

自愿双重审计对 A + H 股公司债务融资成本的影响研究

张睿¹, 田高良², 刘扬^{2,3}

(1. 西北大学 经济管理学院, 陕西 西安 710127; 2. 西安交通大学 管理学院, 陕西 西安 710049;
3. 香港城市大学 商学院, 香港特别行政区 999077)

[摘要]以 2010—2018 年 A + H 股交叉上市公司为样本, 检验双重审计强制要求取消后公司自愿采用双重审计对债务融资成本的影响。研究发现, 自愿双重审计公司比放弃双重审计公司面临更低的债务融资成本。进一步, 自愿双重审计对债务成本的抑制作用在低信息透明度公司中更显著; 较之放弃双重审计的公司, 自愿双重审计公司的债务融资规模也更大。研究结论对新时期本土审计行业的国际化发展具有启示性意义, 在促进国内国际双循环的大背景下, 提升内地会计师事务所 H 股审计服务实力和品牌形象知名度、加快获得国际认同成为一项必要而迫切的任务。

[关键词]A + H 股; 自愿双重审计; 债务融资成本; 债务融资规模; 审计质量; 信息透明度

[中图分类号]F239 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096 - 3114(2023)01 - 0029 - 10

一、引言

双重审计是指一家公司同时雇佣两家会计师事务所进行审计, 这两家事务所对各自的审计范围分别出具审计报告的审计制度^[1]。本文关注针对我国 A + H 股交叉上市公司实施的双重审计制度。具体而言, 一家公司雇佣一家内地会计师事务所审计该公司按照我国《企业会计准则》编制的 A 股财务报表, 同时雇佣一家香港会计师事务所审计该公司按照《国际财务报告准则》或《香港财务报告准则》编制的 H 股财务报表; 内地审计师和香港审计师分别对该公司的 A 股财务报表和 H 股财务报表出具审计报告^[2]。从 H 股市场建立之初起, 两地监管部门要求 A + H 股公司必须对年报实施双重审计。在内地企业纷纷赴港上市、走向国际化的大背景下, 随着内地企业会计准则与国际趋同、与香港等效, 两地有关部门达成共识, 于 2010 年取消了对 A + H 股公司的双重审计强制要求, 允许此类公司仅雇佣内地符合资格的会计师事务所对其年报进行单一审计, 最终出具一份审计报告供两地利益相关者共同使用。然而, 时至今日, 多数 A + H 股公司依然坚持采用双重审计。

双重审计在保持审计师独立性、提升公司治理水平、保证报表使用者获取准确完整的会计信息、帮助内地会计师事务所积累经验等方面功不可没, 这一审计制度及其变迁一直是会计与审计学界十分关注的研究话题^[3]。一些学者通过理论分析和定性分析探讨双重审计强制要求取消的潜在影响, 指出有关部门废除双重审计强制要求、鼓励内地本土事务所从事 H 股公司审计业务的做法为本土事

[收稿日期]2022 - 07 - 07

[基金项目]国家自然科学基金青年科学基金项目(72202176); 国家自然科学基金面上项目(71672141); 国家社会科学基金后期资助项目(21FGLB006); 教育部人文社会科学基金项目(21YJA630082)

[作者简介]张睿(1991—), 女, 河南三门峡人, 西北大学经济管理学院讲师, 博士, 主要研究方向为审计、公司治理、资本市场等, 通讯作者, 邮箱: zhangr9112@163.com; 田高良(1965—), 男, 陕西富平人, 西安交通大学管理学院副院长, 教授, 博士生导师, 博士, 主要研究方向为智能财务与管理会计、资本市场与公司治理等; 刘扬(1994—), 女, 山东泰安人, 西安交通大学管理学院与香港城市大学商学院联合培养博士生, 主要研究方向为会计信息披露和公司治理等。

务所发展壮大带来了机遇与挑战^[4]。其他学者则从实证角度考察双重审计强制要求及其废除所产生的影响。其中,一些研究通过比较A股上市公司(包括非交叉上市A股公司和A+H股公司)发现,双重审计有助于维持较高的审计质量^[5-8];也有学者进一步检验不同类型的会计师事务所双重审计过程中的动机差异^[2]。另一些研究则关注双重审计强制要求取消的经济后果。孙素琴初步分析发现,双重审计强制要求取消后,国际“四大”会计师事务所在A+H股审计市场中依然占有相当大的份额,审计费用整体上也并未明显降低^[9]。Zhang等研究指出,在A+H股公司放弃双重审计后,其内地审计师不再受境外审计师积极溢出效应的影响,审计质量因此显著下降^[10]。Zhang等通过比较强制要求取消前和取消后的双重审计发现,强制接受双重审计的公司比自愿采用双重审计的公司所付出的权益成本更低^[11]。

可见,A+H股双重审计强制要求的取消并不意味着双重审计制度就此淡出实务界,而且学术界对其的探讨也从未停歇。全面深入地研究这一审计制度,不仅有助于综合理解与评估其作用与价值,还能为我国今后的审计制度安排和本土审计行业的高质量发展提供重要启示^[12]。然而,现有文献基本局限于研究双重审计制度及其变迁在审计市场和权益资本市场上产生的后果,而未对债务资本市场可能受到的影响给予充分的关注。例如,双重审计强制要求取消后,公司对双重审计的自愿坚持是否会向债权人传递信息,从而减轻融资摩擦?对于这一问题,现有文献并未给出答案。

基于此,本文试图对公司自愿采用双重审计是否以及在多大程度上影响债务融资成本进行深入的理论与实证检验。本文可能的贡献有:第一,丰富关于双重审计的研究视角和研究内容。本文聚焦于被以往研究所忽视的债务资本市场,拟为双重审计强制要求取消后公司自愿接受双重审计的行为对其债务融资成本的影响提供新证据,试图更为全面地把握双重审计制度及其变迁的经济后果,弥补前人研究的不足。第二,拓展关于我国市场上债务融资成本的影响因素研究。以往发现财务报表审计降低公司债务融资成本的研究往往将审计的价值归结为其为会计信息可信度提供独立鉴证的能力^[13-19],本文拟在控制审计鉴证价值的基础上,探究公司所采用的审计制度的差异是否是影响债务融资成本的重要因素。第三,对内地会计师事务所的国际化发展具有一定的启示。本文研究的问题亦能体现对于内地审计师独立承担A+H股公司审计业务是否得到债权人足够认可和接纳的关注,反映内地事务所借助进军H股市场这一战略路径走向国际的进展情况,为“十四五”时期本土审计行业的海外审计业务实力提升与品牌形象建设提供参考。

二、理论分析与研究假设

如前所述,双重审计强制要求取消后,监管部门允许A+H股公司自行决定继续或放弃双重审计。根据本文统计,自2010年起,多数A+H股公司依然采用双重审计。那么,这一自愿选择是否会影响公司的债务融资成本呢?

审计的信号理论指出,企业自愿购买审计服务的行为能够向市场传递信息、发挥信号作用^[20-21]。无论审计服务能够提供多大的鉴证价值,企业购买审计服务无疑都会产生更多花费,同时也向市场表明企业将自身置于独立第三方的监督之下,因而自愿购买审计服务这一行为本身就可能被外界视为一个积极的信号,向市场传达企业的优势特征,缓解信息不对称,提高投资者和债权人信心,降低公司的融资难度,使其能够以更低的成本获得融资,促进资源的优化配置。Lennox和Pittman基于英国自愿接受审计的私有企业进行研究发现,企业的自愿审计行为是一种将积极信号传递给外部信息使用者的有效途径^[21]。Kim等以韩国私有企业为研究对象,分析指出自愿接受审计的企业取得银行借款时所支付的资金成本更低^[22]。信号理论同样适用于解释我国市场上的一些自愿审计现象。例如,有研究表明,我国上市公司自愿购买中期财务报告审计的做法就向市场传达了关于公司规模、盈利能力、成长性、财务状况等方面的优势信息,投资者对此也产生

了一定程度的正面反应^[23-25]。

具体到本文研究的 A + H 股公司,双重审计强制要求取消后,依据所采用的审计制度的不同可将其分为两类:一类是自愿采用双重审计的公司,另一类是放弃双重审计、仅接受单一审计的公司。一方面,相较于放弃双重审计,继续进行双重审计意味着公司在接受强制性的单一审计之外还自愿购买了额外的审计服务,反映出公司具有自发接受超出基本要求的、更强有力的外部审计监督的意愿。这种意愿可能使债权人认为自愿采用双重审计的公司面临更低的风险、管理层也更加正直诚信。另一方面,出于成本与收益的考虑,通常只有在预期未来所产生的盈利足以负担某项自愿性质的支出时,企业才会列支该支出^[26]。Melumad 和 Thoman 的理论模型分析认为,自愿审计选择会创造出一个分离均衡状态,在这一状态中,高昂的花费为劣质企业设置了较难逾越的模仿障碍,只有优质企业才有能力购买审计服务^[20]。对于 A + H 股公司而言,相较于满足最低要求、仅接受强制性的单一审计(即放弃双重审计),自愿购买额外的审计服务(即采用双重审计)需要花费更多的成本,做出这一选择意味着公司有信心其未来的盈利至少能够弥补这些额外的支出,因此,相较于放弃双重审计,采用双重审计可能被债权人视为是公司拥有更好的盈利能力与未来前景的体现。

综上所述,本文认为,双重审计强制要求取消后,相比于放弃双重审计,公司做出自愿的双重审计选择可能向债权人传达关于公司优良特质的信息,如公司风险更低、管理层更加正直诚信、预期盈利更高、未来前景更好等。这些信息是区别于经审计的财务信息的增量信息,可能被债权人识别为一种积极的信号,使他们将选择双重审计的公司与放弃双重审计的公司区别开来,以更低的利息率为他们更加青睐的前者提供资金。因此,本文认为,自愿采用双重审计的公司可能比放弃双重审计的公司面临更低的债务融资成本。

根据以上推理,本文提出如下假设:

H1:其他条件不变的情况下,与放弃双重审计的公司相比,自愿双重审计的公司的债务融资成本更低。

三、研究设计

(一) 样本选择

本文首先选取 2010—2018 年所有 A + H 股上市公司样本^①,然后剔除已退市、已终止上市和 ST 样本,以及金融、保险行业样本和数据缺失的样本。最终得到 569 个公司年度观测值。分析中所用到的审计、财务数据均来自国泰安(CSMAR)数据库。所有连续型变量均进行了双向 1% 缩尾处理。

(二) 实证模型

基于前人研究^[13, 26-28],我们采用如下等式(1)检验自愿双重审计对债务融资成本的影响(即 H1):

$$DCost = \alpha_0 + \alpha_1 Volun + \alpha_2 LnTA + \alpha_3 TAR + \alpha_4 BTM + \alpha_5 CR + \alpha_6 Leverage + \alpha_7 CFOTA + \alpha_8 CTA + \alpha_9 Growth + \alpha_{10} ROA + \alpha_{11} SOE + \alpha_{12} Big4 + Year\ fixed\ effects + Industry\ fixed\ effects + \varepsilon \quad (1)$$

其中,因变量 $DCost$ 为衡量债务融资成本的指标,等于债务利息支出除以长短期含息负债总额平均值。自变量 $Volun$ 表示自愿双重审计的虚拟变量,当公司自愿采用双重审计时, $Volun = 1$,否则, $Volun = 0$ 。本文控制了公司规模($LnTA$)、有形资产比率(TAR)、账面市值比(BTM)、流动比率(CR)、财务杠杆($Leverage$)、现金流状况($CFOTA$ 、 CTA)、增长率($Growth$)、盈利能力(ROA)、产权性质(SOE)等公司特征以及审计师特征($Big4$)。此外,本文还控制了年份固定效应($Year\ fixed\ effects$)与行业固定效应($Industry\ fixed\ effects$)。

变量定义详见表 1。

①出于稳健性的考虑,本文选样时间截至 2018 年,以排除新冠疫情等非常规事件的影响。

表1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	债务融资成本	<i>DCost</i>	债务利息支出除以长短期含息负债总额平均值
解释变量	自愿双重审计	<i>Volun</i>	虚拟变量,当公司自愿采用双重审计时取1,否则取0
	公司规模	<i>LnTA</i>	总资产的自然对数
	有形资产比率	<i>TAR</i>	有形资产除以总资产
	账面市值比	<i>BTM</i>	总资产账面价值除以市值
	流动比率	<i>CR</i>	流动资产除以流动负债
	财务杠杆	<i>Leverage</i>	总负债除以总资产
控制变量	现金流量	<i>CFOTA</i>	经营活动现金流量净额除以总资产
		<i>CTA</i>	现金及现金等价物除以总资产
	营业收入增长率	<i>Growth</i>	本年营业收入与上年营业收入之差除以上年营业收入
	总资产净利率	<i>ROA</i>	净利润除以总资产
	产权性质	<i>SOE</i>	虚拟变量,当公司为国有企业时取1,否则取0
	是否雇佣“四大”审计	<i>Big4</i>	虚拟变量,当公司雇佣“四大”进行年报审计时取1,否则取0 ^①
	可操纵性应计项目	<i> DACC </i>	借鉴 Kothari 等计算的经营业绩调整后的可操纵性应计绝对值 ^[29]
其他分析中的变量	审计费用	<i>LnFee</i>	审计费用总额的自然对数
	审计意见	<i>MAO</i>	虚拟变量,当公司年报收到非标准审计意见时取1,否则取0
	债务融资规模	<i>DSize</i>	长短期含息负债总额除以总资产

表2 样本分布概况

Panel A:行业分布						
行业	数量	比重(%)				
B:采矿业	76	13.36				
C:制造业	291	51.14				
D:电力、热力、燃气及水生产和供应业	39	6.85				
E:建筑业	34	5.98				
F:批发和零售业	8	1.41				
G:交通运输、仓储和邮政业	104	18.28				
K:房地产业	14	2.46				
L:租赁和商务服务业	1	0.18				
M:科学研究和技术服务业	1	0.18				
N:水利、环境和公共设施管理业	1	0.18				
合计	569	100.00				
Panel B:年度分布						
年份	总样本		自愿双重审计样本		放弃双重审计样本	
	数量	比重(%)	数量	比重(%)	数量	比重(%)
2010	50	8.79	49	98.00	1	2.00
2011	54	9.49	40	74.07	14	25.93
2012	63	11.07	42	66.67	21	33.33
2013	66	11.60	41	62.12	25	37.88
2014	67	11.78	40	59.70	27	40.30
2015	67	11.78	37	55.22	30	44.78
2016	64	11.25	34	53.13	30	46.88
2017	62	10.90	35	56.45	27	43.55
2018	76	13.36	40	52.63	36	47.37
合计	569	100.00	358	62.92	211	37.08

四、实证结果

(一) 样本分布概况

表2显示了本文样本的分布情况。Panel A为样本的行业分布。所有A+H股样本公司分布在10个不同的行业中,其中制造业的数量和比重最大(291个,51.14%),其次是交通运输、仓储和邮政业(104个,18.28%)和采矿业(76个,13.36%)。Panel B为总样本、自愿双重审计样本和放弃双重审计样本的年度分布。整体上看,自2010年至2018年间,A+H股样本公司数量增加了50%以上。自愿双重审计样本在总样本中的比重基本呈下降趋势(其中2010—2013年降幅较大,超过30%,之后年份则趋于缓慢);尽管如此,截至2018年底,坚持采用双重审计的A+H股公司依然超过半数(52.63%)。此外,我们通过观察数据库中的原始数据还发现,所有放弃双重审计的公司均解雇了其香港审计师而保留了内地单一审计服务。

(二) 描述性统计

表3显示了描述性统计的结果。债务融资成本*DCost*的均值(中位数)为8.9%(6.4%),与以往相关研究的统计结果类似^[27-28]。变量*Volun*的均值表明样本中有62.9%的观测值自愿采用双重审计。其

①这里,“公司雇佣‘四大’进行年报审计”既包括自愿双重审计公司的年报审计师中至少有一家“四大”的情形,也包括放弃双重审计公司的年报审计师是“四大”的情形。

余控制变量的统计结果显示 A + H 股样本公司大体上是规模较大、具有成长潜力、财务状况良好的公司,且大多为国有企业。

表 3 描述性统计与组间差异检验结果

变量	全样本(N = 569)					均值		组间差异 t 值
	均值	中位数	标准差	25% 分位数	75% 分位数	Volun = 1 (N = 358)	Volun = 0 (N = 211)	
<i>DCost</i>	0.089	0.064	0.096	0.047	0.101	0.078	0.107	-3.623 ***
<i>Volun</i>	0.629	1.000	0.483	0.000	1.000	—	—	—
<i>LnTA</i>	24.809	25.032	1.607	23.980	25.810	25.205	24.139	8.057 ***
<i>TAR</i>	0.892	0.946	0.170	0.913	0.976	0.894	0.890	0.287
<i>BTM</i>	0.784	0.828	0.246	0.610	0.980	0.813	0.733	3.782 ***
<i>CR</i>	1.192	1.137	0.598	0.788	1.436	1.163	1.241	-1.486
<i>Leverage</i>	0.579	0.582	0.169	0.454	0.710	0.583	0.571	0.828
<i>CFOTA</i>	0.058	0.056	0.057	0.022	0.096	0.062	0.052	2.006 **
<i>CTA</i>	0.112	0.093	0.083	0.048	0.155	0.107	0.120	-1.861 *
<i>Growth</i>	0.154	0.070	0.374	-0.045	0.260	0.158	0.146	0.373
<i>ROA</i>	0.033	0.030	0.045	0.013	0.053	0.035	0.029	1.523
<i>SOE</i>	0.833	1.000	0.373	1.000	1.000	0.874	0.763	3.468 ***
<i>Big4</i>	0.731	1.000	0.444	0.000	1.000	0.832	0.559	7.422 ***

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平(双尾),下同。

(三) 组间差异检验

表 3 还列示了自愿采用双重审计组(*Volun* = 1)和放弃双重审计组(*Volun* = 0)各变量的均值差异检验结果。自愿采用双重审计组的平均债务融资成本(*DCost*)为 7.8%,在 0.01 的水平上显著低于放弃双重审计组(10.7%),初步支持了假设 H1。此外,两组样本还在公司规模、账市比、现金流量、产权性质、审计师特征等方面存在差异,表明我们有必要在接下来的多元回归中对这些方面加以控制。

(四) 多元回归分析

表 4 报告了自愿双重审计对债务融资成本的 OLS 回归结果。回归模型在 0.01 的水平上显著,具有统计意义。各个变量的方差膨胀因子(VIF)均小于 10,表明不存在多重共线性问题。如表 4 所示,自变量 *Volun* 的系数在 0.01 的水平上显著为负,表明自愿采用双重审计的公司的债务融资成本显著低于放弃双重审计的公司。此外,*Volun* 的系数也具有显著的经济意义:根据放弃双重审计公司债务融资成本的均值 0.107,自愿采用双重审计能够降低公司的债务融资成本约为 26.17% (-0.028/0.107)。以上结果支持了假设 H1,说明在没有强制要求约束的情况下,A + H 股公司自愿接受双重审计的做法降低了债务融资成本。

(五) 稳健性检验

1. 倾向得分匹配法

前文的组间差异检验表明,自愿双重审计组与放弃双重审计组之间在一些公司特征方面存在明显差异,为控制这些系统性差异对本文结果的影响,我们采用倾向得分匹配法,以各控制变量对变量 *Volun* 进行 Probit 回归,得到每个样本的倾向得分,据此对自愿双重

表 4 自愿双重审计与债务融资成本

	因变量: <i>DCost</i>
截距	-0.196 * (-1.943)
<i>Volun</i>	-0.028 *** (-3.293)
<i>LnTA</i>	0.016 *** (3.251)
<i>TAR</i>	0.005 (0.176)
<i>BTM</i>	-0.071 *** (-3.114)
<i>CR</i>	0.010 (1.017)
<i>Leverage</i>	-0.018 *** (-5.455)
<i>CFOTA</i>	-0.057 (-0.633)
<i>CTA</i>	0.056 (1.049)
<i>Growth</i>	-0.003 (-0.318)
<i>ROA</i>	0.058 *** (4.921)
<i>SOE</i>	-0.018 * (-1.730)
<i>Big4</i>	-0.009 (-0.904)
年份固定效应	控制
行业固定效应	控制
N	569
Adj. R ²	0.310
F	9.795

注:括号内为 t 值(下同)。

审计组的样本与放弃双重审计组的样本进行不重复匹配,最终获得318个(159对)配对样本。经比较,这159对样本在各控制变量上的差异均不显著,表明配对效果较好。接下来,本文将配对样本放入等式(1)重新进行回归,结果如表5所示。变量*Volun*的系数在0.01的水平上显著为负,假设H1依然成立,说明在控制了可观测因素可能引起的自选择问题后,相较于放弃双重审计的公司,自愿接受双重审计的公司拥有更低的债务融资成本。

2. 进一步控制审计质量的影响

本文的主要论点是,无论所购买的审计服务能够在多大程度上发挥鉴证作用,公司自愿采用双重审计这一行为本身就可能被债权人解读为一个积极的信号,从而使债权人在为这一类公司提供资金时要求更低的补偿。对此,本文已在主分析中引入变量*Big4*作为代理变量控制了审计师声誉。为进一步分离和控制审计鉴证作用的影响,本文构建了常用的审计质量指标,如可操纵性应计项目的绝对值(|*DACC1*|)、审计费用的自然对数(*LnFee*)和非标准审计意见虚拟变量(*MAO*),将三者作为控制变量分别引入等式(1)进行回归。如表6列(1)至列(3)所示,当回归中分别包含了变量|*DACC1*|、*LnFee*和*MAO*后,变量*Volun*的系数在0.01的水平上显著为负,表明在进一步控制了审计质量的影响后,自愿双重审计对债务融资成本的抑制作用依然显著存在。这些结果有力地证明,公司自愿采用双重审计的行为能够发挥区别于已审财务报表(即审计质量)的作用,向债权人提供增量信息、传递积极信号,从而降低债务融资成本。

3. 混杂变量影响阈值分析

在公司对双重审计的取舍中可能存在自选择问题。本文前述各项分析已较好地控制了可观测因素对结果的影响。鉴于适当的工具变量不易获得,为进一步排除不可观测因素可能导致的内生性,我们借鉴Frank的研究^[30],采用混杂变量影响阈值(Impact Threshold for a Confounding Variable,简称ITCV)分析方法进行处理。该方法已在会计、审计与经济领域的研究中得到越来越广泛的使用^[31-35]。ITCV等于因变量与不可观测变量之间的偏相关系数同自变量与不可观测变量之间的偏相关系数的乘积。某一不可观测变量给自变量回归系数带来的偏误(bias),是由该不可观测变量与因变量、与自变量之间的关系共同决定的^[30]。ITCV的计算正是基于这样的理念。不可观测变量与二者之间的相关性越强,它给自变量回归系数带来的偏误就越大。据此,ITCV(即使结果由显著变为不显著所需的最低相关性)能够反映不可观测变量给自变量回归系数带来的偏误的程度。ITCV绝对值越大,表明某一OLS回归结果越稳健。

表7是对包含了前述分析中所有可观测因素的等式(1)进行计算的结果。列(1)列示了变量*Volun*的ITCV值为-0.0516,也就是说,当不可观测变量与因变量*DCost*之间的偏相关系数以及不可观测变量与自变量*Volun*之间的偏相关系数的绝对值都达到0.227($\sqrt{|-0.0516|}$)时,变量*Volun*的OLS估计结果就会变得不显著。在缺乏可比数据来确定ITCV绝对值是否大到足够保证结果稳健性的情况下,我们参考前人的研究^[35],以模型中各个控制变量的影响度作为基准进行判断。控制变量对变量*Volun*回归系数的潜在影响程度如表7列(2)所示,它们的计算方法与ITCV相同。通过观察绝对值发现,对回归结果影响最大的是变量*LnFee*(|-0.0203|),但仍然小于ITCV的绝对值0.0516。本文在前述分析中已经根据以往研究控制了一系列对于债务融资成本具有较强解释力的影响因素,鉴于此,我们认为不太

表5 倾向得分匹配法

	因变量: <i>DCost</i>
截距	-0.220 (-1.505)
<i>Volun</i>	-0.027*** (-2.632)
<i>LnTA</i>	0.016** (2.301)
<i>TAR</i>	0.030 (0.897)
<i>BTM</i>	-0.109*** (-3.388)
<i>CR</i>	0.002 (0.201)
<i>Leverage</i>	-0.017*** (-3.893)
<i>CFOTA</i>	0.078 (0.649)
<i>CTA</i>	0.020 (0.283)
<i>Growth</i>	0.011 (0.735)
<i>ROA</i>	0.076*** (4.623)
<i>SOE</i>	-0.024* (-1.767)
<i>Big4</i>	-0.013 (-0.908)
年份固定效应	控制
行业固定效应	控制
N	318
Adj. R ²	0.373
F	7.727

可能存在这样一个使得变量 *Volun* 回归系数的显著性发生改变不可观测因素。由此,可以认为,本文的回归结果未受到研究情境中可能存在的内生性问题的严重影响,研究结论具有稳健性。

五、进一步分析

(一) 公司信息透明度

前文理论分析认为,A + H 股公司自愿接受双重审计的做法被债权人识别为一种积极的信号,从而降低公司的债务融资成本。为进一步验证自愿双重审计的这一信号传递作用,我们接下来考虑主要结论是否会受到公司信息透明度的影响。如果自愿采用双重审计能够向债权人传达关于公司优良特质的信息,那么这一作用预期将会对信息透明度较低(换言之,信息不对称程度较高)的公司更有价值。为检验这一预期,本文根据常用的信息透明度衡量指标——分析师关注度和研报关注度——的中位数,将样本分为两组,指标数值高于中位数的样本属于信息透明度较高组,反之则属于信息透明度较低组,然后在分样本中分别对等式(1)进行回归,结果如表8所示。列(1)和列(2)分别报告了分析师关注度较高和较低组的回归结果,列(3)和列(4)分别报告了研报关注度较高和较低组的回归结果。由表可知,变量 *Volun* 的系数在信息透明度较高的样本即列(1)、列(3)中不显著,而在信息透明度较低的样本即列(2)、列(4)中显著为负,回归系数差异检验结果显示二者之间存在显著差异。以上结果表明,自愿双重审计的信号传递作用受到公司信息透明度的影响,公司信息透明度越低,自愿双重审计的信号传递作用越强。

(二) 债务融资规模

在前文分析的基础上,我们进一步思考,伴随着融资摩擦的缓解和债务成本的下降,自愿采用双重审计的公司的债务融资规模是否也会显著扩大。对此,我们借助如下等式(2)进行检验:

$$DSize = \alpha_0 + \alpha_1 Volun + \alpha_2 LnTA + \alpha_3 TAR + \alpha_4 BTM + \alpha_5 CR + \alpha_6 CFOTA + \alpha_7 Growth + \alpha_8 ROA + \alpha_9 SOE + \alpha_{10} Big4 + \alpha_{11} MAO + Year\ fixed\ effects + Industry\ fixed\ effects + \varepsilon \quad (2)$$

其中,因变量 *DSize* 表示债务融资规模,等于长短期含息负债总额除以总资产。自变量 *Volun* 与等式(1)中相同。借鉴以往研究^[36-37]设置控制变量,包括公司规模(*LnTA*)、有形资产比率(*TAR*)、账面市值比(*BTM*)、流动性(*CR*)、现金流状况(*CFOTA*)、增长率(*Growth*)、盈利能力(*ROA*)、产权性质(*SOE*)、审计师特征(*Big4*)、审计意见(*MAO*),

表6 进一步控制审计质量的影响

	因变量: <i>DCost</i>		
	(1)	(2)	(3)
截距	-0.205** (-2.025)	-0.182* (-1.694)	-0.195* (-1.926)
<i>Volun</i>	-0.028*** (-3.288)	-0.027*** (-3.066)	-0.028*** (-3.286)
<i>LnTA</i>	0.016*** (3.305)	0.017*** (2.841)	0.016*** (3.229)
<i>TAR</i>	0.007 (0.257)	0.007 (0.242)	0.005 (0.179)
<i>BTM</i>	-0.072*** (-3.114)	-0.072*** (-3.013)	-0.071*** (-3.113)
<i>CR</i>	0.010 (1.066)	0.009 (0.933)	0.010 (1.014)
<i>Leverage</i>	-0.018*** (-5.538)	-0.018*** (-5.238)	-0.018*** (-5.401)
<i>CFOTA</i>	-0.058 (-0.643)	-0.054 (-0.592)	-0.056 (-0.627)
<i>CTA</i>	0.061 (1.138)	0.066 (1.216)	0.056 (1.046)
<i>Growth</i>	-0.005 (-0.470)	-0.002 (-0.209)	-0.003 (-0.323)
<i>ROA</i>	0.057*** (4.841)	0.057*** (4.748)	0.058*** (4.919)
<i>SOE</i>	-0.022** (-2.076)	-0.017 (-1.570)	-0.018* (-1.729)
<i>Big4</i>	-0.010 (-0.967)	-0.006 (-0.564)	-0.009 (-0.907)
<i> DACC </i>	0.105 (1.160)		
<i>LnFee</i>		-0.003 (-0.348)	
<i>MAO</i>			-0.005 (-0.136)
年份固定效应	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制
N	559	556	569
Adj. R ²	0.316	0.308	0.309
F	10.192	9.228	9.452

注:本表列(1)和列(2)回归中的样本数量较表4略小,这是我们进一步剔除变量 *|DACC|* 和 *LnFee* 数据缺失的样本所致。

表7 混杂变量影响阈值分析

	因变量: <i>DCost</i>	
	(1) <i>ITCV</i>	(2) 影响度
<i>Volun</i>	-0.0516	
<i>LnTA</i>		-0.0068
<i>TAR</i>		-0.0008
<i>BTM</i>		0.0013
<i>CR</i>		-0.0010
<i>Leverage</i>		0.0155
<i>CFOTA</i>		0.0011
<i>CTA</i>		-0.0045
<i>Growth</i>		-0.0009
<i>ROA</i>		0.0120
<i>SOE</i>		-0.0046
<i>Big4</i>		-0.0005
<i> DACC </i>		-0.0053
<i>LnFee</i>		-0.0203
<i>MAO</i>		0.0000

以及年份固定效应 (*Year fixed effects*) 和行业固定效应 (*Industry fixed effects*)。

表9报告了自愿双重审计对债务融资规模的OLS回归结果。自变量 *Volun* 的系数为0.041,在0.01的水平上显著为正,表明自愿双重审计的公司的债务融资水平显著高于放弃双重审计的公司。综合前文以及进一步分析的实证结果可知,公司自愿采用双重审计的行为向债权人传递了增量信息、释放了积极信号,减轻了债务市场上的摩擦,促使债权人更愿意满足这类公司的资金需求,降低了这类公司获得债务融资的难度——它们能够以更低成本获得更多的融资。

最后,出于稳健性的考虑,我们还进行了其他检验,如改变关键变量的衡量方法:采用利息费用除以上年末总负债衡量债务融资成本^[26];利用期末含息负债的自然对数度量债务融资规模;等等。这些分析的主要结果都与前文类似,表明本文的研究结论具有稳健性。由于篇幅所限,具体内容不再列示。

六、结论性评述

本文以2010—2018年A+H股交叉上市公司为样本,探讨了在双重审计强制要求取消后公司自愿采用双重审计对其债务融资成本的影响。研究发现,自愿采用双重审计的公司比放弃双重审计的公司面临更低的债务融资成本;在控制了审计质量和潜在的内生性问题后,主要结论依然成立。进一步研究表明,自愿双重审计对债务融资成本的抑制作用在信息透明度较低的公司中更为显著;自愿采用双重审计的公司比放弃双重审计的公司获得了更高的债务融资额。

本文具有显著的政策启示。文中的样本分布统计与实证研究结论显示,双重审计在A+H股市场中远未消失,并且较之于雇佣内地审计师实施单一审计的公司,自愿接受境内外审计师双重审计的公司还能以较低的成本获得更多的债务融资。这些发现从侧面反映出取消双重审计管制的初衷之一——鼓励内地会计师事务所进入H

表8 公司信息透明度的差异

	因变量: <i>DCost</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	分析师关注度高	分析师关注度低	研报关注度高	研报关注度低
截距	-0.315*** (-2.925)	-0.123 (-0.558)	-0.206** (-2.381)	-0.402* (-1.680)
<i>Volun</i>	-0.007 (-0.844)	-0.057*** (-3.934)	-0.004 (-0.621)	-0.071*** (-4.367)
<i>LnTA</i>	0.019*** (3.541)	0.013 (1.314)	0.015*** (3.463)	0.023** (2.201)
<i>TAR</i>	-0.026 (-0.950)	0.073 (1.545)	-0.019 (-0.873)	0.069 (1.281)
<i>BTM</i>	-0.090*** (-3.590)	0.020 (0.478)	-0.075*** (-3.782)	0.000 (0.005)
<i>CR</i>	0.036*** (3.580)	-0.030* (-1.759)	0.026*** (3.248)	-0.021 (-1.143)
<i>Leverage</i>	-0.015*** (-4.425)	-0.023*** (-4.147)	-0.018*** (-6.494)	-0.020*** (-3.337)
<i>CFOTA</i>	0.140 (1.498)	-0.353** (-2.273)	0.093 (1.239)	-0.311* (-1.846)
<i>CTA</i>	-0.013 (-0.209)	0.192** (2.178)	-0.052 (-1.077)	0.278*** (2.814)
<i>Growth</i>	-0.003 (-0.277)	-0.007 (-0.314)	0.001 (0.127)	0.005 (0.174)
<i>ROA</i>	0.015 (1.285)	0.147*** (5.803)	0.019** (2.039)	0.150*** (5.461)
<i>SOE</i>	0.030*** (2.624)	-0.086*** (-4.859)	0.026*** (2.768)	-0.074*** (-3.853)
<i>Big4</i>	-0.013 (-1.118)	-0.013 (-0.723)	-0.003 (-0.361)	-0.035* (-1.812)
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>Volun</i> 系数组间差异检验:	$p = 0.010$		$p = 0.002$	
N	283	286	285	284
Adj. R ²	0.323	0.387	0.416	0.350
F	5.984	7.425	8.483	6.438

表9 自愿双重审计与债务融资规模

因变量: <i>DSize</i>	
截距	0.176 (1.326)
<i>Volun</i>	0.041*** (2.676)
<i>LnTA</i>	0.004 (0.606)
<i>TAR</i>	0.013 (0.343)
<i>BTM</i>	0.138*** (3.612)
<i>CR</i>	-0.060*** (-5.451)
<i>CFOTA</i>	-0.343*** (-2.707)
<i>Growth</i>	-0.034** (-2.369)
<i>ROA</i>	-0.750*** (-4.672)
<i>SOE</i>	-0.038*** (-4.722)
<i>Big4</i>	0.039** (2.456)
<i>MAO</i>	-0.039 (-0.818)
年份固定效应	控制
行业固定效应	控制
N	569
Adj. R ²	0.477
F	19.501

股市场独立开展审计业务——并未如监管部门预期那般迅速而全面地实现,至少在债务资本市场上,信息使用者对内地会计师事务所的执业能力、治理水平等还缺乏足够的认知度,尚未给予其充分的信赖和接纳。长此以往,这种情况会制约我国本土审计行业的国际化进程,进而可能影响“十四五”时期会计改革与发展总体目标的顺利实现。对此,应采取措施加强会计师事务所内部建设和外部制度保障^[38],加快推动内地事务所增强 H 股审计服务实力、提升品牌形象知名度,努力扩大其国际影响力,使之获得更广泛的国际认同。

本文也存在一定的局限性。本文的侧重点在于考察经济后果,并未对公司采用双重审计的动机展开深入探索,这为我们今后的研究提供了方向。

参考文献:

- [1] Holm C, Thinggaard F. From joint to single audits: Audit quality differences and auditor pairings[J]. *Accounting and Business Research*, 2018, 48(3): 321-344.
- [2] Wang B, Xin Q. Auditor choice and accruals patterns of cross-listed firms[J]. *China Journal of Accounting Research*, 2011, 4(4): 233-251.
- [3] 孙素琴. 双重审计制度演变及其经济后果研究——基于开放 H 股审计市场角度[D]. 南京:南京财经大学,2014.
- [4] 郑伟,刘瑾,马建威. 内地事务所参与 H 股审计问题研究——基于内地事务所国际化战略与 H 股审计市场格局[J]. *审计研究*,2011(6):98-106.
- [5] Lin C J, Lin H L, Yen A R. Dual audit, audit firm independence, and auditor conservatism[J]. *Review of Accounting and Finance*, 2014, 13(1): 65-87.
- [6] Wang M. An assessment of dual audit effect and contagious effect on the audit quality of non-Big N CPA firms for Chinese companies in different markets[D]. Hong Kong: Lingnan University, 2014.
- [7] Ke B, Lennox C S, Xin Q. The effect of China's weak institutional environment on the quality of Big 4 audits[J]. *The Accounting Review*, 2015, 90(4): 1591-1619.
- [8] 田高良,张睿,司毅,等. 交叉上市、双重审计对境内审计费用和审计质量的影响——基于我国 A+H 股的经验证据[J]. *审计与经济研究*,2017(3):24-34.
- [9] 孙素琴. H 股双重审计取消的初步效果分析[J]. *中国证券期货*,2013(4):25.
- [10] Zhang R, Wong R M, Tian G, et al. Positive spillover effect and audit quality: A study of cancelling China's dual audit system [J]. *Accounting & Finance*, 2021, 61(1): 205-239.
- [11] Zhang R, Wong R M, Lo A W, et al. Can mandatory dual audit reduce the cost of equity? Evidence from China[J]. *Accounting and Business Research*, 2022, 52(3): 291-320.
- [12] 钟子英,张俊倪. 双重审计研究综述与展望[J]. *现代商贸工业*,2019(30):111-113.
- [13] Pittman J A, Fortin S. Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2004, 37(1): 113-136.
- [14] Kim J B, Song B Y. Auditor quality and loan syndicate structure[J]. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2011, 30(4): 71-99.
- [15] Chen P F, He S, Ma Z, et al. The information role of audit opinions in debt contracting[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2016, 61(1): 121-144.
- [16] Fang J, Pittman J A, Zhang Y, et al. Auditor choice and its implications for group-affiliated firms[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2017, 34(1): 39-82.
- [17] Minnis M, Sutherland A. Financial statements as monitoring mechanisms: Evidence from small commercial loans[J]. *Journal of Accounting Research*, 2017, 55(1): 197-233.
- [18] 蒋尧明,蒋珩. 审计师个人声誉受损与公司债务融资成本——来自中国上市公司的经验证据[J]. *当代财经*,2017(7):114-123.
- [19] 余冬根,张嘉兴. 审计师声誉影响企业债务融资成本和融资能力吗? ——基于 2010—2014 年 A 股上市公司的经验证据[J]. *中国经济问题*,2017(1):111-120.

- [20] Melumad N D, Thoman L. On auditors and the courts in an adverse selection setting[J]. *Journal of Accounting Research*, 1990, 28(1): 77-120.
- [21] Lennox C S, Pittman J A. Voluntary audits versus mandatory audits[J]. *The Accounting Review*, 2011, 86(5): 1655-1678.
- [22] Kim J B, Simunic D A, Stein M T, et al. Voluntary audits and the cost of debt capital for privately held firms: Korean evidence[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28(2): 585-615.
- [23] 简建辉, 杨帆. 中期财务报告自愿审计的动机和市场反应分析——基于中国上市公司的经验数据[J]. *审计研究*, 2012(2): 90-97.
- [24] 韩道琴, 章亚洲. 中期财务报告自愿审计的动机和市场反应分析[J]. *税务与经济*, 2013(6): 55-61.
- [25] 郑石桥, 梁思源. 财务信息自愿鉴证保证程度: 驱动因素及后果[J]. *南京审计大学学报*, 2016(3): 3-10.
- [26] Kausar A, Shroff N, White H. Real effects of the audit choice[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2016, 62(1): 157-181.
- [27] 刘慧, 张俊瑞, 周键. 诉讼风险、法律环境与企业债务融资成本[J]. *南开管理评论*, 2016(5): 16-27.
- [28] 周楷唐, 麻志明, 吴联生. 高管学术经历与公司债务融资成本[J]. *经济研究*, 2017(7): 169-183.
- [29] Kothari S P, Leone A J, Wasley C E. Performance matched discretionary accrual measures[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 39(1): 163-197.
- [30] Frank K A. Impact of a confounding variable on a regression coefficient[J]. *Sociological Methods & Research*, 2000, 29(2): 147-194.
- [31] Larcker D F, Rusticus T O. On the use of instrumental variables in accounting research[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 49(3): 186-205.
- [32] Fu R H, Kraft A, Zhang H. Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2012, 54(2-3): 132-149.
- [33] Croci E, Petmezas D. Do risk-taking incentives induce CEOs to invest? Evidence from acquisitions[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 32: 1-23.
- [34] 张倩, 邓明. 财政分权与中国地区经济增长质量[J]. *宏观质量研究*, 2017(3): 1-16.
- [35] 万旭仙, 王虹, 何佳. 企业金融资产配置对双元创新的影响——高管激励的调节效应[J]. *科技进步与对策*, 2019(4): 124-132.
- [36] 王怀明, 陈雪. 高管持股、环境不确定性与债务融资规模[J]. *税务与经济*, 2017(1): 30-37.
- [37] 张伟桐, 李雪. 保险对企业债务融资的促进作用研究——来自中国A股非金融公司的经验证据[J]. *保险研究*, 2020(5): 66-79.
- [38] 祝芹敏. 内地会计师事务所从事H股审计业务的现状分析及发展路径[J]. *财讯*, 2018(26): 40.

[责任编辑:黄燕]

A Study on the Impact of Voluntary Dual Audit on A + H Share Firms' Cost of Debt Financing

ZHANG Rui¹, TIAN Gaoliang², LIU Yang^{2,3}

(1. School of Economics and Management, Northwest University, Xi'an 710127, China;

2. School of Management, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710049, China;

3. College of Business, City University of Hong Kong, Hong Kong SAR 999077, China)

Abstract: Taking Chinese A + H share cross-listed firms from 2010 to 2018 as samples, this paper analyzes the impact of the voluntary dual audit on the cost of debt financing after the cancellation of the mandatory dual audit requirement. The main findings suggest that firms voluntarily using the dual audit have a lower cost of debt financing than firms dropping the dual audit. Further tests show that the effect of the voluntary dual audit on reducing the cost of debt is more pronounced in firms with lower information transparency; firms voluntarily using the dual audit obtain more debt financing than firms dropping the dual audit. The conclusions have enlightening significance for the internationalization of the local audit industry in the new era. In the context of promoting the domestic and international dual circulation, it becomes a necessary and urgent task to enhance mainland audit firms' H-share audit service and brand image popularity and accelerate their acquisition of international recognition.

Key Words: A + H share; voluntary dual audit; cost of debt financing; debt financing scale; audit quality; information transparency