审计技术上来说,独立审计发挥治理功能的途径主要是透过审计师出具的审计意见向利益相关者传递私有信息,因此审计意见的有用性是独立审计能否发挥治理功能的重要表征。陈信元、夏立军、林志伟(2009)以“盛润股份”连续15年获得非标准审计意见为例,分析了“非标”意见未能发挥公司治理功能的制度根源,发现独立审计之所以未能发挥治理功能,是因为审计师出具的“非标”意见未给公司及其内部人带来显著成本,而这又与市场价格机制、股权结构以及有效的监管和法律诉讼机制的缺失有关。然而,上述研究均未单独考察持续经营审计意见的有用性,如在“盛润股份”连续15年所获得的非标意见中,2001~2007年连续获取的就是持续经营审计意见。因此,有必要进一步结合我国制度背景专门探讨持续经营审计意见能否提供具有决策有用性的信息,发挥公司治理功能。

在市场竞争日益激烈的全球经济时代,企业面临着巨大的风险和不确定性,持续经营不确定性已是企业的常态。