

高质量审计师与家族企业债券信用利差

余玉苗,王 植

(武汉大学 经济与管理学院,湖北 武汉 430072)

[摘要]利用 2008—2020 年 A 股上市家族企业发行的公司债券数据,从审计治理效应的角度研究在债券存续期内高质量审计师对家族企业债券信用利差的影响。研究发现:在家族企业中,来自“十大”会计师事务所的审计师和具有行业专长的审计师能降低债券信用利差,这种降低作用是通过降低企业信息风险、抑制控股家族侵占行为实现的。异质性分析结果表明,在控制权和现金流权分离程度高、机构投资者参与治理程度低的家族企业中,高质量审计师与债券信用利差之间的负向关系更为显著。结论从审计治理效应的角度丰富了有关家族企业公司治理的理论研究。

[关键词]高质量审计师;审计治理;信用利差;公司债券;家族企业;债券违约;公司治理;金融风险

[中图分类号]F239 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2022)06-0001-10

一、引言

防范化解金融风险是中国经济高质量发展亟待解决的关键问题。金融风险防范对于产业转型升级、实体经济发展具有重要意义。据 WIND 中国金融库数据,近年来,我国债券市场高速扩容,截至 2021 年底,债券市场余额已达 133.5 万亿元,其中公司债券存量达 4.85 万亿元,不断强化着服务实体经济的能力。然而,2014 年 3 月,“11 超日债”违约,打破了“刚性兑付”的惯例。此后,债券违约逐步趋向常态化。债券“违约潮”对债券市场造成了严重的负面影响,打击了债券市场投资者的积极性。尤其是多起债券违约中暴露出的大股东侵占债权人利益的现象,严重挫伤了债券投资者的信心。因此,治理大股东侵占问题即成为防范化解债券信用风险的关键一环。

自改革开放以来,家族企业已经成为我国经济的重要组成部分。据 CSMAR 数据库数据,截至 2021 年底,在 A 股上市公司中,家族企业占比已达到 58.53%。随着家族企业的蓬勃发展,其融资需求也不断扩大。由于商业银行对民营企业存在严重的信贷歧视,而股权融资又可能稀释家族对企业的控制权,因此发行债券就成为家族企业的重要融资选择。

然而,对于债券市场投资者而言,家族企业的固有缺陷会带来额外的风险。其一,从企业性质角度来看,民营企业债券违约风险较高。一方面,民营企业的经营不确定性更高、公司治理水平较低。另一方面,在面临债务危机时,民营企业缺乏政策支持和隐性担保,可供偿债的资源较少,偿债能力较弱。其二,与非家族企业相比,中国家族企业在快速发展的同时,其治理结构还存在一定缺陷,存在任人唯亲、“一股独大”、现金流权与控制权分离、家族式管理等公司治理问题^[1-2]。控股家族掌握公司的实质性权力,而企业内部治理机制很可能失效,难以有效约束家族企业。此时,控股家族可以通过股权质押、关联交易等方式掏空上市公司资源^[3-4]。

在我国上市公司治理机制和投资者保护法律制度尚未完善的背景下,控股股东的代理问题是上市家族企业代理问题的主要体现,上市公司的财务决策往往服务于控股家族的私有利益^[5],家族企业中

[收稿日期]2022-07-01

[基金项目]国家自然科学基金项目(72072133)

[作者简介]余玉苗(1965—),男,安徽金寨人,武汉大学经济与管理学院教授,博士生导师,主要研究方向为资本市场审计、财务会计,邮箱:yymiao2006@163.com;王植(1998—),女,湖北枝江人,武汉大学经济与管理学院硕士生,主要研究方向为资本市场审计与公司治理。

控股家族滥用控制权的道德风险问题更为严重^[6],投资者自然会要求相应的补偿。已有研究发现,与非家族企业相比,我国家族企业面临更高的债券信用利差^[7]。

债券信用利差是债券投资者对自身承担的风险所要求的补偿。这种风险主要表现为企业无法按期还本付息的违约风险。同时,债券投资者感知到的信息风险等其他因素也会影响债券信用利差。现有文献发现,债券信用利差影响因素包括宏观经济环境^[8-9]、债券契约特征等^[10]。同时,公司的组织间关系以及公司治理也是债券信用利差的重要影响因素^[11-12]。特别地,控股股东股权质押可能引发大股东侵占债权人利益的行为,导致更高的信用利差^[13]。尽管现有文献从不同角度挖掘了债券信用利差的影响因素,但这些因素最终是通过影响债券投资者对发行人违约风险、信息风险的感知影响债券信用利差的。

债券在公开市场发行、流通,其投资者更加分散和多样化,因此投资者很难获得发行人的内部信息。对债券投资者来说,财务报告以及审计师选择等公开信息具有更高信息价值,是影响其风险感知的重要因素。高质量审计师有助于揭示企业财务信息披露的真实质量,进而影响公司的融资方式、股票定价、信用贷款等^[14-16]。同时,通过如实披露公司股东和管理层的行为,高质量审计师能发挥治理作用,监督和约束股东和管理层的机会主义行为^[17]。对于债券市场上独立审计的作用,现有研究发现:高质量审计师在债券市场上具有信息价值和保险价值^[18-19],能提高债项评级和主体评级、降低债券发行成本^[20-21],审计师对关键审计事项的积极结论性评价也能提高债券信用评级^[22]。上述研究结论说明,高质量审计师可以缓解债券发行前的信息不对称,提高债券信用评级、降低债券发行成本。

债券发行后,受宏观经济形势、行业发展、公司经营状况变化等因素影响,债券的信用风险处于动态变化的过程中。对债券投资者而言,控股家族的侵占行为更是一个难以控制的风险因素。根据《公司债券发行与交易管理办法》规定,在债券存续期内,公司债券上市交易的发行人应当披露经审计的年度报告。在此期间,审计师能否持续发挥其治理功能、降低债券信用风险,进而降低债券信用利差,这一问题还有待实证研究。本文将利用2008—2020年A股上市家族企业发行的公司债券数据,研究高质量审计师与家族企业债券信用利差之间的关系。本文可能的边际贡献为:其一,通过研究独立审计在家族企业中的独特治理作用,深化并拓展家族企业治理领域的研究。其二,从审计治理效应的角度出发,揭示独立审计对发债企业信用风险的持续治理效应,丰富有关债券市场独立审计作用的研究文献。

二、研究假设

现代企业理论将企业视为“契约结合体”,其中自然包括企业与债权人之间的契约。通过债务契约,企业与债权人之间形成了委托代理关系,同时也形成了双方利益冲突的根源:股东掌握企业的控制权,可以支配企业资源,债权人向企业提供资金,但无法直接约束企业资金的使用。拥有企业控制权的股东可能实施机会主义行为损害债权人利益。由于信息不对称的存在,债权人无法完全了解公司股东的行为,更无法有效监督、约束股东的机会主义行为。家族企业中,控股家族通过集中的股权、担任重要管理职位等途径掌握公司的实质性权利。同时,在家族企业中普遍存在“金字塔”控股结构,使控股家族能够通过各类掏空行为侵占公司资源、获取自身利益。此类行为无疑会增加公司经营风险、减少用于偿债的资源,导致到期无法还本付息的可能性增加,加剧债权人面临的信用风险,损害债权人利益。债权人自然会考虑此类风险,向家族企业要求更高的风险溢价。

公司的财务状况是评价违约风险的必要考虑因素,而风险评估必须建立在财务报告信息真实、公允的基础上。由于发债企业和投资者之间存在较严重的信息不对称,投资者要承担信息风险,即与其投资决策相关的企业信息质量的不确定性,这一风险无疑会影响投资者的风险感知。由于债券投资者较为依赖财务报告信息,因此发行人的财务报告质量对信息风险影响较大。同时,债券投资者作为外部人,在正常情况下无法参与公司治理,因此无法直接监督、约束控股股东的机会主义行为,而这类行为会增加发行人到期无法还本付息的可能性,导致债券投资者面临信用风险,并只能通过要求风险溢价的方式

弥补可能的损失。

代理理论认为,独立审计能改善信息不对称,同时具有治理功能,可以缓解股东与债权人之间的代理冲突。高质量审计师具有更强的专业能力和更高的独立性,不仅在财务报表审计过程中更尽职尽责,而且针对控股家族实施的复杂、隐蔽的侵占行为能更有效地予以识别、揭露。这种揭露无疑会引发投资者的负面反应以及监管部门的关注,增加控股股东实施侵占行为的成本,从而遏制此类行为。因此,高质量审计师将在一定程度上对家族控股股东的机会主义行为形成制约。

综上,在家族企业中,高质量审计师首先可以改善发债公司的财务报告质量,降低债券投资者面临的信息风险。其次,通过及时和真实地披露控股家族的行为,高质量审计师能发挥其治理作用,监督、约束控股家族的机会主义行为,缓解债务代理冲突,从而降低信用风险。高质量审计师通过降低信息风险和信用风险能改善债券投资者的风险感知,从而降低风险溢价,即债券信用利差。

基于上述分析,本文提出如下假设:

H1:高质量审计师能降低家族企业债券信用利差。

三、研究设计

(一) 数据来源与样本筛选

本文初始样本为2008—2020年A股上市家族企业发行的所有公司债券。所需数据来自CSMAR数据库和CNRDS数据库。选择公司债券作为研究对象的主要原因是:其一,民营企业发行企业债券的情况相对较少,由于本文主要研究家族企业发行的债券,企业债券不能满足样本数量的需求。其二,从代理冲突程度来看,公司债券面向更为分散的普通投资者,他们缺乏监督发债公司的动机和能力。在此背景下,股东和债权人之间的代理冲突较为严重,更有利于我们研究审计的治理效应。2007年8月,证监会颁布实施《公司债发行试点办法》,公司债券发行工作启动。2007年下半年起,公司债券开始在交易所交易,因此本文选择2008年作为样本起点。参照已有研究^[23-25],本文将同时满足以下三条标准的样本认定为家族企业样本:(1)实际控制人是自然人或家族;(2)至少有两位及以上具有亲缘关系的家族成员持股或担任上市公司高管职务(包括董事长、董事和高层经理职务);(3)实际控制人持股比例 $\geq 10\%$ 。另外,本文对初始样本进行了如下筛选:(1)剔除金融行业的样本及可转债样本、浮动利率债样本;(2)剔除ST、*ST、PT公司样本;(3)剔除债券发行人上市不足一年的样本;(4)剔除主要变量观测值缺失的样本。最后共得到1412个债券-年度样本。为消除极端值的影响,我们对所有连续变量在1%和99%分位数进行缩尾处理,同时进行公司层面的聚类调整,以消除异方差问题的影响。

(二) 模型设定与变量定义

1. 模型设定

本文构建模型(1)来检验假设1,即高质量审计师能降低家族企业债券信用利差。

$$CS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Auditor_{i,t-1} + \beta_2 Controls_{i,t-1} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

2. 变量定义

模型(1)中所使用的所有变量定义如下:

(1) 被解释变量:债券信用利差

借鉴已有文献^[11],本文采用如下方式计算债券信用利差(CS):债券到期收益率减去剩余期限相同的国债到期收益率。当公司债券剩余期限与国债剩余期限不能完全匹配时,采用线性插值法估算相应期限的国债到期收益率。

(2) 解释变量:审计师质量

为了更加全面地研究高质量审计师对家族企业债券信用利差的影响,本文选择会计师事务所规模和审计师行业专长作为审计师质量的代理变量。从事务所规模的角度出发,大规模的事务所会提供更高的

鉴证水平和保险价值。本文以是否来自国内“十大”事务所(*Big_10*)来度量高质量审计师。其中,“十大”事务所根据每年中国注册会计师协会公布的会计师事务所排名确定,当事务所当年排名在前十名时,“十大”事务所(*Big_10*)取值为1,否则为0。具有行业专长的审计师能够通过专业知识和行业惯例的积累提高审计质量。借鉴同类文献^[26],本文计算事务所在不同行业的市场份额(*MSA*),作为审计师行业专长的代理变量。

$$MSA_{i,k} = \frac{\sum_{j=1}^J \sqrt{Asset_{i,k,j}}}{\sum_{i=1}^I \sum_{j=1}^J \sqrt{Asset_{i,k,j}}} \quad (2)$$

其中,分子 $\sum_{j=1}^J \sqrt{Asset_{i,k,j}}$ 表示事务所*i*在行业*k*中的客户总资产平方根之和,分母 $\sum_{i=1}^I \sum_{j=1}^J \sqrt{Asset_{i,k,j}}$ 为行业*k*中所有公司总资产平方根之和。

(3) 控制变量

参考现有文献^[27-28],本文在模型中引入公司特征和债券特征两类控制变量。在公司特征方面,本文控制了公司规模(*Size*)、杠杆比率(*Lev*)、总资产收益率(*ROA*)、成立年限(*Age*)、董事会规模(*Board*)、管理层持股比例(*Mstock*)、两职合一(*Dual*)、股权制衡水平(*Balance*)、审计意见类型(*MAO*)、审计任期(*Tenure*)。在债券特征方面,控制了债券的剩余期限(*Maturity*)、发行规模(*Volume*)、是否可回售(*Put*)、发行主体评级(*Rating*)以及是否有担保(*Guarantee*)。具体变量定义见表1。

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	债券信用利差	<i>CS</i>	债券的到期收益率 - 相同剩余期限国债到期收益率
解释变量	“十大”事务所	<i>Big_10</i>	审计单位为中国注册会计师协会公布的事务所排名前十名的事务所时取值为1,否则为0
	审计师行业专长	<i>MSA</i>	事务所行业市场份额,某行业的客户总资产平方根之和/该行业所有公司总资产平方根之和
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	期末资产总额的自然对数
	杠杆比率	<i>Lev</i>	期末负债总额/期末资产总额
	总资产收益率	<i>ROA</i>	净利润/期末资产总额
	成立年限	<i>Age</i>	公司成立年限
	董事会规模	<i>Board</i>	董事会成员人数
	管理层持股比例	<i>Mstock</i>	管理层持股数量/总股数
	两职合一	<i>Dual</i>	若董事长和总理由同一人担任则取值为1,否则取值为0
	股权制衡水平	<i>Balance</i>	第二至五大股东持股比例之和/第一大股东持股比例
	审计意见类型	<i>MAO</i>	如果该公司在当年被出具非标准无保留意见则取值为1,否则取值为0
	审计任期	<i>Tenure</i>	会计师事务所对上市公司连续审计年数
	剩余期限	<i>Maturity</i>	债券的到期年份 - 样本年份
	发行规模	<i>Volume</i>	债券的发行规模
	是否可回售	<i>Put</i>	如果债券为可回售债券则取值为1,否则取值为0
	发行主体评级	<i>Rating</i>	对AAA、AA+、AA、AA-、A+依次赋值为5、4、3、2、1
是否有担保	<i>Guarantee</i>	如果债券有担保则取值为1,否则取值为0	

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

表2报告了主要变量的描述性统计结果,其中,债券信用利差平均值为3.25,中位数为2.8463,最小值为-0.7048,最大值为14.7718,说明样本内部债券信用利差差异较大。“十大”事务所(*Big_10*)均值为0.5765,即聘用“十大”事务所的审计师的样本占总样本的57.65%,说明发行公司债券的家族企业较多聘请“十大”事务所的审计师。审计师行业专长(*MSA*)的最小值为0.0049,最大值为0.2314,变化

范围较大,均值为 0.0704,中位数为 0.0566。

(二) 多元回归结果

表3报告了在家族企业中高质量审计师对债券信用利差的影响。列(1)报告了以“十大”事务所(*Big_10*)为解释变量并控制公司特征的回归结果,*Big_10*的系数为-0.3544,在5%水平上显著。加入与债券相关的控制变量后,回归结果如列(2)所示,*Big_10*系数为-0.3274,在5%水平上显著,说明“十大”事务所的审计师能降低家族企业的债券信用利差。从经济意义上来看,与聘请其他审计师(*Big_10* = 0)的家族企业相比,聘请“十大”事务所审计师的家族企业(*Big_10* = 1)的信用利差平均降低了32.74个基点,是债券信用利差平均水平的10.07%,表明聘请“十大”事务所的审计师对债券信用利差的影响具有显著的经济意义。

表3列(3)、列(4)报告了以审计师行业专长(*MSA*)作为解释变量的回归结果,在控制公司特征的回归中,*MSA*的系数为-3.6621,在5%水平上显著。加入与债券相关的控制变量后,*MSA*的系数为-4.2415,在1%水平上显著,说明具有行业专长的审计师能降低家族企业的债券信用利差。从经济意义上来看,当审计师行业专长每增加0.1,家族企业信用利差平均降低42.42个基点,约等于债券信用利差平均水平的13.05%,表明审计师行业专长对债券信用利差的影响同样具有显著的经济意义。

以上结果表明,无论是从事务所规模角度还是从审计师行业专长角度衡量审计师质量,高质量审计师均能降低家族企业的债券信用利差,支持了本文假设1。

(三) 稳健性检验

为了验证主要结论的稳健性,本文采用多种方式对主回归结果进行稳健性检验,限于篇幅,相关结果省略备索。

1. 倾向得分匹配

考虑到家族企业在聘请审计师时存在自选择问题,本文采用倾向得分匹配法,按照发债公司特征和债券特征,对家族企业是否聘请高质量审计师分别进行有放回的半径匹配,匹配半径为0.05。对每个聘请“十大”事务所的样本,匹配在公司特征、债券特征方面与之相似但审计机构为非“十大”事务所的样本。

由于审计师行业专长为连续变量,借鉴相关文献^[26],定义审计师行业专长哑变量*D_MSA*,当审计师行业专长超过10%时,*D_MSA*取值为1,否则取值为0。按照公司特征和债券特征对*D_MSA* = 1和*D_MSA* = 0的样本进行匹配。回归结果与前文一致,表明在控制了自选择的影响后,高质量审计师对家族企业债券信用利差的降低作用依然是显著的。

2. Heckman 两阶段回归

为了进一步控制审计师选择带来的样本自选择问题,本文采用 Heckman 两阶段模型对主要结论的

表2 描述性统计

变量	N	Mean	SD	Min	Median	Max
<i>CS</i>	1412	3.2500	2.2367	-0.7048	2.8463	14.7718
<i>Big_10</i>	1412	0.5765	0.4943	0.0000	1.0000	1.0000
<i>MSA</i>	1412	0.0704	0.0524	0.0049	0.0566	0.2314
<i>Size</i>	1412	23.3745	1.3062	21.1776	23.1962	26.8591
<i>Lev</i>	1412	0.5615	0.1591	0.2034	0.5600	0.8683
<i>ROA</i>	1412	0.0365	0.0315	-0.0792	0.0313	0.1323
<i>Age</i>	1412	16.9533	5.8880	5.0000	17.0000	32.0000
<i>Board</i>	1412	8.6948	1.8466	5.0000	9.0000	18.0000
<i>Mstock</i>	1412	11.8183	16.8272	0.0000	1.6423	80.9789
<i>Dual</i>	1412	0.2535	0.4352	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Balance</i>	1412	0.7471	0.6017	0.0379	0.6090	2.9512
<i>MAO</i>	1412	0.0113	0.1059	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Tenure</i>	1412	8.8640	5.6540	1.0000	8.0000	26.0000
<i>Maturity</i>	1412	2.6087	1.4860	0.0500	2.5200	7.5500
<i>Volume</i>	1412	2.0040	0.7348	0.4055	2.0149	4.1431
<i>Put</i>	1412	0.8428	0.3641	0.0000	1.0000	1.0000
<i>Rating</i>	1412	3.4327	0.7235	1.0000	3.0000	5.0000
<i>Guarantee</i>	1412	0.2387	0.4264	0.0000	0.0000	1.0000

表3 多元回归结果

	(1) <i>CS</i>	(2) <i>CS</i>	(3) <i>CS</i>	(4) <i>CS</i>
<i>Big_10</i>	-0.3544** (-2.0212)	-0.3274** (-2.2902)		
<i>MSA</i>			-3.6621** (-2.4813)	-4.2415*** (-3.2260)
<i>-cons</i>	12.3546*** (5.8519)	11.1372*** (3.6593)	12.9896*** (5.7895)	11.7531*** (3.8131)
<i>Control-Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Control-Bond</i>	No	Yes	No	Yes
<i>Year & Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	1412	1412	1412	1412
<i>Adj_R²</i>	0.2627	0.3075	0.2634	0.3110

注:括号内为t值,*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上统计显著,下同。

稳健性进行检验。在第一阶段回归中,分别以 Big_10 和 D_MSA 为被解释变量,并选择董事持股比例 ($Bstock$) 以及模型(1)中与债券特征无关的变量为解释变量,构建 Probit 模型回归,得到逆米尔斯比例 ($IMR1$ 、 $IMR2$)。将逆米尔斯比例带入模型(1)中作为解释变量。回归结果表明,样本中的确存在自选择问题,但在控制自选择问题的影响后, Big_10 和 D_MSA 的系数分别在 5% 和 1% 水平上显著为负,说明本文主要结论是稳健的。

3. 其他稳健性检验

为了验证本文结论的稳健性,本文还进行了如下检验:(1)在模型(1)中进一步加入省份固定效应回归。(2)考虑到交易所自 2009 年起对公司债提出发行评级要求,剔除 2008、2009 年样本。(3)剔除信用利差为负的样本。(4)替换被解释变量度量方式,将中国人民银行公布的五年期定期存款利率作为无风险利率,重新计算信用利差。(5)替换解释变量度量方式,用事务所业务收入作为事务所规模的替代变量,对于审计师行业专长,按照是否超过 10% 设置哑变量,同时采用事务所客户营业收入计算的行业市场份额作为行业专长的替代变量,并分别设置连续变量和哑变量进行回归。上述稳健性检验结果与前文检验结果一致。

五、进一步研究

(一) 机制检验

上述回归结果已经验证在家族企业中来自“十大”会计师事务所的审计师和具有行业专长审计师能够显著降低公司债券信用利差。根据前文理论分析,在债券存续期内,高质量审计师主要能够通过以下两种方式对债券信用利差产生持续影响:其一,通过提高财务报告质量、改善家族企业信息披露,高质量审计师能减少财务报表中的信息操纵,降低债权人面临的信息风险。其二,通过如实披露控股家族行为的经济后果,高质量审计师能发挥其监督作用,抑制控股家族的侵占行为,从而缓解控股家族和债权人之间的代理冲突,进而降低因控股家族侵占导致偿债能力不足的可能性。接下来,分别对上述两种渠道进行实证检验。

1. 降低家族企业信息风险

信息风险是投资者承担的与其投资决策相关的企业信息质量的不确定性,是企业与投资者之间信息不对称的一种表现。投资者会对信息风险要求相应的风险溢价。财务报告质量是影响信息风险的一个重要因素,提高财务报告质量能降低信息风险。高质量审计师具有更强的专业能力和更高的独立性,能改善财务报告质量,从而降低债券投资者面临的家族企业信息风险,进而降低债券信用利差。家族企业本身的财务报告质量较高、信息风险较低时,高质量审计师对于信息风险改善空间较小,而当家族企业本身财务报告质量较差、信息风险较高时,高质量审计师降低信息风险的作用能更好地凸显。本文构建模型(3)来检验这一机制。

$$CS_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Auditor_{i,t-1} + \gamma_2 Info_{i,t-1} \times Auditor_{i,t-1} + \gamma_3 Info_{i,t-1} + \gamma_4 Controls_{i,t-1} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

本文将应计盈余管理和真实盈余管理作为信息风险 ($Info$) 的衡量指标。对于应计盈余管理,采用修正的 Jones 模型计算出的应计盈余管理程度取绝对值。对于真实盈余管理,参照 Roychowdhury 的研究测量真实盈余管理水平^[29]。模型(3)重点关注交乘项 ($Info \times Auditor$) 的系数。如果上述机制成立,交乘项系数应该为负,即当家族企业具有较高的信息风险时,高质量审计师会发挥更大的边际效应。

表 4 列(1)至列(4)报告了相关回归结果,交乘项的系数至少在 10% 水平上显著为负。回归结果表明,当家族企业的信息风险较高时,高质量审计师具有较大的边际治理效应,对债券信用利差的降低作用更显著,即高质量审计师通过控制家族企业的信息风险,降低债券信用利差。

2. 抑制控股家族侵占行为

债券市场上,大股东通过各种手段侵占上市公司,减少了可供偿债的资源,降低了公司的偿债能力,

严重侵害了债权人利益。在我国家族企业中,控股家族缺乏内外部约束,会更方便地实施侵占行为。这种侵占行为往往复杂、隐蔽,但高质量审计师具有更强的专业能力和更高的独立性,可以相对及时、真实地发现并披露控股家族的行为及其经济后果,这种披露会引发投资者的负面反应以及监管部门的关注,增加控股股东实施侵占行为的成本。因此,高质量审计师能在一定程度上制约家族企业中控股家族的侵占行为。对债券投资者来说,当控股家族侵占行为较少时,高质量审计师对于侵占行为的制约效应不明显;而当控股家族侵占现象较为严重时,高质量审计师对控股家族侵占行为的制约效应能大幅降低债券投资者面临的信用风险。本文构建模型(4)来检验这一机制。

$$CS_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 Auditor_{i,t-1} + \delta_2 Tunnel_{i,t-1} \times Auditor_{i,t-1} + \delta_3 Tunnel_{i,t-1} + \delta_4 Controls_{i,t-1} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

本文采用资金占用和关联交易两种方式度量控股家族侵占行为(*Tunnel*)。资金占用的度量方式为其他应收款除以资产总额。关联交易的度量方式为关联交易总金额的自然对数。我们重点关注交乘项(*Tunnel* × *Auditor*)的系数 δ_2 。如果上述机制成立,则交乘项系数应当为负,即控股家族的侵占行为较为严重时,高质量审计师能够发挥更大的边际效应。

表4列(5)至列(8)报告了相关回归结果,交乘项系数至少在10%水平上为负。上述结果表明,当控股家族资金占用程度越高、关联交易越多,高质量审计师对债券信用利差的抑制作用越明显,即高质量审计师在控股家族侵占现象较为严重的情况下发挥了更大的边际治理效应。高质量审计师通过约束控股家族侵占行为降低债券违约风险这一机制得到支持。

表4 机制检验

	降低家族企业信息风险				抑制控股家族侵占行为			
	应计盈余管理		真实盈余管理		资金占用		关联交易	
	(1) CS	(2) CS	(3) CS	(4) CS	(5) CS	(6) CS	(7) CS	(8) CS
<i>Big_10</i>	-0.2729* (-1.8522)		-0.2439* (-1.6786)		-0.0957 (-0.5227)		2.7801* (1.9145)	
<i>MSA</i>		-3.8108*** (-2.8276)		-3.5021** (-2.5881)		-2.0397 (-1.3482)		25.4721 (1.6042)
<i>Info</i> × <i>Big_10</i>	-1.9574* (-1.9466)		-0.9522* (-1.9039)					
<i>Info</i> × <i>MSA</i>		-17.8201* (-1.7783)		-13.0427*** (-2.8023)				
<i>Info</i>	1.8546** (1.9995)	2.0506* (1.9661)	0.8851** (2.1963)	1.2676*** (2.9691)				
<i>Tunnel</i> × <i>Big_10</i>					-10.8215** (-2.1824)		-0.1412** (-2.0767)	
<i>Tunnel</i> × <i>MSA</i>						-112.7582** (-2.4939)		-1.3637* (-1.8255)
<i>Tunnel</i>					10.0757** (2.3701)	10.7026** (2.2706)	0.1155* (1.7961)	0.1298* (1.8328)
<i>_cons</i>	11.9369*** (3.8279)	12.5874*** (4.0817)	11.6376*** (3.8300)	12.2636*** (4.0137)	11.6298*** (3.9085)	11.9366*** (3.9253)	10.8355*** (3.5693)	11.6448*** (3.7706)
<i>Year & Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	1403	1403	1330	1330	1412	1412	1386	1386
<i>Adj_R²</i>	0.3086	0.3122	0.3122	0.3173	0.3117	0.3146	0.3095	0.3130

注:由于部分变量存在缺失值,样本数量发生变化。

(二) 异质性分析

前述分析表明高质量审计师能够降低家族企业的债券信用利差,且这一作用主要是通过改善财务报告质量、抑制控股家族侵占行为两种渠道实现的。家族企业内部存在异质性特征,其股权结构、公司

治理水平不同,控股家族与债权人之间利益冲突程度不同,违约风险水平亦有差异。下文将基于家族企业在股权结构、治理机制方面的差异,进一步验证高质量审计师对家族企业债券信用利差的作用。

1. 控制权和现金流权分离

控制权和现金流权的分离是控股股东代理问题的重要成因,控制权和现金流权分离程度越高,控股股东实施掏空行为的收益越高。因此,在家族企业中,控制权和现金流权的分离会增强控股家族掏空的动机,激化控股家族与债权人之间的冲突。按照前文分析,高质量审计师影响债券信用利差的渠道之一即为抑制家族企业中的侵占行为,那么在控股家族侵占风险更高的家族企业中,高质量审计师对债券信用利差的降低作用将更为突出。

基于上述分析,按照家族企业两权分离度(*Wedge*)分组检验。两权分离度(*Wedge*)为控股家族控制权与现金流权之差,当*Wedge*高于行业年度均值时,*H_Wedge*取值为1,否则为0。表5列(1)至列(4)报告了分组回归结果。结果表明,在两权分离度高的组中,高质量审计师的系数显著。与两权分离度低组相比,两权分离度高组中高质量审计师系数绝对值较大,且系数差异是显著的。这说明在两权分离度更高的家族企业中高质量审计师对债券信用利差的降低作用更显著。上述结论说明,高质量审计师的参与是控股家族与债券投资者之间代理冲突的有效治理机制。

2. 机构投资者参与治理

机构投资者是我国资本市场上的重要角色。与普通投资者相比,机构投资者因其持股比例高、时间长,更有动机行使股东监督的权力,约束大股东掏空行为,实现改善家族企业公司治理的效果。同时,机构投资者作为专业机构,有较为丰富的公司治理经验,机构投资者的介入有助于提升企业的治理水平。因此,当机构投资者参与治理程度较高时,家族企业的公司治理机制得到完善,一定程度上缓解了代理问题,此时,高质量审计师作为外部治理机制,对公司治理的改善作用较小。而机构投资者缺位时,高质量审计师将更充分地发挥其治理效应,对于债券投资者风险预期的改善具有更大的边际作用。

基于上述分析,本文以机构投资者持股比例(*Ins*)作为机构投资者参与治理的代理变量,按照机构投资者持股比例高低分组检验,当*Ins*高于行业年度均值时,*H_Ins*取值为1,否则取值为0。表5列(5)至列(8)报告了分组回归结果。在机构投资者持股比例低组中,高质量审计师的系数均为负,且至少在5%水平上显著。而在机构投资者持股比例高组中,高质量审计师的系数均不显著,系数绝对值相对较小,且系数差异是显著的。上述结果表明,当机构投资者参与治理程度较低,不能充分发挥其公司治理作用时,高质量审计师与债券信用利差之间的负相关关系更加显著。这说明在公司治理机制不完善的情况下,高质量审计师能更充分地发挥其公司治理作用。

表5 异质性分析

	两权分离度				机构投资者持股比例			
	<i>Big_10</i>		<i>MSA</i>		<i>Big_10</i>		<i>MSA</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>H_Wedge</i> = 1	<i>H_Wedge</i> = 0	<i>H_Wedge</i> = 1	<i>H_Wedge</i> = 0	<i>H_Ins</i> = 1	<i>H_Ins</i> = 0	<i>H_Ins</i> = 1	<i>H_Ins</i> = 0
<i>Big_10</i>	-0.6086 ** (-2.1298)	-0.2678 * (-1.7636)			-0.0475 (-0.2277)	-0.5480 *** (-2.6893)		
<i>MSA</i>			-7.7153 *** (-2.8304)	-2.1441 (-1.4581)			-2.3883 (-1.4536)	-5.1662 ** (-2.4927)
<i>_cons</i>	8.5209 (1.5414)	15.2364 *** (6.7178)	8.3952 (1.4651)	15.7116 *** (6.8943)	14.7950 *** (4.7222)	15.2203 *** (4.7757)	15.0578 *** (4.7366)	16.3586 *** (5.1349)
<i>Year&Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	526	858	526	858	750	662	750	662
<i>Adj_R²</i>	0.3199	0.3246	0.3268	0.3236	0.3409	0.3164	0.3426	0.3163
<i>P-Value</i>		0.074 *		0.003 ***		0.012 **		0.082 *

注:由于部分变量存在缺失值,样本数量发生变化。

六、结论性评述

有序释放、平稳化解债券市场风险是中国债券市场高质量发展的关键,研究如何降低企业信用风险、降低企业再融资成本,对于推动经济转向高质量发展至关重要。本文以2008—2020年中国A股上市家族企业发行的公司债为样本,研究了债券存续期内高质量审计师与债券信用利差的关系。研究发现,在家族企业中,来自“十大”事务所的审计师和具有行业专长审计师为代表的高质量审计师能持续发挥其治理作用,降低债券信用利差。进一步研究发现,高质量审计师主要通过降低家族企业信息风险和抑制控股家族侵占行为两条渠道影响债券信用利差。异质性分析发现,在控制权和现金流权分离程度高、机构投资者参与治理程度低的家族企业中,高质量审计师对债券信用利差的降低作用更显著,进一步验证了高质量审计师能够发挥其治理效应,降低家族企业信用风险。同时,由于预估的二级市场流通价格是公司债发行定价的基础,高质量审计师对债券信用利差的降低作用也有助于减少家族企业再融资成本。

本文的研究结论具有以下启示:其一,家族企业应当认识到审计师选聘的重要性,通过选择高质量审计师对其财务报表进行审计,降低与债券投资者之间的信息不对称程度,以改善债券投资者风险预期,进而降低再融资成本、提高再融资效率。其二,鉴于高质量审计师能够发挥治理功能,弥补家族企业内部治理机制的不足,因此家族企业可通过选聘高质量审计师来缓解代理问题,从而完善自身的公司治理机制。其三,既然独立审计对发债企业信用风险具有治理效应,债券监管部门无疑应引导发行人选聘高质量的审计师,并加强对审计师执业质量的监督,以提高独立审计的治理效果,稳步释放、化解债券市场微观主体信用风险,最终促进债券市场更好地服务于实体经济的发展。

本文还存在一定局限性。一方面,本文主要从影响家族企业信息风险、抑制控股家族侵占行为的角度研究了高质量审计师对家族企业债券信用利差的影响,但现实中还可能存在其他影响路径,我们会在未来的研究中继续探索。另一方面,本文的样本仅包括家族企业发行的普通公司债券,未来我们会将研究范围扩大至其他债券品种,以提高结论的普适性。

参考文献:

- [1] 吴超鹏,薛南枝,张琦,等. 家族主义文化、“去家族化”治理改革与公司绩效[J]. 经济研究,2019(2):182-198.
- [2] 魏明海,黄琮宇,程敏英. 家族企业关联大股东的治理角色——基于关联交易的视角[J]. 管理世界,2013(3):133-147.
- [3] Liu Q, Luo T, Tian G. Family control and corporate cash holdings: Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 31(4):220-245.
- [4] Jiang F, Kim K A. Corporate governance in China: A Survey[J]. Review of Finance, 2020, 24(4):733-772.
- [5] 姜付秀,郑晓佳,蔡文婧. 控股家族的“垂帘听政”与公司财务决策[J]. 管理世界,2017(3):125-145.
- [6] 魏春燕,陈磊. 家族企业CEO更换过程中的利他主义行为——基于资产减值的研究[J]. 管理世界,2015(3):137-150.
- [7] Gao H, He J, Li Y, et al. Family control and cost of debt: Evidence from China[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2020, 60(1):1-14.
- [8] 纪志宏,曹媛媛. 信用风险溢价还是市场流动性溢价:基于中国信用债定价的实证研究[J]. 金融研究,2017(2):1-10.
- [9] Kaviani M S, Kryzanowski L, Maleki H, et al. Policy uncertainty and corporate credit spreads[J]. Journal of Financial Economics, 2020,138(3):838-865.
- [10] 陈超,李睿伊. 债券融资成本与债券契约条款设计[J]. 金融研究,2014(1):44-57.
- [11] 王雄元,高开娟. 客户集中度与公司债二级市场信用利差[J]. 金融研究,2017(1):130-144.
- [12] 周宏,周畅,林晚发,等. 公司治理与企业债券信用利差——基于中国公司债券2008—2016年的经验证据[J]. 会计研究,2018(5):59-66.
- [13] 史永东,宋明勇,李凤羽,等. 控股股东股权质押与企业债权人利益保护——来自中国债券市场的证据[J]. 经济研究,2021(8):109-126.

- [14]李明辉,杨鑫. 审计师质量对上市公司融资方式选择的影响——来自中国资本市场的经验证据[J]. 会计研究,2014(11):75-82.
- [15]李心愉,赵景涛,段志明. 审计质量在股票定价中的作用研究——基于我国A股市场的分析[J]. 审计研究,2017(4):39-47.
- [16]狄灵瑜,步丹璐. 审计质量的提高有助于企业获取更多的信用贷款吗[J]. 审计研究,2019(2):91-99.
- [17]朱松,陈关亭,黄小琳. 集中持股下的独立审计作用:基于债券市场信用等级的分析[J]. 会计研究,2013(7):86-92.
- [18]王芳,刘琪,杨国超. 审计的信息价值与保险价值——基于主体评级和债项评级异质性视角[J]. 审计研究,2021(2):35-45.
- [19]陈关亭,朱松,黄小琳. 审计师选聘与会计信息质量的替代性研究——基于稳健性原则对信用评级影响视角[J]. 审计研究,2014(5):77-85.
- [20]陈超,李谿伊. 审计能否提高公司债券的信用评级[J]. 审计研究,2013(3):59-66.
- [21]余玉苗,周莹莹. 债务契约、审计师选聘与债券融资成本[J]. 当代会计评论,2015(1):83-98.
- [22]冯晓晴. 关键审计事项影响公司债券信用评级吗?——基于结论性评价视角[J]. 审计与经济研究,2021(4):56-68.
- [23]巩键,陈凌,王健茜,等. 从众还是独具一格?——中国家族企业战略趋同的实证研究[J]. 管理世界,2016(11):110-124.
- [24]许静静,吕长江. 家族企业高管性质与盈余质量——来自中国上市公司的证据[J]. 管理世界,2011(1):112-120.
- [25]刘白璐,吕长江. 基于长期价值导向的并购行为研究——以我国家族企业为证据[J]. 会计研究,2018(6):47-53.
- [26]范经华,张雅曼,刘启亮. 内部控制、审计师行业专长、应计与真实盈余管理[J]. 会计研究,2013(4):81-88.
- [27]林晚发,刘颖斐,赵仲匡. 承销商评级与债券信用利差——来自《证券公司分类监管规定》的经验证据[J]. 中国工业经济,2019(1):174-192.
- [28]方红星,施继坤,张广宝. 产权性质、信息质量与公司债定价——来自中国资本市场的经验证据[J]. 金融研究,2013(4):170-182.
- [29]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]

High-quality Auditors and Credit Spreads of Family Firm Bonds

YU Yumiao, WANG Zhi

(School of Economics and Management, Wuhan University, Wuhan 430072, China)

Abstract: Using the data of corporate bonds issued by listed family firms in 2008—2020, this paper examines the impact of high-quality auditors on the credit spreads from the perspective of audit governance. This paper finds that high-quality auditors from top 10 accounting firms can reduce credit spreads of corporate bonds issued by family firms, which is realized by reducing the enterprise information risk and restraining the entrenchment of the controlling families. Furthermore, the heterogeneity analysis finds that the negative relation between high-quality auditors and credit spreads is more significant in family firms where the high degree of separation between control rights and cashflow rights is larger and with less participation of institutional investors. The conclusion enriches the literature on corporate governance in family firms from the perspective of audit governance.

Key Words: high-quality auditor; audit governance; credit spread; corporate bond; family firm; bond default; corporate governance; financial risk