

审计意见与债务期限约束

——来自中国上市家族企业的经验证据

江金锁

(广东金融学院 会计系, 广东 广州 510520)

[摘要]中国上市家族企业存在债务期限过短的融资约束问题。标准(无保留)审计意见是否对企业债务期限融资约束产生影响呢?以2003年—2008年的上市家族企业为样本,对此问题展开实证研究发现,较之于被出具非标准审计意见的公司,被出具标准审计意见的公司所获得的银行借款期限较长;大型会计师事务所出具的标准审计意见更能缓解家族企业债务期限的约束。研究结论证实了信号传递理论。

[关键词]家族企业;债务期限约束;审计意见;信号显示效应;披露制约效应

[中图分类号]F239.43 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2011)06-031-06

一、文献回顾与问题的提出

中国的家族企业债务期限普遍偏短。Fan(费恩),Titman(蒂特曼)和Twite(特威斯特)对39个国家的债务期限结构进行比较,研究发现,经济越落后、法律保护越差、相关制度越不完善的国家,其债务期限越短,其中我国企业债务期限的中值在这39个国家中居倒数第二^[1]。江伟研究发现,国有银行对拥有“政治关系”的企业和没有“政治关系”的企业存在着差别贷款行为,民营家族上市公司相对于国有上市公司而言,获得的银行贷款期限更短^[2]。据笔者收集的数据,上市家族企业的长期银行借款在企业全部银行借款总额中所占的比例,平均数不足20%,远低于国有上市公司的该项财务指标值,这表明民营家族企业债务结构中以短期债务为主,民营家族企业债务期限过短是一个客观存在的事实。

尽管西方资本结构理论主要从正面肯定短期债务的经济后果,认为短期债务能减轻企业的债务代理问题,但在中国以短期债务为主导的制度背景下,短期债务却具有较为严重的负面经济后果。例如,我国学者袁卫秋在一项经验研究中发现,短期债务并没有带来企业绩效的提升,相反,长期债务反而有利于公司的长远规划,避免了公司投资的短视行为,从而提高了公司的主营业务能力与经营绩效^[3]。

考虑到短期债务的负面经济后果以及中国企业债务期限结构现状,笔者有理由相信,短期债务是企业负债融资约束的另一种表现形式,只是目前大多数相关研究更多地关注民营家族企业的负债融资水平约束(贷款难问题),忽视了债务期限约束问题。

Stiglize(格利茨)和Weiss(威斯)的经典论文为民营家族企业负债融资约束现象提供了很好的理

[收稿日期]2011-02-20

[基金项目]广东省哲学社会科学基金课题(GD10XGL05);广州市社科课题(09B42)

[作者简介]江金锁(1968—),男,湖北红安人,广东金融学院会计系副教授,博士,注册会计师,从事资本市场、会计(审计)理论与实务研究。

论解释^[4]。在贷款市场上,由于商业银行与借款企业之间存在信息不对称,商业银行宁愿选择在相对较低的贷款利率水平上拒绝一部分贷款需求,或者缩短贷款期限、变相地降低信贷规模,也不愿意选择在高利率水平上满足所有借款人的申请。于是,借款企业就出现了贷款难问题或贷款期限过短问题。相对于国有企业而言,民营家族企业与国有商业银行之间的信息不对称程度较高,这使得民营家族企业成为国有商业银行信贷约束的主要对象,从而出现民营家族企业债务期限约束问题。

在会计研究领域,有较多学者研究了会计信息披露对企业银行借款的影响。孙铮、李增泉、王景斌的研究发现,无论是国有企业还是私有企业,会计信息都对公司借款行为具有显著影响^[5]。饶艳超、胡奕明的研究发现,银行对借款企业的会计信息非常重视,银行债务契约中许多的限制性条款是以会计信息为基础的^[6]。由于这方面的研究文献较多,本文在此不再赘述。

审计意见作为会计信息披露的一个重要构成部分,它对企业银行借款的影响也受到学者们的关注。Firth(弗思)采用实验研究法进行分析,发现不同类型审计意见的审计报告对企业借款有显著影响。具体研究结论是:(1)无保留意见相对于持续经营和资产计价两种保留意见,可以提高公司的“最高贷款额”;(2)违背 GAAP 保留意见相对于持续经营和资产计价两种保留意见,也可以提高公司的“最高贷款额”^[7]。国内学者杨臻黛、李若山用实验研究的方法检验审计意见的决策有用性,实验结果显示,在其他条件相同的情况下,较之于被出具无保留意见审计报告的公司,被出具保留意见审计报告的公司获得银行贷款的可能性更低^[8]。王少飞、孙铮、张旭采用现金流量敏感性为融资约束的代理变量,对审计融资契约有用性进行了实证检验,研究发现相对于国有企业,审计意见对非国有企业的融资约束缓解作用更为显著^[9]。

不难看出,尽管已有研究关注到审计意见对企业负债融资约束的影响,但是目前大多数研究没有关注债务期限约束问题。审计意见对企业债务期限融资约束有怎样的影响呢?本文拟对此问题展开研究。

二、理论分析与假说发展

当企业从银行借款后,企业股东与债权人之间就出现利益冲突,产生债务代理问题。理性的债权人能预期债务代理问题的存在,从而使得债务代理成本最终由企业承担。相对于政府股东而言,家族控制股东有更大的激励去侵占商业银行等债权人的利益。

从个体上看,不同家族企业的债务代理成本也不会是处于同一水平,而应是一个由低到高的连续分布。高质量家族企业的持续经营能力、盈利能力与产生现金流量的能力比较强,能保障债权人的利益,其债务代理成本就不会高;相反,低质量家族企业的财务状况不佳、偿债能力比较弱,其向银行借款后有“赌一把”的心理,这造成商业银行的贷款风险很高,反过来借款企业的债务代理成本就高。

由于商业银行与借款企业之间存在信息不对称,商业银行只能从总体上评估自身面临的金融风险,对借款企业实施融资期限约束。又因为会计信息反映了企业的财务状况、经营成果和现金流量情况,是企业所有信息中最为综合、最为全面的信息。所以,对银行和企业双方而言,会计信息都至关重要。这样,高质量的家族企业就有动机自愿披露更多的信息,而低质量的家族企业就会“模仿”高质量企业,在会计信息生产中采取机会主义行为,利用盈余管理等手段冒充高质量的家族企业。可见,仅有会计信息披露是远远不够的,还要有审计师的审计活动,以便对被审计企业的会计信息披露从总体上表达一个审计意见。为此,审计意见构成了企业会计信息披露的重要组成部分,将对商业银行的贷款期限决策产生影响。

那么,审计意见会怎样影响借款家族企业的债务期限呢?信号传递理论认为,当审计师对被审计企业财务报表出具了标准审计意见^①时,就是对被审计企业会计信息披露的一种充分肯定;相反,非

^①本文不区分标准无保留审计意见、“干净”或“清洁”审计意见,统称标准审计意见;也不区分无保留意见带说明段、保留意见、无法表述意见、否定意见,统称非标准审计意见。

标准审计意见就是在一定程度上甚至完全程度上对被审计企业会计信息披露的否定。在这种情况下,标准审计意见可以向商业银行传递一个正面信号,即企业的会计信息披露是高质量的。而非标准审计意见亦可向商业银行传递一个信号,只不过这是一个负面信号。也就是说,审计意见降低了商业银行与借款企业的信息不对称程度,只要商业银行以借款企业的会计信息为基础从事信贷活动,标准审计意见就有利于企业缓解债务期限约束。

披露制约理论认为,家族企业是一个正式契约与非正式契约的结合体^[10],在家族企业中既有正式契约的契约治理,又有非正式契约的关系治理。家族企业与商业银行之间的信息不对称,不一定非要通过会计信息披露这种正式契约治理的方式来缓解,有时通过家族企业与商业银行之间的“关系”同样可以达到目的。如果过分强调会计信息披露的重要性、强调标准审计意见的正面信号显示效应,那么,借款企业为了获得标准审计意见,就可能在审计师的压力下披露对企业自身不利的信息,反而不利于企业缓解债务期限约束。

家族企业是一个谱系,家族企业一般会沿着个体企业、家庭企业、家族企业(狭义)、泛家族企业(上市家族企业)的路径演变^[11]。在这个演变的过程中,非正式契约的重要性逐渐下降,正式契约的重要性逐渐上升。考虑到上市家族企业是家族企业发展的最高阶段,正式契约治理的重要性更为突出,本文先验地支持信号传递理论,提出研究假设:较之于被出具非标准审计意见的家族企业,被出具标准审计意见的家族企业所获得的债务(银行贷款)期限较长。

三、研究设计

(一) 样本选择

本文选取 2003 年—2008 年这 6 年间所有在上海证券交易所和深圳证券交易所进行交易的家族企业为研究样本。参考现有文献,对上市家族企业作如下界定:(1) 最终控制人能追踪到自然人或家族;(2) 最终控制人直接或间接是上市公司的第一大股东;(3) 家族必须对上市公司的经营管理拥有实际控制权,即家族的某个成员任董事长或总经理,或两名以上家族成员进入公司的高级管理层。本文还剔除了金融类上市家族企业、ST 家族企业、PT 家族企业、相关数据不全的家族企业以及存在极端值的家族企业。最终包括 2332 家样本公司,2003 年、2004 年、2005 年、2006 年、2007 年、2008 年分别有 349、347、396、372、400、468 个样本。本文研究使用的数据来源于国泰安的 CSMAR 交易数据库,并采用 Eviews 5.0 统计软件进行数据处理。

(二) 变量定义

因变量为债务期限结构。本文先将“债务”界定为银行贷款,债务期限结构就是长期借款占总借款的比重;在稳健性检验部分将“债务”界定为全部负债,债务期限结构就是长期负债占全部负债总额的比重。解释变量为审计意见,它是虚拟变量。本文将公司上一年度的审计意见分为标准审计意见和非标准审计意见,标准审计意见定义为 1,其他为 0。参考现有文献,本文还设计了控制变量,这些变量主要有公司的成长性、公司规模以及资产期限(各变量定义见表 1)。

表 1 变量定义

变量	变量名称	变量代码	变量定义
因变量	债务期限结构	Maturity	$Maturity = \text{长期银行借款} / (\text{短期银行借款} + \text{长期银行借款})$
解释变量	审计意见	Audit	虚拟变量,公司上一年度的审计意见分为标准和非标准审计意见,标准审计意见定义为 1,其他为 0
控制变量	公司成长性	Grow	$Grow = (\text{本年营业收入} - \text{上年营业收入}) / \text{上年营业收入}$
	公司规模	Size	$Size = \text{LnAsset}$,公司总资产的自然对数
	资产期限	Assmat	$Assmat = (\text{总资产} - \text{流动资产}) / \text{总资产}$

(三) 模型设计

根据上文分析,本文提出如下基本研究模型:

$$Maturity = \alpha_0 + \alpha_1 Audit + \alpha_2 Grow + \alpha_3 Size + \alpha_4 Assmat + \varepsilon$$

四、实证研究结果与解释

(一) 描述性统计

表2是对上述因变量、解释变量、控制变量的描述性统计,从中不难看出,家族企业的借款融资期限的均值和中位数分别为0.1915和0.0732,表明我国上市家族企业银行借款主要以短期借款为主;审计意见的均值和中位数分别为0.9150和1,表明我国大部分家族企业获得的是标准审计意见;公司成长性的均值和中位数分别为0.2704和0.1535,表明2003年至今我国的家族企业获得了长足的发展。

(二) 基本结果

表2 变量描述性统计

变量名	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Maturity	2332	0.1915	0.0732	0.2576	0	1
Audit	2332	0.9150	1	0.2789	0	1
Grow	2332	0.2704	0.1535	1.2078	-0.9843	31.6190
Size	2332	21.0670	20.9986	0.8420	18.5922	24.2884
Assmat	2332	0.4469	0.4492	0.1956	0.0021	0.9796

本文首先采用普通最小二乘法(OLS)对全部样本做了多元线性回归分析,得到杜宾-瓦森值(D-W)为2.004,表明模型(随机干扰项)不存在系列相关性。其次,在此基础上对模型变量间的多重共线性进行了检验,结果显示总体VIF(方差膨胀因子)为1.07,表明模型(自变量之间)不存在多重共线性问题。再次,对模型(随机干扰项)异方差性进行了怀特(White)检验,得到的F-statistic值为30.9,Obs * R-squared的值为198.67,两者的P值均为0.0000,因此,拒绝“不存在异方差”的原假设,表明模型(随机干扰项)存在异方差问题。最后,采用基于HAC加权矩阵的广义最小二乘法对全部样本做多元线性回归分析^①。

表3是所有样本的广义最小二乘法的回归分析结果。从表3中可以看出,审计意见的系数为0.054,且在1%水平上显著,这与预期的系数符号一致,支持了本文的研究假设。公司规模、资产期限的系数分别为0.068和0.087,且分别在1%水平和5%水平上显著,表明这两个控制变量的回归系数与预期的系数符号一致,即规模大的家族企业以及长期资产多的家族企业获得的银行贷款期限较长,受到的债务期限约束程度相对较低。公司成长性的回归系数为0.018,且在1%水平上显著,这与Myers(迈尔斯)的理论恰好相反^[12],表明中国的成长迅速的家族企业获得的银行贷款期限较长,这可能是由于中国的家族企业不存在迈尔斯意义上的投资不足问题,家族企业的控股股东往往会想尽一切办法扩大投资。回归的结果与中国家族企业的实际情况完全一致。

表3 广义最小二乘法回归分析结果

	预期符号	Maturity
Intercept	?	-1.33 (-9.62)***
Audit	+	0.054 (3.47)***
Grow	-	0.018 (3.90)***
Size	+	0.068 (10.06)***
Assmat	+	0.087 (2.49)**
N		2332
AdjR ²		0.069

注:***, **, * 分别表示在1%, 5%, 10%水平上显著,下表同。

^①在怀特检验发现模型(随机干扰项)存在异方差问题后,本文以普通最小二乘法的残差项绝对值的倒数为权数,采用加权最小二乘法,得到的D-W值显示模型可能存在自相关问题。由于HAC加权矩阵的广义最小二乘法的估计量对未知形式的异方差和自相关是稳健的,因此本文最后采用基于HAC加权矩阵的广义最小二乘法。

(三) 稳健性检验

由于企业的负债既包括银行借款等融资性负债,又包括应付账款等经营性负债,本文以债务期限(Maturity) = 长期负债/(流动负债 + 长期负债)为公式重新定义了债务期限,并进行广义最小二乘法回归分析。回归结果表明,审计意见仍然在1%显著性水平上与债务期限正相关,系数由原来的0.054变为0.035,但这并不改变研究结论。限于篇幅,本文省略稳健性回归分析表。

(四) 进一步分析

为了检验会计师事务所规模对研究结论的影响,本文在原模型的基础上,将会计师事务所规模纳入分析范围,看看加入一个新的解释变量后,结论是否仍成立。新的研究模型如下:

$$Maturity = \alpha_0 + \alpha_1 * Audit + \alpha_2 * Big + \alpha_3 * Big * Audit + \alpha_4 * Grow + \alpha_5 * Size + \alpha_6 * Assmat + \varepsilon$$

其中,Big表示会计师事务所的规模,为虚拟变量。本文将家族企业上一年度的审计师分为来自“十大”会计师事务所与非“十大”会计师事务所,当审计师来自“十大”会计师事务所^①时,Big定义为1,否则为0。交叉项Big * Audit用来检验大规模会计师事务所审计意见是否有增量信息,本文预期系数 α_3 符号为正。

表4是新模型的广义最小二乘法的回归分析结果。审计意见的符号没有变化,由原来的1%水平上显著变为现在的10%水平上显著,仍然支持原有结论。公司成长性、公司规模这两个变量的回归结果与原模型的回归结果符号没有变化,显著性水平也没有变化。资产期限的回归结果与原模型的回归结果符号没有变化,显著性水平也没有变化。会计师事务所规模的系数为-0.12,且在1%水平上显著,这可能是审计限制了家族上市公司会计信息披露中的盈余管理水平,暴露了家族企业的风险,从而使银行缩短了贷款期限。会计师事务所规模与审计意见的交叉项系数为0.10,且在1%水平上显著,表明大规模会计师事务所给家族企业出具了标准审计意见,使家族企业获得的银行贷款期限更长。大规模会计师事务所的审计意见在贷款期限决策问题上有增量信息,这进一步支持了本文的结论,表明大规模会计师事务所所有更高的审计质量。

表4 含会计师事务所规模模型的广义最小二乘法回归分析结果

	Maturity
Intercept	-1.37 (-9.80)***
Audit	0.032 (1.67)*
Big	-0.12 (-5.00)***
Big * Audit	0.10 (3.60)***
Grow	0.0177 (3.83)***
Size	0.071 (10.42)***
Assmat	0.085 (2.45)**
N	2332
AdjR ²	0.07

五、研究结论与政策建议

本文以2003年—2008年我国上市家族企业为研究样本,研究了审计意见对企业债务期限约束的影响。研究结果发现,较之于被出具非标准审计意见的公司,被出具标准审计意见的公司所获得的银行贷款期限较长;大规模会计师事务所出具的标准审计意见更能缓解家族企业债务期限约束。这一研究结论证实了信号传递理论。本文研究结论的启示与政策建议如下:

其一,审计意见具有经济后果性,具体表现为审计意见影响了企业的负债融资期限。Zeff(泽夫)提出,会计不是一种纯客观的技术性范畴,它具有经济后果性^[13]。审计意见作为会计信息披露的一个重要组成部分,它对债务期限具有影响,是会计经济后果性的一个很好的例证。

^①2003年的“十大”会计师事务所分别是普华永道中天、毕马威华振、德勤华永、安永华明、上海立信长江、岳华、中瑞华恒信、北京京都、信永中和、中审;2004年与2003年比较,“十大”会计师事务所中加入了江苏公证,去掉了北京京都;2005年与2003年“十大”会计师事务所相同(排名有所变化);2006年与2003年比较,加入了万隆,去掉了北京京都;2007年与2003年比较,加入了万隆、立信,去掉了北京京都、上海立信长江;2008年与2003年比较,加入了万隆、立信、利安达信隆,去掉了北京京都、上海立信长江、岳华。

其二,政府应通过一定的制度安排帮助会计师事务所做大做强,以提高审计的独立性。由于审计意见具有经济后果性,审计师发表非标准审计意见就会面临被审计企业的一定压力。因此,审计的独立性至关重要,只有审计师保持应有的独立性,才能恰当地发表审计意见,审计意见才有更强的信号显示效应,而只有会计师事务所做大做强,审计师的独立性才能得到保障。从政府的角度看,加强我国审计市场建设,有利于家族企业更好地利用银行的金融资源。

其三,家族企业在发展演变的过程中要处理好非正式契约与正式契约的关系,逐步由非正式契约为主导阶段向正式契约为主导阶段转变,以利于家族企业的长远发展。

参考文献:

- [1] Fan J P, Titman S, Twite G. An international comparison of capital structure and debt maturity choices[R]. SSRN Working Paper, 2004.
- [2] 江伟,李斌. 制度环境、国有产权与银行差别贷款[J]. 金融研究, 2006(11): 116 - 125.
- [3] 袁卫秋. 债务期限结构的经济后果[J]. 财经论丛, 2007(3): 61 - 66.
- [4] Stiglize J E, Weiss A. Credit rationing in markets with imperfect information[J]. The American Economic Review, 1981, 71: 393 - 410.
- [5] 孙铮,李增泉,王景斌. 所有权性质、会计信息与债务契约[J]. 管理世界, 2006(10): 100 - 107.
- [6] 饶艳超,胡奕明. 银行信贷中会计信息的使用情况调查与分析[J]. 会计研究, 2005(4): 36 - 41.
- [7] Firth M. Qualified audit reports their impact on investment decision[J]. The Accounting Review, 1978(7): 28 - 35.
- [8] 杨臻黛,李若山. 审计意见的决策有用性:来自我国商业银行信贷官的实验证据[J]. 中国注册会计师, 2007(12): 72 - 76.
- [9] 王少飞,孙铮,张旭. 审计意见、制度环境与融资约束[J]. 审计研究, 2009(2): 63 - 72.
- [10] 张传洲. 正式契约与非正式契约:家族企业治理结构演进的一个分析框架[J]. 改革与战略, 2007(11): 9 - 11.
- [11] 朱卫平. 论企业家与家族企业[J]. 管理世界, 2004(7): 100 - 107.
- [12] Myers S. Determinants of corporate borrowing[J]. Journal of Financial Economics, 1977(5): 147 - 175.
- [13] Zeff S. The rise of 'Economic consequences' [J]. The Journal of Accountancy, 1978, 12: 56 - 63.

[责任编辑:高 婷]

Audit Opinion and Debt Maturity Restraints: Empirical Evidence from Listed Family Firms in China

JIANG Jinsuo

(Guangdong College of Finance, Guangzhou 510520, China)

Abstract: There are debt maturity restraints in Chinese listed family firms. Can standard audit opinion mitigate this problem? On the basis of listed family firms' empirical data, this paper investigates the effects of audit opinion on enterprise debt maturity restraints. We find that bank loan maturity of the enterprise with standard audit opinion is longer than that of the enterprise with non-standard modified audit opinion and big CPA firms' standard audit opinion can even more mitigate family firms loan maturity restraints. So the research conclusion supports signal transmission hypothesis.

Key Words: family firms; debt maturity restraints; audit opinion; signal transmission effect; disclosure restriction effect