

杠杆治理、独立审计与代理成本

))) 来自财务困境上市公司的实证发现

廖义刚 张玲 谢盛纹*

摘要: 本文以 2000-2005 年我国财务困境上市公司为样本, 经实证研究发现: (1) 随着负债水平的上升, 公司代理成本将显著增加, 其中非国有控股公司上升幅度更大; (2) 独立审计在一定程度上能够降低公司代理成本, 表现为被出具持续经营审计意见的次年, 公司代理成本有显著降低; (3) 对于非国有控股公司, 如果独立审计机制与杠杆治理机制同时存在, 则会产生积极的协同效应, 该协同效应可以大大降低负债的边际代理成本, 但在国有控股上市公司中没有发现该协同效应。

关键词: 杠杆治理 独立审计 代理成本

一、引言

现代公司治理理论认为, 债务杠杆的存在可以将部分可能被管理者滥用的现金流转移至债权人, 从而有效降低管理者的可控现金流量并增加对经理层的监督, 进而降低代理成本 (Jensen 1976)。当企业面临财务困境时, 债权人甚至会要求接管公司的控制权, 由此导致公司治理的改进, 最终实现公司价值的提升, 这就是所谓杠杆治理效应。然而, 我国学者的实证研究结果表明, 西方财务理论中的杠杆治理效应在我国国有企业中并没有显现, 究其根本原因是预算软约束的存在 (田利辉, 2004; 金雪军、张学勇, 2005)。一般认为, 随着银行的垂直管理体制改革以及政企分开力度的不断加大, 地方政府逐步放弃直接从国有商业银行体系争夺资源, 转为通过协助、纵容或默许辖区内企业的 / 逃、废、债 0 等行为来间接争夺国有商业银行的金融资源 (朱红军、何贤杰、陈信元, 2006; 巴曙松等, 2005)。而民营企业很大一部分脱胎于乡镇企业或由国有企业民营化而来, 尽管与政府部门和国有银行分支机构也有着千丝万缕的关系, 但是民营企业没有像国有企业那样获得政府援助的预期 (田利辉, 2005)。已有的研究也表明, 国有企业存在更为严重的预算软约束问题 (田利辉, 2004)。然而, 由于我国民营上市公司两权分离程度普遍大于国有上市公司, 且在新兴市场中缺乏有效的财产保护制度和投资者保护机制, 民营大股东比国有大股东更有激励和动机滥用其控制权来获取私利。因此, 民营上市公司的公司治理状况并不一定优于国有企业 (上海证券交易所课题组, 2005)。针对杠杆治理机制对公司代理问题影响的议题, 我国已有的研究大多针对财务状况健康的上市公司, 并没有专门针对财务困境公司展开研讨。那么, 当公司处于财务困境时, 非国有上市公司控制人或管理层是否更有动机和机会滥用控制权获取私利呢?

杠杆治理机制之外, 独立审计制度对上市公司代理问题的影响, 在学界也是热门话题之一。曾颖、叶康涛 (2005) 的研究表明, 代理成本更高的公司更倾向于聘请高质量的外部审计师, 同时高质量的外部审计确实缓解了上市公司内部的委托代理问题。他们的研究还表明, 负债可以透过降低企业的代理成本提高企业的市场价值, 最终降低对外部审计的需求, 也即杠杆融资与外部审计在降低代理成本方面具有相互替代性。王艳艳、陈汉文等 (2006) 的研究表明高质量审计可以提高会计盈余的信息含量, 降低代理成本。那么, 我们

* 廖义刚, 江西财经大学会计学院, 邮编 330013, 电子邮件: lyg-13706966672@163.com; 张玲, 厦门大学会计系, 邮政编码 361005; 谢盛纹, 江西财经大学会计发展研究中心, 邮编 330013。

本文是国家自然科学基金项目 (70802056) / 中国资本市场持续经营审计意见行为: 信息解读、自我预言实现及其决策机制研究 0、国家社科基金项目 (07BJY027) / 投资者保护、公司治理与我国证券市场资源配置效率研究 0 的阶段性研究成果。

感兴趣的是,当企业处于财务困境时,面对管理当局可能的机会主义行为,外部审计能否发挥积极的监督作用?另外,如果外部审计治理机制与杠杆治理机制同时存在,对公司的代理问题将产生什么样的影响?这些影响对国有和非国有上市公司又会有何不同?

本文以 2000-2005 年我国 A 股财务困境上市公司为研究样本,探讨处于财务困境状态下不同所有权性质的上市公司,杠杆治理机制及外部审计机制对降低公司代理成本的影响。本文的基本结论有:(1)当公司处于财务困境状态时,不论对于国有或非国有控股上市公司,负债水平的上升将带来代理成本的上升。而在非国有控股上市公司中,负债的边际代理成本更大,即非国有控股财务困境公司存在更大程度的预算软约束。(2)当公司处于财务困境状态时,外部审计机制都能够在一定程度上降低公司代理成本,尤其是国有控股上市公司的代理成本。具体表现为被出具持续经营审计意见的次年,公司代理成本有一定程度的下降。(3)对于非国有控股公司,如果外部审计机制与杠杆治理机制同时存在,则会产生积极的协同效应,该协同效应可以大大降低负债的边际代理成本。在国有控股上市公司中没有发现该协同效应。

本文后续部分结构如下:第二部分是理论分析与假设发展;第三部分是研究设计;第四部分是实证检验结果;最后是总结与讨论。

二、理论分析与假设发展

(一)所有权性质、杠杆治理与代理成本

Jensen 和 Mecking (1976) 认为,在理性的资本市场中,外部投资者能够预见到企业内部的代理成本,并降低对企业价值的评估。代理成本所导致的企业价值损失最终将全部由企业内人承担。当公司的负债率为零时,公司经理对资产的自由支配权最小,经理积极性最低,权益资本的代理费用最高。负债的引入可以凭借债权人的外部监督以降低权益资本的代理成本,此时尽管杠杆资本的代理成本也会随之上升,但是适度的负债会使得权益资本代理成本的降低幅度超过增加的杠杆资本代理成本的幅度,因而可以降低总的代理成本。因此,在完善的资本市场中,委托代理问题比较严重的公司为提升公司价值,将有积极性引入杠杆治理机制以降低代理成本。在股权分散的上市公司中,中小股东对公司监督存在的/搭便车行为会引起股权约束不严以及内部人控制问题,杠杆治理机制的引入可以在一定程度上约束职业经理人的机会主义行为。国外学者进行的大量实证研究均表明债权存在治理效应,能够在一定程度上抑制代理成本,提升公司治理并改善公司绩效 (Harris & Raviv 1988, Stulz 1988, Coughlan & Schmidt 1985, Weisbach, 1988, Gilson & Stuart, 1989)。然而,在我国的制度背景下,学术界普遍认为预算软约束的存在使得上市公司的杠杆治理机制无法发挥预期的作用,因而我国商业银行整体上在公司治理中的角色是消极和不确定的。具体表现在:首先,商业银行在很大程度上受国家政策甚至行政命令的影响,商业银行与企业尤其是国有企业的关系纠缠不清。在这种情况下,企业会产生一种对政府和银行的依赖感,银行在一定程度上并不关心企业的经营状况,从而使得银行参与公司治理的积极性不高。其次,我国银企关系的设置主要是基于防范金融风险为首要目标的,并未鼓励银行积极主动地参与对公司的治理 (于东智, 2003)。因而在国有控股公司中,银行贷款数量的相对上升通常伴随着经理代理成本的提高和公司治理水平的恶化。最后,地方政府出于实现地方经济增长目标、保持就业率和社会稳定的考虑,一些非政府企业也成为了某些地方政府的关系企业,也可能享受类似国有企业待遇,因而这些企业也存在一定的预算软约束问题。近年来我国学者针对杠杆治理机制进行的实证研究基本证实了上述推断。杜莹和刘立国 (2002) 选取 1999-2001 年共 288 个样本,以主营业务利润率、总资产收益率、净资产收益率分别与杠杆程度进行回归,发现我国债权治理存在负面效应,即杠杆高的公司业绩反而不好;于东智 (2003) 选取 1 083 家上市公司在 1997-2001 年间的的面板数据进行检验,研究结果表明公司债权治理处于无效状态;田利辉 (2004) 的研究也认为,杠杆融资不仅没有提升我国的公司治理水平,反而扩大了经理的代理成本;邓莉、张宗益、李宏胜 (2007) 则对银行债权的治理效应进行了实证检验,表明无论短期贷款还是长期贷款,对借款企业的治理效应均不显著;沈艺峰、沈洪涛、张俊生 (2006) 以 2000-2002 年我国 A 股 ST 公司为研究样本,发现即便对于存在财务困境的公司,负债也没有发挥相应的治理职能。当上市公司处于财务困境时,通常地方政府出于维护本地区社会稳定和良好形象的目的,要么通过企业、政府以及银行之间双重预算软约束对企业进行政策支持 (辛清泉、林斌, 2005), 或者通过直接为困境公司提供财

政补贴帮助企业度过难关¹。因此,预算软约束的存在使得杠杆治理机制非但不能发挥作用,反而将在一定程度上提升公司的代理成本。综上所述,可以提出本文假设 1。

假设 1 对于财务困境上市公司, 负债程度越高, 代理成本越高。

通常认为, 在我国制度环境下, 国有控股公司的管理层预期政府会倾向于救助下属企业, 因此这类公司存在较大程度的预算软约束, 公司经理的代理成本将更大 (田利辉, 2005)。那么, 当公司处于财务困境时, 非国有控股上市公司经理的代理成本会低于国有控股公司吗? Shleifer 和 Vishny (1997) 指出, 国有企业事实上的控制权掌握在企业官僚手中, 这些官僚对企业拥有绝对集中的控制权, 但却不拥有任何有意义的现金流权利。从理论上来说, 国有企业现金流的所有权归属于全体国民, 而行政任命的确定性使得企业经营者过多考虑政治前途, 因此企业官僚们的行为将不以企业本身的利益为基础, 他们的目标更大程度上是政治性的。从这个意义上说, 尽管企业经营者对政治目标的追求可能会在一定程度上损害企业的业绩, 但伴随着我国法治水平的不断进步, 当国有公司处于财务困境时, 由于面临着包括国资委在内的各类政府机构日益严格的监督, 更重视政治目标和仕途的国有企业领导人未必会将提高在职消费等行为作为其理性选择。此外, 从公司治理层面上来说, 可以按照不同的控股股东类型将我国上市公司区分为地方和中央政府部门控股的上市公司、中央直属国有企业控股的上市公司、地方所属国有企业控股的上市公司、自然人控股的上市公司四类 (上海证券交易所课题组, 2005)。施东晖 (2003) 的研究发现, 地方和中央政府部门控股上市公司以及中央直属国有企业控股上市公司的治理水平, 要显著高于地方所属国有企业控股的上市公司及自然人控股的上市公司。地方和中央政府部门控股上市公司的治理水平之所以更高, 原因在于政府控股型上市公司中, 政府部门拥有对关键人的任命权、监督权及升迁权, 出于政治功利的考虑, 关键管理人的行为及其对上市公司的管理和运作相对比较规范, 公司治理水平也相应比较高。而中央直属国有企业控股上市公司的治理水平高于地方所属国有企业控股公司的原因在于: 地方所属国有企业控股的上市公司一般是由集团公司或总公司剥离优质资产设立的, 一方面上市公司与控股集团之间存在天然的 / 母子 0 关系, 这种关系容易引发诸如关联交易、大股东侵占资金等问题; 另一方面, 由于上市公司关键管理者基本上都由集团公司委派, 而集团公司又享有较大的自主权, 因此上市公司关键管理人的行为基本不受任何约束, 从而导致公司治理水平相应较低。中央直属国有企业控股的上市公司只是大股东庞大资产的一部分, 大股东并无强烈的动机去侵害上市公司利益, 而且大股东一般都直接面对着许多中央级部门的监管, 因此相对能够有效执行相应的法律和法规。至于自然人控制的上市公司, 由于存在现金流和控制权较程度的分离, 加之我国投资者保护法律体系相对薄弱、资本市场约束机制弱化, 这类公司的治理水平并不优于国有控股公司 (上海证券交易所课题组, 2005)。综上, 我们认为当公司处于财务困境时, 民营上市公司经理层有更强烈的掏空动机, 因此杠杆程度越高, 民营上市公司越可能滋生在职消费、转移资产等行为, 从而导致代理成本的增加。籍此, 提出本文的假设 2。

假设 2 当公司处于财务困境时, 随着杠杆程度的提高, 民营上市公司负债的边际代理成本显著高于国有控股上市公司。

(二) 杠杆治理、外部审计监督与代理成本

关于独立审计、债务杠杆以及公司代理成本之间关系, 国内外学者进行了诸多研究。Simunic 和 Stein (1987)、Francis 和 Wkon (1988) 发现负债率与外部审计质量负相关; Chow (1982) 发现负债比例较高的大公司更有可能聘请外部审计; Pahnrose (1984) 则没有发现负债率与外部审计需求显著相关。我国学者曾颖、叶康涛 (2005) 的研究表明, 代理成本更高的公司更倾向于聘请高质量的外部审计师, 同时高质量的外部审计确实缓解了上市公司内部的委托代理问题。他们的研究还表明, 负债可以透过降低企业的代理成本提高企业的市场价值, 最终降低对外部审计的需求, 也即杠杆融资与外部审计在降低代理成本方面具有相互替代性。王艳艳、陈汉文等 (2006) 的研究表明, 随着代理成本的增加, 上市公司对高质量审计的需求也逐步增加, 而高质量审计可以提高会计盈余的信息含量, 降低代理成本。那么, 当企业处于财务困境时, 面对管理当局可能的机会主义行为, 外部审计能否发挥积极的监督作用呢? 外部审计与债务杠杆之间是否仍具有相互

¹ 比较典型的是 2005 年 12 月安徽省宣城市政府向 * ST 飞彩 0 投入了 1.45 亿, 功用是以财政补贴的形式弥补 * ST 飞彩 0 的当期亏损, 从而确保了该公司不连续三年亏损, 以避免退市。参见 http://Mnews.cnfol.com/051224/101_1592_1612607_00_shtm1

替代性的关系呢?

在市场竞争日益激烈的全球经济时代,公司面临着巨大的风险和不确定性,持续经营不确定性已是公司的常态,任何公司的自然状态都是处于持续经营与终止经营两极之间(陈朝晖,1999)。如果公司持续经营能力出现危机,将给包括投资者在内的利益相关者造成巨大的损失。为弥合审计期望差,满足公众对公司持续经营不确定性预警信息的需求,同时免除自身相关责任,美国的注册会计师从20世纪20年代开始,便以/受限于0(subject to opinion,简称ST意见)意见的形式在审计报告中披露持续经营不确定性(廖义刚、毛丽娟,2006)。改革开放以来,我国经济已经成为了全球经济的一部分,我国公司也不可避免地遭受着持续经营不确定性风险。早在1999年,我国出台的5独立审计具体准则第17号:持续经营6就规定,当公司在可预见的未来,对其经营活动能否持续存在疑虑,从而影响持续经营假设的合理性时,审计师应当提请管理当局披露有关持续经营存在重大不确定性的信息,并考虑对审计报告的影响。截止到2005年,我国证券市场上共出现了三百多例持续经营审计意见。当公司处于财务困境状态时,审计师发布的持续经营审计意见具有一定的信息含量(张晓岚、宋敏,2007),理应能给相关利益者提供一定的预警信息。因此,当审计师出具的持续经营审计意见被银行、供应商等相关利益方知晓后,将可能引发债权人对公司经营活动的干预行为,这将使得公司治理机制在一定程度上得到改善,最终降低上市公司代理成本。藉此,提出本文的假设3和假设4。

假设3 前一年度被出具持续经营审计意见的上市公司,次年代理成本将显著下降。

假设4 前一年度被出具持续经营审计意见的上市公司,次年负债的边际代理成本将显著降低。

三、研究设计

(一)数据来源及样本选取

本研究聚焦于财务困境公司,探讨上市公司处于财务困境时杠杆治理机制及外部审计对其代理成本的影响。为实现研究目的,合理确定财务困境公司的选择标准是一个重要的问题。我国已有的不少研究将ST公司作为财务困境公司的确认标准(卢贤义,2001;王震、刘力,2003;沈艺峰、沈洪涛、张俊生,2006)。然而,我们认为由于ST公司本身财务状况和经营状况处于极端状态,仅仅以ST公司作为财务困境样本不具有普遍意义。更重要的是ST作为一种预警制度,本身应该具有一定的信息含量。当公司被ST时,利益相关者将给予公司更多的关注,这就可能冲淡审计师出具的持续经营审计意见的信息含量。基于上述理由,在参照国外有关文献(McKeeon Hopwood & Mutchler, 1997; Carcello et al, 2000; Reynolds & Francis, 2001)对财务困境公司定义的基础上,我们界定符合以下标准之一的公司年为财务困境公司年:(1)经营活动现金净流量为负;(2)净营运资本为负;(3)营业利润为负;(4)留存收益为负。我们选取2000-2005年在上海证券交易所和深圳证券交易所上市交易的所有符合上述特征之一的A股上市公司作为财务困境公司的初始研究样本。为达到我们的研究目的,我们还执行了以下筛选程序:(1)剔除了金融行业上市公司,因为这些公司存在行业特殊性;(2)剔除缺少财务数据的样本;(3)剔除无法判断控股股东性质的样本;(4)将变量值最高和最低1%的极端值剔除。最终样本包括3315个公司年度,其中控股股东为国有股的样本为2456个,控股股东为非国有股的样本为859个。我们使用的上市公司财务及相关数据皆取自香港理工大学与深圳国泰安信息技术有限公司联合开发的CSMAR数据库查询系统。有关控股股东股权性质的数据来自WIND数据库。

(二)模型设定与变量说明

本研究分别采用下列模型(1)和模型(2)进行多元回归分析,以检验杠杆治理机制和独立审计机制对财务困境上市公司代理成本的影响。

$$Mer_{it} = \beta_0 + \beta_1 agc_{it} + \beta_2 lev_{it} + \beta_3 agc_{it} @ lev_{it} + \beta_4 size_{it} + \beta_5 grow_{th}_{it} + \beta_6 cqtz_{it} + \beta_7 indus_{it} + \sum_{m=1}^5 \beta_{7+m} year + E_{it} \quad (1)$$

$$\$Mer_{it} = \beta_0 + \beta_1 agc_{it} + \beta_2 \$lev_{it} + \beta_3 agc_{it} @ \$lev_{it} + \beta_4 \$size_{it} + \beta_5 size_{it} + \beta_6 grow_{th}_{it} + \beta_7 cqtz_{it} + \beta_8 indus_{it} + \sum_{m=1}^5 \beta_{8+m} year + E_{it} \quad (2)$$

模型1用于检验财务困境上市公司前一年是否被出具持续经营审计意见及当年的负债程度对其代理成本的影响。模型2是从代理成本变化量视角对研究命题进行的进一步检验,主要测试前一年被出具持续经

营审计意见的公司下一年度代理成本是否发生显著变化及变化的方向,同时还测试杠杆程度的变化对代理成本变化量的影响。

模型(1)、(2)中各变量具体含义如下:

1 因变量

模型 1 中的 Mer_{it} 是 i 公司 t 年销售管理费用率,用于表示 i 公司第 t 年代理成本的大小。模型 2 中的 $\$Mer_{it}$ 表示 i 公司 t 年销售管理费用率变化量,为 t 年 i 公司销售管理费用率与 t-1 年 i 公司销售管理费用率之差。

2 实验变量

agc_{it} 是虚拟变量,如 i 公司第 t-1 年被出具了持续经营审计意见,则该变量取值为 1,否则为 0。 lev_{it} 表示 i 公司第 t 年财务杠杆程度,由于我国上市公司中 / 短债长用 0 的现象比较严重,因此我们用企业的长期借款与短期借款之和占总资产的比重衡量企业的财务杠杆。变量 $agc_{it} @ lev_{it}$ 是 agc_{it} 与 lev_{it} 的交乘项,用以检验杠杆治理机制与外部审计的协同效应。 $\$Mer_{it}$ 表示 i 公司第 t 年财务杠杆的变化,是 t 年 i 公司财务杠杆比率与 t-1 年 i 公司财务杠杆比率之差。 $agc_{it} @ \$lev_{it}$ 为 agc_{it} 与 $\$lev_{it}$ 的交乘项,在模型 2 中用以检验杠杆治理机制与外部审计的协同效应。

3 控制变量

$size_{it}$ 代表 t 年 i 公司的规模,用企业总资产的自然对数衡量; $\$size_{it}$ 代表 t 年 i 公司的规模的变化,用 t 年 i 公司总资产自然对数与 t-1 年 i 公司总资产自然对数之差衡量; $cqzr_{it}$ 为 t 年 i 公司的投资支出率,用在建工程、短期投资及长期投资之和与权益的比重衡量; $growth_{it}$ 是 t 年 i 公司的成长率,系用 i 公司 t 年与 t-1 年主营业务收入之差除以 t-1 年 i 公司主营业务收入获得; $indus_{it}$ 为行业虚拟变量,当 t 年 i 公司为制造业时,该变量为 1,否则为 0。 $year_{it}$ 为年度哑变量,用来控制宏观经济的影响,本研究涉及 6 年数据,因此共有 5 个年度哑变量。

四、实证检验结果

(一) 单变量分析

表 1 和表 2 分别是国有控股公司 (SOE) 和非国有控股公司中前一年被出具持续经营审计意见与前一年未被出具持续经营审计意见公司主要变量的比较。由表 1 可以看出,在国有与非国有控股公司中,前一年被出具持续经营审计意见的公司 (AGC) 其销售管理费用率的均值、中位数显著高于未被出具持续经营审计意见的公司,表明存在持续经营不确定性风险的公司代理问题更为严重;前一年被出具持续经营审计意见的公司其销售管理费用率比未被出具持续经营审计意见的公司有显著的降低,这可能表明持续经营审计意见具有抑制代理成本的治理功效。此外,表 1 和表 2 显示,在国有控股公司和非国有控股公司中,前一年被出具持续经营审计意见的公司其财务杠杆程度的均值与中位数均显著高于前一年未被出具持续经营审计意见的公司。表 3 是前一年被出具持续经营审计意见的公司中,国有控股与非国有控股公司主要变量的比较。由比较结果可以看出,国有控股公司销售管理费用率的均值低于非国有控股公司;非国有控股公司负债程度的均值显著高于国有控股公司。单变量检验结果初步表明,独立审计机制发挥了一定程度的治理功效,但杠杆治理机制的有效性并不明确。

表 1 全样本 SOE 组各主要变量的 T(Z) 检验

| 变量 | 均值 | | T 统计量 | 中位数 | | Z 统计量 |
|--------|------------------|-----------------------|-----------|------------------|-----------------------|-----------|
| | AGC 样本 n = 85 | 非 AGC 样本 N = 2 371 | | AGC 样本 n = 85 | 非 AGC 样本 n = 2 371 | |
| Mer | 0.273 | 0.152 | 1.984* | 0.131 | 0.087 | -4.294*** |
| \$Mer | -1.117 | 0.015 | -0.587 | -0.05 | 0.002 | -2.749*** |
| lev | 0.446 | 0.277 | 3.401*** | 0.356 | 0.271 | -3.727*** |
| \$lev | -0.001 | 0.008 | -0.223 | -0.002 | 0.008 | -0.673 |
| \$size | 0.555 | 0.259 | 1.183 | 0.08 | 0.038 | -1.601 |
| size | 20.69 | 21.12 | -4.044*** | 20.7 | 21.03 | -3.674*** |
| growth | 1.95 | 0.294 | 1.81* | 0.062 | 0.115 | -0.226 |
| cqzr | 0.353 | 0.729 | -5.471* | 0.198 | 0.323 | -3.976*** |

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上显著。

表 2

全样本非 SOE 组各主要变量的 T(Z) 检验

| 变量 | 均值 | | T 统计量 | 中位数 | | Z 统计量 |
|---------|-----------------|--------------------|------------|-----------------|--------------------|------------|
| | AGC 样本 n= 86 | 非 AGC 样本 n= 773 | | AGC 样本 n= 86 | 非 AGC 样本 n= 773 | |
| Mer | 0.49 | 0.18 | - 0.310 | 0.31 | 0.094 | - 5.314** |
| \$Mer | - 0.53 | - 0.05 | - 0.993 | 0.006 | 0.003 | - 0.283 |
| lev | 0.908 | 0.308 | 2.958** | 0.387 | 0.297 | - 3.753** |
| \$ lev | 0.321 | 0.017 | 1.605 | 0.037 | 0.019 | - 1.674* |
| \$ size | 0.97 | 0.41 | 1.026 | - 0.191 | 0.036 | - 2.582** |
| size | 19.98 | 20.79 | - 6.33*** | 19.86 | 20.75 | - 6.251*** |
| growth | 1.39 | 0.33 | 2.118** | 0.051 | 0.093 | - 0.7 |
| cqtr | 0.27 | 0.59 | - 5.861*** | 0.114 | 0.263 | - 4.342** |

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上显著。

表 3

AGC 样本各主要变量分组 T(Z) 检验

| 变量 | 均值 | | T 统计量 | 中位数 | | Z 统计量 |
|---------|-----------------|-------------------|------------|-----------------|-------------------|------------|
| | SOE 样本 n= 85 | 非 SOE 样本 n= 86 | | SOE 样本 n= 85 | 非 SOE 样本 n= 86 | |
| Mer | 0.287 | 0.487 | 2.272** | 0.138 | 0.31 | - 2.069** |
| \$Mer | - 2.03 | 0.057 | 0.875 | - 0.03 | 0.006 | - 0.989 |
| lev | 0.45 | 0.90 | - 2.214** | 0.356 | 0.38 | - 1.135 |
| \$ lev | - 0.001 | 0.321 | - 1.658 | - 0.002 | 0.037 | - 1.608 |
| \$ size | 0.55 | 0.979 | - 0.69 | 0.08 | - 0.19 | - 2.981*** |
| size | 20.69 | 19.98 | 4.418*** | 20.7 | 19.86 | - 4.072** |
| growth | 1.95 | 1.39 | 0.544 | 0.062 | 0.051 | - 0.190 |
| cqtr | 0.353 | 0.273 | - 5.861*** | 0.198 | 0.114 | - 5.861*** |

注: **、*** 分别表示在 5%、1% 的显著性水平上显著。

(二) 多元回归分析

表 4 的 Panel A 是运用模型 1 分别对全样本中的国有控股公司和非国有控股公司进行多元回归分析的结果。针对国有控股公司样本的回归结果显示, 变量 *lev* 的系数显著为正, 表明国有公司存在预算软约束问题, 这与国内诸多研究者的研究结论是一致的 (田利辉, 2004); 对于非国有控股公司, 变量 *lev* 的系数仍然显著为正。这支持了假设 1。同时, 我们进行的 F 检验表明¹, 针对变量 *lev* 非国有控股公司的回归系数显著高于国有控股公司的回归系数, 这就支持了假设 2, 即当公司处于财务困境时, 随着杠杆程度的提高, 民营上市公司的代理成本上升幅度显著高于国有控股上市公司。回归结果还显示, 对于 SOE 样本组, 变量 *agc* 的系数显著为负; 而对于非 SOE 样本组, 变量 *agc* 的系数显著为正, 但没有通过显著性检验。变量 *agc* 的检验结果表明, 单独地来看, 外部审计在国有财务困境上市公司中能够发挥显著的治理职能, 回归结果部分地支持了假设 3。交乘项 $agc_i @ lev_i$ 的回归结果表明, 国有控股公司样本组该变量回归系数显著为正, 而非国有控股公司样本组该变量回归系数显著为负, 这就说明当非国有控股的财务困境公司被出具持续经营审计意见时, 外部审计机制与杠杆治理机制会产生积极的协同效应, 该协同效应可以大大降低公司的代理成本, 而国有控股财务困境公司则不存在该协同效应。交乘项的回归结果部分地支持了假设 4。该协同效应在国有控股公司之所以不存在, 原因可能在于国有控股公司的债权人预期政府会采取各种措施协助企业度过困境, 因而审计师即使发布了预警信息, 也不会引起包括债权人在内的相关利益者的格外关注。而对于非国有控股公司, 在审计师的持续经营审计意见信息发布后, 公司将进一步被包括债权人在内的利益相关者密切关注, 同时由于政府的扶持力度也大大低于国有控股公司, 这势必促使债权人采取更加有效的行动加强对公司管理层行为的监督, 从而导致外部审计机制与杠杆治理机制协同效应的产生。

表 5 的 Panel A 是运用模型 2 分别对全样本中的国有控股公司和非国有控股公司进行多元回归分析的结果。模型 2 的因变量为销售管理费用率的变化, 主要用于进一步检验被出具持续经营审计意见后, 公司下一年度销售管理费用率的变化程度以及随着负债水平的变化, 代理成本的变化情况。变量 $\$ lev$ 的回归结果显示, 负债程度的增加均会导致国有控股公司和非国有控股公司代理成本的增加, 这进一步支持了假设 1。同时 F 检验的结果也显示², 对于变量 $\$ lev$, 国有控股公司样本组该变量的回归系数显著小于非国有控股

¹ 限于篇幅, 本文未列出后三个稳健性测试的结果。

² 限于篇幅, 未列出检验过程。

公司样本组的该变量的回归系数, 这表明非国有控股公司代理问题更为严重, 这再次支持了假设 2。两组样本的回归结果均表明, 变量 agc 显著为负, 即前一年被出具持续经营审计意见的公司其代理成本将显著下降, 表明外部审计发挥了一定的治理功效, 这进一步支持了假设 3。非 SOE 样本组交乘项 $agc_i @lev_i$ 的回归系数显著为负, 这与模型 1 的检验结果是一致的, 再次表明当非国有控股财务困境公司被出具持续经营审计意见时, 外部审计机制与杠杆治理机制会产生积极的协同效应。

表 4 模型 (1) 的多元回归结果 (因变量: MER)

| | Panel A 全样本分组回归 | | Panel B 敏感测试样本组分组回归 | |
|--------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|---------------------------------|
| | SOE 组 | 非 SOE 组 | SOE 组 | 非 SOE 组 |
| Constant | 0.743* (1.655) | -0.724 (-0.120) | -0.212 (0.212) | 18.876 (1.632) |
| agc | -1.491** (-9.546) | 0.156 (0.187) | -1.520** (-4.519) | 0.625 (0.321) |
| lev | 1.121*** (8.386) | 5.042** (4.687) | 2.234** (6.655) | 7.805** (3.372) |
| agc @lev | 4.825*** (17.846) | -4.575*** (-4.063) | 4.895** (8.965) | -7.305** (-3.063) |
| size | -0.038 (-1.781) | -0.001 (-0.004) | -0.009 (-0.2380) | -0.969 [†] (-1.749) |
| growth | -0.007 (-1.329) | -0.072 (-0.857) | -0.031 (-0.8430) | -0.102 (-0.644) |
| cqtr | -0.009 (0.415) | -0.422 (-1.333) | 0.009 (0.230) | -1.670 (-1.370) |
| indus | control | control | control | control |
| year | control | control | control | control |
| R ² | 24.3% | 3.4% | 31.6% | 5.3% |
| 调整的 R ² | 24% | 2.1% | 30.6% | 2.1% |
| F 值 | 65.522 | 2.689 | 29.829 | 1.592 |
| P 值 | 0.000 | 0.000 | 0.047 | 0.078 |

注: 主要变量的 VIF 均小于 3, 即模型自变量之间不存在严重的共线性问题; *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上显著。

表 5 模型 (2) 的多元回归结果 (因变量: \$MER)

| | Panel A 全样本分组回归 | | Panel B 敏感测试样本组分组回归 | |
|--------------------|-----------------------|---------------------------------|---------------------|---------------------------------|
| | SOE 组 | 非 SOE 组 | SOE 组 | 非 SOE 组 |
| Constant | -0.229 (-0.265) | 10.492 (1.048) | 1.472 (0.806) | 24.884 (0.996) |
| agc | -0.361** (-2.421) | -4.803** (-3.377) | -0.110 (-0.348) | -7.439* (-2.381) |
| \$lev | 0.967** (5.293) | 5.706** (2.813) | 2.598** (5.006) | 9.708** (2.068) |
| agc @lev | 7.102** (17.9) | -5.012** (-2.345) | 4.480** (5.142) | -9.060 [†] (-1.878) |
| \$size | -0.006 (-0.282) | 0.430*** (3.092) | -0.019 (-0.504) | 0.699* (2.308) |
| size | -0.003 (-0.156) | -0.795 [†] (-1.783) | 0.001 (0.016) | -1.214 (-1.010) |
| growth | -0.290** (-3.9896) | -0.058 (-0.444) | -0.027 (-0.748) | -0.154 (-0.594) |
| cqtr | 0.004 (0.174) | -0.091 (-0.176) | 0.002 (0.056) | -0.659 (-0.336) |
| indus | control | control | control | control |
| year | control | control | control | control |
| R ² | 19.9% | 2.7% | 15.1% | 5.4% |
| 调整的 R ² | 19.3% | 1.3% | 13.8% | 2% |
| F 值 | 46.744 | 1.95 | 11.451 | 1.584 |
| P 值 | 0.000 | 0.022 | 0.000 | 0.085 |

注: 主要变量的 VIF 均小于 3, 即模型自变量之间不存在严重的共线性问题; *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上显著。

(三)稳健性测试

为增加研究结论的稳健性,我们还进行了如下稳健性测试¹:

首先,计算本研究所使用的 3315 个样本的 ZFC 指数²,根据该指数的大小进行排序,将样本平均分为 3 等份,取 ZFC 值最高的等份作为敏感测试样本。由于该组样本财务状况最差,因此可以进一步检验在财务困境情景下,杠杆治理机制、外部审计及其交互作用对上市公司代理成本的影响。如表 5 与表 6 中的 Panel B 所示,该稳健测试的结果与预期基本一致。

其次,由于本研究的样本为财务困境上市公司,这类公司不同年度间销售收入可能存在较大程度的异常波动。如果公司前后两个年度销售收入存在较大程度的波动,而管理费用难以同比例变化,那么不论单独选择销售管理费用率还是总资产周转率指标测度代理成本,都可能存在一定程度的测量误差。而销售管理费用率与总资产周转率的综合结果,即资产管理费用率能够在一定程度上消除销售收入异常波动的影响。因此,为增强研究结论的稳健性,我们还使用了资产管理费用率作为代理成本的测度变量进行稳健性测试。稳健性测试的结果与表 4 和表 5 的结论没有实质性差异。

再次,ST 作为一种预警制度,本身应该具有一定的信息含量,当公司被 ST 时,利益相关者会给予公司更多的关注,这就可能冲淡审计师出具的持续经营审计意见的信息含量。为防止审计师持续经营审计意见的信息含量被 ST 信息所冲淡,我们将属于 ST 板块的公司从样本中剔除后,回归结果仍然不变。

最后,我们将股权制衡度及大股东持股比例等变量纳入回归模型,测试结果表明增加上述变量对模型拟合度并没有显著提高,试验变量的检验结果与表 4 表 5 一致。

五、总结与启示

本文以 2000-2005 年我国 A 股财务困境上市公司为研究样本,探讨处于财务困境状态下不同所有权性质的上市公司,杠杆治理机制及外部审计机制对降低公司代理成本的影响。本文的基本结论有:(1)当公司处于财务困境状态时,不论对于国有或非国有控股上市公司,负债水平的上升将带来代理成本的上升。在非国有控股上市公司中,负债的边际代理成本更大,即非国有控股财务困境公司存在更大程度的预算软约束。(2)不论控股股东为国有股还是非国有股,当公司处于财务困境状态时,外部审计机制都能够在一定程度上降低公司代理成本,具体表现为被出具持续经营审计意见的次年,公司代理成本有一定程度的下降。(3)对于非国有控股公司,如果外部审计机制与杠杆治理机制同时存在,则会产生积极的协同效应,该协同效应可以大大降低负债的边际代理成本。在国有控股上市公司中没有发现该协同效应。

本文的研究是对相关领域研究文献的一个重要补充,研究结论具有较强的现实意义。首先,以往有关杠杆治理的研究基本上没有特别关注财务困境公司,因此得出的结论大多认为我国国有控股上市公司由于政策性负担、政企联系等因素导致存在比民营上市公司更软的预算约束。本文的研究则发现,当公司处于财务困境时,由于两权分离程度较大,追求经济利益最大化的民营企业最终控制人会设法通过增加在职消费、掏空及资产转移等手段最大化私人收益,最终表现为代理成本更大幅度的上升。这就说明,本着保护投资者利益、防止国有资产流失等目的,监管部门固然要对处于财务困境状态下的国有控股上市公司加强监管,但绝不能忽视对民营上市公司的监管。其次,已有的研究证实了代理问题严重的公司更需要高质量的审计,同时也证明了高质量审计能够降低公司的代理成本,而鲜有研究专门关注外部审计对降低财务困境公司代理成本的意义。本研究以财务困境公司为样本,发现审计师针对财务困境上市公司签发的持续经营审计意见会引起相关利益方的关注,最终将在一定程度上缓解公司的代理问题。这一研究结论给我们的启示是,对于财务困境公司而言,审计师发表的持续经营审计意见具有一定的治理功效,因此审计职业界应当加强对持续经营审计工作的督导。最后,对于非国有控股上市公司,如果外部审计机制与杠杆治理机制同时存在,则会产生积极的协同效应,该协同效应的存在可以大大降低负债的边际代理成本。但该协同效应没有在国有控股上市公司中被发现。这就可能表明,由于没有政府的强有力扶持,非国有控股上市公司的财务困境一旦为利益相关方知晓,公司的预算软约束问题将会在一定程度上得到缓解。该研究结论给我们的启示是,尽管我国

¹ 限于篇幅,本文未列出三个稳健测试的结果。

² $Zn\ ijewski(1984)$ 的破产预测指数 $ZFC = -4.336 - 4.513 @ROA + 5.679 @FNL + 0.004 @LIQ$,其中 ROA 为总资产报酬率;FNL 是资产负债率;LIQ 为流动比率。该指数越大,表明公司财务状况越差。

非国有控股上市公司也会存在一定程度的预算软约束问题,但解决之道在于增加公司信息的透明度。

参考文献:

1. 陈朝晖: 5论持续经营不确定性6, 载5会计研究6, 1999(7)。
2. 邓莉、张宗益、李宏胜: 5银行债权的公司治理效应研究))) 来自中国上市公司的经验证据6, 载5金融研究6, 1999(7)。
3. 杜莹、刘立国: 5中国上市公司债权治理效率的实证分析6, 载5证券市场导报6, 2002(12)。
4. 卢贤义: 5我国上市公司财务困境预测的实证研究6, 厦门大学硕士学位论文, 2001。
5. 廖义刚、毛丽娟: 5持续经营不确定性审计意见: 发展与启示6, 载5审计与经济研究6, 2006(5)。
6. 李寿喜: 5产权、代理成本和代理效率6, 载5经济研究6, 2007(1)。
7. 金雪军、张学勇: 5银行监管与中国上市公司代理成本研究6, 载5金融研究6, 2005(10)。
8. 王艳艳、陈汉文、于李胜: 5代理冲突与高质量审计需求))) 来自中国上市公司的经验数据6, 载5经济科学6, 2006(1)。
9. 巴曙松、刘孝红、牛播坤: 5转型时期中国金融体系中的地方治理与银行改革的互动研究6, 载5金融研究6, 2005(5)。
10. 王震、刘力: 5困境公司价值相关性研究6, 载5管理世界6, 2003(1)。
11. 辛清泉、林斌: 5债务杠杆与企业投资: 双重预算软约束视角6, 载5财经研究6, 2006(7)。
12. 曾颖、叶康涛: 5股权结构 代理成本与外部审计需求6, 载5会计研究6, 2005(10)。
13. 朱红军、何贤杰、陈信元: 5金融发展、预算软约束与企业投资6, 载5会计研究6, 2006(10)。
14. 田利辉: 5国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理6, 载5管理世界6, 2005(7)。
15. 田利辉: 5杠杆治理、预算软约束和中国上市公司绩效6, 载5经济学(季刊)6, 2004(3)。
16. 沈艺峰、沈洪涛、张俊生: 5中国上市公司负债是否发挥控制作用6, 载5证券市场导报6, 2006(2)。
17. 于东智: 5资本结构、债权治理与公司绩效6, 载5中国工业经济6, 2003(1)。
18. 施东晖: 5中国上市公司治理水平及其对绩效影响的实证研究6, 载5世界经济6, 2003(9)。
19. 上海证券交易所课题组: 5中国公司治理报告(2006): 国有控股上市公司治理6, 上海, 复旦大学出版社, 2006。
20. 张晓岚、宋敏: 5上市公司持续经营审计意见信息含量的差异性研究6, 载5审计研究6, 2007(6)。
21. Carcello V.; Hermanson R. and Fenwick H., 2000 / Going- Concern Opinions the Effects of Partner Compensation Plans and Client Size 0 Auditing Vol 19(1), pp 64- 81.
22. Chow, C., 1982 / The Demand for External Auditing Size, Debt and Ownership Influences 0 The Accounting Review, Vol 57, pp 78- 99
23. Coughlan T. and Schmidt M., 1985. / Executive Compensation Management Turnover, and Firm Performance An Empirical Investigation. 0 Journal of Accounting and Economics Vol 7, pp 43- 66
24. Francis T. and Wicks E., 1988 / Auditor Changes A Joint Test of Theories Relating to Agency Costs and Auditor Differentiation 0 The Accounting Review Vol 5, pp 211- 234
25. Gilson C., 1989 / Management Turnover and Financial Distress 0 Journal of Financial Economics Vol 25, pp 241- 262
26. Harris M. and Raviv A., 1990. / Capital Structure and the Information Role of Debt 0 Journal of Finance, Vol. 45(2), pp 409- 431.
27. Jensen, Michael C. and Meckling W. H., 1976 / Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs And Ownership Structure 0 Journal of Finance Economics, Vol 3(12), pp 305- 360
28. Mckeown F. and Hopwood W. and Mutchler M., 1997 / The Influence of Contrary Information and Mitigating Factors on Audit Opinion Decisions of Bankrupt Companies 0 Journal of Accounting Research Vol. 35(2), pp 220- 254
29. Palmrose Z., 1984 / The Demand for Quality- differentiated Audit Services in an Agency- cost Setting An Empirical Investigation 0 Auditing Research Symposium, University of Illinois
30. Reynolds J. and Francis R., 2001. / Does Size Matter? The Influence of Large Clients on Office- Level Auditor Reporting Decisions 0 Journal of Accounting and Economics Vol 30, pp 375- 400
31. Shleifer A. and Vishny R., 1997. / A Survey of Corporate Governance 0 Journal of Finance Vol 52, pp 737- 783
32. Simunic D. and Stein M., 1987. / Product Differentiation in Auditing Auditor Choice in the Market for Unseasoned New Issues. 0 Research Monograph 13 The Canadian Certified General Accountants Research Foundation (June).
33. Stulz R., 1988 / Managerial Control of Voting Rights Financing Policies and the Market for Corporate Control 0 Journal of Financial Economics Vol. 20, pp 25- 54
34. Weisbach Michael S., 1995. / CEO Turnover and the Firm's Investment Decisions 0 Journal of Financial Economics Vol. 37(2), pp 159- 188
35. Zmijewski M., 1982 / Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models 0 Journal of Accounting Research, (Supplement 1984), pp 59- 82

(责任编辑: 孙永平、陈永清)