

董事高管责任保险与审计意见购买

于亚洁¹, 郭世奇², 王春燕³

(1. 中央财经大学 会计学院, 北京 100081; 2. 天职国际会计师事务所(特殊普通合伙), 北京 100048;
3. 山东财经大学 会计学院, 山东 济南 250000)

[摘要]以 2008—2020 年沪深 A 股上市公司为样本, 运用 Lennox 审计意见购买模型, 从事务所变更维度考察董事高管责任保险(D&O 保险)对管理层审计意见购买的影响。研究表明, D&O 保险发挥了积极的治理效应, 抑制了审计意见购买行为。从审计意见购买动机看, 这一治理作用在高管业绩压力较大、经营风险和被诉风险较高的样本中更显著; 从审计意见购买实现条件看, 这一治理作用在事务所规模小且无行业专长、客户重要性水平较高的样本中更显著。进一步地, 审计意见成功购买损害了未来盈余披露质量, 而 D&O 保险的引入能够明显改善审计意见成功购买带来的不良经济后果。机制检验发现, D&O 保险通过“信息质量渠道”和“代理成本渠道”作用于审计意见购买。控制潜在的内生性问题后, 结论依旧稳健。

[关键词]董事高管责任保险; 审计意见购买; 信息质量; 代理成本; 治理效应

[中图分类号]F832.4 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2022)03-0040-11

一、引言

审计意见购买是指上市公司通过提高审计费用、取消合作机会、提供价外费用或其他利益方式, 诱使注册会计师出具不当审计意见的行为^[1-3]。作为市场寻租方式中的一种, 该行为破坏了外部独立审计制度, 损害了会计信息质量和审计质量, 侵害了投资者、债权人等利益相关者的知情权, 阻碍了资本市场的健康发展, 受到了学术界和监管机构的重点关注^[4-5]。2018 年, 包括瑞华、立信在内的多家会计师事务所因以往审计中虚假记载且出具不实审计意见遭受证监会处罚, 审计行业面临严重的信任危机。然而, 尚不明确这一处罚背后的原因是事务所自身失职还是上市公司购买审计意见。据 WIND 统计, 2020 年沪深两市共计 431 家上市公司变更了年报审计机构, 其中 76 家上市公司审计意见发生改变, 审计机构变更、审计费用大幅上涨、审计意见“变好”等怪象, 引发了交易所关于“是否存在审计意见购买情形”的“灵魂拷问”^①。早期对于该主题的研究大多聚焦于上市公司是否进行审计意见购买^[1,5-7], 伴随研究的深入, 越来越多的学者研究发现上市公司存在购买审计意见的行为, 并深入讨论其影响因素。研究发现, 审计委员会^[2]、分析师跟踪^[8]、媒体监督^[9]、股权质押^[3]、供应链集中度^[10]、诉讼风险^[11]、年报问询压力^[12]等因素均对审计意见购买产生显著影响。非标审计意见使投资者质疑财务报告信息质量, 随之大量抛售公司股票, 带来股价大幅波动, 影响管理层薪酬与职位、企业经营活动等, 故管理层有强烈的动机和意愿进行审计意见购买^[6]。董事高管责任保险(Directors' and Officers' Insurance, 以下简称“D&O 保险”)的引入在很大程度上改变了管理层风险偏好与决策行为, 进而影响审计意见购买。然而, 尚未见学者对两者关系进行讨论。

[收稿日期]2021-11-20

[基金项目]山东省自然科学基金项目(ZR2021QG043)

[作者简介]于亚洁(1995—), 女, 山东威海人, 中央财经大学会计学院博士生, 主要研究方向为财务会计、公司治理, 邮箱: account-
ingyj@163.com; 郭世奇(1996—), 女, 辽宁沈阳人, 天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)管理咨询顾问, 主要研究方向为财务管理
与资本市场; 王春燕(1989—), 山东济宁人, 山东财经大学会计学院讲师, 主要研究方向为公司治理、企业创新。

①审计费用涨了, 意见“好看”了……交易所追问多家公司: 这是买来的? [N]. 上海证券报, 2021-05-30。

D&O 保险是上市公司为董事和高管购买的职业责任保险,被保险董事和高管在参与公司经营过程中,因其不当行为或工作疏忽等失责行为被要求赔偿时,由保险公司支付赔偿费用并承担赔偿责任^[13-14]。D&O 保险于 20 世纪 30 年代诞生于美国,作为一项重要的公司治理机制,其在欧美等发达国家的投保率高达 90%^[13]。我国于 2002 年引入 D&O 保险,中国平安保险集团和美国丘博保险集团联合与万科签订首份董责险保单,掀起我国上市公司认购董责险的“序幕”。然而,受限于我国资本市场问责机制不健全、企业违规成本偏低以及保险条款自身设计上的缺陷,D&O 保险在我国尚未掀起认购热潮。据本文统计,2002—2020 年间,认购董责险样本观测共计 2644 个,样本占比约 7.3%,投保公司多为“A+H”上市公司、治理水平较高的大型国企和金融机构。随着股东诉讼案件数量和索赔金额的不断攀升,认购董责险企业数量逐年递增。近年来,一系列事件的发生使得作为小众险种的董责险引发热议,比如,2020 年 4 月瑞幸咖啡财务造假事件,引起了董责险是否应理赔的争论;蚂蚁集团上市前,购买了近 15 亿元 IPO 董责险。此外,新《证券法》中提及的“代表人诉讼制度”加强了对中小投资者的事后保护,董事高管因失责行为引致的被诉风险更高,其风险转移需求进一步增强。故从诉讼风险分担视角看,D&O 保险在我国现实需求不断加大,覆盖面有望进一步提升,因此探讨其经济后果具有重要意义。

国内外学者对于 D&O 保险的研究存在较大的争议:一方面,机会主义假说(Opportunism hypothesis)认为 D&O 保险的引入会降低法律威慑效果,保险公司的财产兜底效应导致董事高管行为倾向于投机性,进而诱发道德风险和机会主义行为。基于该假说,学者研究发现董责险的引入降低并购绩效^[15]、增加贷款成本^[16]、加剧盈余管理行为^[17],以及提高了权益融资成本^[14]和审计费用等^[18]。另一方面,外部监督假说(Monitoring hypothesis)认为 D&O 保险免除董事高管履职时的后顾之忧,激发其工作积极性和创造性,提高企业风险承担水平^[19-20]和创新能力^[21]。同时,引入治理经验丰富的职业保险人作为董事会成员参与公司治理,发挥了积极的监督效应,有利于降低代理成本^[17]、提高信息披露质量^[19]、减少财务重述^[22]、抑制股价崩盘风险等^[23]。认购 D&O 保险是管理层内部决策的结果,该保险保护了管理层的个人利益,分散了诉讼风险,由此其是否会诱发管理层在选择审计意见购买行为上的变化?若两者关系显著,影响机制是什么?此外,D&O 保险能否改善审计意见成功购买带来的不良经济后果?对如上问题的回答具有重要的理论价值和现实意义。

鉴于此,本文将以 2008—2020 年沪深 A 股上市公司为样本,运用 Lennox 审计意见购买模型^[1],基于事务所变更维度考察 D&O 保险对财报层面审计意见购买的影响。本文可能的贡献与创新为:(1)为 D&O 保险的经济后果研究增添新证据。已有学者大多基于财务会计、税收、公司治理层面探讨董责险的经济后果,对审计层面关注极少。部分学者考虑了 D&O 保险对审计质量^[24]、审计费用^[18]的影响,但审计意见购买是管理层自利行为的重要表现,与审计费用、审计质量存在本质区别。本文首次提供证据证实 D&O 保险对审计意见购买的影响,可以丰富董责险的研究内容和理论体系。(2)从审计意见购买动机和实现条件出发,构建不同层面的指标揭示 D&O 保险发挥治理职能的状态依存性,为优化企业内外部治理环境以更好发挥董责险治理作用提供经验证据。(3)深入分析 D&O 保险对审计意见购买行为的影响机制,可以补充 D&O 保险影响企业行为作用路径的文献。

二、理论分析与研究假设

审计意见作为独立第三方注册会计师对上市公司会计信息的保证和评价,具有丰富的信息含量^[25]。“清洁”的审计意见是对上市公司财务报告质量的肯定,能够向市场传递正面信号,对投资者决策行为产生重要影响,进而影响股价波动^[3]。然而,激烈的市场竞争环境和严格的外部监管环境驱使上市公司通过审计意见购买来掩饰生产经营情况不佳和财务报告重大舞弊问题。此外,我国上市公司治理结构尚存缺陷,管理层决定审计师的聘用、续聘、解聘及付费等事项,事务所在审计工作中处于从属地位,迫于生存和竞争压力,更有可能迎合客户出具虚假审计意见,严重损害其独立性。基于外部监督

假说和机会主义假说,本文认为 D&O 保险对审计意见购买存在正反两方面影响。

基于外部监督假说,D&O 保险抑制了审计意见购买。具体表现如下:第一,D&O 保险对审计意见购买行为具有事前威慑力和事后监督力。保险公司作为第三方参与公司治理,企业舞弊、违规、利润操纵行为更易被识别,引发监管机构介入并对声誉产生负面影响,这反过来会对管理层机会主义行为产生威慑,进而提高管理层审计意见购买的风险与成本,降低审计意见购买行为的动机和能力^[9]。第二,保险公司在整个投保期内持续监督企业经营活动^[24,26],从而提高公司治理水平。比如,在保险协议签署前,保险公司作为第三方会基于企业过去、现在和未来的经营信息考评高管的参与度和勤勉度、审计委员会构成、企业风险状况等;在承保中期持续监督与评价管理层行为;在企业发生诉讼时更谨慎地对诉讼案件全面调查^[22,24]。相较于其他外部监督者,D&O 保险的治理效应贯穿于全过程,通过风险评估量化投保企业的保险费用,提供更专业更有效的外部监督^[14,19],减少审计意见购买行为。第三,D&O 保险的引入提高了会计信息质量。保险公司通过对会计信息生成、传递和披露的全过程进行有效的监督和约束,提高了会计信息的可靠性、相关性和可比性^[26]。高质量信息披露从根源上降低了管理层“粉饰”报表的动机,减少审计意见购买行为的发生。故本文提出如下假设:

H1a:D&O 保险抑制了审计意见购买。

与此相反,机会主义假说则认为 D&O 保险会加剧审计意见购买。具体来看,D&O 保险的引入意味着保险公司承担了最终赔款人的角色,弱化了董事和高管决策失误承担的责任风险^[17]。D&O 保险的“过度庇护”使管理层行为更加肆无忌惮,决策更为冒进^[27]。在会计信息披露方面,管理层的重要责任是基于会计准则来公允反映企业真实情况,对外呈现真实的财务报表。在机会主义动机驱使下,高管倾向于通过激进的会计手段粉饰财务报表^[27]。当管理层谋求私利又害怕承担后果时,D&O 保险便成为管理层规避风险的“护甲”。在 D&O 保险“庇护”下,管理层有更强的动机为实现自身利益最大化目标发布不实信息,并通过审计意见购买行为传递上市公司经营良好的假象^[14]。倘若这一行为没被识别,则其机会主义行为将得逞;如果这一行为将来被识别,因董责险的免责条款中对于高管是否尽到“勤勉义务”缺乏客观标准,故对企业而言损失较少,由保险公司承担赔偿责任和风险^[22]。因此,D&O 保险的引入加剧了管理层机会主义行为,降低了盈余质量,管理层进行审计意见购买的概率自然也越高。基于以上分析,本文提出了竞争性假设:

H1b:D&O 保险加剧了审计意见购买。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以 2008—2020 年沪深 A 股上市公司为初始样本,剔除金融保险类、PT 和 ST 类、数据缺失样本,并进行上下 1% 分位数缩尾处理后,最终得到 24698 个观测值。由于审计意见购买模型需要使用上期审计意见,因此,实际数据期间为 2007—2020 年。D&O 保险数据来源于对上市公司股东大会、董事会议案以及年报披露内容的手工整理,具体做法为借鉴袁蓉丽等的做法^[18],以“董责险”“责任保险”“责任险”为关键词在巨潮资讯和 WIND 数据库中检索每家上市公司每一年董事会、股东大会以及年报公告中是否提及或披露 D&O 保险或议案相关信息。其他数据来源于 CSMAR 和 WIND。

(二) 变量定义

1. 审计意见购买

本文采用 Lennox 模型^[1]度量审计意见购买。具体地,采用模型(1)估计出 i 公司 t 期在变更事务所和不变更事务所条件下收到“不清洁”审计意见的概率。

$$AO_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Switch_{i,t} + \alpha_2 Switch_{i,t} \times AO_{i,t-1} + \alpha_3 AO_{i,t-1} + \alpha_i \sum Controls_{i,t} + \alpha_j \sum Controls_{i,t} \times Switch_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

对模型(1)进行 Probit 回归,得到审计意见估计式,分别求出变更事务所($Switch = 1$)与不变更事务所($Switch = 0$)条件下公司获得非标审计意见的概率,两者之差 $OP = pr(AO_{i,t}^1 = 1) - pr(AO_{i,t}^0 = 1)$,表示上市公司是否进行审计意见购买,在此基础上构建模型(2)检验审计意见购买与事务所变更的关系。若 OP 与 $Switch$ 显著负相关,说明上市公司成功进行了审计意见购买。

$$Switch_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OP_{i,t} + \beta_i \sum Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

2. 董事高管责任保险

借鉴胡国柳和胡珺的做法^[20],构建虚拟变量 Ins 度量 D&O 保险。当董事会、股东大会和年报等公告中提及或披露 D&O 保险或议案相关信息,并被董事会和股东大会投票通过, Ins 记为 1,否则记为 0。

3. 控制变量

参考 Lennox^[1]、Chen 等^[5]的做法,本文控制了如下变量:现金流(CF)、流动比率(CR)、企业规模($Size$)、总资产收益率(Roa)、资产负债率(Lev)、上市年龄(Age)、成长性($Growth$)、股权性质(Soe)、应收和存货占比($Arinv$)、股票波动率($Stovol$)、股票收益率($Yret$)、大股东持股比例($Tophold$)、机构持股比例($Inst$)、可操控性应计(EM)、审计师类型($Big4$)、内控质量(IC)以及行业($Industry$)和年度($Year$)效应。变量说明见表 1。

(三) 模型设计

为检验假设 1,本文在模型(2)的基础上加入 D&O 保险与审计意见购买的交互项($OP \times Ins$)检验 D&O 保险对审计意见购买的影响,见模型(3)。若交互项系数 δ_3 显著为正,表明 D&O 保险抑制了管理层审计意见购买行为,H1a 成立,反之则证明 H1b 成立。

$$Switch_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 OP_{i,t} + \delta_2 Ins_{i,t} + \delta_3 OP \times Ins_{i,t} + \delta_i \sum Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

表 1 主要变量说明

变量名称	变量符号	变量描述
审计师变更	$Switch$	若公司发生事务所变更,取值为 1,否则为 0
审计意见	AO	若公司财报被出具非标准审计意见,取值为 1,否则为 0
审计意见购买	OP	借鉴 Lennox ^[1] 的研究,变更审计师获得不清洁审计意见的概率 - 继续聘任现有审计师公司获得不清洁审计意见的概率
D&O 保险	Ins	如果公司在某年中购买了 D&O 保险则取 1,否则取 0
现金流	CF	经营活动现金流净额/总资产
流动比率	CR	流动资产/流动负债
企业规模	$Size$	总资产的自然对数
总资产收益率	Roa	净利润/上年末总资产
资产负债率	Lev	总负债/总资产
内部控制质量	IC	$\ln(1 + \text{迪博内控指数})$
上市年龄	Age	上市天数/365
成长性	$Growth$	营业收入的增长率
股权性质	Soe	国有 1,非国有 0
应收和存货占比	$Arinv$	(应收账款 + 存货)/总资产
股票波动率	$Stovol$	日股票收益率的年度波动性
股票收益率	$Yret$	股票年个股回报率
大股东持股比例	$Tophold$	公司第一大股东持股数量/总股数
机构持股比例	$Inst$	公司机构投资者持股数量/总股数
盈余管理	EM	可操控性应计利润的绝对值,参照修正 Jones 模型
行业	$Industry$	按证监会 2001 年行业分类标准划分,其中制造业进一步划分为二级子行业,行业虚拟变量
年度	$Year$	年度虚拟变量

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表 2 汇报了主要变量描述性统计结果。本期和上期审计意见($AO_{i,t}$ 和 $AO_{i,t-1}$)均值分别为 0.029 和 0.027,说明本期和上期分别有 2.9%和 2.7%的上市公司被出具非标审计意见。且相比于上年度,本年度财务报表被出具非标审计意见的比例略有增加,但整体来看,非标意见占比仍较低。审计师变更($Switch$)的均值为 0.089,表明约有 8.9%的上市公司进行事务所变更,这一结论同我国审计市场现实情况相符,上市公司变更事务所频率并不高。认购 D&O 保险上市公司占比约 6.8%,说明董责险自

引入我国资本市场以来,尚未受到足够关注。

(二) 基本回归结果

表3列(1)汇报了模型(2)的检验结果,OP系数为-5.998,在1%水平上显著,说明事务所变更受审计意见购买的影响。具体来说,当继任事务所更可能出具“清洁”意见时,管理层更倾向于变更事务所;反之,当继任事务所出具“清洁”意见的可能性较低时,管理层更可能选择留任现任事务所。这一结果强化了Lennox^[1]、Chen等^[5]的研究结论,即上市公司确实存在审计意见购买行为。表3列(2)汇报了模型(3)的检验结果,交互项(OP×Ins)系数为1.915,在5%水平上显著,说明D&O保险发挥积极地外部治理效应,抑制了审计意见购买行为,假设H1a成立。在现实中,保险公司作为理性、专业的独立经营主体,具有准确评估承保公司风险的能力^[22],在整个承包期内更好地识别企业违规、舞弊、利润操纵等机会主义行为,有利于改善公司治理。因保险公司可以通过签订更严格的保险协议、收取更高的保险费用、拒绝提供保险服务或缩小赔偿范围等方式保证自身利益,在诉讼发生时拒绝因董事、高管自利行为引起的诉讼赔偿^[19,22],故D&O保险对高管的“过度庇护”效应有限,更多地表现为外部监督效应。

五、进一步检验

(一) 异质性分析:购买动机和实现条件

1. 审计意见购买动机

从购买动机看,高管业绩压力较大、企业经营风险和被诉风险较高时,管理层更有可能进行审计意见购买。首先,当公司业绩低于行业平均水平时,高管因经营不善被降薪和解聘的概率大大增加,此时高管更倾向于通过利润操纵和审计意见购买方式向资本市场传递公司良好业绩的假象。其次,较高的经营风险和诉讼风险传递出公司存在极大风险和不确定性的信号,债权人会提高融资成本并减少信贷规模,投资者失去信心,进而带来企业现金流断裂,陷入融资困境。若此时第三方审计师又出具非标准审计意见,则将对企业声誉和融资活动产生难以估量的负面影响^[11,28]。D&O将第三方保险机构引入上市公司,能达到分散管理层决策风险、监督管理层行为并激励其职业性目标的作用,若保险公司能够感知到管理层因自身业绩压力大、企业风险较高带来的审计意见购买

表2 主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
AO _{i,t}	24698	0.029	0.168	0	0	1
AO _{i,t-1}	24698	0.027	0.161	0	0	1
Switch	24698	0.089	0.285	0	0	1
OP	24698	0.034	0.065	-0.485	0.012	0.716
Ins	24698	0.068	0.247	0	0	1
CF	24698	0.045	0.073	-0.183	0.044	0.250
CR	24698	2.320	2.455	0.247	1.562	16.071
Arinv	24698	0.266	0.171	0.006	0.243	0.758
Stovol	24698	0.030	0.009	0.013	0.028	0.057
Yret	24698	0.116	0.644	-0.727	-0.064	3.260
EM	24698	0.073	0.071	0.001	0.051	0.355
IC	24698	6.240	1.259	0	6.512	6.811
Tophold	24698	0.352	0.151	0.088	0.332	0.749
Inst	24698	0.272	0.242	0	0.199	0.856
Size	24698	22.09	1.344	19.28	21.90	25.80
Roa	24698	0.035	0.063	-0.283	0.035	0.193
Growth	24698	0.199	0.509	-0.617	0.114	3.547
Lev	24698	0.451	0.217	0.056	0.445	0.992
Age	24698	10.97	6.610	1	10	25
Soe	24698	0.425	0.494	0	0	1

表3 D&O保险与审计意见购买(事务所变更维度)

	(1)	(2)
OP	-5.998*** (-16.321)	-6.179*** (-16.318)
OP×Ins		1.915** (2.129)
Ins		0.105* (1.872)
CF	-0.198 (-0.888)	-0.197 (-0.881)
CR	0.039*** (4.882)	0.038*** (4.738)
Arinv	0.248** (2.394)	0.259** (2.499)
Stovol	7.091** (2.398)	7.135** (2.411)
Yret	0.116*** (3.249)	0.117*** (3.259)
IC	-0.194*** (-12.612)	-0.196*** (-12.712)
EM	-0.526** (-2.495)	-0.530** (-2.515)
Tophold	-0.533*** (-5.201)	-0.530*** (-5.161)
Inst	0.012 (0.173)	-0.002 (-0.012)
Size	-0.016 (-1.002)	-0.017 (-1.054)
Roa	-0.808*** (-2.642)	-0.795*** (-2.592)
Growth	0.066** (2.402)	0.066** (2.372)
Lev	0.270** (2.392)	0.248** (2.188)
Age	0.017*** (5.970)	0.016*** (5.788)
Soe	-0.041 (-1.138)	-0.045 (-1.229)
Big4	0.057 (1.059)	0.033 (0.597)
Industry/Year	Yes	Yes
N	24698	24698
Pseudo R ²	0.071	0.072

注:括号内为经公司层面Cluster的Z统计量;*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平下显著,下同。

行为这一信号,便会有更强烈的动机在整个投保期内积极履行职能,规避赔偿责任和巨额赔偿费用。故本文预期:D&O 保险对审计意见购买的抑制作用在高管业绩压力较大、经营风险和被诉风险较高的样本中更显著。

具体地,借鉴张十根等的做法^[26],用总资产收益率是否小于行业均值来度量高管业绩压力(*Pressure*),并以是否存在业绩压力对样本进行分组。同时,以企业连续三年盈余波动率度量经营风险(*Roa_sd*)、以涉诉金额(*LitiAmount*)和涉诉次数(*LitiCount*)度量企业的诉讼风险^[11,28],并以中位数为界对样本进行高低分组,按模型(3)进行回归,实证结果见表4。由列(2)、列(4)、列(6)、列(8)可知,交互项($OP \times Ins$)系数显著为正。Suest 检验结果发现,变量($OP \times Ins$)组间系数差异 P 值均小于 0.1,表明不同组别之间系数存在显著差异,结论与预期一致。

表4 异质性分析:基于高管业绩压力、经营风险和诉讼风险的分组检验

	高管业绩压力(<i>Pressure</i>)		经营风险(<i>Roa_sd</i>)		诉讼风险			
					涉诉次数(<i>LitiCount</i>)		涉诉金额(<i>LitiAmount</i>)	
	低组 (1)	高组 (2)	低组 (3)	高组 (4)	低组 (5)	高组 (6)	低组 (7)	高组 (8)
<i>OP</i>	-11.828*** (-12.604)	-5.615*** (-12.975)	-8.142*** (-13.108)	-5.105*** (-10.639)	-9.614*** (-15.392)	-4.053*** (-8.302)	-9.293*** (-15.636)	-3.961*** (-7.815)
$OP \times Ins$	-0.279 (-0.103)	2.368** (2.436)	0.787 (0.422)	1.845* (1.760)	-2.059 (-0.952)	2.596** (2.340)	-2.778 (-1.290)	2.838** (2.534)
系数差异 Suest 检验	Prob = 0.021		Prob = 0.087		Prob = 0.047		Prob = 0.071	
<i>Ins</i>	0.197** (2.339)	0.051 (0.651)	0.091 (1.227)	0.120 (1.390)	0.176** (2.270)	0.081 (0.943)	0.166** (2.198)	0.089 (0.991)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11436	13262	12511	12187	9143	9620	9767	8996
Pseudo R ²	0.083	0.094	0.081	0.077	0.086	0.076	0.085	0.079

2. 审计意见购买实现条件

审计意见购买是管理层与审计师双方博弈后达成“合谋”的结果,管理层有选择审计师的最终决定权,当期表现出极强的粉饰报表想法时可以依靠自身权利施压,使审计师处于弱势地位,丧失独立性^[8-9]。加之我国审计市场竞争激烈且处于买方市场,为拉拢客户,审计师只能被动地迎合市场,按照审计委托人的要求回应审计意见购买。

从审计意见购买实现条件看,事务所规模小且无行业专长、客户重要性水平较高时,审计意见购买行为更易发生。首先,基于我国审计市场集中度低、恶性竞争以及买方市场等特点,事务所敢于说“不”的后果是失去客户资源^[29]。事务所进行决策时会考虑客户重要性对自身的影响,对于重要性水平较高的客户,事务所具有较强的经济依赖性,更可能因其高额收益而降低对自身独立性要求,通过出具“清洁”审计意见来满足客户审计意见购买需求^[30]。其次,大规模事务所提供更高质量审计服务,出于审计风险和自身声誉的考虑,它们更有可能执行精密的审计程序、出具更严格的审计意见,抵制来自客户的威胁。审计师行业专长有助于了解和识别被审单位经营特点、财报错报来源和主要风险点^[31]。具备专业胜任能力的审计师能够拥有更多客户公司专属知识、行业惯例信息^[31],约束审计意见购买^[9]。审计意见购买行为的发生给企业带来更高的潜在被诉风险,保险公司将面临更高的理赔风险,故保险公司为降低理赔风险履行监督职能的动机更强,监督效果更加明显。故本文预期:D&O 保险对审计意见购买的抑制作用在事务所规模小且无行业专长、客户重要性水平较高的样本中更显著。

本文以市场份额法计算行业专长度^[31],以是否为国际“四大”或“十大”来界定事务所规模^[32],以某一客户资产占事务所审计所有客户资产比重来度量客户重要性水平^[33],并以中位数为界对样本分组,按模型(3)回归,结果见表5。由列(1)、列(4)、列(6)、列(8)可知,交互项($OP \times Ins$)系数均显著为

正,且组间系数差异通过显著性检验(P值 < 0.1),结论符合预期。

表5 异质性分析:基于行业专长、事务所规模和客户重要性水平的分组检验

$Y = Switch_{i,t}$	审计师行业专长(MSA)		事务所规模				客户重要性水平(CIFirm)	
	低组 (1)	高组 (2)	(Big4)		(Big10)		低组 (7)	高组 (8)
			“四大”组 (3)	非“四大”组 (4)	“十大”组 (5)	非“十大”组 (6)		
OP	-6.297*** (-11.901)	-6.178*** (-11.145)	5.556* (1.799)	-7.123*** (-17.251)	-6.057*** (-11.436)	-6.636*** (-11.830)	-4.791*** (-9.328)	-7.796*** (-13.415)
OP × Ins	2.217** (2.472)	1.678 (1.165)	-1.555 (-0.241)	1.904** (2.361)	0.800 (0.555)	2.898** (2.395)	1.505 (1.273)	2.799* (1.927)
系数差异 Suest 检验	Prob = 0.038		Prob = 0.067		Prob = 0.044		Prob = 0.015	
Ins	0.127 (1.403)	0.084 (1.157)	0.072 (0.598)	0.106 (1.537)	0.111 (1.534)	0.096 (1.045)	0.102 (1.493)	0.084 (0.809)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	13149	11549	1650	23048	11855	12843	10458	14240
Pseudo R ²	0.081	0.090	0.092	0.085	0.095	0.081	0.095	0.081

(二) 经济后果:未来盈余披露质量

1. 审计意见成功购买对盈余披露质量的影响

考虑当期审计意见购买与当期盈余质量存在很强的因果关系,在此,本文检验了第 t 期审计意见购买对第 $t + 1$ 期盈余质量的影响,缓解了内生性问题。借鉴 Chen 等^[5]、薛爽等^[10]的做法,定义成功实现财务报表审计意见购买的公司(OPClients)。具体地,当公司有动机通过换所进行审计意见购买(OPClients ≤ -1%),且公司的确通过变更事务所获得“清洁”审计意见时,OPClients 取值为1,否则为0。此外,本文分别从三个层面测度盈余披露质量:盈余管理(EM)、盈余激进度(EA)、盈余平滑度(ES)。其中,参考 Jones 模型计算可操纵应计利润绝对值度量盈余管理(EM);以当年总应计利润度量盈余激进度(EA);以经营活动现金净流量变异程度与利润变异程度之比度量盈余平滑度(ES)。指标 EM、EA、ES 值越大,盈余披露质量越差。

表6 D&O 保险与审计意见成功购买的经济后果

变量	盈余披露质量					
	盈余管理(EM _{t+1})		盈余激进度(EA _{t+1})		盈余平滑度(ES _{t+1})	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
OPClients _t	0.079*** (21.789)	0.085*** (21.954)	0.038*** (4.934)	0.082*** (9.620)	0.225 (0.707)	-0.150 (-0.439)
OPClients × Ins _t		-0.028** (-2.549)		-0.099*** (-4.418)		1.993 (0.230)
Ins _t		-0.005** (-2.058)		0.032*** (4.993)		0.363 (1.487)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	21186	21186	22174	22174	21793	21793
Adjusted-R ²	0.233	0.1983	0.383	0.312	0.192	0.167

表6列(1)、列(3)和列(5)汇报了审计意见购买影响盈余质量的实证结果。由列(1)、列(3)可知,当因变量分别是EM、EA时,OPClients_t的系数分别是0.079、0.038并显著,说明审计意见成功购买带来了更高水平的盈余管理和盈余激进度,降低了盈余披露质量。由列(5)可知,OPClients_t系数不显著,表明审计意见成功购买对盈余平滑度无显著影响。

2. D&O 保险与审计意见成功购买的经济后果

表6列(2)、列(4)和列(6)汇报了D&O保险调节审计意见购买与盈余质量两者关系的实证结果。

列(2)、列(4)中交互项($OPClients \times Ins$)系数均显著为负,说明 D&O 保险能够明显改善审计意见购买对盈余披露质量的负面影响,尤其是能够改善对盈余管理和盈余激进度的影响。

(三) 影响路径:“代理成本渠道”和“信息质量渠道”

D&O 保险抑制了审计意见购买,其作用机制是什么?如前所述,董责险通过降低代理成本、提高信息质量从而约束审计意见购买行为。故本文采用传统的中介三步走模型对代理成本渠道和信息质量渠道进行检验。以管理费用率($Cost1$)度量第一类代理成本^[34],管理费用率越高则企业第一类代理问题越严重;以其他应收款占收入的比重($Cost2$)度量第二类代理成本^[35],比重越大代表大股东掏空程度越高,第二类代理问题越严重。同时,借鉴张春鹏等的做法^[19],使用改进后的 KV 指数($Inform$)衡量测度信息质量,KV 值越大企业信息披露质量越低。结果见表 7。

列(1)至列(4)列汇报了代理成本($Cost1$ 、 $Cost2$)的中介效应,列(1)和列(3)中 Ins 系数显著为负,表明 D&O 保险能够显著降低企业代理成本;列(2)和列(4)报告了加入中介因子后审计意见购买模型的回归结果,只有列(2)中交互项系数 $OP \times Ins$ 显著为正,且系数绝对值 1.688 小于原模型(3)中 $OP \times Ins$ 系数绝对值 1.915,Sobel 统计量对应的 P 值为 0.0115,说明第一类代理成本发挥了部分中介效应,而第二类代理成本不发挥中介效应。列(5)中变量 Ins 系数为 -0.007 且显著,说明董责险的引入提高了信息质量,列(6)中交互项 $OP \times Ins$ 系数为 1.710 且显著,Sobel 统计量对应的 P 值为 0.0439,表明信息质量同样地发挥了部分中介效应。

表 7 影响路径检验:“代理成本渠道”和“信息质量渠道”

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$Cost1$	$Switch$	$Cost2$	$Switch$	$Inform$	$Switch$
	中介因子回归	加入中介因子	中介因子回归	加入中介因子	中介因子回归	加入中介因子
$Cost1/ Cost2/ Inform$		0.562*** (2.702)		0.212** (2.421)		-0.001 (-0.006)
OP		-6.175*** (-10.824)		-6.230*** (-10.831)		-5.980*** (-16.185)
Ins	-0.005*** (-2.917)	0.107* (1.798)	-0.008** (-2.108)	0.104* (1.755)	-0.007*** (-3.937)	0.107* (1.914)
$OP \times Ins$		1.688** (2.357)		1.963 (1.554)		1.710** (2.072)
$Controls$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj-R ² /Pseudo R ²	0.322	0.072	0.100	0.071	0.591	0.071
N	24611	24611	23988	23988	24590	24590
Sobel 算子对应的 P 值		0.0115		0.117		0.0439

(四) D&O 保险与审计意见购买:签字 CPA 变更维度

上市公司可以通过多种方式实现审计意见购买,如支付高额审计费用、变更事务所、变更签字 CPA 等。Chen 等认为更换事务所比更换签字 CPA 成本更高,因此更换签字 CPA 达到审计意见购买目的更为可行^[5]。武恒光等认为相比于变更事务所,通过变更签字 CPA 进行审计意见购买是一种更加隐蔽的方式^[33]。因此本文从变更签字 CPA 维度考察 D&O 保险对审计意见购买的影响,对本文的假设再次验证。

$Switch$ 为虚拟变量,当公司发生签字 CPA 变更时取值为 1,否则取值为 0。此外,其他变量设定与前文一致。回归时只保留没有变更事务所的样本,并剔除发生审计师强制轮换的样本以及数据缺失样本,最终得到 18063 个观测值。其中,变更签字 CPA 样本观测共计 11077 个,占比约 60%,变更签字 CPA 在我国是较为普遍的现象。

表 8 汇报了 D&O 保险影响变更签字 CPA 维度审计意见购买的回归结果。由列(1)可知,变量 OP 系数为 -16.278,在 1% 水平上显著,说明企业通过变更签字 CPA 实现审计意见购买。由列(2)可知,

交互项 $OP \times Ins$ 系数是 0.661, 但不显著, 说明 D&O 保险对变更签字 CPA 维度审计意见购买行为无明显影响。整体来看, 董责险虽存在治理效应, 但无法识别更为隐蔽的通过变更签字 CPA 实现审计意见购买的行为, 其治理作用有限, 未来需进一步优化和完善董责险制度。

六、稳健性检验

(一) 关于内生性问题的讨论

1. IV-probit 模型

认购 D&O 是企业内部决策的结果, D&O 保险与审计意见购买两者的显著关系可能是源于反向因果关系或遗漏重要变量导致, 本文采用 IV 法处理潜在的内生问题。借鉴 Lin 等^[16]、邢斐和周泰云^[27]的做法, 选取企业所在行业上一年度平均参保率 (Ins_{IV}) 作为 D&O 保险的工具变量。行业平均参保率影响企业是否认购 D&O 保险的决策, 但不会直接影响企业的审计意见购买行为, 是较为恰当的 IV。IV-Probit 模型结果表明 $OP \times Ins$ 系数显著为正, 结论稳健。限于篇幅, 稳健性检验结果未列示, 留存备索。

2. Heckman 两阶段

基于样本选择偏差带来的内生性问题, 采用 Heckman 两阶段法解决。第一阶段构建一个包含全样本的 Probit 模型, 用 Ins 对工具变量 (行业平均参保率) 进行回归, 得到修正样本选择偏差的逆米尔斯比 (IMR); 第二阶段将 IMR 纳入原回归方程中, 估计出回归参数。结果表明 IMR 系数显著, 证实样本存在选择偏差问题。交互项 $OP \times Ins$ 系数为 1.905 且显著, 表明 D&O 保险抑制了审计意见购买, 结论稳健。

3. 倾向得分匹配法 (PSM)

本文的研究可能存在自选择偏误, 即上市公司认购 D&O 保险并非随机, 而是保险公司“筛选效应”带来的结果, 这一选择过程会对研究的主效应估计产生偏差。我们采用 PSM 方法解决这一问题。具体地, 以所有控制变量作为配对变量, 采用最近邻 1:1 配对方法为 1680 个认购 D&O 保险样本在未认购样本中无放回进行匹配, 为精确结果, 同时加入半径限定, 只有匹配值 < 0.001 时才选择该样本。共同支撑假设和平衡假设后最终匹配成功得到 3136 个样本, 匹配后回归结果与前文一致。

(二) 其他稳健性检验

1. 更换回归样本

由前文可知, 每年收到非标审计意见的上市公司占比较小 ($AO_{i,t}$ 均值为 2.9%), 借鉴翟胜宝等^[8]的做法, 以每年中最有可能收到非标审计意见的前 30% 为研究样本的方法, 变更样本区间, 进行稳健性检验。交互项 $OP \times Ins$ 系数显著为正, 结论稳健。

2. 变更审计意见购买度量方式

杨和雄通过实证研究发现, 如果上市公司存在异常审计费用的情况, 则可以推断其有审计意见购买行为^[6]。基于该观点, 本文将异常审计费用 ($Abfeit$) 作为审计意见购买的替代变量。借鉴 Choi 等的做法^[4] 构建审计定价模型, 以残差项作为异常审计费用 ($Abfeit$), Ins 对 $Abfee$ 的回归系数 -0.165 , 在 1% 水平上显著, 证实董责险的引入显著降低异常审计费用, 结论稳健。

3. 双重聚类标准误调整

在主回归中, 本文在公司维度上对回归系数的标准误进行聚类调整, 为进一步验证结论的稳健性, 此处使用公司-年度双重聚类标准误算法重新进行检验。交互项 $OP \times Ins$ 系数仍显著为正, 结论稳健。

七、结论性评述

本文以 2008—2020 年沪深 A 股上市公司为样本, 考察了 D&O 保险对审计意见购买的影响。经验

表 8 D&O 保险与审计意见购买 (签字 CPA 变更维度)

	(1)	(2)
OP	-16.278 *** (-9.741)	-16.319 *** (-9.344)
$OP \times Ins$		0.661 (0.190)
Ins		0.092 * (1.880)
Controls	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes
N	18063	18063
Pseudo R ²	0.0631	0.0643

证据表明,D&O 保险发挥了积极的治理效应,抑制了事务所变更维度审计意见购买行为。从审计意见购买动机看,在高管业绩压力较大、经营风险和诉讼风险较高的样本中,D&O 保险对审计意见购买的抑制作用更显著;从审计意见购买实现条件看,在事务所规模小且无行业专长、客户重要性水平较高的样本中,D&O 保险对审计意见购买的抑制作用更显著;进一步地,审计意见购买损害了未来盈余披露质量,而 D&O 保险的引入能够明显改善审计意见购买带来的不良经济后果。机制检验发现,D&O 保险通过“提高信息披露质量”和“强化对管理层的监督效应”等渠道作用于审计意见购买。

本文结论具有如下启示:第一,监管机构和投资者需密切关注事务所变更缘由,谨防通过变更事务所实现审计意见购买的情形发生,同时对审计意见购买行为加以严惩。第二,立法机构和监管当局应积极宣传董责险的公司治理效应和风险管理职能,促进 D&O 保险在我国资本市场的进一步推广。第三,信息质量和代理成本是 D&O 保险作用于审计意见购买的重要路径。对于企业而言,应加强内部治理机制建设,重视代理冲突、低质量信息披露等问题,对管理层的投机性行为形成有效制约。第四,保险公司在进行产品设计时,应把握好 D&O 保险发挥作用的“度”,尽量避免照搬国外条款。

伴随董责险在我国的发展,未来研究需重点关注是否可以获取企业认购董责险更具体的信息,如保费、保额、引入年限等,构建更加多元化的董责险衡量指标,在横向和纵向上深度挖掘董责险对审计意见购买的影响;同时,基于企业所处法律环境、市场环境等外部情境探讨董责险发挥治理效应地环境适用性问题,细化研究成果。

参考文献:

- [1]Lennox C. Do companies successfully engage in opinion-shopping? Evidence from the UK[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2000, 29(3):321-337.
- [2]唐跃军. 审计收费、审计委员会与意见购买——来自 2004—2005 年中国上市公司的证据[J]. *金融研究*,2007(4):114-128.
- [3]曹丰,李珂. 控股股东股权质押与上市公司审计意见购买[J]. *审计研究*,2019(2):108-118.
- [4]Choi J H, Kim J B, Zang Y. Do abnormally high audit fees impair audit quality? [J]. *Auditing*, 2010, 29(2):115-140.
- [5]Chen F, Peng S L, Xue S, et al. Do audit clients successfully engage in opinion shopping? Partner-level evidence[J]. *Journal of Accounting Research*,2016, 54(1):79-112.
- [6]杨和雄. A 股上市公司审计意见购买研究[J]. *审计与经济研究*,2009(1):40-45.
- [7]Newton N J, Julie P, Wang S, et al. Internal control opinion shopping and audit market competition[J]. *The Accounting Review*, 2016, 91(2):603-623.
- [8]翟胜宝,张雯,曹源,等. 分析师跟踪与审计意见购买[J]. *会计研究*,2016(6):86-93.
- [9]张俊民,宋婕. 媒体报道抑制管理层审计意见购买行为吗? ——基于信息效应与治理效应的实证检验[J]. *中央财经大学学报*,2019(7):64-78.
- [10]薛爽,耀友福,王雪方. 供应链集中度与审计意见购买[J]. *会计研究*,2018(8):57-64.
- [11]秦帅,刘琪. 诉讼风险与上市公司审计意见购买——基于融资困境的视角[J]. *当代财经*,2019(9):121-133.
- [12]耀友福,薛爽. 年报问询压力与内部控制意见购买[J]. *会计研究*,2020(5):147-165.
- [13]胡国柳,赵阳,胡珺. D&O 保险、风险容忍与企业自主创新[J]. *管理世界*,2019(8):121-135.
- [14]冯来强,孔祥婷,曹慧娟. 董事高管责任保险与权益资本成本——来自信息质量渠道的实证研究证据[J]. *会计研究*,2017(11):65-71.
- [15]Zou O H. Directors' and officers' liability insurance and acquisition outcomes[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(3):507-525.
- [16]Lin C, Officer M, Wang R, et al. Directors' and officers' liability insurance and loan spreads[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 110(1):37-60.
- [17]贾宁,梁楚楚. 董事高管责任保险、制度环境与公司治理——基于中国上市公司盈余管理的视角[J]. *保险研究*,2013(7):57-67.
- [18]袁蓉丽,李瑞敬,李百兴. 董事高管责任保险与审计费用[J]. *审计研究*,2018(2):55-63.
- [19]张春鹏,王小腾,徐璋勇. 董事高管责任保险:“股价稳定”还是“崩盘助推”? ——来自中国沪深 A 股上市公司的证据[J]. *财*

- 经论丛,2022(2):48-56.
- [20]胡国柳,胡珺.董事高管责任保险与企业风险承担:理论路径与经验证据[J].会计研究,2017(5):40-46.
- [21]方军雄,秦璇.高管履职风险缓释与企业创新决策的改善——基于董事高管责任保险制度的发现[J].保险研究,2018(11):54-70.
- [22]袁蓉丽,文雯,谢志华.董事高管责任保险和财务报表重述[J].会计研究,2018(5):21-27.
- [23]Yuan R L, Sun J, Cao F. Directors' and officers' liability insurance and stock price crash risk[J]. Journal of Corporate Finance, 2016, 37:173-192.
- [24]胡国柳,李源,赵阳.董事高管责任保险与公司高质量审计服务需求[J].审计研究,2020(6):97-105.
- [25]Firth M. Qualified audit reports: Their impact on investment decisions[J]. The Accounting Review,1978, 53 (3): 642-650.
- [26]张十根,王信平.董事高管责任保险与会计信息质量——兼议经济政策不确定性的调节作用[J].保险研究,2021(5):33-49.
- [27]邢斐,周泰云.董事高管责任保险与企业战略[J].保险研究,2020(11):32-46.
- [28]王彦超,姜国华,辛清泉.诉讼风险、法制环境与债务成本[J].会计研究,2016(6):30-37.
- [29]李东平,黄德华,王振林.“不清洁”审计意见、盈余管理与会计师事务所变更[J].会计研究,2001(6):51-57.
- [30]傅绍正,曾琦,胡国强.延期披露年报、审计意见改善与资本市场信息披露[J].中国软科学,2021(2):172-180.
- [31]周楷唐,李英,吴联生.行业专长与审计生产效率[J].会计研究,2020(9):105-119.
- [32]吴昊旻,吴春贤,杨全胜.惩戒风险、事务所规模与审计质量——来自中国审计市场的经验证据[J].审计研究,2015(1):75-83.
- [33]武恒光,张龙平,马丽伟.会计师变更、审计市场集中度与内部控制审计意见购买:基于换“师”不换“所”的视角[J].会计研究,2020(4):151-182.
- [34]Ang J S, Cole R A, Lin J W. Agency costs and ownership structure[J]. Journal of Finance, 2000, 55(1):81-106.
- [35]郑国坚,林东杰,林斌.大股东股权质押、占款与企业价值[J].管理科学学报,2014(9):72-87.

[责任编辑:黄燕]

Directors' and Senior Executives' Duty & Obligation Insurance and the Purchase of Audit Opinions

YU Yajie¹, GUO Shiqi², WANG Chunyan³

- (1. School of Accounting, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China;
2. Baker Tilly International Accounting Firm with Special General Partnership, Beijing 100048, China;
3. School of Accounting, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250000, China)

Abstract: Taking Chinese A-share listed companies from 2008 to 2020 as samples, this paper uses the audit opinion purchasing model of Lennox to investigate the impact of D&O insurance on audit opinion purchasing behavior from the perspective of firm change. The research shows that D&O insurance has a positive governance effect and inhibits the purchase behavior of audit opinions. From the perspective of the motivation of audit opinion purchase, this governance effect is more significant in the samples with high pressure of executive performance, high operational risk and litigation risk. From the perspective of the realization conditions of audit opinion purchase, this governance effect is more significant in the samples with small firm size, no industry expertise and high client importance levels. Furthermore, the successful purchase of audit opinions damages the quality of future earnings disclosure, and the introduction of D&O insurance can significantly improve the adverse economic consequences caused by the successful purchase of audit opinions. The mechanism inspection found that D&O insurance acts on the purchase of audit opinions through the “information quality channel” and the “agent cost channel”. The conclusion is still stable after controlling potential endogenous problems.

Key Words: D&O insurance; purchase of audit opinion; information quality; agent cost; governance effect