

持续经营审计意见、市场环境 with 盈余管理

邢春玉¹, 张立民², 张莉¹

(1.北京信息科技大学 信息管理学院,北京 100192;2.北京交通大学 经济管理学院,北京 100044)

[摘要] 基于审计需求的代理理论,研究差异化的市场环境作用下持续经营审计意见与盈余管理之间的关系。研究发现:持续经营审计意见导致管理层利用应计利润和真实活动进行盈余管理,非国有企业相对于国有企业更善于利用隐蔽性较高的真实活动进行盈余管理;并购事件的发生,会削弱持续经营审计意见下的盈余管理行为;当首次收到持续经营审计意见时,管理层倾向于利用应计利润的操纵进行盈余管理,随着被出具持续经营审计意见的次数增多,管理层转而利用隐蔽性较高的真实活动进行盈余管理。市场环境越透明,市场化程度越高,越能抑制持续经营审计意见下的盈余管理。

[关键词] 持续经营审计意见;应计项盈余管理;真实活动盈余管理;市场环境;资本市场;新证券法;持续经营活动;注册制改革

[中图分类号] F239.43

[文献标志码] A

[文章编号] 2096-3114(2020)02-0011-11

一、引言

持续经营审计意见(GCO, Going-concern opinion)可传递大量公开和非公开的信息,具有负面市场反应^[1-2]。持续经营审计意见是非标准的审计意见,代表的是审计师对企业未来经营状况能否持续的预估,它的特殊性受到企业内外利益相关方的极大关注。日前,新修订的《证券法》获得通过并于2020年3月1日施行。新证券法明确规定,将全面推行注册制,并将发行股票应当“具有持续盈利能力”的要求,改为“具有持续经营能力”。新证券法对“持续经营能力”的强调和重视,必将会促使实务界和学术界展开一系列对资本市场和上市公司经营管理行为相关的改革和探讨。

持续经营审计意见会导致外界首先将经营困境归咎于管理层,投资者考虑到自身利益和企业发展,会采取解聘当期经营管理者措施来消除非标意见造成的影响^[3]。根据管理层防御理论^①,对处于持续经营困境的企业而言,持续经营审计意见加剧了管理者压力,管理层除了面临经营能力持续不前的困境外,还要花费时间和精力应对持续经营审计意见带来的负面影响,因此,他们为了不被解聘和维护自身管理能力声誉,有更大动机进行盈余管理或财务舞弊。同时,审计意见类型可简单划分为标准意见和非标准意见,学者们将非标准意见作为审计质量的衡量标准^[4],审计质量越高,对被审计单位报表信息的监督力度越强,向市场传递的信息质量也越高。较高质量的审计能有效揭露企业内部操纵费用的行为^[5]。持续经营审计意见作为受到市场高度关注的非标审计意见的一种,是否能发挥应有的监督职能?而管理层为了自身利益维护,在持续经营审计意见负面市场反应和审计监督职能的双重互斥影响下,其对盈余管理的操纵行为又会如何选择?加之中国资本市场目前仍处于弱有效的市场化水平,在改革开放进程逐步推进、经济体制转型不断摸索的过程中,地方政府对金融经济、法律制度等领域的发展措施不同,导致企业

[收稿日期] 2019-09-18

[基金项目] 国家社会科学基金项目(15BGL051);教育部人文社会科学规划基金项目(20YJAZH129);北京市社会科学和北京市教委社会科学计划重点项目(SZ202011232024);北京信息科技大学学校科研基金(2035011)

[作者简介] 邢春玉(1986—),女,山东烟台人,北京信息科技大学信息管理学院讲师,博士,主要研究方向为审计理论,邮箱:chunyu_xing@126.com;张立民(1955—),男,天津人,北京交通大学经济管理学院教授,博士生导师,主要研究方向为审计理论、资本市场会计与审计、政府审计、内部审计等;张莉(1974—),女,山西运城人,北京信息科技大学信息管理学院教授,主要研究方向为审计信息化。

① 管理防御是指经理人在公司内外部控制机制下,选择有利于维护自身职位并追求自身效用最大化的行为。

所处的外部市场环境并不均衡,中国资本市场的开放程度存在局限性。地域差异化的资本市场的流动性水平、信贷水平和各地方政府对国有控股上市公司的保护政策,都会在一定程度上影响持续经营审计意见和盈余管理之间的关系,因此我们需要进一步考虑外部市场环境在其中发挥的调节作用。

本文将站在代理理论的角度,探讨外部市场环境作用下持续经营审计意见是否会对管理层盈余管理行为产生影响,同时考察产权性质、并购事件和持续经营审计意见时效性的影响,具有一定的创新性。尤其是随着新修订的《证券法》的落地和全面注册制改革的执行,持续经营审计意见在上市公司持续经营能力判定中的重要作用以及持续经营审计意见导致的管理层行为如何,都值得进一步讨论。

二、文献综述

审计的产生源于受托责任下的产权分离。股东根据契约关系聘请职业经理人,期望其能尽其所能,有效管理企业,实现股东价值最大化。高管作为企业的实际经营管理者,掌握更多内部和外部的经营管理信息,在信息不对称和契约不完善的情况下,管理层首先追求的往往是自我利益最大化,由于契约关系中委托代理双方的目标难统一,审计需求便应运而生^[6]。持续经营审计意见是作为独立第三方的审计师对企业未来持续经营状况做出的专业判断,会向外界传递出企业经营的不良信号,投资者根据审计意见的结论,首先会质疑管理层的经营管理能力,并引发契约关系下投资者对管理层行为的怀疑,导致管理层声誉受损、丧失投资者信任。国外不少学者通过对持续经营审计意见的相关研究,发现持续经营审计意见会引发供应商和客户对企业未来的支付能力或者持续经营状况的顾虑,做出更为谨慎的行为选择,甚至放弃合作关系^[7-8],导致企业经营处境的进一步恶化,甚至加剧持续经营危机。因此,为了避免以上不良事件的发生,管理层会通过各种渠道和方式传递积极信号,提高供应商和客户等合作方以及投资者的信心。中国资本市场信息传递的流动性不足,管理层出于私心,往往会筛选企业的正面信息对外披露,为了向市场传达积极信号,不惜花费大量成本。李维安等的研究表明,非标审计意见导致管理层进行更大程度的盈余管理,迷惑报表使用者对企业盈利能力的评估,借此提供积极信号,弥补非标意见造成的负面影响^[9]。由此可见,管理层为了证明被委托职能的履行,也为了避免被更换,有很大动机采取措施进行盈余管理活动。

Balachangon 等的研究表明,审计可以发挥有效的监督职能,抑制管理层偏离本职工作的行为,保障投资者利益^[10]。代理理论认为,聘用外部独立审计师的主要目的是为了通过降低信息不对称的方式缓解企业内外利益相关者之间的冲突,通过审计师的专业能力对被审计单位的财务成果和经营状况进行审计,实现股东对管理层真实经营状况的了解。Fan 等研究发现,独立审计作为外部监督机制的一种,能显著提高被审计单位的公司治理状况,尤其在法律法规制度建设不健全的国家 and 地区,高质量的审计能发现企业内部操纵费用的行为,并对此起到监督约束作用,抑制高管通过操纵费用最终实现利润操纵的行为^[11]。Bushman 等同样认为高质量的审计是公司治理的助推器,其能发现公司内部的财务舞弊现象,抑制管理层操纵利润等违规操作的自利行为^[12]。厉国威等从持续经营审计意见与公司价值关系的角度展开讨论,认为公司无论是否“戴帽”(ST),持续经营审计意见都会导致公司更低的盈余价值相关性^[13]。持续经营审计意见是对企业未来的经营状况出具的非标审计意见,审计质量较高,代表审计师对被审计单位的严格预期,在这种审计意见之下,为了控制审计风险,审计师更会投入较多的时间和精力进一步挖掘公司管理层的经营现状,对公司的监控和约束力度更强,管理层在审计师的严格监督和审查下,难以私自采取有关手段操纵财务状况,因此,持续经营审计意见能够打消管理层对利润盈余的操纵动机,抑制管理层盈余管理行为。

截至目前,国内外关于持续经营审计意见与盈余管理二者之间的关系并未得到一致性结论,而且现有研究也没有考虑到资本市场环境等外部因素的影响;另外,面对资本市场保壳动机强烈的现实状况,在《证券法》修订的落地和退市制度不断完善的现实背景下,产权属性、并购事件及时效性对持续经营审计意见与

盈余管理之间关系的影响程度怎样,如何剖析、挖掘和解释他们之间的作用关系,都需要我们深入分析。

三、理论分析与研究假设

《证券法》修订前规定,上市公司连续三年处于亏损状态会面临暂停交易,受到监管部门的调查、处罚,甚至退出证券交易市场。外界捕获到持续经营审计意见的出现信息,会高度关注被审计单位的退市风险。企业为了躲避处罚,或为了弥补持续经营审计意见向外界传递的经营管理不善的信号,在亏损当年及其前后年份普遍会采取利润操纵调增企业收益的行为^[4]。除了保全上市资格、规避证监会处罚之外,被审计单位的持续经营困境也对高管变更造成了极大影响。上市公司被出具持续经营审计意见,会导致投资者看低公司价值,抛售股票,引发连锁反应,进一步恶化持续经营危机。股东为了改善现状,挽回投资者信心,往往会选择更换公司高管,通过聘请新的管理层的方式,为公司注入新鲜血液,以求挽回投资者信心,改善企业经营现状。对财务困境类的企业进行分析后,我们发现企业管理层为了改变企业持续经营受限的困境并避免被更换,有更大动机进行利润操纵。管理层利用经营管理权力和会计制度的漏洞,通过对财务数据的处理或者不同交易事项的安排,使公司业绩看起来更好一些,满足继续上市的条件,或者通过不同年度对利润的操纵,达到管理层想要的目的。同时,对于持续经营受限的企业而言,改变经营现状的渠道多种多样,但无论哪一种都离不开资金的支持。管理层为了解决持续经营困境,势必需要注入流动资金。审计意见是银行信贷决策的参考指标之一,持续经营审计意见会进一步恶化企业的融资渠道,阻断管理层摆脱持续经营困境的路径,因此,从缓解融资约束的角度而言,为了企业未来的生存,公司管理层面对持续经营审计意见时也有足够的动机进行正向的盈余管理,将报表的财务数据伪造得更具有盈利性,利用利润操纵的手段,传递较好的财务状况信息,从而获得信贷决策的支撑。

同时,《审计法》自2006年修订以来历经多次改革,审计监督职能的发挥一直是国家治理能力和治理体系不断完善的重要手段。近年来,上市公司管理层为一己私利损害公司利益的行为屡见不鲜,管理层利用自身权利,蒙蔽股东利益,伪造报表数据,如果没有独立审计师的存在,势必造成管理层对股东利益的大量攫取和公司价值的损害。审计师根据审计准则要求,依赖独立、客观的第三方身份和过硬的专业能力,对管理层提交的反应公司财务状况和经营成果的相关资料进行审计并出具意见。审计意见是监管部门和股东对上市公司业绩考评和监测力度进行考察时依据的重要指标,审计质量越高,越有利于审计监督职能的发挥和市场信息的传递,越有利于市场中的利益相关者对公司状况的了解和分析,因此,高质量的审计在维护投资者利益和提高资本市场资源配置效率中被寄予厚望。持续经营审计意见是审计师综合各种因素提供的高质量审计的一种,它的特殊性使其产生必是经过了审计师更为谨慎的反复斟酌,它作为公司外部治理机制的重要手段,让管理层行为暴露在审计报告中,被企业外界所知晓。因此,持续经营审计意见的监督下,管理层会谨言慎行,控制盈余管理手段的运用。另外,被出具持续经营审计意见以后,管理层的当务之急是想办法解决企业当前所处的持续经营危机,采取实际举措改善公司的现金流,开拓新的业务渠道缓解持续经营受限的压力。而单纯通过盈余管理的手段并不能从本质上解决企业的经营困境,因此,管理层不会花费时间和精力通过盈余管理的方式掩盖持续经营受限的事实。

综上所述,同时考虑我国地域发展不均衡,金融体系的建立和法律监管程度均存在差异,而且资本市场的公平、公开和公正以及信息传递的透明程度也存在不同,所以管理层盈余管理的动机和行为同样会受到地域发展水平不均衡的外部市场环境的影响,因此本文提出竞争性假设:

H₁:持续经营审计意见促使管理层进行盈余管理,导致监督机制失效。

H₂:持续经营审计意见能发挥盈余监督机制,抑制盈余管理。

管理层除了利用报表数据进行应计利润的盈余操纵之外,还会利用对真实交易活动的操纵进行真实活动盈余管理。陈小林等研究发现,随着审计师行业背景和专业技能的提高,审计师在审计过程中能够

区分盈余管理属性^[15],Zang、张昕等也发现,在实际工作中,管理层能灵活配置两种盈余管理方式,通过不同的配置组合达到对实际收益的调控和分配^[16-17]。应计项盈余管理是指管理层利用私有信息和职业判断,在法律和会计准则允许的范围内灵活运用会计方法和会计政策达到利润配置目的的行为,它本质上不影响盈余总额。而真实活动盈余管理是管理层根据经济业务的交易事项,采取提前或滞后期等相关操作达到利润在不同期间配置的一种行为,它难以被审计师发现,具有隐蔽性。Gunny以萨班斯法案为事件分界点,发现萨班斯法案之后,大多上市公司盈余管理的方式由应计项盈余管理转向真实活动盈余管理^[18]。为了验证盈余管理方式在中国资本市场不同情形下的运用,我们将盈余管理进一步确定区分为应计项盈余管理和真实活动盈余管理,分别验证假设H₁和H₂。

四、研究设计

(一)样本选择与变量定义

本文样本选择区间为2007年至2017年度,由于该区间会计准则和审计准则并未有较大变动,能避免政策变化等因素造成的干扰。我们剔除缺失值和异常值的非金融行业A股市场样本,并对数据进行1%的Winsorize处理。根据审计意见强调事项段中指明被审计客户存在持续经营受限、财务困境、资不抵债、破产风险等相关事项的,将其界定为持续经营审计意见。市场环境数据来自樊纲、王小鲁的市场化指数^[19]^①,并购样本数据来自Wind,其他数据来自CSMAR。

研究变量定义如表1所示。

表1 变量定义

变量类型	符号	变量定义	取值
因变量	<i>RM</i>	真实活动盈余管理	非正常生产成本、非正常费用和异常的经营活动现金流量三者合计
	<i>AM</i>	应计项盈余管理	Jones 模型求得
自变量	<i>GCO</i>	持续经营审计意见	上市公司上一年度收到持续经营审计意见,则为1,否则为0
	<i>MI</i>	市场环境	樊纲、王小鲁(2016)的市场化指数
控制变量	<i>ROA</i>	总资产净利率	公司净利润除以平均总资产
	<i>LEV</i>	资产负债率	总负债与总资产的比率
	<i>CFOAT</i>	总资产现金率	经营活动产生的现金流量净额除以平均总资产
	<i>ZScore</i>	财务困境值	根据 Altman 模型求得
	<i>SIZE</i>	公司规模大小	平均资产总额的自然对数
	<i>MB</i>	市净率	公司股票市场价值除以其账面净资产
	<i>BIG10</i>	前十大审计	来自中注协网站,是否前十大会计师事务所审计
	<i>Industry</i>	公司所处行业	证监会行业分类
	<i>Year</i>	年度	相应年份

(二)模型构建

模型(1)和(2)分别为和真实活动盈余管理和应计盈余模型,我们用两个模型的结合来验证竞争性假设H₁和H₂。

$$AM_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 GCO_{i,t-1} + \alpha_2 MI_{it} + \alpha_3 GCO_{i,t-1} \times MI_{it} + \alpha_4 CONTROL + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$RM_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 GCO_{i,t-1} + \alpha_2 MI_{it} + \alpha_3 GCO_{i,t-1} \times MI_{it} + \alpha_4 CONTROL + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

五、实证结果与分析

(一)描述性统计和相关系数

表2为主要变量的描述性统计结果。由表2可见真实活动盈余管理水平*RM*均值为-0.0063,最小值

^①樊纲、王小鲁等(2016)仅披露了2008—2014年的分省市场环境指数,因此2007年样本用2008年数据替代,中间年度数据用相邻两年平均数替代,对于2014年之后样本,采用指数增长法模拟求得2015、2016和2017年度的市场化指数。

(-113.6397)与最大值(226.2065)的差异很大;而应计项盈余管理AM均值为0.0004,最小值为-8.7205,与最大值(15.6268)相差程度远低于RM的差值跨度。而且相对于RM而言,AM的波动性更为平缓(AM标准差为0.2366,RM标准差1.9761)。可见不同公司对真实活动盈余管理的认知存在较大差异性,而对应计项盈余管理的认知差异性不大。市场化指数MI最大值和最小值的差异较大,可见我国地域发展不均衡,研究外部市场环境的影响很有必要。从其他财务指标的描述性统计结果也可以发现上市公司的经营情况存在较大差异,盈利能力、营运能力和偿债能力的表现参差不齐。

表2 主要变量描述性统计结果

变量名	样本量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
RM	17,449	-0.0063	1.9761	0.0157	-113.6397	226.2065
AM	17,449	0.0004	0.2366	-0.0014	-8.7205	15.6268
GCO	17,449	0.0231	0.1504	0	0	1
MI	17,449	7.7319	1.7363	7.93	-0.3	9.95
ROA	17,449	0.0359	1.0030	0.0328	-51.9468	108.3657
LEV	17,449	0.4866	1.3102	0.4577	0	18.4260
CFOAT	17,449	0.0405	0.1170	0.0409	-10.2162	0.9429
ZScore	17,449	1.6448	59.3836	2.4112	-7771.2940	12.1294
SIZE	17,449	22.1341	1.3551	21.9846	11.3483	28.5087
MB	17,449	0.0038	0.0416	0.0022	-2.8819	2.7887
BIG10	17,449	0.4373	0.4961	0	0	1

表3是真实活动盈余管理(RM)与其他变量的相关系数,其与上一年度持续经营审计意见GCO显著正相关(1%水平),与市场环境MI显著负相关(10%水平);表4是应计项盈余管理(AM)与其他变量的相关系数,其与上一年度持续经营审计意见负相关(10%水平显著),与市场环境MI显著负相关(10%水平)。由于应计项盈余管理是上市公司普遍采用的操纵利润的方式,管理层出于不同目的会在不同期间利用应计项采取正向或者反向操纵利润,因此该指标与持续经营审计意见的关系需要在多元回归中控制盈余管理方向后进一步讨论。

表3 真实活动盈余管理(RM)与其他数据的相关系数

	RM	GCO	MI	ROA	LEV	CFOAT	ZScore	SIZE	MB	BIG10
RM	1									
GCO	0.0351***	1								
MI	-0.0085*	-0.0685***	1							
ROA	-0.0008*	0.0032	0.0109*	1						
LEV	0.0026	0.1562***	-0.0293***	-0.4561***	1					
CFOAT	0.0166***	-0.1234***	-0.0096*	-0.5241***	-0.0536***	1				
ZScore	-0.0091*	-0.0851***	0.0175*	0.3922***	-0.8403***	0.0157**	1			
SIZE	0.0415***	-0.1955***	0.0386***	0.0083*	-0.0356***	0.0708***	0.0678***	1		
MB	0.0402***	0.1121***	-0.0140**	0.0411***	-0.0175**	-0.0445***	0.0134**	-0.0731***	1	
BIG10	-0.0079***	-0.0090*	0.0419***	-0.0129**	0.0198**	0.0238***	-0.0105*	0.2196***	0.0027*	1

注:***表示1%的水平显著,**表示5%的水平显著,*表示10%的水平显著。下同。

表4 应计项盈余管理(AM)与其他数据的相关系数

	AM	GCO	MI	ROA	LEV	CFOAT	ZScore	SIZE	MB	BIG10
AM	1									
GCO	-0.0003*	1								
MI	-0.0016*	-0.0685***	1							
ROA	0.2754***	0.0032	0.0109*	1						
LEV	-0.1090***	0.1562***	-0.0293***	-0.4561***	1					
CFOAT	-0.2364***	-0.1234***	-0.0096*	-0.5241***	-0.0536***	1				
ZScore	0.0076*	-0.0851***	0.0175*	0.3922***	-0.8403***	0.0157**	1			
SIZE	0.0189**	-0.1955***	0.0386***	0.0083*	-0.0356***	0.0708***	0.0678***	1		
MB	0.0398***	0.1121***	-0.0140**	0.0411***	-0.0175**	-0.0445***	0.0134**	-0.0731***	1	
BIG10	-0.0074*	-0.0090*	0.0419***	-0.0129**	0.0198**	0.0238***	-0.0105*	0.2196***	0.0027*	1

注:括号内为t值。下同。

(二)多元回归结果

1.应计项盈余管理

上市公司对利润的操纵存在正负差异,因此本文用AM绝对值度量上市公司盈余管理水平并参与回

归,实证结果如表5所示。当不考虑市场环境时, GCO 与 $IAMI$ 显著为正(1%的水平),可见 GCO 导致管理层更大程度地进行应计项盈余管理,在市场环境的影响下,二者之间的关系依旧成立,是否十大 $BIG10$ 与 $IAMI$ 显著为负(5%水平),可见高质量的审计服务能监督管理层行为,抑制其盈余管理活动。

2. 真实活动盈余管理

为了进一步考察 RM 组成结构的影响,本文在检验持续经营审计意见与真实活动盈余管理的基础上,分别检验了持续经营审计意见与非正常生产成本、非正常酌量性费用之间的关系,实证结果如表6所示。不考虑市场环境时, GCO 与 RM 在1%水平上显著为正;考虑市场环境的影响下, MI 与 GCO 的交乘项在1%水平上显著为负,可见持续经营审计意见会加剧管理层利用真实活动进行盈余管理的行为,企业所处的市场环境越好,越会抑制管理层的盈余管理行为。 $BIG10$ 与 RM 并不显著,验证了真实活动盈余管理的隐蔽性,审计师根据准则的指导,难以发现管理层的真实活动盈余管理行为。

表6的列(3)和列(4)结果显示,持续经营审计意见与非正常生产成本在1%水平上显著为正,可见 GCO 导致管理层利用超量生产的方式创造盈利增加;在市场环境的影响下,市场化程度高的地区会遏制管理层的该种行为。列(5)和列(6)结果显示, GCO 与 $AbDISX$ 相关性并不显著,说明管理层面对 GCO 时,不会通过降低酌量性期间费用支出的方式进行真实活动盈余管理。究其原因,可能在于审计师能发现酌量性费用支出的盈余管理行为,因此隐蔽性较高的非正常生产成本是管理层进行真实活动盈余操纵的关键。

表6 真实活动盈余管理(RM)实证回归结果

	RM		$ABprod$		$ABdisx$	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
GCO	0.3707*** (3.55)	2.0241*** (4.83)	0.2010*** (9.56)	1.5221*** (18.16)	-0.1696** (-1.67)	-0.5020 (-1.23)
MI		-0.0006 (-0.07)		-0.0028 (-1.59)		-0.0021 (-0.25)
$GCO*MI$		-0.2388*** (-4.09)		-0.1910*** (-16.33)		0.0478 (0.84)
ROA	0.0396* (1.86)	0.0432** (2.03)	-0.0496*** (-11.55)	-0.0468*** (-10.97)	-0.0892*** (-4.29)	-0.0900*** (-4.32)
LEV	-0.0186 (-0.84)	-0.0132 (-0.60)	-0.0184*** (-4.14)	-0.0143*** (-3.23)	0.0002 (0.01)	-0.0011 (-0.05)
$CFOAT$	0.5768*** (3.53)	0.5686*** (3.48)	-0.5700*** (-17.28)	-0.5776*** (-17.65)	-1.1468*** (-7.18)	-1.1462*** (-7.18)
$ZScore$	-0.00084* (-1.85)	-0.0007 (-1.62)	0.0001 (0.30)	0.0001 (1.16)	0.0008* (1.95)	0.0008* (1.90)
$SIZE$	-0.0555*** (-4.78)	-0.0566*** (-4.87)	0.0047** (2.01)	0.0040* (1.71)	0.0603*** (5.31)	0.0605*** (5.33)
MB	1.6616*** (4.59)	1.6795*** (4.64)	-0.1081 (-1.48)	-0.0945 (-1.30)	-1.7697*** (-5.01)	-1.7740*** (-5.02)
$BIG10$	0.0634 (1.05)	0.0638 (1.06)	0.0034 (0.54)	0.0040 (0.64)	-0.0600** (-1.99)	-0.0599** (-1.98)
$Cons$	1.1648*** (4.58)	1.1899*** (4.55)	-0.0805 (-1.57)	-0.0443 (-0.84)	-1.2453*** (-5.01)	-1.2341*** (-4.83)
$Industry$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$Year$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	17,449	17,449	17,449	17,449	17,449	17,449
F	10.72***	10.30***	52.75***	71.27***	14.70***	11.83***
Pseudo R ²	0.0044	0.0053	0.0232	0.0387	0.0062	0.0062

表5 应计项盈余管理(AM)实证回归结果

	$IAMI$	
	(1)	(2)
GCO	0.1599*** (14.29)	0.1947*** (4.33)
MI		-0.0002 (-0.26)
$GCO*MI$		-0.0051 (-0.81)
ROA	0.0299*** (13.10)	0.0300*** (13.12)
LEV	0.0738*** (31.25)	0.0739*** (31.20)
$CFOAT$	-0.0037 (-0.21)	-0.0040 (-0.23)
$ZScore$	0.0011*** (24.20)	0.0011*** (24.19)
$SIZE$	-0.0089*** (-7.14)	-0.0089*** (-7.15)
MB	0.1738*** (4.48)	0.1741*** (4.48)
$BIG10$	-0.0079** (-2.37)	-0.0078** (-2.36)
$Cons$	0.2415*** (8.85)	0.2437*** (8.68)
$Industry$	Yes	Yes
$Year$	Yes	Yes
N	17,449	17,449
F	217.35***	173.95***
Pseudo R ²	0.0902	0.0907

综合对上述盈余管理两种方式的实证检验可见,持续经营审计意见表面上会抑制应计项盈余管理,实际却促使管理层有更大动机进行真实活动盈余管理,导致持续经营审计意见监督机制的失效,假设H₁成立。

(三)进一步分析

国有控制公司长久以来享受资本市场的福利,股权性质的差异导致上市公司管理层压力也不尽相同。国有企业在陷入财务困境时能够凭借国有产权的天然属性,以优越的条件获得银行贷款或政府补助,管理层解决持续经营困境的压力相对非国有企业而言会少很多;另外,国有企业董监高的任命多受政府干预,来自投资者或者外部利益相关的压力较小;再就是我国资本市场壳资源的稀缺性,使得长久以来地方政府保壳动机强烈,上市公司退市的概率几乎为零,当上市公司资不抵债时,多以壳公司的形式改头换面参与并购重组,重获新生。因此,有必要结合我国现状,补充检验产权性质和并购事件对管理层盈余管理行为的影响。进一步地,考虑到上市公司被出具持续经营审计意见存在连续性,因此结合动态维度,考察首期GCO和连续多期GCO企业的盈余管理行为,验证持续经营审计意见的时效性。

1. 产权性质

表7是产权性质分组的回归结果。由表7可见国有企业的GCO与IAM在1%的水平上显著,非国有企业并不显著;在市场环境的影响下,较高水平的市场化程度均能抑制被出具GCO的企业利用应计项进行盈余管理的行为;而真实活动盈余管理行为方面,被出具GCO以后会抑制国有企业的真实活动盈余管理,反倒促进非国有企业的真实活动盈余管理。高度市场化均能抑制企业面临GCO时利用真实活动进行盈余管理的行为。

由此可见,被出具持续经营审计意见以后,国有企业往往会利用应计项盈余管理进行利润操纵,而不会选择真实活动盈余管理,而非国有企业,更倾向于采用隐蔽性较高的真实活动盈余管理,而非应计项盈余管理。

表7 产权分组回归结果

	国有企业(IAM)		非国有企业(IAM)		国有企业(RM)		非国有企业(RM)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
GCO	0.1292*** (12.71)	0.4545*** (12.09)	0.0163 (0.58)	0.0296 (0.25)	-0.6214*** (-5.70)	-1.4092*** (-3.49)	1.0848*** (6.19)	3.7228*** (5.04)
MI		-0.0001 (-0.01)		-0.0030* (-1.75)		0.0120 (0.27)		0.0126 (0.21)
GCO*MI		-0.0494*** (-8.99)		0.0061 (0.385)		-0.3276*** (-5.11)		-0.3691*** (-3.39)
ROA	-0.0175 (-0.80)	-0.0099 (-0.46)	0.0335*** (10.72)	0.0334*** (10.71)	-0.5629** (-2.41)	-0.5167** (-2.22)	0.0961*** (3.44)	0.1000*** (3.58)
LEV	0.0406*** (5.59)	0.0422*** (5.84)	0.0818*** (26.73)	0.0816*** (26.65)	0.0691 (0.89)	0.0804 (1.03)	-0.0246 (-0.90)	-0.0195 (-0.71)
CFOAT	-0.0659*** (-3.51)	-0.0681*** (-3.64)	0.0174 (0.64)	0.0166 (0.61)	-0.8222*** (-4.09)	-0.8342*** (-4.15)	1.4315*** (5.93)	1.4190*** (5.88)
ZScore	0.0059*** (3.16)	0.0052*** (2.80)	0.0012*** (20.85)	0.0012*** (20.73)	-0.0221 (-1.11)	-0.0265 (-1.33)	-0.0011** (-2.09)	-0.0011* (-1.86)
SIZE	-0.0048*** (-4.25)	-0.0049*** (-4.40)	-0.0144*** (-6.04)	-0.0141*** (-5.93)	-0.0113 (-0.94)	-0.0129 (-1.06)	-0.1036*** (-4.78)	-0.1039*** (-4.79)
MB	-0.0043 (-0.12)	-0.0046 (-0.13)	0.4022*** (6.18)	0.4012*** (6.17)	0.1848 (0.49)	0.1836 (0.42)	2.5575*** (4.35)	2.5506*** (4.34)
BIG10	-0.0025 (-0.92)	-0.0026 (-0.87)	-0.0114** (-2.02)	-0.0107* (-1.89)	0.0468 (1.48)	0.0475 (1.50)	0.0649 (1.29)	0.0657 (1.30)
Cons	0.1582*** (6.66)	0.1621*** (6.81)	0.3647*** (7.06)	0.3834*** (7.27)	0.2569 (1.01)	0.2743 (1.07)	2.1554*** (4.57)	2.1388*** (4.40)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	7955	7955	9494	9494	7955	7955	9494	9494
F	38.69***	39.54***	123.38***	99.02***	8.12***	9.26***	18.39***	16.11***
Pseudo R ²	0.0365	0.0462	0.0935	0.0936	0.0071	0.0103	0.0144	0.0156

2. 并购重组

表8是并购事件分组样本的实证回归结果。从表8可见,不考虑市场环境时,在当年发生并购事件的样本组中, GCO 与 $IAMI$ 不显著,而未并购组中, GCO 与 $IAMI$ 显著为正,管理层有更大动机进行应计项盈余管理,较高市场化程度的外部市场环境均会抑制盈余管理的发生;并购事件样本组 GCO 与 RM 显著负相关(1%水平),而未并购组 GCO 与 RM 显著正相关(1%水平),较高市场化程度的外部市场环境对真实活动盈余管理起到抑制作用。

因此,公司被出具持续经营审计意见后,管理层会选择并购的方式走出持续经营困境,由于中国资本市场的特征,只要并购事件发生,企业价值多有提升,因此发生并购事件的样本组的高管并没有动力进行盈余管理,而未并购组的企业高管在持续经营困境的压力下有更大动机进行盈余管理,高市场化的外部环境会抑制未并购组的盈余管理行为。

表8 并购分组回归结果

	并购组(IAMI)		未并购组(IAMI)		并购组(RM)		未并购组(RM)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
GCO	0.0786 (1.04)	0.1614 (0.58)	0.1332*** (8.83)	0.5257*** (9.10)	-0.2184*** (-3.15)	-1.2403*** (-8.24)	0.4948*** (4.19)	2.3060*** (4.83)
MI		0.0076 (1.26)		-0.0012 (-1.41)		-0.0042 (-0.45)		-0.0012 (-0.13)
$GCO*MI$		-0.0110 (-0.29)		-0.0574*** (-7.06)		-0.2472*** (-8.04)		-0.2624*** (-3.93)
ROA	0.2233*** (22.84)	0.2234*** (22.84)	-0.0744*** (-16.93)	-0.0746*** (-17.00)	-0.0705*** (-5.43)	-0.0048 (-0.10)	0.0137 (0.27)	0.0191 (0.38)
LEV	0.2830*** (5.99)	0.2938*** (6.11)	0.0430*** (18.68)	0.0438*** (19.00)	0.1301** (2.04)	-0.0172 (-0.65)	-0.0289 (-1.09)	-0.0223 (-0.84)
$CFOAT$	1.8686*** (18.94)	1.8731*** (18.94)	-0.125*** (-7.67)	-0.1257*** (-7.69)	-0.7610*** (-5.81)	0.7735*** (4.15)	0.7800*** (4.17)	0.7651*** (4.10)
$ZScore$	0.0145*** (2.77)	0.0142*** (2.70)	0.0012*** (31.45)	0.0012*** (31.90)	-0.0037 (-0.53)	-0.0005 (-1.22)	-0.0008* (-1.75)	-0.0007 (-1.51)
$SIZE$	-0.0387*** (-4.49)	-0.0399*** (-4.60)	-0.0079*** (-7.28)	-0.0079*** (-7.24)	-0.0445*** (-3.80)	-0.0555*** (-4.43)	-0.0571*** (-4.55)	-0.0581*** (-4.63)
MB	1.9942*** (5.84)	1.9704*** (5.72)	0.0480 (1.39)	0.0484 (1.41)	-0.1221 (-0.27)	1.8256*** (4.64)	1.8687*** (4.74)	1.8768*** (4.77)
$BIG10$	-0.0342* (-1.68)	-0.0348* (-1.71)	-0.0058** (-1.98)	-0.0058** (-1.97)	-0.0472* (-1.69)	0.0726** (2.18)	0.0734** (2.20)	0.0734** (2.20)
$Cons$	0.7366*** (4.07)	0.6984*** (3.81)	0.2437*** (10.23)	0.2511*** (10.27)	0.9593*** (3.91)	1.1833*** (4.19)	1.1923*** (4.34)	1.2192*** (4.31)
$Industry$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$Year$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1347	1347	16102	16102	1347	1347	16102	16102
F	83.62***	67.03***	248.23***	204.68***	8.03***	15.98***	11.79***	11.03***
Pseudo R^2	0.3293	0.3291	0.1094	0.1123	0.0401	0.0092	0.0053	0.0062

3. 持续经营审计意见的时效性

审计意见是具有时间效应的,我们选择样本期间首次被出具持续经营审计意见、连续两年及以上被出具持续经营审计意见的公司,分别检验持续经营审计意见与盈余管理之间关系的时效性。如表9所示,

在不考虑市场环境的情况下,首次持续经营审计意见和连续持续经营审计意见均能导致应计项盈余管理IAM显著(1%水平),但连续持续经营审计意见对应计项盈余管理的程度明显下降(首次持续经营审计意见系数为0.1382,下降为0.0797),市场化环境与持续经营审计意见导致的盈余管理负相关。可见当上市公司首次持续经营审计意见时,管理层利用应计项进行盈余管理;当连续两年及以上均被出具持续经营审计意见时,管理层受到的监督力度加大,利用应计项进行盈余管理的压力陡增,因此采用隐蔽性高的真实活动进行盈余管理。

表9 时效性分组回归结果

	首次GCO(IAM)		连续GCO(IAM)		首次GCO(RM)		连续GCO(RM)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
GCO	0.1382*** (11.75)	0.4601*** (10.35)	0.0797*** (12.71)	-0.0188 (-0.32)	-0.4374*** (-2.86)	1.0434*** (3.67)	1.8638*** (10.59)	2.9203*** (5.54)
MI		-0.0010 (-1.52)		0.0001 (0.01)		-0.0021 (-0.49)		-0.0036 (-0.46)
GCO*MI		-0.0471*** (-7.54)		-0.0284*** (-3.43)		-0.2132*** (-5.34)		-0.2994*** (-4.08)
ROA	-0.1506*** (-38.42)	-0.1508*** (-38.53)	0.0629*** (26.66)	0.0625*** (26.44)	0.0396* (1.86)	-0.0299 (-1.20)	0.0292 (1.37)	0.0107 (0.51)
LEV	0.0157*** (7.57)	0.0164*** (7.88)	0.0881*** (15.62)	0.0872*** (15.36)	0.0050 (0.23)	0.0028 (0.21)	-0.0193 (-0.89)	-0.3153*** (-6.27)
CFOAT	-0.0967*** (-6.93)	-0.0964*** (-6.91)	0.1308*** (7.49)	0.1319*** (7.55)	0.5173*** (3.17)	-0.9241*** (-10.37)	0.6091*** (3.74)	0.5578*** (3.60)
ZScore	0.0012*** (37.26)	0.0012*** (37.72)	0.0021*** (7.71)	0.0021*** (7.67)	-0.0005 (-1.13)	0.0002 (1.04)	-0.0008* (-1.83)	-0.0371*** (-15.50)
SIZE	-0.0040*** (-4.39)	-0.0040*** (-4.39)	-0.0110*** (-8.97)	-0.0109*** (-8.83)	-0.0671*** (-5.85)	-0.0113** (-1.96)	-0.0491*** (-4.29)	-0.0223** (-2.04)
MB	-0.0156 (-0.50)	-0.0171 (-0.55)	0.2681*** (6.07)	0.2646*** (5.98)	1.8387*** (5.10)	0.0489 (0.24)	1.4229*** (3.94)	1.9283*** (4.92)
BIG10	-0.0056** (-2.34)	-0.0055** (-2.31)	-0.0087*** (-2.79)	-0.0087*** (-2.81)	0.0683 (1.21)	0.0101 (0.66)	0.0588 (0.91)	0.0349 (1.27)
Cons	0.1686*** (8.53)	0.1760*** (8.68)	0.2745*** (10.45)	0.2715*** (10.10)	1.4226*** (5.66)	0.2846** (2.20)	1.0189*** (4.06)	0.6400*** (2.69)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	17223	17223	17176	17176	17223	17223	17176	17176
F	450.15***	367.62***	191.04***	154.11***	10.16***	16.84***	23.21***	43.12***
Pseudo R ²	0.1726	0.1755	0.0809	0.0814	0.0042	0.0091	0.0101	0.0238

(四)稳健性检验

为了验证上述结果的稳健性,我们进行了以下检验:首先,采用DD模型度量应计项盈余管理($AM=AQ$)、根据 Roychowdhury^[20]构建 $RM-NCFO$ 来替代 RM , 分别参与回归,结论依然成立。其次,将市场环境分为市场化程度较高组和较低组进行检验,发现市场化程度较高的环境下,持续经营审计意见对管理层盈余管理行为具有一定的抑制作用,而市场化程度较低的情况下,管理层面对持续经营审计意见更有可能进行应计项盈余管理,与前文研究结论一致。最后,为了进一步消除可能存在的内生性问题,我们采用前两期持续经营审计意见、行业平均审计意见作为工具变量(既满足相关性要求,又满足外生性要求)进行回归,研究结果依然成立。篇幅所限,检验结果省略。

六、结论性评述

本文以2007—2017年中国A股市场(不包括金融类公司)中被出具持续经营审计意见的公司为研究对象,通过多元回归统计分析,探讨了外部市场环境影响下持续经营审计意见与盈余管理之间的关系。研究发现,持续经营审计意见会导致企业加大盈余管理;非国有企业善于利用隐蔽性较高的真实活动进行盈余管理;并购事件的发生,会削弱持续经营审计意见下的盈余管理行为;面对首次持续经营审计意见的出具,管理层倾向于利用应计项利润的操纵进行盈余管理,随着被出具持续经营审计意见的次数和时间延长,管理层转变策略,利用隐蔽性较高的真实活动进行盈余管理。市场环境越透明,市场化程度越高,越能抑制持续经营审计意见下的盈余管理。

可见,管理层利用我国弱有效市场的漏洞,通过盈余管理的措施弥补持续经营审计意见带给企业的恶劣影响,在一定范围内缓解融资约束,而且真实活动盈余管理也为企业改善经营现状提供了路径选择,操作得当甚至有助于企业走出持续经营危机,强化资源配置效率和投资者利益保护。因此,政府监管部门应该在新修订的《证券法》落地和《退市制度若干意见》颁布实施的基础上,重视持续经营审计意见对管理层行为的影响,鼓励发展投资者教育机制,构建相应的信息平台,提高市场化水平;注册会计师行业应该拓展审计技能,利用大数据和信息化技术提高审计质量,尤其是对真实活动盈余管理的手段提高审计警惕,识别管理层行为的有效性;上市公司应强化内部控制,尤其是业务流程控制,定期开展内部审计和经济责任审计,对持续经营审计意见下的管理层行为做好防控手段;中介机构、媒体等多方监管手段的培养,通过对审计意见下企业经管层面的漏洞的报道和挖掘,辅助审计监督全覆盖的实现。

持续经营审计意见下的管理层行为是复杂多变的,盈余管理的选择仅仅是冰山一角。未来我们可以结合新修订《证券法》的落地,进一步拓宽持续经营审计意见在退市制度改革和建设过程中的作用;另外,新《证券法》中全面注册制改革的实施势必带来保壳热潮的降温,持续经营审计意见是否有助于加速壳资源价值贬值,其在企业持续经营能力鉴定中的角色和作用如何,都值得我们进一步挖掘和探讨,是后续研究的方向。

参考文献:

- [1] Carlson S J, Glezen G W, Benefield M E. An investigation of investor reaction to the information content of a going concern audit report while controlling for concurrent financial statement disclosures[J]. Quarterly Journal of Business and Economics, 1998, 37(3): 25-39.
- [2] 张晓岚,宋敏.上市公司持续经营审计意见信息含量的差异性研究[J].审计研究, 2007(6): 59-66.
- [3] 王进朝.上市公司高管更换对审计独立性影响的研究[J].山西财经大学学报, 2011(9): 116-124.
- [4] DeAngelo L E. Auditor independence, "low balling" and disclosure regulation[J]. Journal of Accounting and Economics, 1981, 3(2): 113-127.
- [5] 张嘉兴,傅绍正.内部控制、独立审计与国企费用归类操纵[J].北京工商大学学报(社会科学版), 2017(3): 76-84.
- [6] Watts R L, Zimmerman J L. Agency problems, auditing, and the theory of the firm: Some evidence[J]. Journal of Law & Economics, 1983, 26(3): 613-632.
- [7] Mutchler J F. Auditor's perceptions of the going concern opinion decision[J]. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 1984, 3(2): 17-30.
- [8] Menon K, Schwartz K. An empirical investigation of audit qualification decisions in the presence of going concern uncertainties[J]. Contemporary Accounting Research, 1986, 3(2): 302-315.
- [9] 李维安,王新汉,王威.盈余管理与审计意见关系的实证研究——基于非经营性收益的分析[J].财经研究, 2004(11): 126-135.
- [10] Balachangon R, Ramakriaman K. Internal control and external auditing of incentive compensation schedules[J]. Journal of Accounting Research, 1980, 22(2): 425-444.

- [11] Fan J P, Wong T J. Do external auditors perform a corporate governance from east Asia[J]. Journal of Accounting Research, 2005, 43(1):135-172.
- [12] Bushman R M, Smith A J. Financial accounting information and corporate governance[J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, 32(1):237-333.
- [13] 厉国威, 廖义刚, 韩洪灵. 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[J]. 中国工业经济, 2010(2):150-160.
- [14] 陆建桥. 中国亏损上市公司盈余管理实证研究[J]. 会计研究, 1999(9):25-35.
- [15] 陈小林, 林听. 审计师规模、盈余管理属性与审计意见决策——基于中国证券市场的经验证据[C]. 第十三届中国管理科学学术年会论文集, 2011.
- [16] Zang A Y. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management[J]. Accounting Review, 2012, 87(2):675-703.
- [17] 张昕. 中国亏损上市公司第四季度盈余管理的实证研究[J]. 会计研究, 2008(4):25-32.
- [18] Gunny K A. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: evidence from meeting earnings benchmarks[J]. Contemporary Accounting Research, 2010, 27(3):855-888.
- [19] 樊纲, 王小鲁, 余静文. 中国分省份市场指数报告[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2016.
- [20] Roychowdhury S. Earnings management through real activities manipulation[J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, 42(3):335-370.

[责任编辑:黄 燕]

Going Concern Opinions, Market Environment and Earnings Management

XING Chunyu¹, ZHANG Limin², ZHANG Li¹

(1.School of Information Management, Beijing Information Science & Technology University, Beijing 100192, China;

2.School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, Beijing 100044, China)

Abstract: Based on the agency theory of audit demand, this paper studies the relationship between GCO and earnings management under the effect of differentiated market environment. Study finds that GCO can lead to management using accrued profits and real activities for earnings management. Compared with state-owned enterprises, non-state-owned enterprises are better at using real activities with high concealment for earnings management. The occurrence of M & A events will weaken the earnings management behavior under GCO. When receiving GCO for the first time, the management tends to use the manipulation of accrued profit to carry out earnings management. With the increase of the number of times when GCO is issued, the management turns to the real activities with high concealment to carry out earnings management. The more transparent the market environment and the higher the degree of marketization, the more likely it is to suppress earnings management under GCO.

Key Word: going concern opinions; accrued earnings management; real activity earnings management; market environment; capital market; new securities law; going-concern ability; reform of registration system