

# 投资信息审计意见可以提高公司投资效率吗？

——基于公司内部治理环境的调节效应

丁 含<sup>1</sup>, 徐 云<sup>1</sup>, 赵 静<sup>2</sup>

(1. 中国人民大学 商学院, 北京 100872; 2. 石家庄市人民医院, 河北 石家庄 050031)

**[摘 要]**通过手工整理 2013—2015 年审计报告中的投资事项增量信息, 研究审计意见中投资事项增量信息(投资信息审计意见)与公司投资效率之间的关系。结果表明, 投资信息审计意见具有缓解投资过度的正面作用, 但也具有加剧投资不足的负面作用; 内部治理环境具有调节效应, 当内部治理环境较好时(代理成本较低、管理层权力较小), 投资信息审计意见的正面作用得到提升, 负面作用受到抑制。进一步进行中介效应检验发现, 内部监督在投资信息审计意见缓解投资过度的过程中起到了中介效应, 表明促进股东加强内部监督是投资信息审计意见发挥作用的重要途径。研究结论表明审计意见中与投资事项相关的增量信息具有额外价值。

**[关键词]** 审计意见; 增量信息; 投资效率; 代理成本; 管理层权力; 内部控制; 公司治理; 内部监督

**[中图分类号]** F239.43 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2021)01-0037-11

## 一、引言

在进行审计意见研究时, 现有文献多采用审计意见二分法, 将审计意见分为标准无保留审计意见和非标准审计意见, 这种研究忽略了审计意见所包括的许多重要信息<sup>[1]</sup>。2016 年 12 月财政部印发了《中国注册会计师审计准则第 1504 号——在审计报告中沟通关键审计事项》等 12 项审计准则, 其重点是要求审计师在审计报告中增加对关键审计事项的披露。新准则的出台意味着从监管者角度而言, 审计意见信息含量的提升将有助于为利益相关者的经济决策提供更多有效信息, 进而促使审计报告发挥更大的作用。然而在现实中, 审计信息使用者能否有效识别审计意见中的增量信息还有待进一步检验, 因此, 研究审计意见中其他信息是否有额外价值具有重要意义。

审计作为一种信号传递机制, 会产生多种经济后果。以往研究表明审计意见发布后会带来市场反应且会影响公司债务融资<sup>[2-5]</sup>。除了上述影响外, 审计意见还会影响公司投资效率。例如张立民等认为持续经营审计意见可以引起公司融资困境, 抑制管理层无效率投资行为, 并发现持续经营审计意见可以显著改善公司投资效率<sup>[6]</sup>。

以往关于审计与投资效率的研究并未关注审计意见中的相关增量信息。基于此, 为了观测审计意见中与投资事项相关的信息是否具有额外价值, 本文将审计意见分类为: 标准审计意见、与投资信息无关的非标准审计意见(下文简称非投资信息审计意见)和与投资信息相关的非标准审计意见(下文简称投资信息审计意见), 检验投资信息审计意见对投资效率的影响。以 2013—2015 年我国 A 股上市公司为样本, 本文的研究结果表明: 投资信息审计意见具有缓解投资过度的正面作用, 但也具有加剧投资不足的负面作用; 内部治理环境具有调节效应, 当代理成本低、管理层权力小时, 投资信息审计意见的正面作用得到提升, 负面作用受到抑制; 进一步进行中介效应检验发现, 投资信息审计意见对投资过度的影响以强化内部监督为影响路径。

本文的贡献主要体现在以下两个方面: 第一, 不同于以往审计意见类型的分类标准, 本文结合研究内容特征, 依据审计意见类型和增量信息中的投资事项信息对审计意见进行了二维分类, 验证了投资信息审计意见的经济后果。结果证实投资信息审计意见中的相关信息可以被利益相关者识别, 进而影响投资效率, 为我国《中国

**[收稿日期]** 2019-12-30

**[基金项目]** 中国人民大学 2018 年度拔尖创新人才培养资助计划项目(2018 RUCOITC)

**[作者简介]** 丁含(1987—), 女, 河北石家庄人, 中国人民大学商学院博士研究生, 从事审计研究; 徐云(1991—), 女, 安徽枞阳人, 通讯作者, 中国人民大学商学院博士研究生, 从事公司治理研究, E-mail: xuyun9108@126.com; 赵静(1985—), 女, 河北衡水人, 石家庄市人民医院职员, 硕士, 从事财务管理研究。

注册会计师审计准则第 1504 号——在审计报告中沟通关键审计事项》的出台提供了证据支持。第二,本文在研究过程中考虑了公司内部治理环境的调节效应,从内外部治理机制互动的角度丰富了研究结论。

本文其余部分的安排如下:第二部分为文献综述;第三部分为理论框架和假设提出;第四部分为研究设计;第五部分为实证结果分析与讨论;第六部分为研究结论。

## 二、文献综述

以往对审计意见的研究多以审计意见类型为分类依据研究其影响因素及经济后果<sup>[2,7]</sup>。这种分类方法忽略了非标准审计意见中所包含的信息差异,没有关注审计意见中其他增量信息的作用<sup>[1]</sup>。近几年来,学者开始逐步关注审计意见中其他增量信息的经济后果。Gimbar 等用实验研究的方法研究了审计关键事项(CAM)对审计师责任的影响<sup>[8]</sup>,他们将审计意见分为无 CAM、不相关 CAM 和相关 CAM,研究发现伴随 CAM 的披露,审计师披露范围扩大,审计师的责任也随之加大。周凯唐等在审计意见三分法下将审计意见分为标准审计意见、非持续经营审计意见和持续经营审计意见,研究其对贷款决策的影响,研究发现,相比其他两类审计意见而言,持续经营审计意见对公司债务规模和债务成本的影响更大,说明持续经营审计意见具有额外价值<sup>[1]</sup>。以上研究表明,审计报告的作用不仅体现在审计意见类型,还体现在报告中的其他信息。因此,进行审计意见研究不应仅关注审计意见类型,还应关注审计报告中的其他增量信息。

关于审计与投资效率的关系,以往学者从多个视角进行了研究。Bae 等以审计师专业胜任能力和事务所规模衡量审计师特征,发现当审计师专业能力更强、事务所规模更大时,客户表现出更高的资本投资效率,即审计师的知识水平和信息优势可以帮助客户提高投资效率<sup>[9]</sup>。Boubaker 等、雷光勇等、李明娟和颜琦以事务所规模作为审计质量的衡量变量,研究发现高质量审计可以显著改善公司的投资效率<sup>[10-12]</sup>。张立民等认为持续经营审计意见会引起公司的融资困境,进而一定程度上激发管理层对有限资金的最大化利用,从而帮助公司改善投资效率,他们研究发现,持续经营审计意见会抑制企业的投资过度行为,缓解投资不足,提高企业投资效率<sup>[6]</sup>。张俊民和刘晟勇研究发现非无保留审计意见降低了信息不对称程度,促使管理层为实现股东权益最大化而提高投资效率<sup>[13]</sup>。以上研究分别从审计过程和审计结果的角度分析了审计对投资效率的影响。

回顾以往文献可以发现,当前研究已开始关注审计意见中除审计意见类型外的其他增量信息。然而在研究审计对投资效率的影响时,尚未有研究关注审计意见中与投资事项的增量信息是否影响投资效率。基于此,本文以审计意见中的投资事项增量信息为研究内容,分析其对投资效率的影响。

## 三、理论框架与假设提出

### (一)投资信息审计意见的界定

本文依据审计意见是否与公司投资事项相关将其分为三类,分别是标准无保留审计意见、投资信息审计意见和非投资信息审计意见,其中投资信

息审计意见和非投资信息审计意见共同构成了非标准审计意见(见表 1)。在确定投资事项信息时,本文根据以往研究经验<sup>①</sup>,分别从固定资产投资、无形资产投资和其他长期资产投资三方面进行判断。相应地,本文将投资信息审计意见界定为:审计意见说明段或强调事项段中提及固定资产投资、无形资产投资或者其他长期资产投资事项中的至少一项;非投资信息审计意见则反映了除投资信息审计意见外的其他非标准审计意见。

### (二)投资信息审计意见对投资效率的影响

审计作为信号传递机制,可以缓解信息不对称、改善公司的投资效率<sup>[11]</sup>。以往研究表明非标准审计意见和持续经营审计意见都能显著提高公司投资效率<sup>[6,12]</sup>。相比而言,投资信息审计意见与投资效率的关系更为直接。审计师出具投资信息审计意见,表明公司在审计期间的投资行为存在错报或需要审计师特别说明的事项,例如大额不确定性投资、重大亏损投资、关联方投资等,这类审计意见对投资效率的影响主要表现在以下两个方面。

表 1 基于投资事项增量信息的审计意见分类表

	标准无保留意见	非标准审计意见
没有包含与投资事项相关的信息	标准无保留意见	非投资信息审计意见
含有与投资事项相关的信息(包括固定资产投资事项;无形资产投资事项;其他长期资产投资事项)	—	投资信息审计意见

<sup>①</sup>Richardson 提出了投资效率计算模型,他在衡量总投资水平时将其分为了公司的固定资产投资、无形资产投资及其他长期资产投资三方面<sup>[27]</sup>。

第一,投资信息审计意见可以促使大股东加强对管理层的监督力度。出具含增量信息审计意见的审计师为保证披露信息的客观性和降低潜在的法律风险,不仅会强化自身的审计责任感知<sup>[14]</sup>,实施更多的审计程序<sup>[15]</sup>,在审计过程中还会加强与治理层沟通的频率与内容<sup>[16-17]</sup>。审计师出具投资信息审计意见,可以加强大股东对管理层投资事项的关注,促使大股东加强对管理层投资行为的监督力度,从而减少管理层对企业的不利行为,强化公司资金使用效率。

第二,投资信息审计意见可以影响外部投资者、债权人、监管者等利益相关者的决策,提高外部市场对公司的融资约束、提高资金使用效率。张立民等认为持续经营审计意见会引发公司融资困境,管理层在自我救赎和规避处罚的动机下会提高公司的投资效率<sup>[6]</sup>。投资信息审计意见向市场传递了关于公司投资事项的消极信号。当审计意见传递负面信号时,说明企业管理层在经营活动中无法保证投资者财产安全,此时外部投资者就会提高投资回报,从而使得企业面临更高的融资约束<sup>[13]</sup>。融资约束提高可以抑制管理层的非理性投资并激发管理层对有限资金的最大化利用<sup>[6]</sup>,因此投资信息审计意见能通过强化外部市场融资约束的方式提高公司投资效率。

此外,相比标准无保留审计意见而言,“非标”的意见类型更能引起相关决策者的关注,因此本文预期非投资信息审计意见也能在一定程度上提高投资效率。但其未包含与投资信息相关的增量信息,因此本文预期其对投资效率的影响要弱于投资信息审计意见。基于此,本文提出以下假设 1a 和假设 1b。

假设 1a:投资信息审计意见会显著提高公司下一年度投资效率;

假设 1b:非投资信息审计意见会显著提高公司下一年度投资效率,但这一影响弱于投资信息审计意见。

### (三) 内部治理环境的调节效应

投资信息审计意见对投资效率的影响依赖于有效的内部治理环境。一方面,代理成本越高,管理层越有动机进行过度投资<sup>[18-19]</sup>,管理层从自身利益出发,可能存在盲目扩大企业规模等行为,产生过度投资。另一方面,代理成本会带来投资不足的问题,由于公司的资本投资对于管理层来说存在私人成本,管理层很可能会放弃那些不利于自己私人利益的净现值为正的投资项目<sup>[20]</sup>,从而导致投资不足。当代理成本较大、股东与管理层之间信息不对称程度较高时,严重的道德风险和逆向选择加大了股东对管理层实施内部监督的难度,弱化了投资信息审计意见对投资效率的积极影响(当以加强内部股东监督为影响路径时)。此外,股东与管理层之间的利益冲突还会影响市场融资约束的作用。由于存在代理问题,管理层会偏离股东财富最大化的目标,更关注于建立自身的“商业帝国”<sup>[21]</sup>,因此缺少提高公司投资效率的动力,削弱了提高融资约束对投资效率的改善效果。

基于以上分析,本文认为当代理成本较低时,投资信息审计意见对投资效率的改善效果更显著,据此提出假设 2。

假设 2:代理成本较低时,投资信息审计意见与下一年度投资效率的正相关关系更为显著。

管理层基于自利动机,在追求自身利益最大化时,可能会利用非效率投资来构建“商业帝国”以稳固自身的地位,管理层权力越大,这种倾向越明显<sup>[22]</sup>。管理层权力是管理层对股东大会或董事会制定、执行决策时的影响力<sup>[23]</sup>。管理层权力越大意味着公司管理层的话语权越强,受到的监管力度越弱<sup>[24]</sup>,企业过度投资程度越严重<sup>[25-26]</sup>。过大的管理层权力为管理层的机会主义行为创造了条件,因此将不利于投资信息审计意见改善投资效率。基于此,本文提出假设 3。

假设 3:当管理层权力较小时,投资信息审计意见对下一年度投资效率的改善效果更显著。

为了更为清晰地阐明内部治理环境、投资信息审计意见和投资效率之间的关系,本文将投资信息审计意见对投资效率的作用机理以图 1 表示。

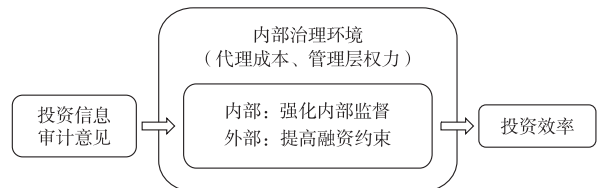


图 1 投资信息审计意见对投资效率的作用机理

## 四、研究设计

### (一) 样本选取与数据来源

本文选取 2013—2015 年沪深两市所有 A 股公司作为研究对象。财政部分别于 2012 年和 2016 年对《中国注册会计师审计准则第 1503 号——在审计报告中增加强调事项段和其他事项段》进行了修订。2013—2015 年期间,事务所执行的与审计意见披露内容相关的审计准则没有发生变化,审计师所处的专业制度背景较为稳定,故本文以此时期为样本期间。本文审计意见类型采用手工收集的方法,逐个对每家上市公司审计报告中的增量

## 丁 含,等:投资信息审计意见可以提高公司投资效率吗?

信息进行整理分类(具体情况见第五部分中的描述性分析)。其他的相关数据来源于 CSMAR 数据库,行业分类采用证监会 2012 年行业分类标准的一级代码,样本共计 8032 个;剔除 ST、\* ST 及金融业公司和缺失值后,最终获得 6159 个观测样本。此外,为了控制异常值影响,本文对所有连续变量进行了上下各 1% 水平的缩尾处理。

### (二) 模型设计

本文采用 Richardson<sup>[27]</sup> 的模型计算公司的预期投资支出,以该模型中计算得出的残差绝对值(*abs\_inv*)衡量公司非预期投资支出,残差绝对值越大,表示投资效率越低。本文以 *over\_inv* 和 *under\_inv* 表示残差大于 0 和小于 0 时的取值,衡量投资过度和投资不足。

$$inv_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{i,t} + \alpha_2 ret_{i,t} + \alpha_3 size_{i,t} + \alpha_4 cash_{i,t} + \alpha_5 lev_{i,t} + \alpha_6 begin_{i,t} + \alpha_7 inv_{i,t} + \sum year + \sum industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

关于代理成本的衡量,杜跃平和徐杰、朱春艳和伍利娜分别以管理费用率、总资产周转率、管理层持股比例等作为代理成本的替代变量<sup>[28-29]</sup>。结合以往学者的研究经验,本文分别以管理层持股比例、管理层是否持股、管理费用率和总资产周转率四个指标衡量上市公司代理成本的大小。其中,管理层是否持股、管理层持股比例和资产周转率越高,表示代理成本越小;管理费用率越高,表示代理成本越大。

关于管理层权力的衡量,Hu 和 Kumar 从 CEO 任期、兼职情况、董事会独立性等方面衡量管理层权力大小<sup>[30]</sup>。陈国辉和伊闽南从 CEO 是否兼职董事、CEO 任职年限、董事会规模等五个方面构建综合指标衡量管理层权力大小<sup>[31]</sup>。王茂林等从 CEO 是否兼职董事长、股权分散度、金字塔层级三个方面分别衡量管理层权力并构建综合变量<sup>[24]</sup>。借鉴以上研究经验,本文以 CEO 是否兼任董事长、内部董事比例、董事会规模、CEO 任职年限四个变量衡量管理层权力大小。以上四个变量越大,表示管理层权力越大(稳健性检验中,本文参考陈国辉和伊闽南,权小锋等的方法构建管理层权力综合指标进行检验<sup>[31-32]</sup>)。

本文构建模型 2 验证假设 1,其中因变量  $y$  分别为投资效率(*abs\_inv*)、投资过度(*over\_inv*)和投资不足(*under\_inv*);构建模型 3 检验代理成本为调节变量时投资信息审计意见对投资效率的影响(假设 2);构建模型 4 验证管理层权力为调节变量时投资信息审计意见对投资效率的影响(假设 3)。同时,本文对所有自变量和控制变量均进行了滞后一期处理,一定程度上解决了变量的内生性问题。结合以往研究<sup>[6-8]</sup>,本文控制变量分别选取公司资产规模(*size*)、公司成长性( $Q$ )、资产负债率(*lev*)以及事务所特征(*big4*)等,具体变量定义见表 2。

表 2 变量定义

变量	衡量方式
<i>inv</i>	公司投资水平,等于(公司固定资产、无形资产及其他长期资产的净值变化+购买和处置子公司及其他营业单位的现金净额)/平均总资产
<i>ret</i>	公司年度股票收益率
<i>abs_inv</i>	Richardson 模型中残差的绝对值
<i>over_inv</i>	Richardson 模型中残差大于 0 时的取值
<i>under_inv</i>	Richardson 模型中残差小于 0 时的取值
<i>opinion1</i>	非标准无保留审计意见为 1,否则为 0
<i>opinion2</i>	非投资信息审计意见为 1,否则为 0
<i>opinion3</i>	投资信息审计意见为 1,否则为 0
<i>agency1</i>	代理成本,以管理层持股比例衡量
<i>agency2</i>	代理成本,以管理层是否持股衡量,当管理层持股时取值为 1,否则为 0
<i>agency3</i>	代理成本,以管理费用率衡量,等于经年度行业中位数调整的管理费用占销售总额的比例
<i>agency4</i>	代理成本,以总资产周转率衡量,等于经年度行业中位数调整的销售收入比总资产
<i>power1</i>	管理层权力,以董事长和总经理是否兼任衡量,是取值为 1,否则为 0
<i>power2</i>	管理层权力,以内部董事比例衡量
<i>power3</i>	管理层权力,以董事会人数的自然对数衡量
<i>power4</i>	管理层权力,以 CEO 任职年限衡量
<i>size</i>	上市公司资产规模,等于公司资产规模的对数
<i>lev</i>	资产负债率,等于总负债/总资产
<i>ROA</i>	资产报酬率,等于净利润/总资产
<i>state</i>	公司产权性质,国有企业取值为 1,其他为 0
$Q$	公司成长性,等于托宾 $Q$ 值
<i>big4</i>	事务所是否为四大所,是取值为 1,否则为 0
<i>begin</i>	上市年限
<i>cash</i>	现金持有量,等于货币资金/总资产
<i>top1</i>	第一大股东持股比例

$$y_{i,t+1} = \chi_0 + \chi_1 opinion_{i,t} + \chi_2 y_{i,t} + \chi_3 size_{i,t} + \chi_4 lev_{i,t} + \chi_5 ROA_{i,t} + \chi_6 state_{i,t} + \chi_7 Q_{i,t} + \chi_8 big4_{i,t} + \chi_9 begin_{i,t} + \chi_{10} cash_{i,t} + \chi_{11} top1_{i,t} + \sum year + \sum industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$y_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 opinion_{i,t} + \beta_2 agency_{i,t} + \beta_3 agency \times op_{i,t} + \beta_4 y_{i,t} + \beta_5 size_{i,t} + \beta_6 lev_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 state_{i,t} + \beta_9 Q_{i,t} + \beta_{10} big4_{i,t} + \beta_{11} begin_{i,t} + \beta_{12} cash_{i,t} + \beta_{13} top1_{i,t} + \sum year + \sum industry + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$y_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 opinion_{i,t} + \beta_2 power_{i,t} + \beta_3 power \times op_{i,t} + \beta_4 y_{i,t} + \beta_5 size_{i,t} + \beta_6 lev_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 state_{i,t} + \beta_9 Q_{i,t} + \beta_{10} big4_{i,t} + \beta_{11} begin_{i,t} + \beta_{12} cash_{i,t} + \beta_{13} top1_{i,t} + \sum year + \sum industry + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

## 五、实证结果分析与讨论

### (一)描述性分析

#### 1. 审计意见类型分布

2013—2015年上市公司审计意见分布情况见表3。

其中标准审计意见7742份,非标准审计意见共计290份。非标准审计意见中投资信息审计意见60份,非投资信息审计意见230份。投资信息审计意见占非标准审计意见比20.61%,非投资信息审计意见占非标准审计意见比79.38%,因投资事项被出具非标准审计意见的样本约占非标准审计意见样本的五分之一,可见投资事项是影响审计师出具非标准意见的重要因素之一<sup>①②</sup>。

本文进一步对投资信息审计意见按照与固定资产相关、与长期股权投资相关和与无形资产相关进行细分,其中,涉及固定资产事项的样本为27个,长期股权投资事项的样本为37个,无形资产事项4个。

#### 2. 其他变量的描述性统计

除了审计意见外,其他变量的描述性统计情况见表4。

### (二)变量的相关系数

表5反映了变量间的相关系数。其中,投资效率(*abs\_inv*)与*opinion3*、*agency1*、*agency3*、*agency4*、*power1*、*power3*和*power4*存在显著相关关系;*opinion3*与*agency1*、*agency2*、*agency3*、*agency4*、*power1*和*power4*存在显著相关关系,其他变量间的相关情况见表5。此外,本文解释变量和控制变量的VIF值均小于2,变量之间不存在严重的多重共线性问题。

### (三)主回归结果分析

表6列示了本文假设1的回归结果。Panel A是全样本检验结果。其中,*opinion1*和*opinion2*与*abs\_inv*、*over\_inv*、*under\_inv*均没有显著关系;*opinion3*与*abs\_inv*无显著关系,与*over\_inv*、*under\_inv*分别在1%和5%水平显著负相关。结果表明审计意见类型未能显著影响投资效率,而投资信息审计意见可以显著缓解投资过度,但却会加剧投资不足。这一结果可能与审计师的谨慎性有关,相比投资不足,审计师更加关注过度投资带来的经营风险。

由于投资信息审计意见的样本量较小,故本文以PSM方法对投资信息审计意见进行配对检验,结果见表6的Panel B。与Panel A结果类似,*opinion3*与*abs\_inv*、*over\_inv*和*under\_inv*分别在5%、1%和10%的水平上显著负相关,这意味着投资信息审计意见对投资效率的改善作用主要表现为缓解投资过度,但却在一定程度上加剧了投资不足。

### (四)调节效应的检验结果

表7为代理成本的调节效应检验结果。Panel A中*agency1* × *op3*、*agency2* × *op3*、*agency4* × *op3*与*over\_inv*显著负相关;*agency3* × *op3*与*over\_inv*显著正相关,这表明相比代理成本较高的样本,代理成本较低的样本在收到投资信息审计意见后下一年度的过度投资程度显著下降。*agency1* × *op3*、*agency2* × *op3*、*agency4* × *op3*与*under\_inv*

表3 审计意见类型二维分布情况

审计意见类型		份数	
标准审计意见		7742	
非标准审计意见	非投资信息审计意见	230	
	投资信息审计意见	与固定资产有关	27
		与长期股权投资有关	37
		与无形资产有关	4
合计		8040	

表4 变量描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>abs_inv</i>	6159	0.021	0.023	0.0002	0.136
<i>agency1</i>	6159	0.120	0.195	0.000	0.892
<i>agency2</i>	6159	0.756	0.430	0.000	1.000
<i>agency3</i>	6159	0.022	0.093	-0.090	0.545
<i>agency4</i>	6159	0.077	0.390	-0.650	1.883
<i>power1</i>	6159	0.248	0.432	0.000	1.000
<i>power2</i>	6159	0.629	0.056	0.200	0.818
<i>power3</i>	6159	2.141	0.201	1.386	2.890
<i>power4</i>	6159	4.256	2.896	0.167	12.667
<i>size</i>	6159	22.091	1.273	19.470	25.936
<i>lev</i>	6159	0.443	0.217	0.050	0.936
<i>ROA</i>	6159	0.033	0.054	-0.187	0.187
<i>state</i>	6159	0.401	0.490	0.000	1.000
<i>Q</i>	6159	2.568	2.586	0.193	16.404
<i>big4</i>	6159	0.054	0.225	0.000	1.000
<i>begin</i>	6159	10.300	6.597	1.000	25.000
<i>cash</i>	6159	0.176	0.127	0.011	0.629
<i>top1</i>	6159	0.346	0.149	0.081	0.743

①本文依据上市公司实际获取的审计报告内容将审计增量信息分为以下10个事项,具体为:持续经营能力、往来账问题、立案调查、与长期股权投资和子公司投资相关事项、与固定资产相关事项、诉讼和担保事项、关联交易、银行借款逾期事项、内部控制问题、其他。其中占比最高的为“持续经营审计意见”(占非标准审计意见比重的41%),其次为本文研究的投资信息审计意见。

②在投资信息审计意见中,有的审计意见同时提及固定资产、长期股权投资和无形资产中的两项内容,因此此三项投资信息审计意见样本总数为68个,总样本数为8040个。具体而言,涉及固定资产和长期股权投资事项的样本为4个。涉及固定资产和无形资产事项的样本为4个。剔除重复样本8个后,样本总数为8032个。

丁 含,等:投资信息审计意见可以提高公司投资效率吗?

表 5 主要变量间相关系数

	<i>abs_inv</i>	<i>opinion2</i>	<i>opinion3</i>	<i>agency1</i>	<i>agency2</i>	<i>agency3</i>	<i>agency4</i>	<i>power1</i>	<i>power2</i>	<i>power3</i>	<i>power4</i>	<i>size</i>	<i>lev</i>	<i>ROA</i>	<i>state</i>	<i>Q</i>	<i>big4</i>	<i>begin</i>	<i>cash</i>	<i>top1</i>	
<i>abs_inv</i>	1.000																				
<i>opinion2</i>	-0.002	1.000																			
<i>opinion3</i>	0.031 ***	-0.015	1.000																		
<i>agency1</i>	0.071 ***	-0.053 ***	-0.028 **	1.000																	
<i>agency2</i>	0.008	-0.093 ***	-0.033 ***	0.350 ***	1.000																
<i>agency3</i>	0.048 ***	0.211 ***	0.142 ***	0.055 ***	-0.057 ***	1.000															
<i>agency4</i>	-0.044 ***	0.002	-0.031 **	-0.106 ***	-0.028 **	-0.400 ***	1.000														
<i>power1</i>	0.053 ***	0.010	-0.022 *	0.238 ***	0.106 ***	0.049 ***	-0.059 ***	1.000													
<i>power2</i>	0.000	-0.008	-0.001	-0.078 ***	-0.009	-0.041 ***	0.032 ***	-0.105 ***	1.000												
<i>power3</i>	-0.024 **	-0.012	0.009	-0.194 ***	-0.029 **	-0.115 ***	0.055 ***	-0.181 ***	0.515 ***	1.000											
<i>power4</i>	-0.040 ***	-0.044 ***	-0.032 **	-0.006	0.089 ***	-0.022 *	-0.014	0.163 ***	-0.012	0.019	1.000										
<i>size</i>	-0.150 ***	-0.113 ***	-0.032 ***	-0.306 ***	-0.016	-0.346 ***	0.097 ***	-0.172 ***	0.004	0.293 ***	0.017	1.000									
<i>lev</i>	-0.111 ***	0.145 ***	0.045 ***	-0.348 ***	-0.127 ***	-0.184 ***	0.148 ***	-0.120 ***	0.011	0.167 ***	-0.063 ***	0.482 ***	1.000								
<i>ROA</i>	0.038 ***	-0.201 ***	-0.122 ***	0.175 ***	0.128 ***	-0.195 ***	0.111 ***	0.050 ***	0.020 *	-0.012	0.070 ***	0.012	-0.395 ***	1.000							
<i>state</i>	-0.095 ***	-0.001	0.005	-0.482 ***	-0.272 ***	-0.125 ***	0.116 ***	-0.279 ***	0.073 ***	0.272 ***	-0.081 ***	0.375 ***	0.311 ***	-0.138 ***	1.000						
<i>Q</i>	0.108 ***	0.143 ***	0.037 ***	0.220 ***	0.037 ***	0.364 ***	-0.057 ***	0.124 ***	-0.080 ***	-0.211 ***	-0.036 ***	-0.535 ***	-0.363 ***	0.159 ***	-0.276 ***	1.000					
<i>big4</i>	-0.043 ***	-0.026 **	-0.013	-0.119 ***	-0.051 ***	-0.064 ***	0.062 ***	-0.078 ***	-0.030 **	0.097 ***	0.020	0.368 ***	0.103 ***	0.044 ***	0.143 ***	-0.130 ***	1.000				
<i>begin</i>	-0.105 ***	0.088 ***	0.060 ***	-0.576 ***	-0.207 ***	0.028 **	0.079 ***	-0.215 ***	0.053 ***	0.136 ***	0.000	0.264 ***	0.387 ***	-0.173 ***	0.456 ***	-0.125 ***	0.075 ***	1.000			
<i>cash</i>	0.112 ***	-0.007	-0.048 ***	0.198 ***	0.064 ***	0.121 ***	-0.016	0.087 ***	-0.029 **	-0.085 ***	0.002	-0.223 ***	-0.365 ***	0.266 ***	-0.136 ***	0.268 ***	-0.067 ***	-0.183 ***	1.000		
<i>top1</i>	-0.016	-0.092 ***	-0.031 **	-0.081 ***	-0.153 ***	-0.176 ***	0.123 ***	-0.042 ***	-0.027 **	0.023 *	-0.064 ***	0.262 ***	0.054 ***	0.095 ***	0.203 ***	-0.144 ***	0.145 ***	-0.075 ***	0.002	1.000	

注:括号内为回归系数对应 *t* 统计值;\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著。下同。

表 6 投资信息审计意见对投资效率的影响

	Panel A 全样本检验						Panel BPSM 检验					
	<i>abs_inv<sub>t+1</sub></i>	<i>over_inv<sub>t+1</sub></i>	<i>under_inv<sub>t+1</sub></i>	<i>abs_inv<sub>t+1</sub></i>	<i>over_inv<sub>t+1</sub></i>	<i>under_inv<sub>t+1</sub></i>	<i>abs_inv<sub>t+1</sub></i>	<i>over_inv<sub>t+1</sub></i>	<i>under_inv<sub>t+1</sub></i>	<i>abs_inv<sub>t+1</sub></i>	<i>over_inv<sub>t+1</sub></i>	<i>under_inv<sub>t+1</sub></i>
<i>opinion1</i>	-0.002 (-0.90)	-0.007 (-1.61)	-0.001 (-1.07)	0.002 (0.38)	-0.010 (-1.43)	-0.005 (-1.16)						
<i>opinion2</i>		-0.002 (-1.16)	-0.005 (-1.07)	0.0002 (0.24)	0.007 (1.35)	0.007 (0.66)						-0.004 (-0.99)
<i>opinion3</i>		0.001 (0.13)	-0.011 *** (-2.61)	-0.008 ** (-2.00)	-0.015 ** (-2.06)	-0.028 *** (-4.52)						-0.031 * (-1.90)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年份与行业	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
<i>constant</i>	0.035 *** (4.62)	0.035 *** (4.64)	0.080 *** (4.54)	0.080 *** (4.52)	-0.036 *** (-7.34)	-0.036 *** (-7.41)	0.090 (1.61)	0.083 (1.50)	-0.086 (-1.31)	-0.070 (-1.15)	-0.118 ** (-2.34)	-0.112 ** (-2.16)
N	6159	6159	2214	2214	3945	3945	199	199	69	69	130	130
adj. R-sq	0.184	0.184	0.128	0.128	0.327	0.329	0.396	0.418	0.204	0.443	0.602	0.608
F	32.27	31.25	12.23	11.83	56.89	54.93	5.81	6.09	1.83	3.45	8.22	8.16

显著正相关;*agency3* × *op3* 与 *under\_inv* 显著负相关,这表明代理成本低时投资信息审计意见对投资不足的消极影响得到了显著缓解。Panel B 中 *agency* × *op3* 同样显著影响了投资过度和投资不足,与 Panel A 的结果一致。即低代理成本下良好的内部治理环境显著提高了投资信息审计意见对投资效率的改善效果,回归结果支持假设 2。

表 8 验证了管理层权力的调节效应。Panel A 中,*power1* × *op3*、*power2* × *op3*、*power3* × *op3* 和 *power4* × *op3* 与 *over\_inv* 显著正相关,与 *under\_inv* 显著负相关。Panel B 中,除 *power2* × *op3* 与 *over\_inv*、*power4* × *op3* 与 *under\_inv* 相关性不显著外,其他结果与 Panel A 一致。这表明更低的管理层权力提高了投资信息审计意见缓解投资过度的积极效果,抑制了投资信息审计意见加剧投资不足的消极效果,支持假设 3。

综上所述,在代理成本和管理层权力较低时,投资信息审计意见对公司投资效率的改善作用更为显著,因此,良好的内部治理环境是审计意见发挥外部治理作用的重要保障。

表7 代理成本的调节效应

Panel A 全样本检验								
	<i>over_inv<sub>t+1</sub></i>				<i>under_inv<sub>t+1</sub></i>			
	<i>agency1</i>	<i>agency2</i>	<i>agency3</i>	<i>agency4</i>	<i>agency1</i>	<i>agency2</i>	<i>agency3</i>	<i>agency4</i>
<i>opinion2</i>	-0.003 (-0.52)	-0.007 (-0.64)	-0.005 (-0.80)	-0.006 (-1.10)	0.0002 (0.16)	0.002 (1.13)	0.0001 (0.11)	0.0003 (0.34)
<i>opinion3</i>	-0.008* (-1.88)	0.014 (1.07)	-0.017*** (-5.47)	-0.012*** (-4.48)	-0.010** (-2.43)	-0.016*** (-2.74)	-0.001 (-0.24)	-0.006* (-1.76)
<i>agency</i>	-0.003 (-0.65)	-0.001 (-0.54)	-0.008** (-2.03)	-0.001 (-0.80)	0.001 (0.56)	0.0001 (0.12)	-0.001 (-0.97)	0.002*** (4.23)
<i>agency × op2</i>	-0.018 (-1.04)	0.002 (0.15)	0.002 (0.31)	0.002 (0.65)	0.002 (0.31)	-0.003 (-1.53)	0.001 (1.15)	-0.001** (-2.57)
<i>agency × op3</i>	-0.024** (-2.11)	-0.029** (-2.15)	0.036*** (2.74)	-0.006*** (-3.36)	0.042*** (3.47)	0.017** (2.52)	-0.029*** (-6.20)	0.009* (1.71)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年份与行业	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
<i>constant</i>	0.081*** (4.55)	0.080*** (4.55)	0.082*** (4.66)	0.080*** (4.57)	-0.036*** (-7.38)	-0.035*** (-7.29)	-0.036*** (-7.30)	-0.037*** (-7.63)
N	2214	2214	2214	2214	3945	3945	3945	3945
adj. R-sq	0.128	0.128	0.128	0.128	0.33	0.332	0.335	0.332
F	10.80	10.81	10.87	10.84	50.30	51.19	51.45	50.23

Panel B PSM 检验								
	<i>over_inv<sub>t+1</sub></i>				<i>under_inv<sub>t+1</sub></i>			
	<i>agency1</i>	<i>agency2</i>	<i>agency3</i>	<i>agency4</i>	<i>agency1</i>	<i>agency2</i>	<i>agency3</i>	<i>agency4</i>
<i>opinion2</i>	0.015 (0.71)	-0.037** (-2.43)	0.010 (0.91)	0.006 (0.61)	-0.001 (-0.35)	-0.005 (-1.12)	-0.0002 (-0.06)	0.003 (0.75)
<i>opinion3</i>	-0.021*** (-3.02)	-0.0001 (-0.01)	-0.036*** (-6.36)	-0.027*** (-4.94)	-0.001 (-0.03)	0.016 (0.94)	-0.035** (-2.23)	-0.040*** (-4.24)
<i>agency</i>	0.016 (0.97)	-0.001 (-0.15)	-0.044* (-1.76)	0.001 (0.23)	0.001 (0.12)	0.009 (1.40)	-0.029** (-2.33)	0.016*** (3.59)
<i>agency × op2</i>	-0.043 (-0.78)	0.049*** (5.07)	0.027 (0.93)	0.005 (0.59)	-0.163*** (-2.84)	-0.058*** (-3.51)	0.032 (1.36)	-0.187*** (-3.70)
<i>agency × op3</i>	-0.038* (-1.73)	-0.031*** (-2.89)	0.070** (2.58)	-0.004* (-1.82)	0.042* (1.92)	0.017** (2.42)	-0.007** (-2.16)	0.004** (2.29)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年份与行业	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
<i>constant</i>	-0.073 (-1.13)	-0.052 (-1.05)	0.003 (0.06)	-0.028 (-0.52)	-0.106* (-1.96)	-0.090 (-1.64)	-0.081* (-1.67)	-0.113** (-2.45)
N	69	69	69	69	130	130	130	130
adj. R-sq	0.443	0.532	0.536	0.526	0.615	0.652	0.638	0.660
F	3.17	4.09	4.15	4.02	7.63	8.75	8.33	9.08

(五) 进一步分析

1. 资本成本的中介效应检验

投资信息审计意见对投资效率的作用可以通过两种途径实现:强化内部监督和约束外部融资环境。本文首先以资本成本作为中介变量验证外部融资约束的中介效应。根据陈瑞等、温忠麟等的研究<sup>[33-34]</sup>,本文用 Bootstrap 方法对资本成本的中介效应进行检验,并构建如下方程组:

$$y_{i,t+1} = \delta_0 + \delta_1 opinion3_{i,t} + \delta_2 y_{i,t} + \delta_3 size_{i,t} + \delta_4 lev_{i,t} + \delta_5 ROA_{i,t} + \delta_6 state_{i,t} + \delta_7 Q_{i,t} + \delta_8 big4_{i,t} + \delta_9 begin_{i,t} + \delta_{10} cash_{i,t} + \delta_{11} top1_{i,t} + \varepsilon_1 \quad (a)$$

$$r_{i,t+1} = \eta_0 + \eta_1 opinion3_{i,t} + \eta_2 y_{i,t} + \eta_3 size_{i,t} + \eta_4 lev_{i,t} + \eta_5 ROA_{i,t} + \eta_6 state_{i,t} + \eta_7 Q_{i,t} + \eta_8 big4_{i,t} + \eta_9 begin_{i,t} + \eta'_{10} cash_{i,t} + \eta'_{11} top1_{i,t} + \varepsilon_2 \quad (b)$$

$$y_{i,t+1} = \delta'_0 + \delta'_1 opinion3_{i,t} + \lambda r_{i,t+1} + \delta'_2 y_{i,t} + \delta'_3 size_{i,t} + \delta'_4 lev_{i,t} + \delta'_5 ROA_{i,t} + \delta'_6 state_{i,t} + \delta'_7 Q_{i,t} + \delta'_8 big4_{i,t} + \delta'_9 begin_{i,t} + \delta'_{10} cash_{i,t} + \delta'_{11} top1_{i,t} + \varepsilon_3 \quad (c)$$

丁 含,等:投资信息审计意见可以提高公司投资效率吗?

表 8 管理层权力的调节效应

Panel A 全样本检验								
	<i>over_inv<sub>t+1</sub></i>				<i>under_inv<sub>t+1</sub></i>			
	<i>power1</i>	<i>power2</i>	<i>power3</i>	<i>power4</i>	<i>power1</i>	<i>power2</i>	<i>power3</i>	<i>power4</i>
<i>opinion2</i>	-0.014 *** (-2.92)	-0.030 (-0.90)	-0.023 (-0.67)	-0.008 (-0.83)	0.001 (0.77)	0.008 (0.80)	0.013 (1.62)	0.0002 (0.10)
<i>opinion3</i>	-0.014 *** (-5.45)	-0.048 *** (-2.78)	-0.100 *** (-2.99)	-0.023 *** (-4.00)	-0.003 (-0.74)	0.066 *** (2.92)	0.063 * (1.85)	0.008 * (1.72)
<i>power</i>	-0.001 (-0.40)	-0.019 (-1.54)	-0.004 (-1.09)	-0.0003 (-1.47)	0.001 (1.00)	0.001 (0.14)	-0.0002 (-0.16)	0.0001 * (1.91)
<i>power × op2</i>	0.028 ** (2.18)	0.039 (0.69)	0.008 (0.49)	0.001 (0.54)	-0.002 (-1.27)	-0.012 (-0.79)	-0.006 (-1.59)	0.0001 (0.54)
<i>power × op3</i>	0.048 *** (13.06)	0.061 * (1.88)	0.042 ** (2.55)	0.005 ** (2.36)	-0.031 *** (-3.30)	-0.117 *** (-2.95)	-0.032 ** (-2.04)	-0.003 ** (-2.51)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年份与行业	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
<i>constant</i>	0.081 *** (4.54)	0.092 *** (4.62)	0.085 *** (4.69)	0.072 *** (3.73)	-0.036 *** (-7.36)	-0.037 *** (-6.68)	-0.036 *** (-7.08)	-0.041 *** (-7.14)
N	2214	2214	2214	2214	3945	3945	3945	3945
adj. R-sq	0.130	0.128	0.128	0.134	0.332	0.331	0.331	0.328
F	10.97	10.84	10.83	9.57	49.56	50.41	50.71	39.37

Panel B PSM 检验								
	<i>over_inv<sub>t+1</sub></i>				<i>under_inv<sub>t+1</sub></i>			
	<i>power1</i>	<i>power2</i>	<i>power3</i>	<i>power4</i>	<i>power1</i>	<i>power2</i>	<i>power3</i>	<i>power4</i>
<i>opinion2</i>	-0.002 (-0.23)	-0.131 * (-1.83)	-0.163 (-1.61)	0.0001 (0.01)	0.005 (0.91)	-0.001 (-0.17)	-0.003 (-0.74)	0.003 (0.46)
<i>opinion3</i>	-0.028 *** (-5.10)	-0.075 ** (-2.20)	-0.135 *** (-2.73)	-0.049 *** (-5.95)	-0.047 *** (-4.50)	-0.224 ** (-2.29)	-0.204 *** (-4.42)	-0.090 *** (-2.86)
<i>power</i>	0.008 (1.67)	-0.039 (-0.95)	-0.009 (-0.51)	-0.0004 (-0.40)	0.0003 (0.07)	-0.012 (-0.41)	-0.008 (-0.75)	-0.001 (-1.50)
<i>power × op2</i>	0.021 (1.05)	0.227 * (1.84)	0.082 (1.61)	0.0004 (0.17)	0.043 ** (2.35)	0.320 * (1.92)	0.079 *** (3.82)	0.075 *** (3.08)
<i>power × op3</i>	0.026 * (1.88)	0.076 (1.46)	0.050 ** (2.25)	0.006 *** (3.80)	-0.012 * (-1.80)	-0.003 ** (-2.03)	-0.0002 ** (-2.53)	-0.0002 (-0.61)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年份与行业	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
<i>constant</i>	-0.0003 (-0.01)	-0.021 (-0.28)	-0.050 (-0.73)	0.006 (0.12)	-0.098 * (-1.83)	-0.109 ** (-2.02)	-0.103 * (-1.84)	-0.095 (-1.59)
N	69	69	69	69	130	130	130	130
adj. R-sq	0.552	0.477	0.506	0.459	0.619	0.608	0.611	0.614
F	4.35	3.48	3.79	3.01	7.76	7.46	7.53	7.09

资本成本的计算见公式(5)。借鉴毛新述等的研究<sup>[35]</sup>,公式中  $r_t$  为上市公司第  $t$  期的权益资本成本;  $FEPS_{t+2}$  为分析师预测的上市公司在  $t+2$  期的每股收益均值;  $FEPS_{t+1}$  为分析师预测的上市公司在  $t+1$  期的每股收益均值;  $P_t$  为上市公司第  $t$  期末的股票价格,为  $t$  期期末最后一个交易日的开盘价和收盘价的均值。

$$r_t = \frac{FEPS_{t+2} - FEPS_{t+1}}{P_t} \quad (5)$$

根据 Bootstrap 方法,在进行中介效应检验时首先要检验  $\eta_1 \times \lambda$  的显著性,当  $\eta_1 \times \lambda$  显著后再进一步检验  $\delta'_1$  以及  $\eta_1 \times \lambda \times \delta'_1$  的显著性,中介效应的成立不以  $\delta_1$  显著为前提<sup>[36]</sup>。最终的检验结果如表 9 所示,反映资本成本( $r$ )对投资过度和投资不足中介效应的置信区间(95%水平下)分别为(-0.0023, 0.0009)和(-0.0003, 0.0007),均包含 0,因此,资本成本的中介效应不显著,需要探讨其他中介效应。

2. 内部监督的中介效应检验

我国企业的内部监督主要是指股东通过董事会、监事会以及股东大会对高管的行为进行监督,通过构建“三会”对“一层”的监督机制缓解管理层的不良行为<sup>[37]</sup>。以往研究表明,“三会”会议次数可以反映公司的内部监



督水平<sup>[38-39]</sup>。因此,本文以“三会”会议次数(*confer*)衡量公司的内部监督水平,检验内部监督的中介效应,结果如表 10 所示。因变量为 *over\_inv* 时,内部监督中介效应的置信区间为(-0.0045, -0.0010),表明内部监督的中介效应显著。因变量为 *under\_inv* 时,内部监督中介效应的置信区间为(-0.0001, 0.0005),包含 0,中介效应不显著。以上结果说明投资信息审计意见以加强公司内部监督为路径缓解了公司的投资过度行为。

表 9 资本成本的中介检验结果

	<i>over_inv<sub>t+1</sub></i>		<i>under_inv<sub>t+1</sub></i>	
	<i>r<sub>t+1</sub></i>	<i>over_inv<sub>t+1</sub></i>	<i>r<sub>t+1</sub></i>	<i>under_inv<sub>t+1</sub></i>
<i>opinion3</i>	-0.0172 (-0.68)	-0.0079 (-0.54)	-0.0082 (-0.61)	-0.0201 *** (-6.09)
<i>r<sub>t+1</sub></i>		0.0243 (1.46)		-0.0167 *** (-3.07)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Bootstrap 检验	ind eff(-0.0023, 0.0009)		ind eff(-0.0003, 0.0007)	

表 10 内部监督的中介检验结果

	<i>over_inv<sub>t+1</sub></i>		<i>under_inv<sub>t+1</sub></i>	
	<i>confer<sub>t+1</sub></i>	<i>over_inv<sub>t+1</sub></i>	<i>confer<sub>t+1</sub></i>	<i>under_inv<sub>t+1</sub></i>
<i>opinion3</i>	0.4043 *** (3.51)	-0.0064 (-0.80)	0.2432 *** (3.37)	-0.0118 *** (-5.66)
<i>confer<sub>t+1</sub></i>		-0.0031 ** (-2.06)		0.0008 * (1.76)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Bootstrap 检验	indef(-0.0045, -0.0010)		indef(-0.0001, 0.0005)	

(六) 稳健性检验

由于因变量 *abs\_inv*、*over\_inv* 和 *under\_inv* 均为受限变量,故本文采用 Tobit 模型进行稳健性检验,结果见表 11(由于主回归中 *abs\_inv* 与 *opinion3* 不显著,因此仅对 *over\_inv* 和 *under\_inv* 进行检验)。结果显示 Tobit 模型结果与主回归检验结果无实质性差异。

表 11 Tobit 模型检验结果

	<i>over_inv<sub>t+1</sub>(ll(0))</i>								
		<i>agency1</i>	<i>agency2</i>	<i>agency3</i>	<i>agency4</i>	<i>power1</i>	<i>power2</i>	<i>power3</i>	<i>power4</i>
<i>opinion2</i>	-0.005 (-1.21)	-0.003 (-0.64)	-0.007 (-0.88)	-0.005 (-0.94)	-0.006 (-1.23)	-0.014 *** (-2.57)	-0.030 (-0.64)	-0.023 (-0.47)	-0.008 (-1.68)
<i>opinion3</i>	-0.011 * (-1.35)	-0.008 (-0.96)	0.014 (0.70)	-0.171 * (-1.83)	-0.124 (-1.55)	-0.014 * (-1.77)	-0.048 (-1.02)	-0.010 (-1.28)	-0.023 * (-1.68)
<i>agency/power</i>		-0.003 (-0.69)	-0.001 (-0.54)	-0.008 (-1.38)	-0.001 (-0.75)	-0.001 (-0.41)	-0.019 * (-1.60)	-0.004 (-1.14)	-0.0003 (-1.42)
<i>agency × op2/power × op2</i>		-0.018 (-0.85)	0.002 (0.18)	0.002 (0.23)	0.002 (0.56)	0.028 *** (2.87)	0.039 (0.53)	0.008 (0.36)	0.001 (0.45)
<i>agency × op3/power × op3</i>		-0.024 * (-2.42)	-0.029 * (-1.95)	0.036 * (1.72)	-0.006 (-1.21)	0.048 * (1.58)	0.061 * (1.70)	0.042 ** (1.93)	0.005 * (1.72)
<i>LR chi2</i>	232.93 ***	335.35 ***	335.66 ***	337.22 ***	336.46 ***	339.86 ***	336.53 ***	336.05 ***	296.35 ***
	<i>under_inv<sub>t+1</sub>(ll(0))</i>								
		<i>agency1</i>	<i>agency2</i>	<i>agency3</i>	<i>agency4</i>	<i>power1</i>	<i>power2</i>	<i>power3</i>	<i>power4</i>
<i>opinion2</i>	0.0002 (0.23)	0.0001 (0.15)	0.002 (1.13)	0.0001 (0.11)	0.0003 (0.33)	0.001 (0.77)	0.008 (0.72)	0.013 (1.44)	0.0002 (0.09)
<i>opinion3</i>	0.008 *** (-3.69)	-0.010 *** (-4.53)	-0.016 *** (-5.66)	-0.001 (-0.32)	-0.006 *** (-2.91)	-0.003 (-1.17)	0.066 *** (3.26)	0.063 *** (3.29)	0.008 ** (2.25)
<i>agency/power</i>		0.001 (0.63)	0.0001 (0.12)	-0.001 (-0.59)	0.002 *** (3.91)	0.001 (1.04)	0.0004 (0.14)	-0.0002 (-0.16)	0.0001 * (1.84)
<i>agency × op2/power × op2</i>		0.002 (0.29)	-0.003 (-1.42)	0.001 (0.66)	-0.001 (-1.56)	-0.002 (-1.12)	-0.012 (-0.70)	-0.006 (-1.43)	0.0001 (0.42)
<i>agency × op3/power × op3</i>		0.042 *** (3.03)	0.017 *** (4.37)	-0.029 *** (-5.87)	0.009 *** (2.08)	-0.031 *** (-5.60)	-0.117 *** (-3.66)	-0.032 *** (-3.70)	-0.003 *** (-4.51)
<i>LR chi2</i>	1602.32 ***	1612.20 ***	1623.79 ***	1639.80 ***	1623.62 ***	1606.87 ***	1616.16 ***	1618.34 ***	1317.56 ***

此外,本文参考陈国辉和伊闽南、权小锋等的方法构建管理层权力综合指标进行补充检验<sup>[31-32]</sup>。以主成分分析方法对董事长和总经理兼任情况、董事会规模、内部董事占比、CEO 任期和 CEO 是否持股五个变量构建综合指标(*score*),检验管理层权力为调节变量时投资信息审计意见对投资效率的影响。结果如表 12 所示,*score × op3* 与投资效率仍显著相关,与主回归模型结果一致。

## 六、研究结论

本文根据审计报告所披露的信息内容,将审计意见依据增量信息分为:标准无保留审计意见、非投资信息审计意见和投资信息审计意见,研究审计意见中投资事项增量信息经济后果。研究结果表明:投资信息审计意见具有缓解投资过度的正面作用,但也具有加剧投资不足的负面作用;内部治理环境具有调节效应,当代理成本较低、管理层权力较小时,投资信息审计意见缓解投资过度的正面作用得到提升、加剧投资不足的负面作用受到抑制。进一步进行中介效应检验发现,审计意见对投资过度的影响主要是通过加强股东对内监督的路径实现的,而约束融资环境、提高资本成本的中介效应并不显著。这一结果表明外部市场对投资信息审计意见的关注程度较低。

本文的研究结论表明,投资信息审计意见可以显著影响公司投资效率,具有额外的信息价值。由此产生的启示是:首先,审计信息使用者在解读审计报告时应从多维度关注审计师对公司情况的说明及意见,而不是仅仅关注审计意见类型;其次,针对审计意见经济后果的研究,未来应更加关注审计意见中其他信息的额外价值。本文的结果也反映出2018年1月1日开始在所有上市公司中实施《中国注册会计师审计准则第1504号——在审计报告中沟通关键审计事项》的重要意义,引导审计师在审计报告中合理披露审计关键事项、提高审计意见信息含量,有助于更好地发挥审计意见的外部治理作用,有利于帮助上市公司提高投资效率、优化上市公司资源配置。

本文研究还存在以下不足之处:第一,由于审计意见中标准无保留审计意见占比较大(样本中每年占比在96%以上),导致投资信息审计意见在样本中占比较低,本文虽已采取PSM模型对此进行了稳健性检验,但仍可能影响结论的准确性;第二,中介效应检验没能发现导致投资信息审计意见加剧投资不足的影响路径,这些有待未来进一步探讨。

## 参考文献:

- [1] 周楷唐,麻志明,吴联生.持续经营审计意见是否具有额外价值?——来自债务融资的证据[J].会计研究,2016(8):81-88.
- [2] Firth M. Qualified audit opinion: Their impact on investment decision[J]. The Accounting Review, 1978, 53(3): 642-650.
- [3] Kausar A, Lennox C. Balance sheet conservatism and audit reporting conservatism[J]. Journal of Business Finance and Accounting, 2017, 44(7-8): 897-924.
- [4] Firth M. A note on the impact of audit qualifications on lending and credit decisions[J]. Journal of Banking and Finance, 1980, 4(3): 257-267.
- [5] Chen P F, He S H, Ma Z M, et al. The information role of audit opinions in debt contracting. Journal of Accounting and Economics, 2016, 61(1): 121-144.
- [6] 张立民,邢春玉,李琰.持续经营审计意见、管理层自信与投资效率[J].审计研究,2017(1):52-58.
- [7] Dopuch N, Holrhhausen R, Lefrwich R. Abnormal stock returns associated with media disclosure of subject to qualified audit opinion[J]. Journal of Accounting and Economics, 1986, 71(8): 93-118.
- [8] Gimbar C, Hansen B, Ozlanski M E. The Effects of critical audit matter paragraphs and accounting standard precision on auditor liability[J]. The Accounting Review, 2016, 91(6): 1629-1646.
- [9] Bae G S, Choi S U, Dan S D, et al. Auditors and client investment efficiency[J]. The Accounting Review, 2017, 92(2): 19-40.
- [10] Boubaker S, Houcine A, Ftiti Z, Masri H. Does audit quality affect firms' investment efficiency? [J]. Journal of the Operational Research Society, 2018, 69(10): 1688-1699.
- [11] 雷光勇,邱保印,王文忠. 社会信任、审计师选择与企业投资效率[J]. 审计研究, 2014(4): 72-80.
- [12] 李明娟,颜琦. 审计质量、产权性质对上市公司投资效率的影响[J]. 商业研究, 2020(4): 132-138.
- [13] 张俊民,刘晟勇. 审计意见、企业投资与实物期权价值——基于我国证券市场的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2019(3): 32-41.
- [14] 韩冬梅,张继勋. 关键审计事项披露与审计人员感知的审计责任[J]. 审计研究, 2018(4): 70-76.
- [15] 刘颖斐,张小虎. 企业诉讼风险与审计收费——基于关键审计事项披露视角[J]. 审计与经济研究, 2019(6): 33-45.
- [16] 杨明增,张钦成,王子涵. 审计报告新准则实施对审计质量的影响研究——基于2016年A+H股上市公司审计的准自然实验证据[J]. 审计研究, 2018(5): 74-81.

表 12 管理层权力综合指标的调节效应

	<i>over_inv<sub>t+1</sub></i>	<i>under_inv<sub>t+1</sub></i>
<i>opinion2</i>	-0.005 (-0.85)	-0.0001 (-0.05)
<i>opinion3</i>	-0.009** (-1.96)	-0.004 (-1.02)
<i>score</i>	-0.001 (-0.81)	-0.0003 (-1.95)
<i>score × op2</i>	0.001 (0.20)	0.0003 (0.09)
<i>score × op3</i>	0.008* (1.65)	-0.002* (-1.95)
控制变量	已控制	已控制
年份与行业	已控制	已控制
N	2214	3945
adj. R-sq	0.132	0.324
F	9.41	47.48

- [17] 周兰, 桂许健. 关键审计事项与公司投资效率——基于投资信息的视角[J]. 工业技术经济, 2020(6): 54-60.
- [18] 李永壮, 刘重庆, 何金曙. 自由现金流、控股股东与过度投资——基于 A 股上市公司的实证研究[J]. 投资研究, 2017(5): 131-138.
- [19] 彭若弘, 于文超. 环境不确定性、代理成本与投资效率[J]. 投资研究, 2018(10): 41-52.
- [20] 吴应军. 经理人代理对投资效率的影响——基于中国上市家族企业的研究[J]. 当代经济科学, 2016(3): 91-105.
- [21] 罗明琦. 企业产权、代理成本与企业投资效率——基于中国上市公司的经验证据[J]. 中国软科学, 2014(7): 172-184.
- [22] 谭庆美, 陈欣, 张娜, 董小芳. 管理层权力、外部治理机制与过度投资[J]. 管理科学, 2015(4): 59-70.
- [23] Finkelstein S. Power in top management teams; Dimensions, measurement, and validation[J]. Academy of Management Journal, 1992, 35(3): 505-538.
- [24] 王茂林, 何玉润, 林慧婷. 管理层权力、现金股利与企业投资效率[J]. 南开管理评论, 2014(2): 13-22.
- [25] 谢佩洪, 汪春霞. 管理层权力、企业生命周期与投资效率——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论, 2017(1): 57-66.
- [26] 蔡远宇. 税收征管、管理者权力与投资效率[J]. 财务与金融, 2019(1): 26-33.
- [27] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 34(11): 159-189.
- [28] 杜跃平, 徐杰. CEO 股票期权激励与并购决策关系研究——代理成本的中介作用和 CEO 过度自信的调节作用[J]. 审计与经济研究, 2016(4): 50-61.
- [29] 朱春艳, 伍利娜, 田利辉. 代理成本及弹性信息披露对审计意见的影响[J]. 中国会计评论, 2016(3): 381-400.
- [30] Hu A, Kumar P. Managerial entrenchment and payout policy[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2004, 19(4): 759-790.
- [31] 陈国辉, 伊闽南. CEO 权力强度、内部控制与创业板上市公司盈利预测质量[J]. 审计与经济研究, 2018(5): 46-54.
- [32] 权小锋, 吴世农, 文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 经济研究, 2010(11): 73-86.
- [33] 陈瑞, 郑毓煌, 刘文静. 中介效应分析: 原理、程序、Bootstrap 方法及其应用[J]. 营销科学学报, 2013(4): 120-135.
- [34] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 2014(5): 731-745.
- [35] 毛新述, 叶康涛, 张岷. 上市公司权益资本成本的测度与评价——基于我国证券市场的经验检验[J]. 会计研究, 2012(11): 12-22.
- [36] 董艳, 李凤. 管理层持股、股利政策与代理问题[J]. 经济学(季刊), 2011(3): 1015-1038.
- [37] 陈共荣, 王慧, 谢珊珊. 内部监督对盈余管理行为的抑制作用研究基于高管变更的视角[J]. 财经理论与实践, 2015(3): 66-71.
- [38] 谷祺, 于东智. 公司治理、董事会行为与经营绩效[J]. 财经问题研究, 2001(1): 58-65.
- [39] Wright D W. Evidence on the relation between corporate governance characteristic and the quality of financial reporting[R]. Working Paper, 1996.

[责任编辑: 刘 茜]

## Can Incremental Information of Audit Opinions Improve Investment Efficiency? Research on the Regulating Role of Corporate Internal Governance

DING Han<sup>1</sup>, XU Yun<sup>1</sup>, ZHAO Jing<sup>2</sup>

(1. School of Business, Renmin University of China, Beijing 100872, China; 2. Shijiazhuang People's Hospital, Shijiazhuang 050031, China)

**Abstract:** By manually sorting out the incremental information of investment items in the audit report from 2013 to 2015, this paper studies the relationship between the incremental information of investment items in the audit opinion and the company's investment efficiency. The empirical results show that the investment information audit opinion has a positive effect on alleviating over-investment, but also has a negative effect on aggravating under-investment; the internal governance environment has a regulatory effect. Further test shows that promoting shareholders to strengthen internal supervision is an important way for investment information audit opinion to play its role. The results show that the incremental information related to investment matters in audit opinion has an additional value.

**Key Words:** audit opinion; incremental information; investment efficiency; agency cost; managerial power; internal control; corporate governance; internal supervision