

# 关键审计事项影响公司债券信用评级吗？

——基于结论性评价视角

冯晓晴

(中国人民大学 商学院,北京 100872)

**[摘要]**采用2018—2019年A股上市公司发行公司债券的数据,从结论性评价视角探究关键审计事项对公司债券信用评级的影响及其作用机制。研究发现,关键审计事项结论性评价越积极,公司债券信用评级越高。进一步考虑审计能力和审计独立性的影响后发现,在被大规模事务所和对客户经济依赖程度较低的事务所审计的公司中,关键审计事项积极结论性评价对公司债券信用评级的正向作用更强。采用倾向评分匹配法(PSM)和处理效应模型控制内生性问题后,上述研究结论依然成立。作用机制检验发现,关键审计事项积极结论性评价增强了信用评级分析师对关键审计事项相关会计信息可靠性的信心,从而促使信用评级分析师对公司债券出具更高的信用评级。从公司债券信用评级视角为我国审计报告新准则改革的政策效果提供了新颖的经验证据,对进一步完善关键审计事项披露具有重要启示。

**[关键词]**关键审计事项;结论性评价;公司债券;信用评级;审计意见;审计独立性;审计能力

**[中图分类号]**F239.43 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2021)04-0056-13

## 一、引言

传统审计报告模式被质疑是简单的“通过或否决”意见书,缺乏沟通价值。为满足使用者对审计报告信息含量的需求,各国准则制定机构纷纷开展审计报告模式改革。国际审计准则与鉴证理事会(IAASB)要求会计师在截至2016年12月15日及之后的财务报表审计中应用新审计报告准则《ISA701在独立审计师报告中沟通关键审计事项》。美国公众公司会计监督委员会(PCAOB)颁布的新审计报告准则要求大规模公司(其他公司)自2019年6月30日(2020年12月15日)起在审计报告中披露关键审计事项。《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》要求A+H股上市公司自2017年1月1日起在审计报告中披露关键审计事项,其他所有上市公司自2018年1月1日开始执行该项审计报告新准则。关键审计事项是审计师根据职业判断认为存在较高重大错报风险的、涉及管理层重大判断的、存在舞弊风险较高的事项。

新审计报告准则实施后,学者们开始考察关键审计事项是否提高了审计报告的沟通价值,但是并没有得到一致的研究结论。有研究发现关键审计事项提供了增量信息<sup>[1]</sup>,引发了积极的市场反应<sup>[2]</sup>,改变了投资者决策<sup>[3-4]</sup>,提高了股票分析师盈余预测准确性<sup>[5]</sup>。亦有研究发现关键审计事项没有提供增量信息,并没有影响投资者决策<sup>[6-7]</sup>。审计报告使用者的差异可能是导致现有研究结论存在分歧的原因之一。作为重要的审计报告使用者,公司债券信用评级分析师通过查阅审计报告及经过审计的财务报告来分析发债公司的财务风险,进而评估公司债券的违约风险,最终为公司债券出具相应的信用评级<sup>[8-10]</sup>。因此,基于公司债券信用评级分析师的视角研究关键审计事项的沟通价值对于检验审计报告改革的效果具有重要意义。关键审计事项是否以及如何影响信用评级分析师对公司债券出具的信用评级?目前尚未有经验证据给予回答。

信用评级分析师基于经注册会计师审计后的财务报告来评估发债公司财务风险<sup>[8-9]</sup>。外部独立审计对发债公司财务信息的鉴证直接影响信用评级分析师对公司债券违约风险的评估,进而影响其出具的信用评级<sup>[10]</sup>。新准则虽然没有要求审计师为关键审计事项提供结论性评价,但在审计实践中,有审计师自愿提供了结论性评价。相关描述可以概括为:该事项的会计处理是合理的;该事项的会计处理是可接受的;没有发现该事项的会计处理存在重大问题。依据心理学的属性框架效应理论,不同类型的结论性评价代表审计师在不同积极程度的框架内描述审计结果,直接影响公司债券信用评级分析师对关键审计事项相关会计信息可靠性的信心,从而影响

**[收稿日期]**2020-11-13

**[作者简介]**冯晓晴(1993—),女,内蒙古赤峰人,中国人民大学商学院博士研究生,从事审计与资本市场研究,E-mail:fxq1993@163.com。

其对公司债券出具的信用评级。

本文选取2018—2019年A股上市公司发行的公司债券为样本,从结论性评价视角研究关键审计事项对公司债券信用评级的影响及其作用机制。研究发现:(1)关键审计事项结论性评价越积极,公司债券信用评级越高;(2)考虑审计能力和审计独立性的影响后发现,在被大规模事务所和对客户经济依赖程度较低的事务所审计的公司中,关键审计事项积极结论性评价对公司债券信用评级的正向影响更强;(3)作用机制检验发现,关键审计事项积极结论性评价增强了信用评级分析师对关键审计事项相关会计信息可靠性的信心,从而促使信用评级分析师对公司债券出具更高的信用评级。

本文可能的研究贡献如下:第一,本文以公司债券市场上的信息中介——信用评级分析师作为切入点,考察关键审计事项的沟通价值,为关键审计事项的政策效应提供了新的经验证据。已有研究从盈余预测准确性的视角考察了关键审计事项对股票分析师的影响<sup>[5]</sup>。虽然债券分析师与股票分析师均属于证券分析师,但是其关注的焦点信息不同。股票分析师主要关注公司未来盈利能力与成长机会相关的信息,而债券分析师主要关注公司未来偿债能力与企业风险相关的信息<sup>[11]</sup>。关键审计事项是来源于审计师视角的企业风险信息。关键审计事项结论性评价的积极程度反映了审计师对相关风险信息可靠性的保证程度。因此审计师对关键审计事项的积极结论性评价在信用评级分析师评估公司违约风险的过程中具有更大的潜在意义。第二,本文基于心理学理论拓展了公司债券信用评级的决定因素研究。现有文献主要基于委托代理理论考察外部审计对公司债券信用评级的影响<sup>[12-14]</sup>,而本文创新性地引入心理学属性框架效应理论。不同类型的审计事项结论性评价可以被视为审计师在不同的框架内描述关键审计事项的审计结果,直接影响信用评级分析师对相关会计信息可靠性的主观感知。关键审计事项结论性评价越积极,信用评级分析师对相关会计信息可靠性的信心越强,从而为公司债券出具越高的信用评级。

## 二、文献回顾

### (一)关键审计事项的经济后果研究

自审计报告改革之初,关键审计事项的经济后果就成为学者们关注的热点问题。现有研究主要围绕关键审计事项对投资者、股票分析师、审计师以及管理者的影响展开,但尚没有得到一致的研究结论。

对于关键审计事项是否为投资者提供了对决策有用的信息,有学者发现披露关键审计事项不但直接为投资者提供了增量信息<sup>[1-2,4,15-16]</sup>,而且具有信号效应,对阅读财务报表起到了索引的作用,有助于提高投资者的决策效率<sup>[3,17-18]</sup>。亦有学者发现关键审计事项所反映的风险信息大多已经在管理者发布的盈余公告、电话会议或者以前年度的年报中披露,并没有提供增量信息<sup>[6-7]</sup>。对于关键审计事项对股票分析师盈余预测的影响,有研究发现关键审计事项提高了股票分析师盈余预测准确性<sup>[5]</sup>,亦有研究发现股票分析师并没有关注关键审计事项信息<sup>[19]</sup>。对于关键审计事项对审计师的影响,有学者基于罪责控制理论认为要求披露关键审计事项会增加审计师的法律责任<sup>[20]</sup>,使得审计师增加努力程度,进而提高审计质量<sup>[21-22]</sup>。然而也有学者基于情感判定理论认为披露关键审计事项是审计师事前风险披露的一种形式,对财务信息使用者形成一种预警,由此可以降低自身法律责任风险<sup>[23-24]</sup>,从而并不会影响审计定价和审计质量<sup>[25]</sup>。对于关键审计事项对管理者的影响,有研究发现披露关键审计事项会提升审计师的职业怀疑态度,从而抑制管理层盈余管理行为<sup>[26-28]</sup>,提高审计后会计信息质量<sup>[29]</sup>,但也有研究发现没有显著影响<sup>[25]</sup>。

### (二)公司债券信用评级影响因素研究

公司债券信用评级是评级机构在公司整体拖欠利息或本金的概率基础上,考虑到保护债权人免受下行风险的具体债券契约特征而发布的评级。因此,学者们围绕着公司内部特征、外部监管环境、公司债券契约具体条款三个方面探讨公司债券信用评级影响因素。基于公司内部特征视角,第一大股东持股比例越低、高管权力越小、董事会独立性越高、内部控制质量越高、会计信息质量越高,内部人侵占公司资源的能力越差,债权人面临的违约风险和信用风险较低,因而评级机构会出具较高的信用评级<sup>[30-35]</sup>;受教育水平高的董事以及能力较强的高管是公司高质量的人力资本,能够更好地带领公司适应环境的变化,及时进行战略变革,从而能够保证公司未来的经营绩效,降低未来违约风险,因此债券评级机构会给予较高的信用评级<sup>[36-37]</sup>;财务信息披露的文本可读性越高,评级机构对公司基本面评估的不确定性越低,从而给出较高的信用评级<sup>[38]</sup>;以企业社会责任绩效和环境

信息为代表的非财务信息披露质量越高,公司未来发生债务违约的概率越小,因而能够得到较高的信用评级<sup>[39-40]</sup>。基于外部监管环境视角,外部审计师独立性越高,审计质量越高,发挥的信息鉴证和保险作用越大,信用评级越高<sup>[12-14]</sup>;股票分析师关注度越高,其监管作用和信息中介作用越大,提高了公司债券信用评级<sup>[41]</sup>;对债券投资者权益的法律保护程度越高,评级机构评估的信用评级越高<sup>[42]</sup>。基于公司债券契约具体条款视角,公司债券契约中包含的对股利支付、负债再融资、资产置换等行为的限制条款抑制了股东从债券持有人手里转移财富的能力,因而对应较高的信用评级<sup>[43]</sup>。

综上,现有关键审计事项沟通价值的研究主要聚焦股票市场投资者或信息中介(股票分析师),鲜有文献聚焦公司债券市场投资者或信息中介(信用评级分析师)。信用评级分析师是审计报告的重要使用者之一,为此,本文基于我国新审计报告准则改革的研究契机,探究审计报告中关键审计事项如何影响信用评级分析师对公司债券出具的信用评级。

### 三、理论分析与研究假设

信用评级分析师是审计报告的重要使用者。第一,经过审计的财务报告是信用评级分析师进行财务分析的重要信息来源。Akins 和 Kraft 研究发现,虽然信用评级分析师有机会通过实地调研获取公司私有信息,但是经过审计的财务报告所提供的财务信息仍然在其出具债券信用评级的过程中发挥着重要作用<sup>[8-9]</sup>。这一结论也可以从信用评级分析师出具的信用评级报告中得到证实。具体而言,信用评级报告重要组成部分之“财务分析”章节的开篇阐述为“以下财务分析基于公司提供的经 X 会计师事务所审计并出具 X 意见的 X 年审计报告”。第二,审计能够增强信用评级分析师对发债公司财务报告质量的信心。Dedman 和 Kausar 研究发现,与经过审计的公司相比,未经审计的公司虽然报告了更高的利润,信用评级分析师出具的信用评级却更低,原因就是信用评级分析师对没有经过审计鉴证的财务报告质量缺乏信心<sup>[10]</sup>。

关键审计事项积极结论性评价影响信用评级分析师对发债公司财务信息的信心,从而影响其对公司债券出具的信用评级。关键审计事项是审计师根据职业判断认为存在较高重大错报风险、涉及管理层重大判断、存在舞弊风险较高的事项。通过观察审计实践,我们可以发现,审计师对关键审计事项的结论性评价存在以下四种类型:该事项的会计处理是合理的;该事项的会计处理是可以接受的;没有发现该事项的会计处理存在重大问题;无结论性评价相关的描述。依据心理学的属性框架效应理论,基于不同的信息呈现方式,决策者对客观上相同的事物给出不同的主观评估。对于同一个事物,与消极的语言描述(消极框架)相比,积极的语言描述(积极框架)会让决策者产生更积极的主观评价<sup>[44]</sup>。不同积极程度的结论性评价可以被视为审计师在不同的框架内描述关键审计事项的审计结果,直接引导财务信息使用者对相关会计信息可靠性形成不同的主观感知<sup>[3]</sup>。具体而言,当结论性评价为“关键审计事项的会计处理是合理的”时,信用评级分析师感知的相关会计信息可靠性最高;当结论性评价为“关键审计事项的会计处理是可以接受的”时,信用评级分析师感知的相关会计信息可靠性较高;当结论性评价为“没有发现关键审计事项的会计处理存在重大问题”时,信用评级分析师感知的相关会计信息可靠性一般。审计师对关键审计事项审计结果的描述越积极,信用评级分析师对关键审计事项相关会计信息可靠性的信心越强,在评估发债公司违约风险时感知到的信息不确定性越低,从而提高对公司债券的信用评级。综合以上分析,本文提出研究假设 H<sub>1</sub>。

H<sub>1</sub>:关键审计事项结论性评价越积极,公司债券信用评级越高。

更高质量的审计能够在更大程度上保证财务报表如实反映公司的基本经济状况,从而在更大程度上降低信息风险<sup>[45]</sup>。审计质量是审计能力和审计独立性的函数。就审计能力而言,大规模事务所在一定程度上代表着较高的审计能力。一方面,大规模事务所的智力资本更强,在审计过程中的资源配置能力更强,因而有足够的 ability 提供更高质量的审计<sup>[46]</sup>;另一方面,大规模事务所因可用于赔偿的资产较多并且客户众多,导致发生审计失败时面临的财产损失和声誉损失更大,因而有动机提供更高质量的审计<sup>[47]</sup>。就审计独立性而言,审计师与客户的关系在一定程度上反映了审计独立性。对客户经济依赖程度较低的审计师终止与该客户的关系并不会显著降低审计师未来经济利益,审计师对于该客户具有较高的独立性,能够提供更高质量的审计<sup>[48]</sup>。因此,当发债公司被大规模事务所和对客户经济依赖程度较低的事务所审计时,关键审计事项积极结论性评价能够在更大程度上增强信用评级分析师对关键审计事项相关会计信息可靠性的信心,从而为公司债券出具更高的信用评级。

综合以上分析,本文提出研究假设  $H_2$  和  $H_3$ 。

$H_2$ :被大规模事务所审计时,关键审计事项积极结论性评价对公司债券信用评级的正向影响更强;

$H_3$ :被对客户经济依赖程度较低的事务所审计时,关键审计事项积极结论性评价对公司债券信用评级的正向影响更强。

## 四、研究设计

### (一)研究样本与数据来源

本文以 2018—2019 年在沪深两市公开发行的所有公司债券作为初始研究样本。选取 2018 年作为样本期间起点的原因是《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》规定全部 A 股上市公司于 2018 年 1 月 1 日开始执行该项新审计准则。本文在初始研究样本的基础上进行如下筛选:(1)剔除非上市公司发行的公司债券;(2)剔除金融业上市公司发行的公司债券;(3)剔除数据存在缺失值的样本。经过筛选后,本文最终得到 2018—2019 年 A 股上市公司发行的 357 只公司债券数据。关键审计事项数据由上市公司年度审计报告手工整理得到;公司债券限制性契约条款数据由公司债券募集说明书手工整理而得;其他数据均取自国泰安数据库。本文对所有连续变量进行上下 1% 的缩尾处理。

### (二)主要变量定义

#### 1. 关键审计事项结论性评价的度量

借鉴已有研究<sup>[3]</sup>并结合审计实践,本文将关键审计事项结论性评价划分为四种类型:该事项的会计处理是合理恰当的;该事项的会计处理是可以接受的;没有发现该事项的会计处理存在重大问题或异常;无结论性评价相关描述。以上四种类型的结论性评价对关键审计事项相关会计信息可靠性的保证程度依次递减。本文具体采用两种度量方法:第一,关键审计事项是否有积极结论性评价(*CONCLUSION\_D*),该变量为哑变量,如果有积极结论性评价相关的描述则取值为 1,否则取值为 0;第二,关键审计事项结论性评价的积极程度(*CONCLUSION\_R*),对以上四种类型的结论性评价依次赋值为 3、2、1、0,数值越大代表审计师对关键审计事项相关会计信息可靠性的保证程度越高。

#### 2. 公司债券信用评级的度量

本文的研究对象为公司债券信用评级而非发债公司的主体信用评级。主体信用评级反映的是发债公司整体上偿还无担保债务的能力,债券信用评级则是在主体信用评级的基础上,根据具体债券契约的设计进行调整而发布的评级<sup>[13]</sup>。例如同一家公司同一年内发行两只公司债券,第一只债券契约中有担保条款,而第二只债券契约中无担保条款,那么对于这两只债券而言,虽然有相同的主体信用评级,但是却有不同债券信用评级,第一只债券因为有担保可能获得更高的信用评级。公司债券信用评级比发债公司主体信用评级更能全面地反映债券信用状况。借鉴已有研究<sup>[30,33]</sup>,本文对 AAA、AA+、AA 三个信用等级依次赋值为 3、2、1,数值越大代表公司债券信用评级(*RATE*)越高。

#### 3. 控制变量

本文控制一系列影响公司债券信用评级的公司特征变量以及债券特征变量。公司特征变量包括:公司规模(*SIZE*),等于总资产取自然对数;资产负债率(*LEV*),等于总负债除以总资产;盈利能力(*ROA*),等于净利润除以总资产;成长能力(*GROWTH*),等于营业收入增长率;是否为国有企业(*SOE*),是则取值为 1,否则取值为 0;第一大股东持股比例(*TOP1*),等于第一大股东持股数量占总股数的比重;董事会独立性(*INDEP*),等于独立董事人数占董事会总人数的比重;公司破产风险指数(*Z\_SCORE*),参考已有文献的方法计算而得<sup>[49]</sup>;是否被前十大会计师事务所审计(*BIG10*)。债券特征变量包括:债券发行规模(*AMOUNT*),等于债券发行金额取自然对数;债券发行期限(*MATURITY*),等于债券发行年限取自然对数;债券担保(*COLLATERAL*),有担保则取值为 1,否则为 0;债券回售(*PUT*),包含回售条款则为 1,否则为 0;限制性条款的严格程度(*COVENANTS*),等于债券契约中包含的限制性条款数目加总;承销商声誉(*UNDERWRITER*),以证监会每年为券商的评级(C、CC、CCC、B、BB、BBB、A、AA)为基础,依次赋值为 1—8,评级越高代表承销商声誉越好。同时,本文控制关键审计事项基本特征变量:关键审计事项的数量(*NUMBER*),审计师在审计报告中披露的关键审计事项的个数;关键审计事项的披露形式(*TABLE*),以表格的形式披露则取值为 1,否则为 0。以上变量定义见表 1。

表1 变量定义

变量	变量名称	变量说明
RATE	债券信用评级	AAA、AA+、AA三个等级,依次赋值为3、2、1,该值越大代表评级越高
CONCLUSION_D	关键审计事项是否有积极结论性评价	若有积极结论性评价则取1,否则取0
CONCLUSION_R	关键审计事项结论性评价的积极程度	无积极结论性评价相关描述=0;没有发现该事项的会计处理存在重大问题或异常=1;该事项的会计处理是可以接受的=2;该事项的会计处理是合理恰当的=3
NUMBER	关键审计事项的个数	会计师在审计报告中披露的关键审计事项的个数
TABLE	关键审计事项的披露形式	如果以表格的形式披露则取1,否则取0
AMOUNT	债券发行规模	公司债券发行金额取自然对数
MATURITY	债券发行期限	公司债券发行年限取自然对数
COLLATERAL	债券担保	如果公司债券有担保则取1,否则取0
PUT	债券回售	如果公司债券可回售则取1,否则取0
COVENANTS	限制性条款严格程度	公司债券契约中限制性条款数目加总
UNDERWRITER	承销商声誉	以证监会每年为券商的评级(C、CC、CCC、B、BB、BBB、A、AA)为基础,依次赋值为1至8
BIG10	是否被前十大会计师事务所审计	如果公司被前十大事务所审计则取值为1,否则取0
SIZE	公司规模	公司总资产取自然对数
LEV	资产负债率	公司总负债除以总资产
ROA	盈利能力	公司净利润除以总资产
GROWTH	成长能力	公司营业收入增长率
SOE	是否为国有企业	如果公司为国有企业则取值为1,否则为0
TOP1	第一大股东持股比例	公司第一大股东持股数量占公司总股数的比重
INDEP	董事会独立性	公司独立董事人数占董事会总人数的比重
Z_SCORE	公司破产风险指数	$Z\_SCORE = 0.012 \times \text{营运资本}/\text{总资产} + 0.014 \times \text{留存收益}/\text{总资产} + 0.033 \times \text{息税前利润}/\text{总资产} + 0.006 \times \text{股票流通总市值}/\text{总负债} + 0.999 \times \text{营业收入}/\text{总资产}$
IND	行业	行业虚拟变量
YEAR	年份	年份虚拟变量

(三)模型设定

为检验假设 H<sub>1</sub>,即关键审计事项积极结论性评价对公司债券信用评级的影响,本文构建如下回归模型(1):

$$RATE_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 CONCLUSION_{i,t} + \alpha_2 NUMBER_{i,t} + \alpha_3 TABLE_{i,t} + \alpha_4 COLLATERAL_{i,t+1} + \alpha_5 PUT_{i,t+1} + \alpha_6 COVENANTS_{i,t+1} + \alpha_7 AMOUNT_{i,t+1} + \alpha_8 MATURITY_{i,t+1} + \alpha_9 UNDERWRITER_{i,t+1} + \alpha_{10} SIZE_{i,t} + \alpha_{11} LEV_{i,t} + \alpha_{12} ROA_{i,t} + \alpha_{13} BIG10_{i,t} + \alpha_{14} SOE_{i,t} + \alpha_{15} GROWTH_{i,t} + \alpha_{16} Z\_SCORE_{i,t} + \alpha_{17} INDEP_{i,t} + IND + YEAR + \varepsilon \quad (1)$$

其中,RATE代表信用评级分析师为t+1年发行的公司债券出具的信用评级;CONCLUSION代表会计师在对发债公司t年的财务报表审计中为关键审计事项提供的积极结论性评价,具体包括两个测度指标:哑变量为是否有关键审计事项积极结论性评价(CONCLUSION\_D)以及关键审计事项结论性评价的积极程度(CONCLUSION\_R);其他变量为控制变量,其中公司债券基本特征变量为t+1年度值,公司特征变量和关键审计事项基本特征变量为t年度值。

由于被解释变量公司债券信用评级(RATE)为有序变量,故本文采用Ordered Logit回归模型。如果关键审计事项积极结论性评价(CONCLUSION)的系数显著为正,说明关键审计事项结论性评价的积极程度越高,信用评级分析师为公司债券出具的信用评级越高。

为检验研究假设 H<sub>2</sub>,即审计师规模对关键审计事项积极结论性评价与公司债券信用评级之间关系的影响,本文在模型(1)的基础上,构建如下回归模型(2):

$$RATE_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 CONCLUSION_{i,t} + \alpha_2 CONCLUSION_{i,t} \times BIG10_{i,t} + \alpha_3 BIG10_{i,t} + \alpha_4 NUMBER_{i,t} + \alpha_5 TABLE_{i,t} + \alpha_6 COLLATERAL_{i,t+1} + \alpha_7 PUT_{i,t+1} + \alpha_8 COVENANTS_{i,t+1} + \alpha_9 AMOUNT_{i,t+1} + \alpha_{10} MATURITY_{i,t+1} + \alpha_{11} UNDERWRITER_{i,t+1} + \alpha_{12} SIZE_{i,t} + \alpha_{13} LEV_{i,t} + \alpha_{14} ROA_{i,t} + \alpha_{15} SOE_{i,t} + \alpha_{16} GROWTH_{i,t} + \alpha_{17} Z\_SCORE_{i,t} + \alpha_{18} INDEP_{i,t} + IND + YEAR + \varepsilon \quad (2)$$

其他变量定义同模型(1)。如果关键审计事项积极结论性评价与审计师规模的交乘项(CONCLUSION × BIG10)的系数显著为正,则说明在被大规模事务所审计的公司中,关键审计事项积极结论性评价对公司债券信用评级的增加效应更强。

为检验研究假设 H<sub>3</sub>,即审计师对客户经济依赖性对于关键审计事项积极结论性评价与公司债券信用评级之间关系的影响,本文在模型(1)的基础上,构建如下回归模型(3):

$$RATE_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 CONCLUSION_{i,t} + \alpha_2 CONCLUSION_{i,t} \times CI_{i,t} + \alpha_3 CI_{i,t} + \alpha_4 NUMBER_{i,t} + \alpha_5 TABLE_{i,t} + \alpha_6 COLLATERAL_{i,t+1} + \alpha_7 PUT_{i,t+1} + \alpha_8 COVENANTS_{i,t+1} + \alpha_9 AMOUNT_{i,t+1} + \alpha_{10} MATURITY_{i,t+1} + \alpha_{11} UNDERWRITER_{i,t+1} + \alpha_{12} SIZE_{i,t} + \alpha_{13} LEV_{i,t} + \alpha_{14} ROA_{i,t} + \alpha_{15} BIG10_{i,t} + \alpha_{16} SOE_{i,t} + \alpha_{17} GROWTH_{i,t} + \alpha_{18} Z\_SCORE_{i,t} + \alpha_{19} INDEP_{i,t} + IND + YEAR + \varepsilon \quad (3)$$

其中,  $CI$  代表审计师对客户经济依赖程度,参考已有研究<sup>[48]</sup>,本文采用被审计公司资产占该事务所同一年内审计的所有公司资产总和的比重进行衡量,值越大,代表经济依赖程度越高。其他变量定义同模型(1)。如果关键审计事项积极结论性评价与客户经济依赖程度的交乘项( $CONCLUSION \times CI$ )的系数显著为负,说明在被经济依赖程度较小的事务所审计的公司中,关键审计事项积极结论性评价对公司债券信用评级的增加效应更强。

## 五、实证结果与分析

### (一) 描述性统计分析

表2报告了各主要变量的描述性统计结果。公司债券信用评级( $RATE$ )的均值为2.627,说明平均而言,信用评级分析师为公司债券出具的信用评级为AA+或AAA级。关键审计事项积极结论性评价哑变量( $CONCLUSION\_D$ )的均值为0.188,说明样本中有18.8%的审计师描述了关键审计事项审计结果。关键审计事项结论性评价积极程度( $CONCLUSION\_R$ )的最小值为0,最大值为3,标准差为0.846,说明关键审计事项结论性评价积极程度存在一定差异。

表2 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	25%值	中位数	75%值	最大值
$RATE_{i,t+1}$	357	2.627	0.621	1.000	2.000	3.000	3.000	3.000
$CONCLUSION\_D_i$	357	0.188	0.391	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
$CONCLUSION\_R_i$	357	0.389	0.846	0.000	0.000	0.000	0.000	3.000
$NUMBER_i$	357	2.305	0.756	1.000	2.000	2.000	3.000	5.000
$TABLE_i$	357	0.465	0.499	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
$COLLATERAL_{i,t+1}$	357	0.140	0.348	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
$PUT_{i,t+1}$	357	0.599	0.491	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
$COVENANTS_{i,t+1}$	357	1.277	1.062	0.000	0.000	2.000	2.000	3.000
$AMOUNT_{i,t+1}$	357	2.164	0.887	0.000	1.609	2.303	2.773	3.912
$MATURITY_{i,t+1}$	357	1.349	0.312	0.693	1.099	1.386	1.609	2.303
$UNDERWRITER_{i,t+1}$	357	7.263	0.965	3.000	7.000	8.000	8.000	8.000
$SIZE_i$	357	24.941	1.458	21.571	23.869	25.070	26.100	27.591
$LEV_i$	357	0.636	0.144	0.265	0.560	0.656	0.744	0.882
$ROA_i$	357	0.054	0.028	-0.007	0.035	0.046	0.070	0.170
$BIG10_i$	357	0.784	0.412	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
$SOE_i$	357	0.613	0.488	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
$GROWTH_i$	357	0.248	0.307	-0.412	0.069	0.187	0.341	1.695
$Z\_SCORE_i$	357	0.510	0.408	0.079	0.216	0.364	0.695	2.066
$TOP1_i$	357	0.394	0.160	0.078	0.263	0.400	0.535	0.736
$INDEP_i$	357	0.391	0.068	0.333	0.333	0.364	0.429	0.600

### (二) 多元回归分析

#### 1. 关键审计事项结论性评价与公司债券信用评级

模型(1)的回归结果报告在表3中。关键审计事项积极结论性评价哑变量( $CONCLUSION\_D$ )的系数为1.493,关键审计事项结论性评价积极程度( $CONCLUSION\_R$ )的系数为0.750,并且均在5%的统计水平上显著。以上结果说明审计师对关键审计事项的积极结论性评价增强了信用评级分析师对关键审计事项相关会计信息可靠性的信心,并且结论性评价积极程度越高,越能降低信用评级分析师评估发债公司违约风险时感知到的信息不确定性,从而提高对公司债券的信用评级,支持了假设H<sub>1</sub>的预期。

#### 2. 审计师规模、关键审计事项结论性评价与公司债券信用评级

模型(2)的回归结果报告在表4中。关键审计事项积极结论性评价哑变量与审计师规模的交乘项( $CONCLUSION\_D \times BIG10$ )的系数为4.286,关键审计事项结论性评价积极程度与审计师规模的交乘项( $CONCLU-$

SION\_R × BIG10)的系数为 1.781,并且均在 5% 的统计水平上显著。以上结果说明,与被小规模会计师事务所审计的公司相比,在被大规模会计师事务所审计的公司中,关键审计事项积极结论性评价能够在更大程度上提高信用评级分析师对关键审计事项相关会计信息可靠性的信心,从而为公司债券出具更高的信用评级,支持了假设 H<sub>2</sub> 的预期。

3. 客户经济依赖性、关键审计事项结论性评价与公司债券信用评级

模型(3)的回归结果报告在表 5 中。关键审计事项积极结论性评价哑变量与审计师对客户经济依赖程度的交乘项 (CONCLUSION\_D × CI)的系数为 -9.149,关键审计事项结论性评价积极程度与审计师对客户经济依赖程度的交乘项 (CONCLUSION\_R × CI)的系数为 -3.732,并且均在 1% 的统计水平上显著。以上结果说明,与被客户经济依赖性较高的事务所审计的公司相比,在被客户经济依赖性较低的事务所审计的公司中,关键审计事项积极结论性评价能够在更大程度上提高信用评级分析师对关键审计事项相关会计信息可靠性的信心,从而为公司债券出具更高的信用评级,支持了假设 H<sub>3</sub> 的预期。

(三) 控制内生性问题

1. 倾向评分匹配法 (PSM)

本文可能存在由处理组与控制组之间的系统性差异导致的内生性问题。本文的处理组为有关键审计事项积极结论性评价的公司,控制组为无关键审计事项积极结论性评价的公司。这两类公司在各项特征方面的差异可能是本文实证结果的驱动因素。为缓解这一担忧,本文使用基于倾向评分匹配法 (PSM) 得到的配对样本进行重新检验。

具体而言,考虑到研究样本较少,本文通过 1:4 近邻有放回匹配方法为处理组样本寻找可比性较高的控制组样本。首先构建用于匹配的 Logit 模型,被解释变量为哑变量,即是否有关键审计事项积极结论性评价相关描述 (CONCLUSION\_D),解释变量为主模型(1)中的所有控制变量。匹配前后处理组与控制组之间各特征变量均衡性检验结果显示:在进行倾向得分匹配之前,协变量在处理组样本(有关键审计事项积极结论性评价)与控制组样本(无关键审计事项积极结论性评价)中存在显著差异,按倾向得分值匹配后,两组样本的协变量不再具有显著差异,表明匹配后的样本能够满足平衡性假设(具体数据省略,留存备索)。随后,在该倾向评分匹配法配对样本的基础上,本文重新回归模型(1)。

回归结果报告在表 6 中,关键审计事项积极结论性评价哑变量 (CONCLUSION\_D) 和关键审计事项结论性评价积极程度 (CONCLUSION\_R) 的系数均在 1% 的统计水平上显著为正。这一结果说明通过倾向评分匹配法控制处理组与控制组之间系统性差异的影响后,关键审计事项积极结论性评价仍然提高了公司债券信用评级,进一步支持了假设 H<sub>1</sub> 的预期。

2. 处理效应模型

本文可能存在由样本自选择导致的内生性问题。在本文样本中,是否有关键审计事项积极结论性评价可能不是随机外生的,而是由一些可观测的和不可观测的因素引发的自选择的结果,由此可能导致本文模型估计存在偏差。为纠正可能的样本自选择偏差导致的估计偏误,本文采用处理效应模型进行重新检验。

表 3 关键审计事项结论性评价与公司债券信用评级

变量	(1) RATE <sub>t+1</sub>	(2) RATE <sub>t+1</sub>
CONCLUSION_D <sub>t</sub>	1.493 ** (2.23)	
CONCLUSION_R <sub>t</sub>		0.750 ** (2.39)
NUMBER <sub>t</sub>	-0.225 (-0.62)	-0.275 (-0.74)
TABLE <sub>t</sub>	1.719 *** (3.36)	1.813 *** (3.48)
COLLATERAL <sub>t+1</sub>	10.154 *** (5.72)	10.146 *** (5.75)
PUT <sub>t+1</sub>	-1.777 *** (-3.17)	-1.806 *** (-3.21)
COVENANTS <sub>t+1</sub>	-0.082 (-0.41)	-0.093 (-0.46)
AMOUNT <sub>t+1</sub>	0.985 *** (2.80)	0.938 *** (2.67)
MATURITY <sub>t+1</sub>	1.098 (1.38)	1.084 (1.37)
UNDERWRITER <sub>t+1</sub>	-0.351 (-1.55)	-0.341 (-1.52)
SIZE <sub>t</sub>	3.311 *** (6.25)	3.392 *** (6.20)
LEV <sub>t</sub>	-8.489 *** (-3.94)	-8.849 *** (-3.94)
ROA <sub>t</sub>	-2.867 (-0.38)	-3.539 (-0.48)
BIG10 <sub>t</sub>	-1.065 * (-1.95)	-1.167 ** (-2.10)
SOE <sub>t</sub>	0.067 (0.13)	0.148 (0.30)
GROWTH <sub>t</sub>	-0.589 (-0.64)	-0.533 (-0.58)
Z_SCORE <sub>t</sub>	1.784 *** (3.07)	1.772 *** (3.03)
TOP1 <sub>t</sub>	1.853 (1.07)	1.804 (1.05)
INDEP <sub>t</sub>	9.215 *** (3.18)	8.708 *** (3.03)
Year	YES	YES
Industry	YES	YES
Observations	357	357
Pseudo_R <sup>2</sup>	0.632	0.634

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平上显著;括号内为由稳健标准误计算得到的 z 值,下表同。

表4 审计师规模、关键审计事项结论性评价与公司债券信用评级

变量	(1) $RATE_{t+1}$	(2) $RATE_{t+1}$
$CONCLUSION\_D_t$	-1.531 (-1.52)	
$CONCLUSION\_D_t \times BIG10_t$	4.286** (2.36)	
$CONCLUSION\_R_t$		-0.744 (-1.20)
$CONCLUSION\_R_t \times BIG10_t$		1.781** (2.17)
$BIG10_t$	-1.882*** (-2.92)	-1.795*** (-2.83)
$NUMBER_t$	-0.353 (-0.92)	-0.311 (-0.83)
$TABLE_t$	2.072*** (3.42)	2.133*** (3.61)
$COLLATERAL_{t+1}$	10.212*** (6.02)	10.248*** (5.81)
$PUT_{t+1}$	-1.800*** (-3.16)	-1.753*** (-3.03)
$COVENANTS_{t+1}$	-0.195 (-0.87)	-0.151 (-0.69)
$AMOUNT_{t+1}$	0.817** (2.56)	0.832** (2.53)
$MATURITY_{t+1}$	1.008 (1.28)	0.958 (1.21)
$UNDERWRITER_{t+1}$	-0.397* (-1.73)	-0.376* (-1.65)
$SIZE_t$	3.729*** (5.41)	3.641*** (5.62)
$LEV_t$	-10.334*** (-4.04)	-9.596*** (-4.09)
$ROA_t$	-7.798 (-1.08)	-6.938 (-0.96)
$SOE_t$	0.430 (0.87)	0.333 (0.67)
$GROWTH_t$	-0.580 (-0.62)	-0.577 (-0.62)
$Z\_SCORE_t$	1.874*** (2.88)	1.889*** (2.90)
$TOP1_t$	1.495 (0.84)	1.548 (0.89)
$INDEP_t$	7.945*** (2.80)	7.769*** (2.71)
Year	YES	YES
Industry	YES	YES
Observations	357	357
Pseudo_R <sup>2</sup>	0.647	0.642

表5 客户经济依赖性、关键审计事项结论性评价与公司债券信用评级

变量	(1) $RATE_{t+1}$	(2) $RATE_{t+1}$
$CONCLUSION\_D_t$	1.889** (2.32)	
$CONCLUSION\_D_t \times CI_t$	-9.149*** (-3.12)	
$CONCLUSION\_R_t$		0.813** (2.35)
$CONCLUSION\_R_t \times CI_t$		-3.732*** (-3.95)
$CI_t$	1.624 (1.39)	1.551 (1.30)
$NUMBER_t$	-0.330 (-0.90)	-0.342 (-0.91)
$TABLE_t$	2.073*** (3.63)	2.161*** (3.80)
$COLLATERAL_{t+1}$	10.588*** (6.02)	10.660*** (5.89)
$PUT_{t+1}$	-1.842*** (-3.17)	-1.862*** (-3.20)
$COVENANTS_{t+1}$	-0.103 (-0.48)	-0.096 (-0.43)
$AMOUNT_{t+1}$	0.976*** (3.01)	0.960*** (2.94)
$MATURITY_{t+1}$	1.138 (1.39)	1.089 (1.33)
$UNDERWRITER_{t+1}$	-0.413* (-1.77)	-0.387* (-1.67)
$SIZE_t$	3.742*** (6.10)	3.752*** (6.08)
$LEV_t$	-10.078*** (-4.30)	-9.986*** (-4.22)
$ROA_t$	-5.567 (-0.76)	-5.558 (-0.77)
$BIG10_t$	-1.204* (-1.91)	-1.224* (-1.95)
$SOE_t$	0.189 (0.39)	0.193 (0.39)
$GROWTH_t$	-0.746 (-0.76)	-0.683 (-0.71)
$Z\_SCORE_t$	2.018*** (3.15)	2.001*** (3.16)
$TOP1_t$	1.973 (1.06)	1.896 (1.06)
$INDEP_t$	9.970*** (3.73)	9.452*** (3.52)
Year	YES	YES
Industry	YES	YES
Observations	357	357
Pseudo_R <sup>2</sup>	0.651	0.649

具体而言,第一阶段使用 Probit 模型估计关键审计事项积极结论性评价的决定因素,并在此基础上计算逆米尔斯比(IMR),然后将IMR加入主模型(1)对公司债券信用评级做第二阶段回归。第一阶段的被解释变量为哑变量,即是否有关键审计事项积极结论性评价( $CONCLUSION\_D$ ),解释变量为主模型(1)中的所有控制变量。需要说明的是,处理效应模型要求第一阶段回归中应该包括一个外生工具变量。本文采用除本公司外,同一家会计师事务所同一年度内为关键审计事项发表过积极结论性评价的公司数量占比( $AOCR$ )作为工具变量。新审计报告准则并没有要求审计师对关键审计事项发表结论性评价。但是在审计实践中,有的会计师事务所只描述关键审计事项和审计应对过程,而有的会计师事务所则倾向于进一步为关键审计事项给出一种积极结论性评价。会计师事务所给出积极结论性评价的习惯会直接影响被其审计的上市公司是否有关键审计事项积极结论性评价,但是并不会直接影响公司债券信用评级,因而该变量满足工具变量相关性和外生性的要求。



表6 倾向评分匹配法配对样本回归结果

变量	(1)	(2)
	$RATE_{t+1}$	$RATE_{t+1}$
$CONCLUSION\_D_t$	4.552 *** (3.09)	
$CONCLUSION\_R_t$		2.779 *** (3.03)
$NUMBER_t$	-1.348 (-1.53)	-1.727 ** (-2.36)
$TABLE_t$	4.223 *** (3.12)	4.951 *** (3.51)
$COLLATERAL_{t+1}$	17.351 ** (2.45)	19.237 ** (2.55)
$PUT_{t+1}$	-3.335 *** (-4.22)	-3.636 *** (-4.81)
$COVENANTS_{t+1}$	-2.530 ** (-2.19)	-2.576 ** (-2.20)
$AMOUNT_{t+1}$	0.848 (1.35)	0.864 (1.25)
$MATURITY_{t+1}$	1.688 (1.21)	2.350 * (1.70)
$UNDERWRITER_{t+1}$	-0.737 (-0.84)	-0.687 (-0.96)
$SIZE_t$	7.277 *** (2.99)	8.569 *** (3.19)
$LEV_t$	-23.650 ** (-2.08)	-29.732 ** (-2.57)
$ROA_t$	-11.013 (-0.20)	-18.981 (-0.45)
$BIG10_t$	-0.059 (-0.06)	-0.018 (-0.02)
$SOE_t$	-0.391 (-0.41)	-0.589 (-0.66)
$GROWTH_t$	1.325 (0.92)	2.020 (1.34)
$Z\_SCORE_t$	9.623 *** (2.96)	10.132 *** (3.21)
$TOP1_t$	2.190 (0.23)	1.421 (0.19)
$INDEP_t$	38.944 *** (2.82)	41.482 *** (3.45)
Year	YES	YES
Industry	YES	YES
Observations	225	225
Pseudo_R <sup>2</sup>	0.725	0.729

表7 处理效应模型回归结果

变量	第一阶段		第二阶段	
	(1)	(2)	(2)	(3)
	$CONCLUSION\_D_t$		$RATE_{t+1}$	$RATE_{t+1}$
$AOCR_t$	8.869 *** (5.89)		$CONCLUSION\_D_t$	1.964 ** (2.54)
$NUMBER_t$	1.051 *** (4.02)		$CONCLUSION\_R_t$	0.947 *** (2.72)
$TABLE_t$	-0.069 (-0.16)		$NUMBER_t$	-0.159 (-0.41)
$COLLATERAL_{t+1}$	0.487 (0.85)		$TABLE_t$	1.713 *** (3.38)
$PUT_{t+1}$	-1.134 *** (-3.36)		$COLLATERAL_{t+1}$	10.394 *** (5.66)
$COVENANTS_{t+1}$	-0.587 ** (-2.23)		$PUT_{t+1}$	-1.874 *** (-3.17)
$AMOUNT_{t+1}$	0.149 (0.63)		$COVENANTS_{t+1}$	-0.129 (-0.64)
$MATURITY_{t+1}$	0.592 (1.09)		$AMOUNT_{t+1}$	1.010 *** (2.87)
$UNDERWRITER_{t+1}$	0.002 (0.01)		$MATURITY_{t+1}$	0.971 (1.18)
$SIZE_t$	-0.188 (-0.72)		$UNDERWRITER_{t+1}$	-0.368 (-1.61)
$LEV_t$	4.060 (1.56)		$SIZE_t$	3.350 *** (6.18)
$ROA_t$	-23.622 *** (-3.06)		$LEV_t$	-8.518 *** (-3.98)
$BIG10_t$	-2.993 *** (-4.96)		$ROA_t$	-3.893 (-0.52)
$SOE_t$	-0.886 * (-1.79)		$BIG10_t$	-1.059 ** (-1.99)
$GROWTH_t$	-0.524 (-1.05)		$SOE_t$	0.021 (0.04)
$Z\_SCORE_t$	0.121 (0.28)		$GROWTH_t$	-0.646 (-0.71)
$TOP1_t$	-4.677 *** (-2.79)		$Z\_SCORE_t$	1.798 *** (3.10)
$INDEP_t$	-6.731 * (-1.66)		$TOP1_t$	1.667 (0.95)
			$INDEP_t$	8.953 *** (3.11)
			$IMR_t$	0.116 (1.08)
Year	YES	Year	YES	YES
Industry	YES	Industry	YES	YES
Observations	357	Observations	357	357
Pseudo_R <sup>2</sup>	0.899	Pseudo_R <sup>2</sup>	0.634	0.635

检验结果报告在表7中,关键审计事项积极结论性评价哑变量( $CONCLUSION\_D$ )和关键审计事项结论性评价积极程度( $CONCLUSION\_R$ )的系数至少在5%的统计水平上显著为正。这一结果说明通过处理效应模型控制自选择问题的影响后,关键审计事项积极结论性评价依然会提高公司债券信用评级,进一步支持了假设H<sub>1</sub>的预期。

### 3. 进一步控制其他因素的影响

本文可能存在由遗漏变量导致的内生性问题。公司基本面特征是可能的遗漏变量,因为良好的基本面特征既可能导致审计师提供关键审计事项积极结论性评价,也可能使信用评级分析师对其所发行债券出具较高的信用评级。对此,本文在模型(1)的基础上进一步控制会计信息质量、内部控制质量、董事长与总经理是否两职合一等公司基本面特征来尽可能地缓解遗漏变量导致的内生性问题。会计信息质量(AQ)由基于修正的Jones模型计算的操纵性应计利润的绝对值衡量,该值越小代表会计信息质量越高;内部控制质量(ICQ)由迪博内部控

制指数的自然对数衡量,该值越大代表内部控制质量越高;董事长与总经理是否两职合一(*DUAL*)为哑变量,两职合一则取值为1,否则为0,两职分离代表内部监督效果越好。检验结果显示,本文结论依然成立。限于篇幅,具体结果未列示,留存备案。

#### (四)其他稳健性检验

为增强研究结论的可靠性,本文从以下四个方面进行了稳健性检验。

第一,替换被解释变量的衡量指标。对于公司债券信用等级的测度,本文以评级是否是最高等级为标准设置哑变量(*RATE\_H*),如果公司债券信用评级为信用状况最好AAA等级,则取值为1,否则取值为0。

第二,更换样本。考虑到同一年内多次发行公司债券可能对本文结论造成的影响,本文仅保留该公司当年最新发行的一只公司债券。

第三,剔除被出具非标准无保留审计意见的样本。我国新审计报告准则规定,审计师不得将导致应当发表非标准无保留年报审计意见的事项作为关键审计事项。这一规定说明非标准无保留审计意见与关键审计事项结论性评价并不存在共性。公司债券信用等级的结果也可能是债券分析师参考了审计意见之后产生的,而未必是关键审计事项结论性评价的后果。对此,本文剔除被审计师出具非标准无保留审计意见的样本(2个公司年观察值),重新进行实证检验。

第四,排除基础风险替代性解释。本文结论可能存在一种替代性解释,对于基础风险较低的发债公司,审计师对关键审计事项提供更为积极的结论性评价,信用评级分析师为公司债券出具了较高的信用评级。参考已有研究<sup>[49]</sup>,本文采用企业破产风险指数*Z\_SCORE*来衡量企业的基础风险。*Z\_SCORE*模型是Altman提出的基于财务比率的破产预测函数,具体计算公式为*Z\_SCORE* = 0.012 × *X1* + 0.014 × *X2* + 0.033 × *X3* + 0.006 × *X4* + 0.999 × *X5*。其中,*X1*等于营运资本除以总资产,营运资本是指流动资产与流动负债之间的差额,该值越大,代表流动性越好,短期偿债能力越高;*X2*等于留存收益除以总资产,该值越大,代表累积盈利能力越高;*X3*等于息税前利润除以总资产,该值越大,代表利用债权人和所有者权益总额取得盈利的能力越高;*X4*等于股票流通总市值除以总负债,该值越大,代表出现资不抵债的概率越低,债权人投入的资本受股东资本保障的程度越高;*X5*等于营业收入除以总资产,该值越大,代表资产运营能力越高。*X1—X5*前面的系数为各个财务比率在预测企业破产风险时所占的权重。根据该预测模型,*Z\_SCORE*值越大,代表企业破产风险越小(基础风险越小);相反,*Z\_SCORE*值越小,代表企业破产风险越大(基础风险越大)。

为排除基础风险替代性解释,参考已有研究<sup>[50]</sup>,本文在模型(1)的基础上加入关键审计事项积极结论性评价与发债公司破产风险指数的交乘项(*CONCLUSION* × *Z\_SCORE*)。如果本文结论是由基础风险差异驱动的,那么我们应该观察到交乘项的系数显著为正。然而,实证结果显示交乘项的系数在5%的统计水平上显著为负,说明关键审计事项积极结论性评价对公司债券信用等级的提高作用在基础风险更高的公司中更为显著。这一结论排除了公司债券信用评级较高是由于发债公司基础风险较小的替代性解释。

以上四个其他稳健性检验显示,本文结论依然成立(数据未列示,留存备案)。

## 六、拓展性分析

经过前文分析,理论上关键审计事项结论性评价越积极,信用评级分析师对关键审计事项相关会计信息可靠性的信心越强,从而会为公司债券出具更高的信用评级。为进一步验证这一推演逻辑是否成立,本部分借鉴Baron和Kenny的Sobel中介因子检验方法<sup>[51]</sup>,构建如下中介效应路径模型:

$$RATE_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 CONCLUSION_{R_{i,t}} + \sum CONTROLS + IND + YEAR + \varepsilon \quad (\text{Path A})$$

$$CONFIDENCE_{i,t+1} = \theta_0 + \theta_1 CONCLUSION_{R_{i,t}} + \sum CONTROLS + IND + YEAR + \varepsilon \quad (\text{Path B})$$

$$RATE_{i,t+1} = \lambda_0 + \lambda_1 CONCLUSION_{R_{i,t}} + \lambda_2 CONFIDENCE_{i,t+1} + \sum CONTROLS + IND + YEAR + \varepsilon \quad (\text{Path C})$$

其中,中介变量*CONFIDENCE*表示信用评级分析师对关键审计事项相关会计信息可靠性的信心。具体衡量方法为信用评级分析师在评级报告的财务分析模块中引用关键审计事项相关会计信息的字符长度加1后取自然对数,该数值越大,代表信用评级分析师对相关会计信息可靠性的信心越强。其余变量与前文相同。

依据 Baron 和 Kenny 的研究方法<sup>[51]</sup>,本文为检验信用评级分析师对关键审计事项相关会计信息可靠性的信心是否具有中介效应可以分三步展开:第一步,通过基本回归模型(不包含中介变量 *CONFIDENCE*)检验关键审计事项积极结论性评价(*CONCLUSION\_R*)对公司债券信用评级(*RATE*)的影响,观察路径 Path A 的回归系数  $\beta_1$ ;第二步,检验关键审计事项积极结论性评价(*CONCLUSION\_R*)对信用评级分析师主观感知的相关会计信息可靠性程度(*CONFIDENCE*)的影响,观察路径模型 Path B 的回归系数  $\theta_1$ ;第三步,同时分析关键审计事项积极结论性评价(*CONCLUSION\_R*)与信用评级分析师主观感知的相关会计信息可靠性程度(*CONFIDENCE*)对公司债券信用评级(*RATE*)的影响,观察路径模型 Path C 的回归系数  $\lambda_1$  和  $\lambda_2$ 。此时,通过回归系数可以检验信用评级分析师对关键审计事项相关会计信息可靠性的信心是否存在完全中介效应或部分中介效应。如果路径模型 Path A 的回归系数  $\beta_1$  显著、Path B 的回归系数  $\theta_1$  显著、Path C 的回归系数  $\lambda_2$  显著,而  $\lambda_1$  不再显著,则 *CONFIDENCE* 具有完全中介效应;如果路径模型 Path A 的回归系数  $\beta_1$  显著、Path B 的回归系数  $\theta_1$  显著、Path C 的回归系数  $\lambda_1$  和  $\lambda_2$  均显著,则 *CONFIDENCE* 具有部分中介效应。

表 8 报告了中介效应模型检验结果。在 Path A 列(不包含中介因子),关键审计事项积极结论性评价(*CONCLUSION\_R*)的系数显著为正;在 Path B 列(中介因子检验),*CONCLUSION\_R* 的系数显著为正,表明关键审计事项结论性评价越积极,信用评级分析师对相关会计信息可靠性的信心越强;在 Path C 列(包含中介因子),中介变量信用评级分析师对关键审计事项相关会计信息可靠性的信心(*CONFIDENCE*)的系数显著为正,而关键审计事项积极结论性评价(*CONCLUSION\_R*)的系数不再显著。同时,Sobel Z 值为 1.99 ( $p$  值 = 0.046),在 5% 的统计水平上显著。以上结果说明信用评级分析师对关键审计事项相关会计信息可靠性的信心在关键审计事项积极结论性评价对公司债券信用评级的影响中发挥了完全中介效应。这一结论直接验证了关键审计事项积极结论性评价通过增强信用评级分析师对关键审计事项相关会计信息可靠性的信心而提高公司债券信用评级。

### 七、研究结论与启示

本文以 2018—2019 年 A 股上市公司发行的公司债券为样本,基于结论性评价视角,实证检验了关键审计事项对公司债券信用评级的影响及其作用机制。研究发现:关键审计事项结论性评价越积极,公司债券信用评级越高。进一步考虑审计能力和独立性的影响后发现,在被大规模事务所和对客户经济依赖程度较低的事务所审计的发债公司中,关键审计事项积极结论性评价对公司债券信用评级的正向作用更强。作用机制检验发现,关键审计事项积极结论性评价通过增强信用评级分析师对关键审计事项相关会计信息可靠性的信心而提高公司债券信用评级。

本文研究结论具有一定的政策启示。准则制定机构可以鼓励审计师在执行一系列专业严谨的审计程序后,为关键审计事项提供积极结论性评价。现行新审计报告准则并没有要求审计师为关键审计事项提供结论性评价。在审计实务中,有的审计师在阐述完为应对关键审计事项所采取的具体审计程序后报告了审计结果。审计师对关键审计事项会

表 8 信用评级分析师对关键审计事项相关会计信息可靠性的信心中介效应检验结果

变量	Path A <i>RATE</i> <sub>t+1</sub>	Path B <i>CONFIDENCE</i> <sub>t+1</sub>	Path C <i>RATE</i> <sub>t+1</sub>
<i>CONCLUSION_R</i> <sub>t</sub>	0.750 ** (2.39)	1.090 *** (6.74)	0.104 (0.28)
<i>CONFIDENCE</i> <sub>t+1</sub>			0.617 ** (2.20)
<i>NUMBER</i> <sub>t</sub>	-0.275 (-0.74)	0.132 (1.42)	-0.287 (-0.82)
<i>TABLE</i> <sub>t</sub>	1.813 *** (3.48)	0.346 ** (2.42)	1.965 *** (3.71)
<i>COLLATERAL</i> <sub>t+1</sub>	10.146 *** (5.75)	0.048 (0.20)	10.365 *** (6.13)
<i>PUT</i> <sub>t+1</sub>	-1.806 *** (-3.21)	-0.236 (-1.33)	-1.846 *** (-3.20)
<i>COVENANTS</i> <sub>t+1</sub>	-0.093 (-0.46)	0.085 (1.51)	-0.146 (-0.72)
<i>AMOUNT</i> <sub>t+1</sub>	0.938 *** (2.67)	-0.095 (-1.03)	0.988 *** (2.82)
<i>MATURITY</i> <sub>t+1</sub>	1.084 (1.37)	0.352 (1.36)	0.853 (1.13)
<i>UNDERWRITER</i> <sub>t+1</sub>	-0.341 (-1.52)	-0.020 (-0.24)	-0.335 (-1.49)
<i>SIZE</i> <sub>t</sub>	3.392 *** (6.20)	0.076 (0.76)	3.646 *** (6.13)
<i>LEV</i> <sub>t</sub>	-8.849 *** (-3.94)	-1.324 * (-1.84)	-9.594 *** (-4.10)
<i>ROA</i> <sub>t</sub>	-3.539 (-0.48)	-2.084 (-0.78)	-4.429 (-0.57)
<i>BIG10</i> <sub>t</sub>	-1.167 ** (-2.10)	-0.018 (-0.11)	-1.379 *** (-2.75)
<i>SOE</i> <sub>t</sub>	0.148 (0.30)	-0.072 (-0.35)	0.289 (0.57)
<i>GROWTH</i> <sub>t</sub>	-0.533 (-0.58)	1.031 *** (4.07)	-0.695 (-0.77)
<i>Z_SCORE</i> <sub>t</sub>	1.772 *** (3.03)	-0.227 (-1.03)	1.794 *** (3.19)
<i>TOP1</i> <sub>t</sub>	1.804 (1.05)	0.849 (1.60)	1.647 (1.05)
<i>INDEP</i> <sub>t</sub>	8.708 *** (3.03)	-0.821 (-0.73)	9.743 *** (3.49)
Year	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES
Observations	357	357	357
Pseudo_R <sup>2</sup> /Adj_R <sup>2</sup>	0.634	0.417	0.649

计处理的结论性评价按积极程度由低到高可以分为以下三类:第一,评价为“没有发现存在重大问题”;第二,评价为“可以接受”;第三,评价为“合理恰当”。本文研究发现审计师对关键审计事项给出的积极结论性评价能够提高报告使用者对关键审计事项相关会计信息可靠性的信心。因此,鼓励审计师对关键审计事项提供积极结论性评价更加有助于提高审计报告的沟通价值。

本文研究仍然存在不足之处,本文仅考察了关键审计事项结论性评价对公司债券初始信用评级的影响。债券发行后,信用评级分析师会对公司债券进行跟踪评级。当发债公司出现重大财务状况变化时,信用评级分析师可能会对初始信用评级进行调整。因此,关键审计事项结论性评价是否影响信用评级调整是未来值得深入研究的主题。

### 参考文献:

- [1]王木之,李丹.新审计报告和股价同步性[J].会计研究,2019(1):86-92.
- [2]王艳艳,许锐,王成龙.关键审计事项段能够提高审计报告的沟通价值吗?[J].会计研究,2018(6):86-93.
- [3]张继勋,倪古强,张广冬.关键审计事项的结论性评价与投资者的投资判断[J].会计研究,2019(7):90-96.
- [4]Christensen B E,Glover S M,Wolfe C J. Do critical audit matter paragraphs in the audit report change nonprofessional investors' decision to invest? [J]. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 2014, 33(4): 71-93.
- [5]赵刚,江雨佳,马杨.新审计准则实施改善了资本市场信息环境吗?——基于分析师盈余预测准确性的研究[J].财经研究,2019(9):114-126.
- [6]Lennox C S, Schmidt J J, Thompson A. Are the expanded model of audit reporting informative to investors? Evidence from the UK [R]. Working paper, 2019.
- [7]Boalaky P K, Quick R. Bank directors' perceptions of expanded auditor's reports[J]. International Journal of Auditing, 2016, 20(2): 158-174.
- [8]Akins B. Financial reporting quality and uncertainty about credit risk among ratings agencies[J]. The Accounting Review, 2017, 93(4): 1-22.
- [9]Kraft P. Rating agency adjustments to GAAP financial statements and their effect on ratings and credit spreads[J]. The Accounting Review, 2015, 90(2): 641-674.
- [10]Dedman E, Kausar A. The impact of voluntary audit on credit ratings: Evidence from UK private firms[J]. Accounting and Business Research, 2012, 42(4): 397-418.
- [11]林晚发,赵仲匡,刘颖斐.债券市场的评级信息能改善股票市场信息环境吗?——来自分析师预测的证据[J].金融研究,2020(4):166-185.
- [12]Amir E, Guan Y, Livne G. Auditor independence and the cost of capital before and after Sarbanes-Oxley: The case of newly issued public debt[J]. European Accounting Review, 2010, 19(4): 633-664.
- [13]陈超,李懿伊.审计能否提高公司债券的信用评级[J].审计研究,2013(3):59-66.
- [14]Brandon D M, Crabtree A D, Maher J J. Nonaudit fees, auditor independence, and bond ratings[J]. Auditing: A Journal of Practice and Theory, 2004, 23(2): 89-103.
- [15]史永,李思昊.披露关键审计事项对公司股价崩盘风险的影响研究[J].中国软科学,2020(6):136-144.
- [16]徐硕正,张兵.新审计报告与资本市场的信息反应——来自股价同步性和股价预测能力双维度的经验证据[J].审计与经济研究,2020(3):45-57.
- [17]姜丽莎,李超凡,冯均科.新审计报告降低了债务融资成本吗?[J].审计研究,2020(3):68-76.
- [18]Sirois L, Bédard J, Bera P. The informational value of key audit matters in the auditor's report: Evidence from an Eye-Tracking study[J]. Accounting Horizons, 2018, 32(2): 141-162.
- [19]薛刚,王储,赵西卜.谁更关心关键审计事项:管理层还是分析师[J].审计研究,2020(2):87-95.
- [20]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.
- [21]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.
- [22]鄢翔,张人方,黄俊.关键事项审计报告准则的溢出效应研究[J].审计研究,2018(6):73-80.
- [23]Brasel K, Doxey M M, Grenier J H, et al. Risk disclosure preceding negative outcomes: The effects of reporting critical audit matters on judgments of auditor liability[J]. The Accounting Review, 2016, 91(5): 1345-1362.
- [24]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.
- [25]Gutierrez E, Minutti-Meza M, Tatum K W, et al. Consequences of adopting an expanded auditor's report in the United Kingdom[J]. Review of Accounting Studies, 2018: 1-45.
- [26]柳木华,雷霄.审计师利用专家工作抑制盈余管理了吗?——基于关键审计事项披露的经验证据[J].审计研究,2020(1):78-86.
- [27]李延喜,赛赛,孙文章.在审计报告中沟通关键审计事项是否提高了盈余质量?[J].中国软科学,2019(3):120-135.
- [28]Gold A, Heilmann M, Pott C, et al. Do key audit matters impact financial reporting behavior? [J]. International Journal of Auditing, 2020, 24: 232-244.
- [29]吴溪,范昱江,杨育龙.关键审计事项与审计后会计信息质量相关吗——来自资产减值事项的证据[J].会计研究,2019(12):65-71.

- [30] 敖小波,林晚发,李晓慧. 内部控制质量与债券信用评级[J]. 审计研究,2017(2):57-64.
- [31] Ashbaugh-Skaife H, Collins D W, Lafond R. The effects of corporate governance on firms' credit ratings[J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, 42(1-2):203-243.
- [32] Bhojraj S, Sengupta P. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors[J]. The Journal of Business, 2003, 76(3):455-475.
- [33] Bradford W, Chen C, Zhao Y. The effect of corporate governance on credit ratings: Evidence from China's bond market[J]. Journal of International Financial Management & Accounting, 2019, 30(2):113-144.
- [34] 朱松. 债券市场参与者关注会计信息质量吗[J]. 南开管理评论, 2013(3):16-25.
- [35] Liu Y, Jiraporn P. The effect of CEO power on bond ratings and yields[J]. Journal of Empirical Finance, 2010, 17(4):744-762.
- [36] Papadimitri P, Pasiouras F, Tasiou M, et al. The effects of board of directors' education on firms' credit ratings[J]. Journal of Business Research, 2020, 11(4):294-313.
- [37] Cornaggia K J, Krishnan G V, Wang C. Managerial ability and credit ratings[J]. Contemporary Accounting Research, 2017, 34(4):2094-2122.
- [38] Bonsall S B, Miller B P. The impact of narrative disclosure readability on bond ratings and the cost of debt[J]. Review of Accounting Studies, 2017, 22(2):608-643.
- [39] 常莹莹, 曾泉. 环境信息透明度与企业信用评级——基于债券评级市场的经验证据[J]. 金融研究, 2019(5):132-151.
- [40] Attig N, El Ghoul S, Guedhami O, et al. Corporate social responsibility and credit ratings[J]. Journal of Business Ethics, 2013, 117(4):679-694.
- [41] Cheng M, Subramanyam K R. Analyst following and credit ratings[J]. Contemporary Accounting Research, 2008, 25(4):1007-1044.
- [42] Boubakri N, Ghouma H. Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence[J]. Journal of Banking & Finance, 2010, 34(10):2481-2499.
- [43] Iskandar-Datta M E, Emery D R. An empirical investigation of the role of indenture provisions in determining bond ratings[J]. Journal of Banking & Finance, 1994, 18(1):93-111.
- [44] Levin I P, Johnson R D, Davis M L. How information frame influences risky decisions: Between-subjects and within-subject comparisons[J]. Journal of Economic Psychology, 1987(8):43-54.
- [45] Defond M, Zhang J. A review of archival auditing research[J]. Journal of Accounting and Economics, 2014, 58(2-3):275-326.
- [46] Blokdiijk H, Drienehuizen F, Simunic D A, et al. An analysis of Cross-Sectional differences in big and Non-Big public accounting firms' audit[J]. Auditing: A Journal of Practice and Theory, 2006, 25(1):27-48.
- [47] Deangelo L. Auditor size and audit quality[J]. Journal of Accounting and Economics, 1981, 3(3):183-199.
- [48] 吕伟, 于旭辉. 客户依赖、审计师独立性与审计质量——来自上市公司的经验证据[J]. 财贸研究, 2009(3):128-133.
- [49] Altman E I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy[J]. The Journal of Finance, 1968, 23(5):589-609.
- [50] 王雄元, 李岩琼, 肖恣. 年报风险信息披露有助于提高分析师预测准确度吗? [J]. 会计研究, 2017(10):37-43.
- [51] Baron R M, Kenny D A. The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations [J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1986, 51(6):1173-1182.

[责任编辑:刘 茜]

## Do Critical Audit Matters Affect Corporate Bond Rating? Evidence from Conclusive Evaluation

FENG Xiaoqing

(School of Business, Remin University of China, Beijing 100872, China)

**Abstract:** Using the sample of corporate bonds issued by A-share listed firms from 2018 to 2019, this paper examines the impact of critical audit matters on the corporate bond rating. This paper finds that the more positive the conclusive evaluation of critical audit matters, the higher the corporate bond rating. Moreover, the positive effect of conclusive evaluation of critical audit matters on corporate bond rating is more pronounced in firms audited by auditors with higher competence and independence. The results are robust after controlling the endogenous problem with PSM and Treatment Effect Model. The mechanism test shows that the conclusion evaluation of critical audit matters increases corporate bond rating by enhancing credit rating analysts' confidence in the reliability of accounting information related to critical audit matters. This paper contributes to the understanding of the audit report standard reform consequence from the perspective of corporate bond rating.

**Key Words:** critical audit matters; conclusive evaluation; corporate bond; credit rating; audit opinion; independence of audit; audit capability