

控股股东杠杆增持与审计定价

刘 嫦^{a,b},张莉莉^a,赵 梦^a

(石河子大学 a. 经济与管理学院, b. 公司治理与管理创新研究中心, 新疆 石河子 832000)

[摘要] 基于审计成本效益理论和审计风险溢价理论,以 2015—2020 年我国 A 股上市公司数据为样本,检验控股股东杠杆增持与审计定价的关系及内在机理。结果表明,控股股东杠杆增持与审计定价正相关。控股股东杠杆增持行为主要通过提高审计师风险溢价以及增加审计投入对审计定价产生促进作用。上述关系在企业存在控股股东股权质押、法律环境较为严格时得到强化,而较好的信息披露质量以及较高的股权制衡度会削弱控股股东杠杆增持与审计定价的正相关关系。同时,控股股东杠杆增持带来的风险溢价效应会抑制审计师出具标准的审计意见,损害审计质量。研究结论有助于强化审计师对控股股东杠杆增持的风险认知,进而为进一步提升审计报告质量、强化投资者保护提供了增量证据。

[关键词] 控股股东杠杆增持; 审计定价; 审计风险; 审计投入; 公司治理; 审计意见; 审计质量

[中图分类号] F239 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2022)06-0011-10

一、引言

2015 年我国股市经历大涨之后骤然下跌,几周内上证指数累计跌幅超过 30%,恐慌情绪蔓延,中国股市陷入持久的熊市调整期。为应对此番股市暴跌,引导上市公司自主救市,中国证监会出台了系列新规,其中就包括大股东及董监高增持“松绑”。2015 年 7 月,证监会发布《关于上市公司大股东及董事、监事、高级管理人员增持本公司股票相关事项的通知》,以文件形式明确了大股东及“董监高”杠杆增持行为:在 6 个月内减持过本公司股票的上市公司大股东及董事、监事、高级管理人员,通过证券公司、基金管理公司定向资产管理等方式购买本公司股票,不属于《证券法》第四十七条规定的禁止情形。通过杠杆增持,股东能以较少的自有资金持有更大规模的公司股份,降低公司资金成本,使得杠杆增持行为备受控股股东青睐。截至 2020 年末,已有 588 家上市公司获得重要股东增持,增持金额超过 700 亿元,占比高达 32%。熊凌云等的研究表明,控股股东杠杆增持能够降低代理成本,进而降低企业现金持有,提升企业价值,发挥“利益协同效应”^[1],还可以发挥“治理效应”抑制真实盈余管理^[2],有助于维护资本市场和股价稳定。同时,杠杆增持所特有的风险性为资本市场运作带来的负面影响不容忽视。如梁上坤等认为杠杆增持企业具有的高股价、高杠杆和高平仓线特征集聚在一起导致企业风险叠加,出现“爆仓”隐患^[3],最终以侵害投资者利益、破坏金融市场稳定的结局收场。在慧球科技出现首个控股股东资产管理“爆仓”后,金洲管道、鼎立股份等企业也遭遇“强平”。金洲管道第一大股东金洲集团于 2015 年 12 月 17 日、21 日和 22 日前后连续增持 3853.97 万元、1.51 亿元和 1.01 亿元,合计增持 2.9 亿元。这一增持行为虽然为公司发展提供了资金,但其高杠杆使金洲管道连续跌破预警线和平仓线,财务风险陡然增大。可见,杠杆增持行为是把“双刃剑”,控股股东杠杆增持行为在助力企业缓解融资约束、维持控

[收稿日期] 2022-04-28

[基金项目] 国家自然科学基金项目(72062027;71762024)

[作者简介] 刘嫦(1978—),女,湖南株洲人,石河子大学经济与管理学院/公司治理与管理创新研究中心教授,博士生导师,博士,主要研究方向为公司治理与会计理论,邮箱:409613519@qq.com;张莉莉(1997—),女,甘肃庆阳人,石河子大学经济与管理学院硕士生,主要研究方向为资本市场与会计行为;赵梦(1998—),女,新疆奎屯人,石河子大学经济与管理学院硕士生,主要研究方向为公司治理与会计理论。

股股东控制权的同时,也可能给企业埋下风险这一“地雷”,有待学者进一步研究。

审计定价一直是审计理论和实务界关注的重要议题。已有研究显示,被审计单位风险是影响审计定价的关键因素^[4]。目前,国内外学者主要从客户特征层面的资产规模、风险状况、内部资本结构与业务复杂性^[4-5]、公司治理^[6]和内部控制^[7],事务所特征层面的事务所规模、声誉、事务所合并与审计师专业能力^[8-11]以及外部环境层面的卖空制度^[12]、法律环境^[13]和媒体报道^[14]等视角对审计定价影响因素展开研究,但鲜有文献关注杠杆增持这一资本市场新现象对审计定价的影响。

在目前“强监管”和经济活动复杂化的大背景下,审计师需要从源头和动机上关注审计风险,通过识别和评估企业潜在的风险,设计合理的审计程序,展开测试并充分取证,出具审计意见来体现审计的鉴证价值。控股股东杠杆增持行为能够加剧企业风险,作为专业鉴证的审计师是否已经关注这一风险源头并体现在审计定价决策上?上述关系是否因受到企业特征、公司治理水平以及外部环境的影响而存在差异?针对上述问题,本文试图从审计定价角度解析控股股东杠杆增持对审计定价的影响及其机制,尝试从控股股东杠杆增持的经济后果和审计定价影响因素方面拓展现有研究,为审计师更好地规避杠杆增持所带来的风险、促进资本市场健康发展提供参考。

本文具有以下主要贡献:其一,丰富我国控股股东杠杆增持行为经济后果相关文献。关于控股股东杠杆增持行为的经济后果研究较少,主要集中于企业内部经营决策,尚未见学者从审计视角揭示控股股东杠杆增持行为对审计定价的影响。本文落脚于会计师事务所,研究杠杆增持对审计定价的影响,为探究控股股东行为在审计方面形成的经济后果提供理论依据和经验证据。第二,本文以风险导向审计理论为基础,研究控股股东杠杆增持在审计定价方面形成的经济后果,从审计投入和审计风险两个角度验证审计收费提升的机制路径,并在此基础上揭示审计师定价策略对不同杠杆水平的控股股东增持风险的差异性识别,为认识审计定价中的投入补偿和风险补偿提供新思路,同时也有助于强化审计师对控股股东杠杆增持的风险认知,为进一步提升审计报告质量、强化投资者保护提供增量证据。

二、理论分析和研究假设

审计成本和审计风险是影响审计定价的两大关键因素^[4]。审计师完成审计活动所需的工作负荷越重,付出的努力越多,审计定价水平则越高;审计师预估被审计单位的审计风险越高,同样审计定价越高^[15]。所以,当识别客户公司存在严重潜在风险时,事务所将加强审计努力以减小审计风险,提高客户风险溢价补偿,实现风险转移^[16],最终提高审计收费。下文将从审计风险和审计投入两个维度来探讨控股股东杠杆增持对审计定价的影响。

从审计风险视角来看,控股股东杠杆增持会增加企业风险,从而提高审计师风险。有关文献表明,当客户公司存在较高的经营风险、财务风险以及控制风险时,审计师面临诉讼以及声誉损失的可能性加大^[17-18]。会计师事务所在发现客户具有较高的风险水平时,会收取更高的审计费用以弥补自身风险。控股股东杠杆增持的企业存在较高的平仓风险、控制权转移风险以及诉讼风险,进而使得审计师相应提高控股股东杠杆增持公司的审计定价。

首先,杠杆增持所带来的平仓风险和不确定性会增加公司的财务风险。为了构建定向资产管理产品的增持,大股东通常会从证券公司或基金管理公司那里得到其所提供的约1:1到1:5的杠杆比率配资。证券公司或基金管理公司为控股股东杠杆式增持提供借款资金,同时会设置平仓价、划立平仓线,并将其在资产管理计划中与增持份额明确对应,以确保配资资金的安全。平仓价和平仓线的设定使得控股股东实现杠杆增持后仍不能完全决定其股票的处置权,一旦股价低于证券公司或基金管理公司的标准,证券公司或基金管理公司有权无视锁定期直接出售股东利用配资资金获得的股票。这种制度安排为控股股东杠杆增持带来很大的风险和不确定性,对此审计师也会要求更高的风险溢价,进而提高审计费用。

其次,由于杠杆具有高风险性,一旦股价跌破平仓线,杠杆增持所获得的股份可能会被强制处理,使

得控股股东的控制权转移。同时,与非杠杆增持相比,除资金利息外杠杆增持的企业还需要承担额外成本,其中包括控制权变更等由杠杆引起的综合风险体系,控股股东为补偿杠杆所携带的具有风险成本的效益,可能会将杠杆增持的成本向中小股东转嫁,强化“隧道效应”,加重代理问题^[19]。而代理问题严重的客户单位会要求更多的审计师服务^[20],因此会被索取更高的审计收费。

最后,控股股东杠杆增持具有信号传递效应,投资者凭借增持的“利好”信号可能会跟风购入公司股票,导致股价急剧上涨,此时公司股价具有较强的不稳定性^[3]。对审计师来说,预期未来面临的诉讼风险以及声誉受损的风险与被审计单位自身风险高度关联^[21]。鉴于此,为规避被审计单位发生无法掌控的股价波动而给自身带来不可预计的损失,审计师可能会提高审计定价以弥补未来的风险。

从审计投入视角来看,审计师在面对风险时,通常会采取一系列措施将自身风险降低至可接受水平。由于控股股东杠杆增持存在巨大的潜在风险,审计师可能会通过增加委任经验丰富的审计师数量、在审计过程中实施更丰富的实质性测试程序等方式增加审计投入,更可能发现财务报告中的重大错弊,以此来减少自身风险。所以控股股东杠杆增持公司可能面临更多的业务负荷量,对此事务所将收取更高的费用以弥补激增的成本。

另外,审计需求理论强调审计活动具备信息价值,审计师如果想使执行审计程序过程中获得的信息提供价值,要对信息源进行收集、筛选、合并、解析等多方面工作,然而工作强度势必会对审计师的工作负荷及努力程度造成重要影响^[15]。由于杠杆增持具备高风险的属性,控股股东会受到投资者和监管机构的双重施压,并且可能被要求披露更多的信息,例如,中国证监会对新湖中宝股份有限公司的控股股东进行了地毯式调查,其中包括对杠杆增持的动机、资金来源、杠杆与质押平仓风险及后续发展等事项的询问^[1]。

对审计师来说,他们除了从被审计单位获得的财务报表信息外,还需要从多种渠道例如证监会公告或外部市场中获取其余的信息源,同时,还需要深入地加工、筛选、合并和解析。因此在对存在控股股东杠杆增持企业审计时,为保证获取的信息更充分真实,审计师不得不增加辨析和审核的工作量,审计负荷增大,事务所则会收取更高的审计定价以弥补高强度的审计成本。

基于上述分析,一方面,控股股东杠杆增持具有不确定性和高风险性,使企业面临平仓风险和控制权转移风险,同时加重代理问题,给企业的经营发展带来了巨大的风险和不确定性。此时,审计师面临较高的审计风险,将收取更高的审计费用以弥补风险溢价。另一方面,控股股东杠杆增持的企业会被要求披露更多的信息,为了降低审计风险,审计师则增加审计投入,进而提高审计定价。综上,本文提出如下假说:

H1:控股股东杠杆增持会提高审计定价。

三、研究设计

(一) 样本选取

本文选取2015—2020年我国A股上市公司作为研究样本。为保证数据的真实性和代表性,我们进行了如下筛选:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔除ST、*ST的上市公司;(3)删除控股股东杠杆增持情况数据缺失的上市公司;(4)删除其他变量存在缺失情况的样本;(5)删除资产负债率为负和大于1的样本。最终保留11133个样本观测值。为排除异常值影响,对连续变量进行1%的Winsorize缩尾处理。样本通过Stata16进行处理和分析。

(二) 实证模型

根据已有控股股东行为与审计定价的相关研究文献^[15,22],本文建立多元回归模型考察上市公司控股股东杠杆增持对审计定价的影响,具体如下:

$$\ln Fee_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cgli_{i,t} + \beta_2 LOP_{i,t} + \beta_3 Big4_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 Loss_{i,t} + \beta_7 Cur_{i,t} + \beta_8 INV_{i,t} + \beta_9 REC_{i,t} + \beta_{10} Growth_{i,t} + \beta_{11} ACH_{i,t} + \beta_{12} ROA_{i,t} + \beta_{13} Age_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中,被解释变量 $LnFee$ 为审计费用,解释变量 $Cgli$ 是控股股东杠杆增持,其余为控制变量。

(三) 变量定义

1. 被解释变量:审计定价($LnFee$)。本文借鉴 Simunic、张继勋等对审计定价的衡量方法^[4,17],为降低公司规模干扰,对上市公司当年审计费用取自然对数度量审计定价。

2. 解释变量:控股股东杠杆增持($Cgli$)。参照熊凌云的方法^[2],构建控股股东杠杆增持虚拟变量指标。通过巨潮资讯网站搜索上市公司股权变动公告,根据增持主体进行甄别并且收集相关数据,若当期年度内控股股东、实际控制人和一致行动人增持公告存在自有资金、证券、基金、银行贷款、借款、定向资产管理计划,则 $Cgli$ 赋值为 1,否则为 0。

3. 其他控制变量:以往文献表明^[15,22],企业盈利状况、业务复杂程度、经营风险、会计师事务所规模均会对审计定价产生影响,本文将可能影响回归结果的变量纳入模型,具体控制变量详见表 1。

表 1 变量定义表

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义	
被解释变量	$LnFee$	审计费用	当年审计收费的自然对数	
解释变量	$Cgli$	控股股东杠杆增持	杠杆增持哑变量指标,若上市公司控股股东存在杠杆增持,取值为 1,否则为 0	
	Lop	上年审计意见	如果上年度审计师出具非标准无保留审计意见,则取值为 1,否则为 0	
	$Big4$	事务所规模	提供审计年报的会计事务所为“四大”则取值为 1,否则为 0	
	$Loss$	是否亏损	上市公司当年净利润为负取值为 1,否则取值为 0	
	$Size$	公司规模	总资产的自然对数	
	Lev	财务杠杆	总负债/总资产	
	控制变量	Cur	流动比率	流动资产/流动负债
		Inv	存货比率	当年末存货/总资产
		Rec	应收账款比率	当年末应收账款/总资产
		$Growth$	成长性	(本年业务收入 - 上年业务收入)/上年业务收入
Age		企业年龄	企业上市时间的自然对数	
Roa		总资产收益率	当年净利润/期末总资产	

四、实证检验与结果分析

(一) 描述性统计分析

本文关键变量的描述性统计如表 2 所示。其中控股股东杠杆增持($Cgli$)平均值为 0.052,反映出在这六年间控股股东采用杠杆方式增持的企业占整体样本的 5.2%。审计定价($LnFee$)均值为 14.012,中位数为 13.911,标准差为 0.691,这说明会计师事务所对于审计客户的审计定价只有细微的差别。其余控制变量的分布与前人研究类似,不再赘述。

(二) 回归分析

表 3 报告了假说 1 的检验结果:列(1)和列(2)分别为没有加入控制变量和加入控制变量的回归结果,杠杆增持 $Cgli$ 系数分别在 5% 和 1% 水平上显著为正。上述结果支持了假说 1,即控股股东杠杆增持会提高审计定价。

(三) 影响机理检验

根据前文分析可知,控股股东杠杆增持可能会对审计风险与审计成本产生影响,进一步导致审计定

表 2 描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	中位数	最小值	最大值
$LnFee$	11133	14.012	0.691	13.911	0	16.440
$Cgli$	11133	0.052	0.223	0	0	1
Lop	11133	0.979	0.144	1	0	1
$Loss$	11133	0.903	0.296	1	0	1
$Big4$	11133	0.066	0.248	1	0	1
$Size$	11133	22.495	1.295	22.320	20.121	26.438
Lev	11133	0.433	0.195	0.425	0.068	0.877
Cur	11133	2.180	1.836	1.615	0.352	11.785
Inv	11133	0.140	0.125	0.109	0.000	0.664
Rec	11133	0.130	0.103	0.111	0.001	0.482
$Growth$	11133	0.181	0.427	0.108	-0.540	2.791
Age	11133	2.906	0.306	2.935	2.089	3.502
Roa	11133	0.0360	0.0640	0.0360	-0.285	0.195

价升高。鉴于此,本文采用中介三步法建立如下模型探究审计风险和审计投入在控股股东杠杆增持与审计定价二者之间发挥的中介效应:

$$Auditrisk_{i,t}/Delay_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cgli_{i,t} + \beta_n Control_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$LnFee_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 Cgli_{i,t} + \lambda_2 Auditrisk_{i,t}/Delay_{i,t} + \lambda_n Control_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型中 *Auditrisk* 表示审计风险,参考宋衍衡的检验方法^[23],用企业当期是否受到监管机构(深沪交易所、证监会、财政部等)谴责或处罚衡量,倘若当年公司被处罚,此时审计师面临的审计风险较高,则 *Auditrisk* 赋值为 1,否则赋值为 0。同时,参考有关文献^[24],用资产负债表日至审计报告披露日间隔天数的自然对数作为衡量审计投入的变量,用 *Delay* 表示。

机制检验结果如表 4 所示。列(1)和列(2)反映了审计风险的中介效应检验结果。由列(1)可知控股股东杠杆增持系数在 1% 水平上显著为正,表明控股股东杠杆增持会增加审计风险;列(2)显示,在加入审计风险中介变量后,控股股东杠杆增持回归系数显著为正,表明控股股东杠杆增持通过增加审计风险进而提高了审计收费。此外,本文还通过 Sobel 检验进一步验证中介效应,结果显示 Z 值为 2.226, P 值为 0.026,在 1% 的置信水平上显著,说明审计风险对控股股东杠杆增持影响审计定价的中介效应成立。列(3)和列(4)反映了审计投入的中介效应检验结果。列(3)表明控股股东杠杆增持与审计投入之间存在正相关关系,即控股股东杠杆增持增加审计投入;列(4)在加入审计投入中介效应后,发现杠杆增持回归系数显著为正,表明控股股东杠杆增持会通过增加审计投入这一路径提高审计定价。Sobel 检验结果显示,Z 值为 -1.987, P 值为 0.047,在 10% 的置信水平上显著,说明审计投入对控股股东杠杆增持影响审计定价的中介效应成立。综上,无论是成本补偿或是风险溢价,审计师都很有可能对存在控股股东杠杆增持的客户收取较高的费用,进一步支持了本文的假设 1。

(四) 稳健性检验

1. 自选择问题。为解决样本选择偏误问题,本文进行了 Heckman 两阶段回归。在第一阶段回归中,加入控股股东杠杆增持的影响因素,包括企业规模、资产负债率、营业利润增长率、资产回报率、企业现金流水平、股利支付率,通过 Probit 回归计算逆米尔斯比率,然后将 Mills 加入第二阶段回归。表 5 列(1)结果表明,在控制样本选择偏差后,控股股东杠杆增持显著提高审计定价,支持了本文的研究假设。

2. PSM 检验。为减小存在控股股东杠杆增持企业与不存在杠杆增持企业之间的差异性影响,本文采取倾向得分匹配方法缓解这一内生性问题。我们主要从公司规模、资产负债率、经营能力、盈利能力、公司成长性、股权性质等方面选取了影响控股股东杠杆增持的有关变量作为协变量,采用 PSM 最邻近匹配法进行 1:1 有放回匹配。匹配结果显示,平均处理效应 T 值为 2.58,匹配后相关控制变量单个偏差

表 3 控股股东杠杆增持与审计定价的回归结果

	(1) <i>LnFee</i>	(2) <i>LnFee</i>
<i>Cgli</i>	0.070 ** (2.531)	0.049 *** (2.865)
<i>Cons</i>	13.886 *** (126.485)	5.462 *** (46.799)
<i>Controls</i>	No	Yes
行业/年份	Yes	Yes
Adj. R ²	0.157	0.680
F	29.861 ***	285.310 ***
N	11133	11133

注:括号内为 t 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平。下同。

表 4 审计风险与审计投入的中介效应检验

	(1) <i>Auditrisk</i>	(2) <i>LnFee</i>	(3) <i>Delay</i>	(4) <i>LnFee</i>
<i>Cgli</i>	0.040 *** (2.759)	0.047 *** (2.780)	0.003 (0.452)	0.048 *** (2.847)
<i>Auditrisk</i>		0.036 *** (3.266)		
<i>Delay</i>				0.103 *** (4.902)
<i>Cons</i>	-4.022 *** (-2.923)	5.437 *** (46.495)	0.020 (0.243)	5.003 *** (33.437)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年度	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²	0.0831	0.6797	0.0329	0.6801
F	377.7700	282.2843 ***	5.5621 ***	282.7865 ***
N	11133	11133	11133	11133

均低于 5%,说明匹配结果较好。对匹配后样本回归发现,杠杆增持与审计定价仍为显著正相关关系,表明研究结论具有稳健性。

3. 反向因果关系识别。考虑到审计定价的确定时间可能发生在上市公司杠杆增持行为之前,因此可能存在审计定价影响杠杆增持这一反向因果问题。为排除反向因果问题,本文借鉴熊凌云的方法^[2],将审计定价作为解释变量,控股股东杠杆增持作为被解释变量并滞后两

年进行 Logit 回归。表 5 列(3)回归结果表示,审计定价与未来两期杠杆增持的回归系数为正但并不显著。审计定价不会对企业未来是否采用杠杆增持产生影响,该结果进一步支持了本文结论。

4. 替换变量。为增强回归结果的稳健性,本文参考 Simunic 的研究^[4],以被审计单位当期支付给境内审计师的审计费用占期末资产的比值来重新估计审计定价,回归发现,研究结论稳健。

5. 变更样本期间。为排除股市暴跌可能对审计师风险应对策略造成的影响,参照已有研究^[25],本文剔除 2015 年的样本后对模型(1)重新检验。表 5 列(5)回归结果显示,研究结论依然成立。

表 5 稳健性检验

	(1) Heckman 二阶段 LnFee	(2) PSM 检验 LnFee	(3) 反向因果关系 LCgli	(4) 替换审计定价 LnFee	(5) 变更样本期间 LnFee
<i>Cgli</i>	0.049*** (2.750)	0.064** (2.408)		0.058*** (3.356)	0.068*** (3.224)
<i>Mills</i>	-0.035 (-0.124)				
<i>LnFee</i>			0.156 (1.239)		
<i>Cons</i>	5.551*** (9.380)	5.709*** (15.231)	-4.684*** (-2.593)	5.793*** (48.740)	5.575*** (44.052)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²	0.679	0.715	0.075	0.805	0.675
F	284.101***	32.202***	246.720***	554.110***	239.634***
N	9618	996	6324	11133	9435

年进行 Logit 回归。表 5 列(3)回归结果表示,审计定价与未来两期杠杆增持的回归系数为正但并不显著。审计定价不会对企业未来是否采用杠杆增持产生影响,该结果进一步支持了本文结论。

五、进一步分析

(一) 是否存在控股股东股权质押的分组检验

已有文献表明,控股股东自身的杠杆水平会对其所在的企业产生重大影响。由于控股股东的个人财富与其掌控的企业股价具有很强的关联性,倘若控股股东自身存在高杠杆水平,一旦股价跌至平仓线,增持的股份会被强制平仓,造成控制权转移风险上升^[26],进而对企业日常经营产生不利影响。因此,控股股东杠杆越高的企业潜在风险越高、经营状况越差。股权质押在一定程度上反映控股股东所面临财务约束的严重情况,采取股权质押途径融资也体现出控股股东窘迫的融资困境。由此,本文借鉴熊凌云等的方法^[1],将控股股东杠杆增持前一期的股权质押状况作为衡量控股股东杠杆风险的指标。如果控股股东在杠杆增持前一期存在股权质押行为,就说明其增持前自身的杠杆水平较高,此时将 *Pledge* 赋值为 1,否则取 0。为了验证控股股东杠杆水平对杠杆增持与审计定价关系的影响,本文对控股股东股权质押情况(*Pledge*)进行了分组回归,结果如表 6 列(1)、列(2)所示。检验结果表明,当 *Pledge* 为 1,即存在股权质押时,*Cgli* 的回归系数在 1% 水平上显著为正,而 *Pledge* 为 0 时并没有得出上述结果,说明如果控股股东在增持前存在较高的杠杆风险,杠杆增持为审计师带来的风险溢价以及审计成本也更高,此时审计师倾向于提高审计定价来弥补未来可能产生的审计风险。

(二) 法律环境的分组检验

法制环境是影响审计收费的关键因素之一,法律环境越严格,则审计费用越高^[27]。控股股东杠杆增持意味着企业面临更高的财务风险,在法制监管较严格的地区,会计师事务所法律责任意识提升,审计师会更加关注客户风险,同时面临的诉讼风险更高。综上,在法制环境更严格的地区,审计师面临审计失败导致的法律诉讼风险会明显上升,因此更倾向于采取收取更高风险溢价或者投入更多审计资源的方式以达到控制风险的目的,此时审计收费更高。本文利用市场化指数来衡量企业法制环境^[28],市

场化程度越高表示法律环境越好。按照中位数大小将样本划分为市场化程度低和市场化程度高两组。表6列(3)、列(4)回归结果显示,在法制环境更好的地区,控股股东杠杆增持会导致审计费用的增加,而在法制环境较差的地区,上述关系并不存在,这说明会计师在较为完善的法制环境里会主观感知到自身存在更大的不确定性风险,因此更倾向于对存在控股股东杠杆增持的被审计单位要求更高的审计费用。

(三) 公司治理的分组检验

1. 股权制衡度的分组检验

与传统的银行贷款渠道不同,杠杆增持是控股股东遇到融资困境时的举措。本文认为,控股股东在杠杆增持后会利用“隧道效应”侵害中小股东的利益。毛世平认为,股权结构的均衡状态之一是股权制衡^[29]。与单个大股东相比,多个大股东的股权结构更有利于遏制管理层的机会主义行为,约束控股股东的“侵占效应”,从而保护中小股东利益。本文参考刘亚伟和张兆国的方法^[30],使用第二至第十大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值度量股权制衡度(*Balance*)。依据企业当年股权制衡度中位数大小将样本分为两组。表7列(1)、列(2)检验结果表明,控股股东杠杆增持 *Cgli* 的回归系数在股权制衡程度低样本中显著正相关,而在股权制衡程度高样本中不显著。由此看来,在内部治理状况更好的情况下,控股股东杠杆增持后对上市公司实施利益侵占较为困难,此时审计师面临的审计风险较低,所以会要求较少的审计收费。

2. 信息披露质量的分组检验

信息披露是传递信息的重要手段,高质量的信息披露有助于资本市场中其他方了解披露方情况,降低信息不对称程度,所以审计师能够通过良好的信息披露状况了解客户在控股股东杠杆增持后的经营发展,中小股东也可以知晓大股东的杠杆增持情况,有效抑制大股东“侵占”行为。因此,在信息披露质量高的公司中,审计师面临的审计风险较低,同时获取信息所花费的成本随之降低,审计费用也将一同降低。本文以深交所披露的上市公司信息质量等级

(*Garde*)为基础衡量信息披露质量,信息质量为A和B时为信息披露质量高,*Garde*取值为1,等级为C和D时为信息披露质量低,*Garde*取值为0。表7列(3)和列(4)的回归结果显示,在信息披露质量低样本中,控股股东杠杆增持 *Cgli* 的回归系数在10%水平上显著为正,而在信息披露质量高的样本中,回归系数并不显著,验证了上述猜想,即高质量的信息披露可以有效抑制盈余管理操纵和大股东掏空行为,在一定程度上弱化控股股东杠杆增持与审计定价之间的正向关系。

(四) 控股股东杠杆增持对审计意见的影响

通过探究控股股东杠杆增持对审计定价的作用机制发现,杠杆增持行为会提高审计师的审计风险,审计师通过要求更高审计费用的定价策略来弥补风险溢价,那么对审计风险的判断无疑也会影响到审

表6 分组检验回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	存在股权质押 <i>LnFee</i>	不存在股权质押 <i>LnFee</i>	市场化程度高 <i>LnFee</i>	市场化程度低 <i>LnFee</i>
<i>Cgli</i>	0.055 ** (2.443)	0.033 (1.200)	0.046 * (1.767)	0.030 (1.290)
<i>Cons</i>	5.055 *** (28.377)	4.495 *** (27.454)	4.337 *** (26.771)	4.993 *** (19.649)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²	0.596	0.681	0.656	0.667
F	95.821 ***	156.888 ***	131.310 ***	141.028 ***
N	5143	5990	5598	5535

表7 公司治理水平分组检验的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	股权制衡度高 <i>LnFee</i>	股权制衡度低 <i>LnFee</i>	信息披露质量高 <i>LnFee</i>	信息披露质量低 <i>LnFee</i>
<i>Cgli</i>	0.006 (0.212)	0.068 *** (2.848)	0.043 * (1.894)	0.043 (1.425)
<i>Cons</i>	4.549 *** (26.303)	4.905 *** (28.980)	4.546 *** (30.179)	4.228 *** (19.261)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²	0.672	0.640	0.6636	0.641
F	139.676 ***	122.692 ***	163.934 ***	76.772 ***
N	5555	5556	6803	3489

计师审计意见的表述,当意识到被审计单位存在较高的财务风险时,为保护自身法律和信誉的安全,审计师很有可能会出具语言文字表述上更谨慎的非标准审计意见^[31]。为探究控股股东杠杆增持行为是否会对审计意见产生影响,本文进行了回归检验,结果如表 8 所示。表 8 列(1)呈现了控股股东杠杆增持与审计意见的回归结果,回归系数为负,但在统计意义上不显著,说明控股股东杠杆增持行为不会影响审计师出具审计意见的类型。接着区分了审计意见类型,列(2)和列(3)为控股股东杠杆增持与审计定价基于审计意见类型的分组检验结果,结果显示,在标准审计意见下,控股股东杠杆增持与审计定价显著正相关,而在非标准审计意见下,回归结果并不显著。这说明当审计师出具非标准审计意见时,审计师不会要求更高的审计费用,出具非标准审计意见与增加审计收费之间存在替代效应。

(五) 控股股东杠杆增持对审计质量的影响

根据上文分析可知,控股股东杠杆增持会提高公司经营状况的不稳定性。审计师为了应对审计风险,会使审计计划灵活化、审计程序多样化、审计投入增量化,但这也只能降低而非消除审计风险,尤其是在审计资源约束下,审计师必须在成本与风险中选择效用最大的组合。对资源进行有效配置,控股股东杠杆增持显然加大了审计师的审计难度。此外,因为市场中审计关系的不匹配,即专业能力强的审计师并不一定会被分配到审计风险高的项目,经验丰富的审计师为了保护声誉、避免诉讼,会选择低风险的客户服务;而高风险的审计业务往往会落到没有丰富经验的审计师手中,使审计关系的错位愈发严重^[32]。因此,控股股东杠杆增持将会加大预计发表无保留意见和审计师出具的实际审计意见概率的偏差。虽然许多审计师通过提高审计定价来应对控股股东杠杆增持带来的审计风险,但增加审计费用与提高审计质量之间并没有必然的联系^[32]。因此,从整体来看,控股股东杠杆增持会提高审计师的审计风险,从而增加实际审计意见与预计发表无保留意见概率的偏差程度,损害审计质量。

参考已有研究的做法^[33],本文构建模型(4)估算审计师发表标准审计意见的概率,之后通过模型(5)计算实际发表审计意见类型与审计师发表标准无保留审计意见概率的差值,当差值小于 0 时说明审计报告更加激进,审计质量较低,因此取结果的负向绝对值来衡量审计质量,数值越大时,审计质量越高。

$$MIO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 QuickR_{i,t} + \beta_2 OR_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Loss_{i,t} + \beta_6 Cur_{i,t} + \beta_7 INV_{i,t} + \beta_8 REC_{i,t} + \beta_9 ROA_{i,t} + \beta_{10} Age_{i,t} + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$AO_{i,t} = -|Opinion_{i,t} - Mao_{i,t}| \quad (5)$$

表 8 列(4)显示控股股东杠杆增持降低了审计质量,表明控股股东杠杆增持会提高审计风险,虽然事务所通过提高审计定价方式弥补了部分审计风险增大带来的成本提高,但鉴于杠杆增持行为的复杂性,事务所即使增加了审计投入,审计质量依然面临下降的趋势。

六、结论性评述

本文基于审计成本效益理论和审计风险溢价理论,检验控股股东杠杆增持与审计定价的关系及内在机理,研究发现,控股股东杠杆增持与审计定价正相关,即杠杆增持增加审计定价。

机制检验表明,杠杆增持主要通过增加审计成本和审计风险进而提高审计定价。进一步检验发现,这一关系在控股股东存在股权质押以及法律环境较好时显著增强,但在公司治理水平较好时有所弱化。经济后果检验表明,杠杆增持行为带来的风险效应会抑制审计师出具标准的审计意见,同时会损害审计质量。研究结论表明,控股股东杠杆增持通过影响审计师

表 8 控股股东杠杆增持的经济后果检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	审计意见	标准审计意见	非标准审计意见	审计质量
	<i>Opinion</i>	<i>LnFee</i>	<i>LnFee</i>	<i>AQ</i>
<i>Cgli</i>	-0.004 (-0.733)	0.045 *** (2.642)	0.029 (0.237)	-0.029 * (-1.674)
<i>Cons</i>	0.461 *** (11.211)	5.447 *** (44.874)	5.962 *** (7.401)	-0.197 * (-1.679)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²	0.229	0.682	0.56	0.442
F	38.173 ***	281.425 ***	6.895 ***	107.070 ***
N	11133	10853	280	11133

风险应对策略给公司带来负面经济后果(如审计定价提高、被出具非标准无保留审计意见的可能性增大),这在一定程度上反映出控股股东杠杆增持通过这一途径影响公司价值。

基于上述研究结论,本文提出如下政策启示:第一,良好的公司治理机制能够抑制控股股东杠杆增持行为对审计定价的提高作用。因此,上市公司应当完善公司股权结构,提高股权制衡度,发挥中小股东的监督和制衡作用,遏制大股东隧道效应和利益侵占,保证企业价值最大化;同时加强内部治理体系改革,避免杠杆增持行为自身的平仓风险和不确定性对企业经营业务造成的风险。第二,强化审计师个人和事务所对被审计单位杠杆增持行为的关注度。审计师需要对被审计单位控股股东杠杆增持行为保持职业敏感性,关注其增加审计风险的可能性,并将其作为审计定价决策的重要考虑因素;会计师事务所需要有效配置审计资源、科学引导注册会计师内部流动,以期更加有效地识别和规避客户单位杠杆增持带来的潜在风险,提高审计质量。第三,杠杆的高风险性为企业经营发展带来较大不确定性,故监管部门要进一步完善股东增持行为与杠杆交易的政策制定与监管,提示上市公司重视杠杆交易的合理性和适度性,防范杠杆交易对资本市场造成的巨幅波动,防范并化解金融风险。

本文从资本市场上杠杆增持这一新现象入手探讨了控股股东杠杆增持对审计定价的影响及其机制,但鉴于数据的可获得性问题,本文没有对控股股东杠杆增持行为,包括杠杆增持比例、股数和金额进行细化;除控股股东杠杆增持行为之外,董事、监事和管理层是否也会存在杠杆增持行为,不同主体的杠杆增持动机存在着差异,这种差异化动机下的增持行为是否对公司审计定价有差异性影响,亦值得进一步探讨。基于上述问题,未来将基于爬虫技术或者人工收集进一步获得控股股东杠杆增持行为的细化数据,并考量控股股东、董事、监事和管理层等不同主体增持行为对公司审计定价的差异性影响问题。

参考文献:

- [1]熊凌云,蒋尧明,连立帅,等. 控股股东杠杆增持与企业现金持有[J]. 中国工业经济,2020(8):137-155.
- [2]熊凌云. 控股股东杠杆增持的治理效应——基于公司真实盈余管理的视角[J]. 当代财经,2020(11):75-87.
- [3]梁上坤,李丹,谷旭婷,等. 借壳上市与杠杆增持下的并购风险叠加——基于上海斐讯借壳慧球科技的案例研究[J]. 中国工业经济,2018(6):136-155.
- [4]Simunic D A. The pricing of audit services:Theory and evidence[J]. Journal of Accounting Research,1980,18(1):161-190.
- [5]Nikkinen J, Sahlstrom P. Risk in audit pricing:The role of firm-specific dimensions of risk [J]. Advances in International Accounting, 2005, 18:141-151.
- [6]蔡吉甫. 公司治理、审计风险与审计费用关系研究[J]. 审计研究,2007(3):65-71.
- [7]张宜霞. 财务报告内部控制审计收费的影响因素——基于中国内地在美上市公司的实证研究[J]. 会计研究,2011(12):70-77.
- [8]Beatty R. The economic determinants of auditor compensation in the initial public offerings market[J]. Journal of Accounting Research, 1993, 31(2):294-302.
- [9]Chaney P, Philipich K. Shredded reputation:The cost of audit failure[J]. Journal of Accounting Research, 2002,40(4):1221-1245.
- [10]Pong C, Burnett S. The implications of merger for market share, audit pricing and non-audit fee income:The case of Pricewaterhouse Coopers [J]. Managerial Auditing Journal, 2006,21(1):7-22.
- [11]DeFond M, Francis J, Wong T. Auditor industry specialization and market segmentation: Evidence from Hong Kong [J]. Auditing: A Journal of Practice&Theory, 2000, 19(1):49-66.
- [12]黄超,黄俊. 卖空机制、诉讼风险与审计收费[J]. 财经研究,2016(5):77-87.
- [13]程博,王菁. 法律环境、政治治理与审计收费[J]. 经济管理,2014(2):88-99.
- [14]吕敏康,冯丽丽. 媒体报道、职业能力异质性与审计质量[J]. 审计研究,2017(3):74-81.
- [15]权小锋,陆正飞. 投资者关系管理影响审计师决策吗? ——基于A股上市公司投资者关系管理的综合调查[J]. 会计研究,2016(2):73-80.
- [16]Defond M L, Zhang J. The timeliness of the bond market reaction to bad earnings news[J]. Contemporary Accounting Research, 2014,31(3):911-936.

- [17]张继勋,徐奕.上市公司审计收费影响因素研究——来自上市公司2001—2003年的经验证据[J].中国会计评论,2005(1):99-116.
- [18]戴捷敏,方红星.控制风险、风险溢价与审计收费——来自深市上市公司2007年年报的经验证据[J].审计与经济研究,2010(3):46-53.
- [19]Dyck A, Zingales L. Private benefits of control: An international comparison[J]. The Journal of Finance, 2004, 59(2): 537-600.
- [20]Chow C W. The demand for external auditing: size, debt and ownership influences[J]. Accounting Review, 1982, 57(2): 272-291.
- [21]张龙平,潘临,欧阳才越,等.控股股东股权质押是否影响审计师定价策略?——来自中国上市公司的经验证据[J].审计与经济研究,2016(6):35-45.
- [22]张俊瑞,余思佳,程子健.大股东股权质押会影响审计师决策吗?——基于审计费用与审计意见的证据[J].审计研究,2017(3):65-73.
- [23]宋衍衡.审计风险、审计定价与相对谈判能力——以受监管部门处罚或调查的公司为例[J].会计研究,2011(2):79-84.
- [24]许亚湖.租金性异常审计费用影响审计质量吗?[J].会计研究,2018(5):90-96.
- [25]翟胜宝,许浩然,刘耀淞,等.控股股东股权质押与审计师风险应对[J].管理世界,2017(10):51-65.
- [26]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.
- [27]Stice J D. Using financial and market information to identify pre-engagement factors associated with lawsuits against auditors[J]. Accounting Review, 1991, 66(3): 516-533.
- [28]王小鲁,胡李鹏,樊纲.中国分省份市场化指数报告[M].北京:社会科学文献出版社,2021.
- [29]毛世平.金字塔控制结构与股权制衡效应——基于中国上市公司的实证研究[J].管理世界,2009(1):140-152.
- [30]刘亚伟,张兆国.股权制衡、董事长任期与投资挤占研究[J].南开管理评论,2016(1):54-69.
- [31]Lennox C. Do companies successfully engage in opinion-shopping? Evidence from the UK[J]. Journal of Accounting and Economics, 2000, 29(3): 321-337.
- [32]董小红,孙文祥.企业金融化、内部控制与审计质量[J].审计与经济研究,2021(1):26-36.
- [33]Gul F, D Wu, Z Yang. Do individual auditors affect audit quality? Evidence from archival data[J]. The Accounting Review, 2013, 88(6): 1993-2023.

[责任编辑:黄燕]

The Controlling Shareholders' Leverage Increase and Audit Pricing

LIU Chang^{a,b}, ZHANG Lili^a, ZHAO Meng^a

(a. School of Economics and Management; b. Research Center for Corporate Governance and Management Innovation, Shihezi University, Shihezi 832000, China)

Abstract: Based on the audit cost-benefit theory and audit risk premium theory, the data of China's A-share listed companies from 2015 to 2020 are used as samples to test the relationship and internal mechanism between the leverage increase of controlling shareholders and audit pricing. The results show that the leverage increase of controlling shareholders is positively correlated with audit pricing. The leverage increase of controlling shareholders mainly promotes audit pricing through increasing the risk premium of auditors and increasing audit input. The above relationship is strengthened when the enterprise has the controlling shareholder's equity pledge and the legal environment is relatively strict, and better information disclosure quality and higher equity checks and balances would weaken the positive correlation. At the same time, the risk premium effect brought about by the leverage increase of the controlling shareholder will inhibit the auditors from issuing standard audit opinions and damage the audit quality. The conclusion helps to strengthen the risk perception of the controlling shareholders' leverage increase, and provides incremental evidence for further improving the quality of audit reports and strengthening investor protection.

Key Words: controlling shareholders' leverage increase; audit pricing; audit risk; audit input; corporate governance; audit opinion; audit quality