

# 持续经营审计意见、公司治理和企业价值

## ——基于财务困境公司的经验证据

张立民, 李 琰

(北京交通大学 经济管理学院, 北京 100044)

**[摘要]**以2003—2013年沪深A股财务困境类上市公司为研究样本,检验持续经营审计意见及公司治理对企业价值的影响。研究发现,持续经营审计意见与财务困境类上市公司未来企业价值显著负相关;公司治理水平与财务困境类上市公司被出具持续经营审计意见的概率显著负相关;然而高质量的公司治理水平会缓解持续经营审计意见对企业价值的负面影响。进一步研究发现,当上市公司为非国有时,高质量的公司治理水平缓解持续经营审计意见与企业价值关系的负面影响程度比国有企业更明显。

**[关键词]**持续经营审计意见;公司治理;企业价值;财务困境;产权性质;审计质量;审计独立性

**[中图分类号]**F239.43 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2017)02-0013-11

### 一、引言

信息是现代市场经济有效运行的重要保障,而信息不对称是导致经济运行方式和经济效率受到制约的基本问题。审计意见通过财务信息的鉴证和审核、投资风险的预警两方面发挥信号传递功能,在一定程度上反映出企业整体的财务状况和经营业绩。已有研究从盈余管理、融资成本、对外担保等多个角度探究了审计意见的信息含量、影响因素以及经济后果,强调了各利益方的压力和诉求会影响审计意见行为,以及不同类型审计意见给利益相关者带来不同的经济后果<sup>[1]</sup>。然而这些研究把持续经营审计意见和非持续经营非标准审计意见统称为非标准审计意见,没有考虑持续经营审计意见的异质性<sup>[2]</sup>。持续经营审计意见(going-concern opinion,简称GCO)是指注册会计师对被审计单位的持续经营能力产生重大疑虑而出具的一种非标准审计意见。审计师在被审计单位财务状况恶化或者发生其他导致被审计单位的持续经营能力存在疑虑的事项和情况时将会签发持续经营审计意见。持续经营审计意见与非持续经营非标准意见的区别在于审计意见是否涉及企业继续生存能力问题。企业利益相关者最关心的是企业是否具有持续经营能力,这是其进行科学决策的重要因素。如果审计师在企业面临无法挽回的破产清算局面之前,能够在审计报告中对涉及持续经营疑虑的重大事项进行充分的披露,则企业利益相关者可以早日采取行动,减少或者避免自身遭受重大损失。

近年来,国际上对持续经营审计的重视程度不断加强,国际审计与鉴证准则理事会(IAASB)于2015年发布了新制定的相关审计准则文本,加强了审计师对被审计单位持续经营假设的关注,包括在财务报表中披露持续经营状况,以及在审计报告中加大审计师就持续经营审计所做工作的透明度。同时,我国近年来对《中国注册会计师审计准则第1324号——持续经营》进行了多次修订。随着持续经营审计意见在非标准审计意见中的比例逐年提高<sup>[2]</sup>,持续经营审计意见有助于投资者和分析师

**[收稿日期]**2016-02-03

**[基金项目]**国家社会科学基金项目(15BGL051);国家自然科学基金项目(71372011);审计署重点科研课题项目(15SJO1001)

**[作者简介]**张立民(1955—),男,天津人,北京交通大学经济管理学院教授,博士生导师,从事政府审计、审计理论、资本市场会计与审计、公司治理与审计、内部审计研究;李琰(1989—),女,河南商丘人,北京交通大学经济管理学院博士研究生,从事审计理论研究。

评价被审计单位的财务状况和业绩。已有研究发现持续经营审计意见具有负面市场反应<sup>[3]</sup>,但这些研究通常将持续经营审计意见公告前后的较短时间窗口作为观察期,尚没有基于持续经营审计意见面向未来这一特点,从中长期视角考察上市公司被出具持续经营审计意见对企业价值的影响。持续经营审计意见是否影响企业价值呢?在企业价值方面,大多研究都是从财务和公司治理角度进行的,并没有充分挖掘审计报告内在的信息含量,缺少从审计意见角度进行的探讨。作为新兴市场,我国公司治理机制是否会抑制持续经营审计意见影响企业价值的行为,从而有效减轻持续经营审计意见与企业价值之间的负相关关系呢?这是本文所关注的研究问题。

本文以2003—2013年我国A股财务困境类上市公司为研究样本,考察了持续经营审计意见对企业价值的影响,并进一步考察公司治理对这种影响的抑制作用。本文可能的贡献在于:第一,不同于已有研究,本文分析并检验持续经营审计意见对企业价值的影响,是对持续经营审计意见研究领域已有文献的有益补充;第二,通过检验公司治理对持续经营审计意见与企业价值关系的影响,揭示建立、完善高水平公司治理的重要性,探讨持续经营审计意见发挥作用时受到其他治理机制的影响;第三,本文检验了较高水平的公司治理对持续经营审计意见的抑制作用,丰富了公司治理的研究成果,对企业的公司治理具有重要启示。

## 二、文献回顾

针对持续经营审计意见的经济后果,国内外学术界主要从公司破产、融资成本、公司价值和高管变更等角度进行了研究。从公司破产的角度,Louwens等从“自我实现”预言出发,认为持续经营审计意见向客户传递了审计师的私有信息,该信息会引起贷款人、供应商和投资者的负面反应,从而导致公司经营失败,与同类型没有被出具持续经营审计意见的财务困境公司相比,被出具持续经营审计意见的公司更可能申请破产<sup>[4]</sup>。Geiger和Rama发现,美国80%至90%的被出具持续经营审计意见的公司在随后一年并没有破产<sup>[5]</sup>。从融资成本的角度,Francis等分析了2000—2010年财务困境公司样本,发现持续经营审计意见增加了贷款利差和契约数量,并降低了贷款期限<sup>[6]</sup>。李琰等从机构投资者视角出发,发现持续经营审计意见显著削弱了投资者持股对非国有企业融资约束的缓解作用<sup>[7]</sup>。从公司价值的角度,厉国威等发现,不论公司是否已经被ST,持续经营审计意见都会促使投资者进一步降低公司的价值认定和导致公司更低的盈余价值相关性<sup>[8]</sup>。从高管变更的角度,Zaher和Angie认为持续经营审计意见向股东传递了高管经营存在缺陷的信号,股东为了保证自己的财富最大化,扭转公众对上市公司的不良预期,不得不更换高管<sup>[9]</sup>。

公司治理是影响持续经营审计意见的重要因素之一。Mutchler发现经营管理水平、员工人数变化、新产品的研发等经营状况指标可能会影响审计师进行持续经营审计判断<sup>[10]</sup>。Carcello和Neal考察审计委员会特征对持续经营审计意见决策的影响,指出审计委员会中关联董事、内部董事和灰色董事的比例会显著降低审计师出具持续经营审计意见的概率<sup>[11]</sup>。路云峰和刘国常构建了上市公司持续经营风险预测模型,利用上市公司的公司治理特征数据进行判别效果分析,证实了公司治理特征有助于持续经营预测<sup>[12]</sup>。

企业价值对企业融资水平有较高的依赖性,持续经营审计意见和公司治理从代理问题和信息不对称两方面影响企业价值。Chen和Church认为审计师出具持续经营审计意见的决策不仅依据财务信息,还使用大量的非财务信息以及从长期客户关系得到的私有信息,审计师出具的持续经营审计意见对预测破产具有额外的信息含量<sup>[13]</sup>。廖义刚发现持续经营审计意见具有负面的市场反应,对商业信用监督、盈余价值相关性具有决策价值<sup>[14]</sup>。魏明海等发现关联大股东的持股和决策管理明显加深了关联交易对公司价值的损害效应<sup>[15]</sup>。

综上所述,目前学者的研究关注了持续经营审计意见的经济后果和影响因素,从代理问题和信息不对称角度分别研究了持续经营审计意见、公司治理以及企业价值三者之间的关系,但是少有文献从

财务困境类上市公司的公司治理角度,探讨持续经营审计意见对未来企业价值的影响。特别地,随着持续经营审计意见的受重视程度不断加强,持续经营审计意见有助于投资者和分析师评价被审计公司的财务状况和业绩,因此持续经营审计意见产生的经济后果值得深入考察。另外,我国上市公司的产权性质存在明显异质性,作为影响持续经营审计意见的重要因素,本文也试图对其如何影响持续经营审计意见的经济后果进行深入分析。

### 三、理论分析与研究假说

#### (一) 持续经营审计意见与企业价值

收益、增长和风险是衡量企业价值的三个基本要素,其中,企业价值的核心因素是收益,增长是收益的未来发展趋势,而风险反映的是未来收益的波动<sup>[16]</sup>。为使企业价值最大化,企业需要确保未来收益增长的可持续性,同时降低风险,不能过分夸大未来收益的波动性。持续经营审计意见传递了有关公司持续经营能力的预警性信息,上市公司被出具持续经营审计意见后,其企业价值将会遭受损失。本文主要从三个方面阐述持续经营审计意见与企业价值之间的内在作用机制。第一,被出具持续经营审计意见说明企业的持续经营能力涉及重大不确定事项,如企业资不抵债已被宣告破产、严重的营运资本短缺、连续的经营性亏损、无法履行到期的贷款协议、对外担保数额巨大、上市公司诉讼事项法院尚未判决等。持续经营不确定性的结果虽然具有不确定性,但是一旦存在持续经营疑虑的重大事项发生,企业原来潜在的不确定损失将会变成现实损失,导致企业未来收益严重受损,不利于企业价值的增长。第二,被出具持续经营审计意见的企业说明其持续经营存在重大不确定性,审计意见向公司外部传递坏消息,引起利益相关者的重点关注,使得投资者下调投资预期,造成股价波动,从而让公司遭受损失。被出具持续经营审计意见的企业大都存在现金流短缺、资产负债率高、无力偿还到期负债等财务困境问题,融资是其摆脱财务困境的主要方式。但是,持续经营审计意见带来的信用等级降低、融资风险增加等问题给公司造成融资困难,加大了企业面临的财务风险。另外,当企业持续经营能力出现问题时,管理层会受到来自公司内外的质疑,企业内部股东认为管理者不以股东利益最大化为原则行事,管理层的决策偏离股东利益最大化目标,容易导致管理层落马;企业外部利益相关者会质疑管理层的经营能力,降低对企业未来发展的信心。这些因素都会影响未来收益增长的质量和可持续性。第三,持续经营审计意见是对公司持续经营能力的警示性信息。企业的利益相关者在与被出具持续经营审计意见的企业进行后续合作时,会采取谨慎的态度或者放弃合作,这将导致被出具持续经营审计意见的企业陷入更加严峻的财务困境。另外,持续经营审计意见可以传递大量公开和非公开的信息,具有负面的市场反应<sup>[3]</sup>,预示着上市公司未来经营存在破产的风险,使得投资者和债权人认为该项投资决策具有较大风险,从而减少投资或者取消投资。总之,持续经营审计意见加大了未来收益的波动性,即加大了收益的风险。综上所述,持续经营审计意见通过负面影响企业价值的三个基本要素,从而损害企业价值。因此,本文提出假说1。

假说1:持续经营审计意见与企业价值负相关。

#### (二) 公司治理水平与持续经营审计意见

公司治理是解决企业所有权和控制权分离导致的各种问题的机制的总称。广义的公司治理是指通过内部或外部的制度来协调公司与所有利益相关者之间的利益关系,而狭义的公司治理是指股东大会、董事会、监事会和管理层所构成的公司内部治理,是所有对经营者的一种监督与制衡机制,以求最大限度地保证企业的良性发展。本文研究的是狭义的公司治理。在所有权和经营权分离的背景下,委托人(所有者)和代理人(经营者)之间的利益不完全一致,代理人可能出于个人私利而使公司偏离最优化水平,出现重大持续经营不确定性事项,导致企业被出具持续经营审计意见。为了使代理人和委托人的目标更趋于一致,需要设计一系列公司治理机制,对代理人进行监督和激励,以降低代

理成本,确保企业具有持续经营能力。公司治理水平的高低体现为公司是否具有一套完善的监督机制和激励机制。有效的监督机制和激励机制能够从决策、激励和监督三方面降低企业被出具持续经营审计意见的概率,具体来说:第一,能够对公司各项经营事项做出正确决策,减少可能对持续经营产生重大疑虑的事项或情况,降低企业财务风险、经营风险和其他风险,使得企业能够持续、正常地进行生产经营活动。第二,能够对公司管理层进行有效的薪酬激励。有效的薪酬激励会影响公司管理层的风险偏好,减轻公司管理层的风险厌恶情绪,抑制管理层在投资决策上的机会主义行为<sup>[17]</sup>,降低企业破产或清算风险,避免企业陷入持续经营危机。第三,能够对公司管理层进行有效的监督,约束管理层在投资决策上的机会主义动机。缺少有效的监督时,管理层更有可能是以自身利益最大化为目标,而不是以公司价值最大化为目标。有效的监督能够使管理层在做投资决策时受到更多的监督和约束,使得风险高或风险低但不利于提高公司投资价值的投资不会因为管理层的风险偏好或个人利益而被执行,提高企业的未来投资价值,确保企业持续经营能力不受影响。因此,我们预期较高的公司治理水平会降低企业被出具持续经营审计意见的概率。由此,本文提出假说2。

假说2:公司治理水平与持续经营审计意见负相关。

### (三) 公司治理水平、持续经营审计意见与企业价值

企业价值是未来现金流量的折现值,与企业未来持续经营能力具有高度相关性。被出具持续经营审计意见的企业,其财务方面可能存在财务管理失败、现金流障碍、资产流动性障碍等问题,经营方面可能存在行业专用性资产配置不当和低效等问题,治理方面可能存在失去有效制约的控股股东,没有有效的激励和约束等问题,因此,企业被出具的持续经营审计意见会对企业业绩和企业价值造成不利影响。通过对公司治理相关文献的回顾,我们得知,公司治理是通过股东、董事会、监事会和高管之间的权力制衡,约束管理者、大股东的机会主义行为,提高彼此的信任程度,解决股东和管理者、大股东和小股东之间的代理问题。公司治理主要针对公司战略层面,涉及公司生存发展的重大决策,有助于从高层次、委托代理等方面解决持续经营审计意见对企业价值的影响。较高的公司治理水平可以从以下三个方面缓解持续经营审计意见对企业价值的不利影响:第一,公司治理通过内部经营机制,缓解企业内部委托代理关系产生的道德风险和逆向选择问题,从而缓解企业管理层和股东以及债权人之间的冲突,约束管理层的代理动机和机会主义行为,形成有效的内部决策、激励和监督机制,从而提升企业的决策效率和运营效率,减少可能导致企业未来持续经营能力不确定性的重大事项,增加企业未来收益并提高企业价值。第二,公司治理通过外部市场机制向市场传递信息,较高的公司治理水平能够传递积极信息,缓解企业与市场之间的信息不对称程度,使得企业更容易获得较低成本的权益融资和债务融资,缓解持续经营审计意见造成的股价波动、融资困难等财务风险,从而获得更多资源支持,确保企业未来收益增长的质量和可持续性。第三,公司治理水平越高,企业经营业绩越好<sup>[18]</sup>,较高的公司治理水平能够减弱利益相关者对出具持续经营审计意见企业的谨慎合作态度,降低上市公司未来经营存在的破产风险,即降低了持续经营审计意见造成的未来收益风险。因此,较高水平的公司治理能够从收益、增长和风险三方面缓解持续经营审计意见对企业价值的不利影响。由此,本文提出假说3。

假说3:在公司治理水平较高的企业,持续经营审计意见对企业价值的负面影响较弱。

上市公司持续经营不确定性加剧了贷款风险,进一步分析,相对于非国有企业,国有企业具有更复杂的委托代理问题,其公司治理的内部经营机制和外部市场机制的作用效果在一定程度上较弱。就内部经营机制而言,国有企业不仅要获得利润,还需要承担社会保障和扩大就业等多元目标,公司治理通过缓解委托代理问题进而削弱持续经营不确定性对国有企业价值不利影响的效果受到限制,实际效果低于非国有企业。就外部市场机制而言,国有企业拥有政府的隐性担保和政策性支持,更容易获得政府补贴和银行信贷资金支持<sup>[19]</sup>,被出具持续经营审计意见的国有企业面临的问题不是资金

短缺造成的企业价值下降,而是企业的不良管理和决策带来企业价值下降的问题。公司治理机制的改善能为被出具持续经营审计意见的非国有企业带来更为明显的市场效应,对其经营业绩产生更积极的影响。因此,本文提出假说4。

假说4:相对于国有企业,在公司治理水平较高的非国有企业,持续经营审计意见对企业价值的负面影响程度更弱。

## 四、研究设计

### (一) 样本选择和数据来源

本文以2003—2013年我国沪深两市A股上市公司为研究样本,由于考虑企业价值时需要滞后一期,故本文回归样本实际为2004—2013年数据。本文对研究样本进行如下筛选:(1)参考廖义刚对财务困境公司的定义<sup>[19]</sup>,将符合下列特征之一的A股公司作为财务困境公司的初始研究样本,即经营活动现金流净量为负、营业利润为负、净营运资本为负、留存收益为负;(2)在上一步的基础上剔除金融行业样本与变量缺失样本;(3)为了消除异常值的影响,对除了持续经营审计意见代理变量及其他哑变量外的所有相关的连续性变量,在1%和99%的水平进行Winsorize处理。样本最终包含5321个公司年度数据,其中有370个样本被审计师出具持续经营审计意见。全部样本中国有上市公司有3388个,非国有上市公司有1933个。本文数据来自国泰安CSMAR数据库,并手工查阅上市公司年报补充缺失的数据,采用STATA13.0软件进行数据处理。

### (二) 变量定义

#### 1. 企业价值

国外文献大多选择Tobin's Q作为企业价值的衡量指标,而国内文献选取的企业价值指标主要有两类:财务指标和企业市场价值。财务指标主要有资产收益率(Roa)、净资产收益率(Roe)、销售利润率(Ros)和主营业务收益率等,而衡量企业市场价值的指标主要是Tobin's Q。因为资产收益率、净资产收益率、销售利润率和主营业务收益率等可能会受到会计包装、盈余管理以及股市欠成熟等因素影响,从而导致数据失真较为严重,以其作为企业价值衡量指标时需要慎重。因此,本文借鉴白重恩等的做法<sup>[20]</sup>,选择Tobin's Q作为衡量企业价值的指标,它是用来反映企业价值及其长期成长能力的指标。该比例越高意味着投资者越相信公司将迅速成长,越愿意向该公司投资;反之,则说明投资者对公司发展前景越没有信心。本文选择滞后一期的Tobin's Q来衡量未来企业价值。

#### 2. 持续经营审计意见

持续经营审计意见是哑变量,记为Geo,当上市公司年度财务报告被审计师出具持续经营审计意见时,该变量取值为1,否则为0。

#### 3. 公司治理

公司治理主要分为外部治理和内部治理,外部治理因素主要关注经济增长、资源配置等宏观层面,常用于跨国对比研究,而内部治理因素可以反映同一国家或地区的不同公司之间治理水平的差异。本文是在我国情景下微观层面的研究,主要选取内部治理因素来衡量公司治理。本文指标选取主要参考白重恩等的研究<sup>[20]</sup>,最终选取8项内部治理指标并将其划分为持股结构、董事会治理、管理层治理和信息披露四个维度,记为Gov。公司治理的四个维度具有较大的差异,它们对整体治理水平的影响也不尽相同,为克服这一缺陷,本文采用主成分分析法,根据特征根和碎石坡图寻找主成分并进行公司治理总得分计算。公司治理评价指标定义见表1。

#### 4. 控制变量

本文控制了影响企业价值的重要因素,主要包括公司规模(Size)、资产负债率(Lev)、成长性(Growth)、公司年龄(Age)、经营现金流(Cash)、董事会独立性(Indp)、大股东持股比例(First)、事务

所是否为国际四大 (*Bigfour*) 以及行业 (*Industry*) 和年份 (*Year*)。本文所有变量定义见表 2。

(三) 模型建立

对于假说 1 的检验,我们借鉴前人相关研究<sup>[21]</sup>,构建如下回归模型(1):

$$Tobin's Q_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Gco_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Growth_{i,t} + \alpha_5 Age_{i,t} + \alpha_6 Cash_{i,t} + \alpha_7 Indp_{i,t} + \alpha_8 First_{i,t} + \alpha_9 Bigfour_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (1)$$

其中,*Gco* 表示持续经营审计意见,*Tobin's Q* 表示企业价值。根据假说 1,若  $\alpha_1$  显著为负,则说明持续经营审计意见与企业价值显著负相关,假说 1 得以验证。

对于假说 2,我们构建如下回归模型(2):

$$Logit(Gco_{i,t+1}) = \alpha_0 + \alpha_1 Gov_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Growth_{i,t} + \alpha_5 Age_{i,t} + \alpha_6 Cash_{i,t} + \alpha_7 Indp_{i,t} + \alpha_8 First_{i,t} + \alpha_9 Bigfour_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (2)$$

其中,*Gov* 表示公司治理水平。根据假说 2,若  $\alpha_1$  显著为负,则说明公司治理水平与持续经营审计意见显著负相关,假说 2 得以验证。

对于假说 3 的检验,我们在模型(1)的基础上,构建如下回归模型(3):

$$Tobin's Q_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Gco_{i,t} + \alpha_2 Gco_{i,t} \times Gov_{i,t} + \alpha_3 Gov_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 Lev_{i,t} + \alpha_6 Growth_{i,t} + \alpha_7 Age_{i,t} + \alpha_8 Cash_{i,t} + \alpha_9 Indp_{i,t} + \alpha_{10} First_{i,t} + \alpha_{11} Bigfour_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (3)$$

其中,若交乘项  $Gco_{i,t} \times Gov_{i,t}$  的系数  $\alpha_2$  显著为正,则说明公司治理水平对持续经营审计意见与企业价值之间的负相关关系具有抑制作用,假说 3 得以验证。进一步,本文按产权性质对研究样本进行

分组回归,如果非国有企业样本交乘项  $Gco_{i,t} \times Gov_{i,t}$  的系数  $\alpha_2$  显著为正,但是国有企业样本交乘项  $Gco_{i,t} \times Gov_{i,t}$  的系数  $\alpha_2$  不显著为正,则说明相对于国有企业,非国有企业中公司治理水平对持续经营审计意见与企业价值之间负相关关系的抑制作用更明显,假说 4 得以验证。

五、实证结果及分析

(一) 变量描述性统计分析

表 3 是变量的描述性统计量。从表中可以看出,财务困境上市公司企业价值的均值是 1.472,最大值和最小值分别是 9.478 和 0.181,说明我国上市公司财务困境的企业价值差异较大。持续经营

表 1 公司治理评价指标定义与计算

一级指标	二级指标	变量定义
持股结构	大股东持股比例 (First)	第一大股东持股比例
	股权制衡 (Equil)	第二至第十大股东持股比例的集中度
董事会治理	控股股东性质 (State)	若国有为 1,非国有为 0
	董事会规模 (Bnum)	董事会人数
管理层治理	独立董事比例 (Indp)	董事会中独立董事所占比例
	两职合一 (Dual)	董事长与 CEO 是否兼任,若兼任为 1,否则为 0
信息披露	高管持股比例 (Top)	高管持股所占比例
	是否在其他市场上市 (ABH)	若公司发行 H 股或 B 股取值为 1,否则为 0

表 2 变量定义与计算

变量符号	变量名称	变量定义
<i>Tobin's Q</i>	企业价值	(股权的市场价值 + 负债的账面价值)/总资产的账面价值
<i>Gco</i>	持续经营审计意见	当为持续经营审计意见取值为 1,其他为 0
<i>Gov</i>	公司治理	主成分分析法计算,主要指标见表 1
<i>Size</i>	公司规模	年末总资产的自然对数
<i>Lev</i>	资产负债率	年末总负债/年末总资产
<i>Growth</i>	成长性	( <i>t</i> 年营业收入 - ( <i>t</i> - 1) 年营业收入)/( <i>t</i> - 1) 年营业收入
<i>Age</i>	公司年龄	财务报告年度与 IPO 年度之间的年限
<i>Cash</i>	经营现金流	经营活动现金净流量/年初总资产
<i>Indp</i>	董事会独立性	独立董事人数/董事会总人数
<i>First</i>	大股东持股比例	第一大股东持股数量/总股数
<i>Bigfour</i>	事务所是否为国际四大	当公司年报为国际“四大”会计师事务所审计时取值为 1,其他为 0
<i>Year</i>	年度控制变量	年度虚拟变量
<i>Industry</i>	行业控制变量	行业虚拟变量

审计意见的均值是 0.06,最大值和最小值分别是 1 和 0,说明被出具持续审计意见的财务困境公司占总样本的比例较小。公司治理的均值和中位数分别是 -0.476 和 -0.703,说明财务困境公司的公司治理水平有差异。同时,国有企业的企业价值整体高于非国有企业。国有企业的持续经营审计意见和公司治理水平低于非国有企业,说明国有企业更不易被出具持续经营审计意见,但是非国有企业的公司治理水平更高。

表 3 描述性统计分析

变量	全样本(N=5321)					国有(N=3388)		非国有(N=1933)		差异 T 检验 (t 值)
	均值	标准差	最小值	中位数	最大值	均值	标准差	均值	标准差	
<i>Tobin's Q</i>	1.472	1.450	0.181	1.031	9.478	1.796	1.216	1.265	1.704	6.68***
<i>Gco</i>	0.060	0.237	0.000	0.000	1.000	0.043	0.202	0.086	0.281	-8.18***
<i>Gov</i>	-0.476	0.384	-1.038	-0.703	0.514	-0.735	0.178	-0.071	0.248	-140.26***
<i>Indp</i>	0.361	0.051	0.250	0.333	0.556	0.358	0.051	0.365	0.055	-5.12***
<i>Age</i>	10.635	4.701	2.000	11.000	21.000	11.217	4.420	9.739	5.009	13.95***
<i>Cash</i>	0.026	0.102	-0.345	0.025	0.322	0.038	0.196	0.011	0.275	5.15***
<i>First</i>	0.364	0.156	0.090	0.335	0.758	0.391	0.160	0.322	0.145	19.58***
<i>Growth</i>	0.187	0.559	-0.797	0.110	3.764	0.179	0.477	0.200	0.668	-1.59
<i>Size</i>	21.649	1.304	18.682	21.537	25.674	21.979	1.365	21.133	1.161	28.85***
<i>Lev</i>	0.586	0.255	0.085	0.584	1.992	0.593	0.217	0.574	0.304	3.38***
<i>Bigfour</i>	0.059	0.236	0.000	0.000	1.000	0.082	0.275	0.022	0.148	11.30***

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示1%、5%和10%的水平上显著,下同。

另外,本文通过计算主要变量相关系数发现,在未控制其他变量的影响下,持续经营审计意见(*Gco*)与企业价值(*Tobin's Q*)的相关度在1%的水平显著为负,公司治理水平(*Gov*)与持续经营审计意见(*Gco*)的相关度在1%的水平显著为负,初步支持本文假说1和假说2。此外,我们还对各个模型进行了多重共线性检验,*VIF*值均在2以下,因此不存在严重的多重共线性问题。

## (二) 回归结果与分析

为了验证上述假说,本文对模型(1)、模型(2)和模型(3)进行了回归,结果列示于表4。表4第1列是模型(1)全样本回归结果,*Gco*的值为-0.047,且在1%的水平上显著;第2列是模型(1)非国有企业子样本回归结果,*Gco*的值为-0.054,且在1%的水平上显著;第3列是模型(1)国有企业子样本回归结果,*Gco*的值为-0.041,且在1%的水平上显著。所有实证结果的符号均与我们所预期的一致,即持续经营审计意见会降低上市公司企业价值,假说1成立。表4第4列是模型(2)全样本回归结果,*Gov*的值为-0.485,且在5%的水平上显著,第5列是模型(2)非国有企业子样本回归结果,*Gov*的值是-0.576,且在5%的水平上显著;第6列是模型(2)国有企业子样本回归结果,*Gov*的值是-0.230,且在5%的水平上显著。所有实证结果表明,无论是全样本、国企或非国企子样本,公司治理水平的提高均有助于公司改进管理并提升企业持续经营能力,从而减少上市公司被出具持续经营审计意见的概率,这支持了假说2。为检验假说3和假说4,我们将*Gco*与*Gov*交乘,研究公司治理水平对持续经营审计意见与企业价值两者关系的影响。表4第7列结果显示,*Gco*×*Gov*的系数是0.020,且在5%的水平上显著;第8列是模型(3)非国有企业子样本的回归结果,*Gco*×*Gov*的系数是0.025,且在1%水平上显著;第9列是模型(3)国有企业子样本的回归结果,*Gco*×*Gov*的系数是0.018,但是在统计上不显著,说明在公司治理水平越高的企业,持续经营审计意见与企业价值的负相关关系越弱,并且该现象在国有企业不显著,但是在非国有企业非常显著。为了进一步说明公司治理水平越高的非国有企业中,持续经营审计意见与企业价值的负相关关系越弱,我们对分样本结果进行了相应的*F*检验,结果显示非国有和国有样本的*F*检验显著,一定程度上表明在持续经营审计意见负面影响企业价值的情况下,公司治理水平越高的非国有企业越能抑制这种负面作用。本文假说3

和假说4得到支持。由此表明,高水平的公司治理通过企业内部经营机制和外部市场机制同时发挥作用,可以降低企业内部委托代理关系产生的道德风险和逆向选择,还可以向市场传递积极信息,减少融资成本,获得更多资源支持,从而提高企业未来现金流量,缓解持续经营审计意见与企业价值之间的负相关关系。

表4 多元回归结果

变量	模型1 <i>Tobin's Q</i>			模型2 <i>Gco</i>			模型3 <i>Tobin's Q</i>		
	全样本	非国有	国有	全样本	非国有	国有	全样本	非国有	国有
<i>Gco</i>	-0.047*** (-9.84)	-0.054*** (-6.84)	-0.041*** (-6.81)				-0.055*** (-8.97)	-0.126*** (-6.82)	-0.054*** (-6.61)
<i>Gco</i> × <i>Gov</i>							0.020** (2.07)	0.025*** (3.78)	0.018 (1.36)
<i>Gov</i>				-0.485** (-2.04)	-0.576** (-2.31)	-0.230** (-1.98)	0.008** (2.55)	0.017*** (4.78)	0.005*** (3.65)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	-0.265*** (-12.53)	-0.342*** (-7.35)	-0.246*** (-10.45)	16.093*** (7.69)	11.276*** (3.70)	22.882*** (6.58)	-0.273*** (-12.73)	-0.340*** (-7.31)	-0.236*** (-10.06)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>adj. R</i> <sup>2</sup>	0.269	0.275	0.258				0.270	0.274	0.265
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>				0.458	0.432	0.526			
<i>F</i>	58.62***	23.23***	36.84***				55.66***	21.90***	35.89***
<i>LR Chi</i> <sup>2</sup>				1061.53***	504.56***	561.71***			
<i>N</i>	5321	1933	3388	5247	1869	3190	5321	1933	3388
<i>F-test (Gco × Gov)</i>								0.040***	

注:1.模型(1)和模型(3)括号内为t检验值,模型(2)括号内为z检验值。2.本文对每个回归方程进行了VIF检验和White检验,发现并不存在严重的多重共线性和异方差性。3.限于篇幅,未报告控制变量系数,下同。

### (三) 稳健性检验

#### 1. 按照持续经营审计意见类型进行分类

本文主回归中将审计师对持续经营存在重大疑虑的审计意见都归为持续经营审计意见,但是根据持续经营审计准则的相关规定,审计师通常会根据被审计单位持续经营不确定事项的数量及其对持续经营披露的充分程度来出具不同类型持续经营审计意见,不同类型持续经营审计意见具有差异化信息含量<sup>[22]</sup>。本文用*GCRANK*表示持续经营审计意见类型,将总样本分为三类子样本,当属于无法表示意见时取值为3,当属于保留意见时取值为2,当属于带强调事项段的无保留审计意见时取值为1,其他取值为0。本文将子样本重新进行回归,回归结果如表5所示,当*GCRANK*=1和3时,*Gco* × *Gov*的系数在1%的水平上显著为正,当*GCRANK*=2时,*Gco* × *Gov*的系数在10%的水平上显著为正,这说明不同类型持续经营审计意见都会损害企业价值,但是高水平公司治理能够缓解不同类型的持续经营审计意见对企业价值的损害程度。

#### 2. 按照持续经营审计意见的出具次数进行分类

已有文献发现首次持续经营审计意见更可能带给财务报告使用者新的信息,并且比反复出具持续经营审计意见的审计师独立性和稳健性更好<sup>[23]</sup>。本文将总样本按照上市公司仅被出具一次持续经营审计意见和被反复出具持续经营审计意见分为两类子样本,检验主回归结果是否稳健。本文用*GCTYPE*表示持续经营审计意见被出具的次数,当被反复出具时取值为2,当仅被出具一次时取值为1,其他取值为0。本文将子样本重新进行回归,回归结果如表5所示,仅被出具一次持续经营审计意见的企业在全样本回归中*Gco* × *Gov*的系数显著为正,反复被出具持续经营审计意见的企业在全样本回归中*Gco* × *Gov*的系数为正但不显著,说明公司治理对首次被出具持续经营审计意见与企业价值负



相关关系的影响更显著。

### 3. 按照持续经营审计意见和非持续经营非标准审计意见进行分类

由于主回归中将样本分为被出具持续经营审计意见的公司和未被出具持续经营审计意见的公司,而未被出具持续经营审计意见的公司包括标准无保留审计意见和非持续经营非标准审计意见两类。本文用 *MOTYPE* 表示审计意见类型,将总样本分为三类子样本,当审计意见属于非持续经营非标准审计意见时取值为 2,当属于持续经营审计意见时取值为 1,当属于标准无保留审计意见时取值为 0。本文将子样本重新进行回归,回归结果如表 5 所示,持续经营审计意见的企业在全样本回归中 *Gco* × *Gov* 的系数为正值,且在 1% 水平显著,但是非持续经营非标准审计意见的企业在全样本回归中 *Gco* × *Gov* 的系数为正,但是不显著,这说明较其他非标准审计意见而言,公司治理在抑制持续经营审计意见对企业价值的损害程度方面更有效。

表 5 稳健性检验的多元回归结果

变量	GCRANK			GCTYPE		MOTYPE	
	GCRANK = 1	GCRANK = 2	GCRANK = 3	GCTYPE = 1	GCTYPE = 2	MOTYPE = 1	MOTYPE = 2
<i>Gco</i>	-0.052 *** (-8.59)	-0.023 ** (-1.97)	-0.102 *** (-10.07)	-0.048 *** (-4.35)	-0.061 *** (-9.97)	-0.060 *** (-9.51)	-0.022 *** (-3.64)
<i>Gco</i> × <i>Gov</i>	0.037 *** (3.56)	0.046 * (1.89)	0.110 *** (4.40)	0.019 ** (2.23)	0.018 (1.61)	0.016 *** (3.58)	0.011 (1.09)
<i>Gov</i>	0.008 *** (3.00)	0.007 *** (3.03)	0.008 *** (3.03)	0.008 *** (3.33)	0.007 ** (2.23)	0.005 * (1.72)	0.006 *** (2.69)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	-0.243 *** (-13.19)	-0.242 *** (-14.18)	-0.239 *** (-13.19)	-0.242 *** (-13.59)	-0.253 *** (-12.37)	-0.239 *** (-11.10)	-0.210 *** (-12.54)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>adj. R<sup>2</sup></i>	0.194	0.162	0.205	0.165	0.257	0.270	0.151
<i>F</i>	35.54 ***	27.61 ***	36.38 ***	28.36 ***	51.60 ***	52.30 ***	25.16 ***
<i>N</i>	5160	4938	4923	4958	5243	4990	4880

### 4. 持续经营审计意见的内生性问题

考虑到审计师可能会根据企业价值进行审计判断,即企业价值低的财务困境公司可能会引起审计师的关注、提高审计师的职业谨慎性,使得审计师出具持续经营审计意见。因此,持续经营审计意见和企业价值之间可能存在内生性问题。为排除内生性问题对本文结论的影响,这里采用倾向性得分匹配法(PSM)对样本进行处理。该方法的目的通过概率匹配使每一个存在实质性持续经营问题的被出具持续经营审计意见的上市公司都有一个与其公司特征相同或相似的未被出具持续经营审计意见的样本进行配对。通过上述方法缓解了其他因素对模型的干扰,可以较为清晰地描述公司治理水平对持续经营审计意见与企业价值之间关系的影响。倾向性得分匹配法按照下列步骤进行选择:(1)用初始混合样本估计出 Logistic 模型(i)<sup>①</sup>;(2)根据估计出的 Logistic 模型,算出每一个观测值被出具持续经营审计意见的概率;(3)以每一被出具持续经营审计意见的上市公司为基础,选择与其来自同行业、同年度、规模相近且概率值最接近的未被出具持续经营审计意见的上市公司,作为配对公司。最终,本文得到匹配后混合样本的 740 个观测值,在此基础上使用原主回归模型进行回归。回

①参考前人研究方法<sup>[24-25]</sup>,本文选取 *PRBANK*、*LNASSET*、*LOSS* 和 *INVEST* 作为 *Gco* 的影响因素,构建模型(i):  $Logit(Gco) = \alpha_0 + \alpha_1 PRBANK + \alpha_2 LNASSET + \alpha_3 LOSS + \alpha_4 INVEST + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon(i)$ ,其中,*PRBANK* 表示破产概率,计算方法借鉴 Zmijewski 模型;*LNASSET* 表示总资产的自然对数;*LOSS* 表示是否亏损,若亏损取值为 1,否则为 0;*INVEST* 表示短期和长期投资净额除以总资产。模型中其他变量的含义如表 2 所示。

归结果如表6所示,结果基本保持不变,表明本文的研究结果并非由于持续经营审计意见与企业价值之间的内生性问题引起,即证明了前述研究结论具有较好的稳健性。

### 5. 其他稳健性检验

为了确保研究结果的稳健性,本文还进行了如下稳健性检验<sup>①</sup>:(1)企业价值用 *Roa* 或者 *Roe* 来衡量,结果基本稳健。(2)根据公司治理水平的行业中位数将公司治理水平分为高水平和低水平两个子样本,对模型(3)重新进行检验,研究结论没有改变。(3)考虑持续经营审计意见对企业价值的影响可能具有滞后性,本文用滞后两期的企业价值数据进行回归,结果依然不变。

## 六、研究结论

本文以2003—2013年我国A股财务困境上市公司为样本,从公司治理的角度考察了持续经营审计意见对企业价值的影响。研究发现,被出具持续经营审计意见的上市公司,未来企业价值有显著降低;公司治理水平高的上市公司被出具持续经营审计意见的概率会降低。进一步分析还发现公司治理水平影响了持续经营审计意见对企业价值的负面作用。研究结论表明,高水平的公司治理能够抑制持续经营审计意见对企业价值的负面影响,并且相对于国有企业而言,该抑制效果在非国有企业中更为明显。以上结论表明,高水平的公司治理通过企业内部经营机制和外部市场机制同时发挥作用,既可以降低企业内部委托代理关系产生的道德风险和逆向选择,还可以向市场传递积极信息,降低融资成本,获得更多资源支持,从而提高企业未来现金流量,缓解持续经营审计意见与企业价值之间的负相关关系。此外,我们进行的相关的稳健性检验,发现上述结论是稳健的。

本文结论为上市公司和投资者带来一定的有益启示:第一,上市公司应该对持续经营审计意见的负面市场反应和经济后果提高警惕,对自身经营状况有清醒的认识,努力改善公司经营策略,加强公司管理,优化资源配置,从而提升企业价值;第二,投资者在区分原有的标准意见和非标意见的基础上,应该通过持续经营审计意见的信息含量,进一步了解企业是否存在持续经营问题,合理规避其可能面临的风险,做出正确的投资决策,降低投资失败的概率,保护中小股东的利益。

### 参考文献:

- [1] 李嘉明,杨帆. 对外担保会影响审计费用与审计意见吗? [J]. 审计与经济研究,2016(1):27-37.
- [2] 邵瑞庆,崔丽娟. 对我国上市公司持续经营不确定性审计意见的分析[J]. 审计与经济研究,2006(2):27-31.
- [3] Dopuch N, Holthausen R W, Leftwich R W. Abnormal stock returns associated with media disclosures of subject to qualified audit opinions [J]. Journal of Accounting & Economics, 1986, 8(2): 93-117.
- [4] Louwers T J, Messina F M, Richard M D. The auditor's going-concern disclosure as a self-fulfilling prophecy: a discrete-time survival analysis [J]. Decision Sciences, 1999, 30(3): 805-824.
- [5] Geiger M A, Rama D V. Audit firm size and going-concern reporting accuracy [J]. Accounting Horizons, 2006, 20(5): 1-17.
- [6] Francis B, Hasan I, Ren N, et al. Going-concern opinions and bank loan contracting [R]. Social Science Electronic Publishing, 2013.
- [7] 厉国威,廖义刚,韩洪灵. 持续经营不确定性审计意见的增量决策有用性研究——来自财务困境公司的经验证据 [J]. 中国工业经济, 2010(2): 150-160.
- [8] 李琰,张立民,邢春玉. 机构投资者、持续经营审计意见与融资约束——基于非国有企业的证据 [J]. 中南财经政法大学学报, 2016

<sup>①</sup>由于篇幅限制,本小结稳健性分析检验结果部分表格没有全部列出。

- (6):58-67.
- [9] Zaher A, Angie M. Executive characteristics and going concern opinions. FIU electronic theses and dissertations [EB/OL]. <http://digital-commons.fiu.edu/etd/93>.
- [10] Mutchler J. Multivariate F A. Analysis of the auditor's going-concern opinion decision [J]. Journal of Accounting Research, 1985, 23(2): 668-682.
- [11] Carcello J V, Neal T L. Audit committee independence and disclosure: choice for financially distressed firms [J]. Corporate Governance: An International Review, 2003, 25(11): 289-299.
- [12] 路云峰, 刘国常. 审计师持续经营风险预测及相关模型的应用——考虑公司治理特征 [J]. 山西财经大学学报, 2009(4): 116-124.
- [13] Chen K, Church B. Going-concern opinions and the market's reaction to bankruptcy filings [J]. The Accounting Review, 1996, 71(1): 117-128.
- [14] 廖义刚. 审计意见、关联关系与债权人监督——基于商业信用视角的经验证据 [J]. 上海立信会计学院学报, 2011(2): 55-63.
- [15] 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.
- [16] 汤谷良, 林长泉. 打造 VBM 框架下的价值型财务管理模式 [J]. 会计研究, 2003(12): 23-27.
- [17] 强国令. 管理层股权激励是否降低了公司过度投资——来自股权分置改革的经验证据 [J]. 投资研究, 2012(2): 31-43.
- [18] 韩少真, 潘颖, 张晓明. 公司治理水平与经营业绩——来自中国 A 股上市公司的经验证据 [J]. 中国经济问题, 2015(1): 50-62.
- [19] 廖义刚. 环境不确定性、内部控制质量与持续经营审计意见——来自财务困境上市公司的经验证据 [J]. 财经论丛, 2015(9): 50-58.
- [20] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 等. 中国上市公司治理结构的实证研究 [J]. 经济研究, 2005(2): 81-91.
- [21] 池国华, 王志, 杨金. EVA 考核提升了企业价值吗? ——来自中国国有上市公司的经验证据 [J]. 会计研究, 2013(11): 60-66.
- [22] 黄秋敏, 张天西. 首次持续经营不确定性审计意见信息含量研究 [J]. 审计与经济研究, 2009(6): 25-33.
- [23] Blay A D, Geiger M A. Market expectations for first-time going-concern recipients [J]. Journal of Accounting Auditing & Finance, 2001, 16(3): 209-226.
- [24] Krishnan J, Raghunandan K, Yang J S. Were former andersen clients treated more leniently than other clients? evidence from going-concern modified audit opinions [J]. Accounting Horizons, 2007, 98(16): 9381-9385.
- [25] Zmijewski M. Methodological issues related to estimation of financial distress prediction models [J]. Journal of Accounting Research, 1984, 22(1): 406-411.

[责任编辑:刘 茜]

## Going-Concern Opinions, Corporate Governance and Firm Value: Evidence Based on Financial Distressed Companies

ZHANG Limin, LI Yan

(School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, Beijing 100044, China)

**Abstract:** Using companies listed on Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange from 2003 to 2013, we empirically examine the impacts of going-concern opinions and firm value from the perspective of corporate governance. We find that going-concern opinions can effectively reduce the future firm value of financial distressed listed companies, and corporate governance can effectively reduce the probability of issuing a going-concern opinion of financial distressed listed companies. However, we find that good corporate governance can weaken the negative association of going-concern opinions and firm value. In addition, compared with state-owned enterprises, good corporate governance weakens the negative association of going-concern opinions and firm value more significantly in non-state-owned enterprises. Our results provide new evidence in understanding the economic consequences of going-concern opinions, and offer useful reference for listed companies and investors in management and investment decision-making.

**Key Words:** going-concern opinions; corporate governance; firm value; financial distress; nature of property; audit quality; audit independence