

民营企业“反向混改”与审计意见

刘笑霞¹, 李明辉²

(1. 南京理工大学经济管理学院, 江苏南京 210094; 2. 南京大学商学院, 江苏南京 210093)

摘要: 文章利用2008—2020年A股非金融类民营上市公司数据, 同时以前十大股东中国有股东的持股比例及其是否超过10%度量反向混改, 进而检验反向混改对审计师出具非标意见的倾向的影响。结果表明, 反向混改可以显著降低公司收到非标审计意见的可能。机制性检验表明, 反向混改部分地通过提高会计信息质量、降低经营风险来降低审计师出具非标意见的倾向。异质性检验表明, 反向混改对审计意见的负向影响仅存在于公司信息不对称程度高、所在地区法治环境差及事务所的客户重要性低情况下。此外, 反向混改对审计意见的影响主要来自非金融国有机构持股。这一研究不仅可以从审计意见的角度拓展反向混改经济后果的文献, 而且可以加深对所有权结构与审计师决策之间关系的理解。

关键词: 反向混改; 民营企业; 审计意见; 资源效应; 治理效应

中图分类号: F239.43 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2023)11-0033-16

DOI: 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2023.11.003

Reverse Mixed Ownership Reform of Private Enterprises and Audit Opinion

LIU Xiaoxia¹, LI Minghui²

(1. School of Economics & Management, Nanjing University of Science & Technology, Nanjing 210094, China;

2. Business School, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

Abstract: Using the data of A-share non-financial private listed companies from 2008 to 2020, this paper explores the impact of the reverse mixed ownership reform on the tendency of auditors to issue modified audit opinions. The reverse mixed ownership reform is measured by the shareholding ratio of the state-owned capital among the top ten shareholders and the 10% exceeding ratio of the state-owned shareholders. The results show that the reverse mixed ownership reform is significantly negatively related with modified audit opinion. The results of mechanism tests demonstrate that the reverse mixed ownership reform partially reduces the tendency of auditors to issue modified opinions by improving accounting information quality and decreasing business risk. The heterogeneity tests show that the impact of reverse mixed ownership reform on audit opinion only exists in the companies with higher information asymmetry and weaker regional legal environments and when the client importance at accounting firm level is lower. Besides, the negative effect of reverse mixed ownership reform on audit opinion mainly comes from the shareholding of nonfinancial state-owned entities institutions. This study can not only enrich the research on the economic consequences of reverse mixed ownership reform from the perspective of audit opinion, but also deepen the understanding of the relationship between ownership structure and auditor's decision behavior.

Key words: reverse mixed ownership reform; private enterprise; audit opinion; resource effect; governance effect

一、引言

我国实行的是公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度。党的十六大报告提出了“两

收稿日期: 2023-06-18

基金项目: 国家社会科学基金一般项目“民营企业‘反向混改’的治理效应研究”(21BGL011)

作者简介: 刘笑霞, 女, 教授, 博士生导师, 管理学博士, 主要从事审计与公司治理研究; 李明辉(通讯作者), 男, 教授, 博士生导师, 管理学博士, 主要从事审计与公司治理研究。

个毫不动摇”,即“毫不动摇巩固和发展公有制经济,毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展”。此后,党的十八大报告《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度 推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》、党的二十大报告等重要文件均强调两个“毫不动摇”。为了实现各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展,十八届三中全会后,我国全面启动了混合所有制改革。我国的混合所有制改革是双向的,既包括吸引民营资本进入国有企业(即通常所说的“国企混改”),也包括国有资本进入民营企业(本文称之为“反向混改”,以区别于“国企混改”)。2015年8月发布的《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》除了继续强调“推进国有企业混合所有制改革”外,还明确提出“鼓励国有资本以多种方式入股非国有企业”。此后,国有资本(以下简称“国资”)入股民营企业成为我国混合所有制改革的一个重要内容。尤其是2018年以后,出于纾困民营企业、国资自身优化战略布局等目的,国资入股民营企业的步伐显著加快。

国资入股,不仅意味着民营企业股权结构的变化,而且会为民营企业带来资源效应和治理效应(Ding等,2021;Lin等,2020;肖正等,2022)^[1-3],并有助于保护民营企业产权(孙亮和刘春,2021)^[4]。反向混改的资源效应意味着,国资入股在缓解民营企业融资约束、提高企业盈利能力和市场价值的同时,也会降低公司实施激进性盈余管理及财务舞弊的动力。因为在获取资源上的相对弱势地位,是促使民营企业向上操纵盈余以便报告好于实际的会计业绩从而获取信贷资金的重要原因(Ding等,2007)^[5];反向混改的治理效应意味着,国资入股在一定程度上能够加强对民营大股东和管理层的机会主义行为的监督和约束,从而抑制大股东和管理层的激进性会计行为、提高会计信息质量。因此反向混改有助于提高公司会计信息质量,降低财务报表中存在重大错报的风险。此外,由于反向混改带来的政府隐性担保以及国资对外部融资、业务获取的促进作用,企业未来发生财务困境的可能性大大降低,这意味着审计师遭遇法律诉讼的风险也将降低。相应地,审计师通过对财务报表出具非标意见来应对可能的风险的动力将会下降。因此从理论上来说,反向混改将会影响到审计师的审计意见决策。从现有文献来看,虽然近年反向混改已成为我国财务、会计领域研究的一个热点话题,但并无文献考察反向混改对审计意见的影响。基于这一考虑,本文利用初始产权性质为民营企业的A股非金融类上市公司数据,检验反向混改对民营企业审计意见的影响。

本文从如下两方面进一步丰富了现有文献:(1)提供了民营企业反向混改对审计意见的影响的经验证据,从而有助于加深对上市公司股权结构与审计意见之间关系的理解。尽管国有企业与非国有企业的差异是中国背景下财务与会计研究领域一个经久不衰的话题,但本文梳理文献后发现,对于国有股权与审计意见之间的关系,其实并无多少文献进行深入研究。本文利用国资入股民营企业这一场景,研究国资持股对审计意见的影响,有助于理解股权结构与审计意见之间的关系。同时审计意见决策是审计师风险应对决策的一个重要体现。对反向混改与审计意见之间关系进行检验,可以从一个侧面了解审计师是如何看待国有资本进入民营企业进而作出其审计意见决策的,从而加深对审计师风险应对策略的理解。(2)从审计师审计意见决策的角度提供了反向混改经济后果的经验证据,从而拓展对反向混改经济后果的理解。已有关于反向混改的研究多侧重于外部融资、经营绩效等方面,而较少涉及会计信息质量和外部审计师的行为。本文从审计意见的角度进行研究,可以从外部审计师的角度提供反向混改后果的经验证据。

二、文献回顾

(一) 相关文献

1. 产权性质对审计意见的影响。一些学者研究了产权性质对审计意见的影响,发现与非国有企业相比,国有企业更可能收到清洁的审计意见(Liu等,2011)^[6]。朱杰和苏亚民(2023)^[7]发现,在制度环境较差的地方,地方国有企业更容易获得有利的审计意见,且本地事务所更可能对地方国有企业出具有利的审计意见。Chan等(2012)^[8]发现,当地方国有企业有融资需求或面临退市威胁时,本地事务所会对企业出具较为有利的审计意见。还有一些文献在研究其他因素对审计意见的影响时控制了产权性质,发现国有产权对审计师出具非标审计意见的倾向具有显著负向影响(王娟和潘秀丽,2018;闫焕民等,2020;李世刚和蒋尧

明,2020;王百强等,2021)^[9-12]。

2. 国有股权对审计其他方面的影响。一些文献发现,国有股权会降低公司对高质量审计服务的需求(Chan等,2007;Wang等,2008)^[13-14],其原因在于在获取资源上所受的优待降低了国有企业通过审计师选择来传递公司质量信号的动力。Liu和Subramaniam(2013)^[15]发现,国有企业的审计费用显著低于非国有企业。其原因在于国有企业的审计风险较低。

3. 反向混改的后果。现有文献基于资源效应或治理效应,从不同角度研究了国资入股对民营企业的影响。在资源效应方面,宋增基等(2014)^[16]和余汉等(2017)^[17]发现,国资参股有助于民营企业获得信贷资金,并有助于企业进入高壁垒行业;何德旭等(2022)^[18]发现,国资参股可以显著降低民营企业债务成本、扩大债务融资规模。郝阳和龚六堂(2017)^[19]发现,国资参股能够降低民营企业税负、缓解企业融资约束;李增福等(2021)^[20]发现,国资参股能够缓解民营企业融资约束进而减少投资不足。在治理效应方面,有文献发现,国资入股可以抑制企业的违规行为(于瑶和祁怀锦,2022)^[21]、提高企业的税收遵从度(汪圣国等,2022)^[22]、抑制实体企业过度金融化(赵晓阳和衣长军,2021)^[23]。需要注意的是,资源效应和治理效应并非非此即彼、相互排斥的,二者可以同时存在(曾敏等,2022;唐松莲等,2021)^[24-25]。孙亮和刘春(2021)^[4]则认为,民企引入国资的主要目的不在于资源效应或治理效应,而是由于国资有助于加强企业产权保护、减少官员对企业的干预。不过也有文献发现,引入国有股并未对民营企业带来积极影响,甚至会提高企业负担、降低企业绩效(肖正等,2022;李文贵和邵毅平,2016;董艳和刘佩忠,2021)^[3,26-27]。

(二) 对现有研究的评述

混合所有制改革是我国为实现不同所有制之间的优势互补、相互促进而实施的一项改革。国有资本进入民营企业,不仅意味着所有权结构的“混”,而且意味着企业经营理念和实践的“改”。现有文献从经营绩效(肖正等,2022;郝阳和龚六堂,2017;董艳和刘佩忠,2021)^[3,19,27]、创新行为(罗宏和秦际栋,2019;余汉等,2021;韦浪和赵劲松,2021)^[28-30]、债务融资(宋增基等,2014;何德旭等,2022)^[16,18]、投资效率(李增福等,2021)^[20]、违规行为(于瑶和祁怀锦,2022)^[21]、社保遵从(汪圣国等,2022)^[22]等角度研究了反向混改的后果。总体而言,这些文献大多发现,国资入股民营企业,可以为民营企业带来资源效应和治理效应,从而较好地将民营企业的机制灵活与国资的决策稳健、资源优厚结合在一起,提高民营企业价值。不过,现有关于反向混改后果的文献多数侧重于企业的融资、经营行为,而较少从会计信息质量、审计的角度加以研究。尤其是尚无文献研究反向混改对审计意见的影响。本文可以从审计意见决策的角度进一步丰富反向混改的经济后果的研究。

三、理论分析与研究假说

(一) 国资进入对民营企业财务和经营的影响

1. 资源效应及其对财务、经营的影响。国资进入民营企业,可以为后者带来多种资源:(1)为企业带来政府的隐性担保,从而有助于企业融资。政府隐性担保是指,当市场动荡或企业遭遇财务困境时,政府出于稳增长、保就业等目的,将向企业提供救济或其他有形利益的担保,以降低国有企业陷入困境的可能(Ding等,2021;Cong等,2019)^[1,31]。之所以将这一担保称为隐性的,是因为当企业经营正常时,政府无须为企业提供上述担保;但一旦企业面临不利情形,政府的隐性担保就可以转化为有形的利益(Ding等,2021)^[1]。政府隐性担保可以形成一种积极的信号。当投资者、债权人意识到政府会为企业提供隐性担保时,将会要求更低的资本成本以作为投资风险降低的补偿(Ding等,2021)^[1]。一般情况下隐性担保仅存在于国有企业中。但是当国资入股民营企业时,会把政府的隐性担保带到民营企业来:当反向混改企业遭遇经营困境时,政府会向这些企业提供支持。国资入股还可以向银行传递政府为企业提供隐性担保的信号,从而为企业获取银行信贷提供有力支撑,使企业获取类似于国有企业的优待。此外,监管部门在审核资本市场融资等事项上对国有企业也存在一定程度的优待(Wang等,2008)^[14],因此国资进入民营企业也可能在权益性

再融资方面为企业带来便利。(2)直接帮助企业融资,从而缓解企业融资约束。除了通过政府隐性担保间接地促进企业融资外,反向混改还可以直接为企业融资带来帮助。当国资采用增资扩股方式入股民营企业时,需直接以资金入股,这将为企业带来较多的现金流入,并直接提高公司资本规模;当国资以协议转让等方式进入民营企业时,转让资金归大股东而非上市公司,似乎只会缓解大股东的资金问题,而不会对上市公司带来直接的现金流,但大股东股权质押风险的缓解会降低大股东掏空上市公司的动力,这也会间接地缓解企业的融资约束。国资入股后,还会直接为民营企业提供资金支持、积极协调企业与银行之间的关系或者为企业融资提供担保,这些都助于缓解企业融资约束。国资之所以要为企业融资提供支持,是因为反向混改企业中有许多是面临财务压力、融资困难的公司,国资进入后,必须要尽快帮助企业走出困境,这不仅是纾困民营企业的要求,也是实现国资投资收益的要求。(3)增进企业与政府的联系,从而有助于企业获取政府补贴及其他优惠政策。民营企业在获取政府补贴方面的能力,弱于国有企业(Chen等,2008)^[32]。因此民营企业有动力引入国资以获得更多的政府补贴。从结果来看,国资入股确实能够为企业带来更多政府补贴(李文贵和邵毅平,2016;董小红等,2021)^[26,33]。企业与政府关系的加强还可以在在一定程度上减少官员对企业的干预,使企业获得更强的产权保护(孙亮和刘春,2021)^[4]。(4)业务获取。国有企业和非国有企业在获取业务的能力上存在差异。例如,在参与政府投资项目招投标时,国有企业往往具有优势。这一方面是由于国有企业积累了较好的信誉,因而可以在评标时获得较高分数,甚至在一些非政府投资项目中,国有企业也能凭借其更高的信誉而获取更多的业务机会;另一方面,政府部门将业务交给国有企业,不必担心国有资产流失等风险。当国资入股后,有助于消除上述歧视对民营企业获取业务的影响,从而帮助民营企业获取更多订单,提高经营绩效。资源效应不仅可以缓解公司的融资约束,降低财务风险和经营风险、提高公司盈利水平,而且可以降低公司为了外部融资而进行盈余管理的动力。

2. 治理效应及其对财务、经营的影响。国有股东入股民营企业,还可以形成治理效应:(1)国有股东进入民营企业,可以形成多个大股东结构(Multiple Large Shareholders, MLS),从而促进公司治理。MLS不仅可以对控股股东形成一种有效的监督和制衡机制,从而抑制大股东的“掠夺”行为、缓解大小股东之间的代理冲突(Attig等,2008;Attig等,2009;Boubaker等,2017;Ali等,2020)^[34-37],而且有助于加强对管理层的监督,从而抑制股东-代理人冲突(Lin等,2020;Edmans和Manso,2011;Zhong等,2021)^[2,38-39]。已有文献发现,MLS有助于抑制大股东的“掏空”行为(Boateng和Huang,2017)^[40]、抑制公司过度杠杆政策(Boateng和Huang,2017)^[40]、促进公司增加对正式治理机制的运用(Casado等,2016)^[41]、降低管理费用率(Lin等,2020)^[2]、提高投资效率(Jiang等,2018)^[42]、提高CEO被迫离职与绩效之间的敏感性(Zhong等,2021)^[39]。在我国民营企业中,存在较为明显的“一股独大”现象,并由此产生了大股东“掏空”上市公司等问题。为了保护自身合法利益、实现国资保值增值的目标,国资进入后,有动力监督民营大股东和管理层的自利行为。并且它们也有能力对民营大股东进行制衡和监督,包括委派人员进入企业担任董监高,从而有效抑制民营大股东掏空上市公司并利用盈余管理加以掩盖的行为。(2)国资进入民营企业后,会对后者的企业文化尤其是风险偏好、业绩观念产生影响。与民营企业相比,国有企业更加厌恶风险。一方面,国有企业的考核目标更为多元化,除了考虑企业经营利润外,还需要帮助政府履行社会责任,因此国有企业对经营利润目标的设定及权重不像民营企业那样高,这降低了激进性经营与盈余管理行为的收益;另一方面,一旦因为信息披露、违规投资等问题受到监管部门的调查、处罚或者媒体的报道,会对国有企业经营者的政治晋升带来负面影响(Hope等,2020)^[43],这提高了激进性经营和盈余管理行为的成本。因此与民营企业相比,国有企业更加注重合规经营,而不大愿意冒险去进行过于激进的盈余管理等行为。国资入股后,会将上述业绩观和重合规、求稳定的文化带民营企业中,避免民营企业过于激进的行为对其带来负面影响。它们会通过董事会等决策机制来约束企业过度追求经营利润的行为,包括激进性盈余管理行为。(3)国资进入民营企业后,会对民营企业的决策机制和内部控制产生影响。与民营企业很大程度上依赖于参与公司经营的实际控制人个人决策相比,国有企业更强调集体决策,尤其是“三重一大”决策机制在一定程度上削弱了少数关键人的影响。国资入股民营企业后,依照国资监管的规定,在一些重大事项上需要上报国资监管部门审批。尤其是国资持股比例较高时,国资甚至会可能要求依照国有企业的一套办法、习惯来

管理企业。这固然可能带来决策效率的下降,甚至导致投资不足,但也会在会计政策选择等方面抑制过于激进的做法。此外,尽管国有企业和民营企业都必须依照监管部门的相关指引建立有效的内部控制,但相比而言,国有企业更有可能建立有效的内部控制机制,因为它们需要担当实施内部控制及其他相关治理机制“模范”的角色(Ge等,2021)^[44]。当国资进入民营企业后,会要求民营企业建立和完善内部控制,至少在形式上如此,这将会在一定程度上促进民营企业内部控制质量的提高。

(二) 反向混改对审计意见的影响

降低出具非标审计意见的门槛、对存在风险的客户更为稳健地出具审计意见,是审计师应对风险的策略之一(Francis和Krishnan,1999;阮娴静和申曙光,2021)^[45-46]。通过出具非标意见,审计师向会计信息使用者传递了公司风险的信号,这可以降低在公司将来发生财务困境时第三方对审计师提起诉讼的可能。因此出具非标意见在一定程度上可以为审计师提供保护。对于风险超出审计师容忍程度的现有客户而言,出具非标意见是审计师应对风险的重要途径(黄溶冰,2020)^[47]。国资进入民营企业所产生的资源效应和治理效应将会影响到审计师对风险的评估,进而影响审计师出具非标意见的倾向。

1. 反向混改对重大错报风险的影响。反向混改有助于降低企业财务报表中的重大错报风险:(1)反向混改对公司融资的促进作用,可以降低民营企业为了外部融资而向上操纵盈余的动力。民营企业向上盈余管理的一个重要原因在于,民营企业在获取信贷资金、权益融资等方面处于弱势,因此它们需要通过报告好于实际的业绩来获取市场对他们的信心(Ding等,2007;薄仙慧和吴联生,2009)^[5,48]。国资入股不仅可以减轻银行对民营企业的歧视,而且可以通过帮助企业获取更多的政府补助、为企业信贷提供担保等手段有效缓解民营企业的融资约束(何德旭等,2022;郝阳和龚六堂,2017;李增福等,2021;董小红等,2021;韦浪和宋浩,2020)^[18-20,33,49],从而降低民营企业通过向上盈余管理美化财务业绩来获取信贷及其他资源的动机。(2)反向混改的治理效应,可以促进民营企业提高会计信息质量。国资进入后,可以对民营大股东形成有效的制衡,从而抑制“一股独大”所导致的大股东“掏空”行为以及为掩盖掏空行为而进行的盈余管理、隐藏信息行为,这有助于在认定层次降低相关账户的错报风险。为了维护自身合法利益并提高对监管部门关于公司治理和内部控制的相关指引的遵循,国有股东会推动民营企业完善内部决策和监督机制,采用更为正式的治理机制,建立有效的内部控制政策和程序,完善公司内部的信息环境。这不仅有利于企业优化战略制定和实施,树立风险管理和内部控制意识以避免过度追求风险,从而降低战略和经营风险,而且有利于优化企业控制环境、推动企业建立健全内部控制机制,从而同时从主体层面和业务层面降低控制风险。国资进入还可以推动民营企业改变过于注重会计利润、忽视社会责任的业绩观念,这也有助于抑制企业的激进性盈余管理行为,提高企业会计信息质量,在报表层面降低重大错报风险。财务报表重大错报风险的降低,意味着审计师的审计风险也将显著下降,审计师通过出具非标意见来应对审计风险的必要性也将下降。

2. 反向混改对经营风险、法律风险的影响。反向混改所产生的资源效应、治理效应都可以降低公司发生财务困境的可能。(1)就资源效应而言,无论是国资入股对企业融资的直接或间接的帮助,还是国资入股对企业获取业务、政府补助以及其他资源的促进作用,都有助于降低企业财务成本、提高企业盈利能力,降低企业发生财务困境的可能;国资入股所带来的政府隐性担保,则在企业万一在将来遭遇财务困境时为企业提供有力支持,降低企业经营失败的可能。(2)就治理效应而言,国资入股后,通过推动企业建立内部控制机制、督促民营股东和管理层积极清理不良资产、抑制过度扩张所带来的经营风险,可以有效降低企业未来的经营风险。经营风险的降低也有利于在报表层次降低重大错报风险。反向混改不仅可以降低企业将来发生经营失败的风险,而且可以降低企业由于经营失败而被投资者或其他第三方提起诉讼的风险。对审计师而言,这也意味着法律风险的降低。

综上所述,反向混改可以提高企业会计信息质量,并可以同时从报表层次和认定层次降低重大错报风险;反向混改还可以通过政府隐性担保等渠道降低企业经营风险和法律风险。因此反向混改可以降低审计师的审计风险、法律风险,相应地,审计师通过出具非标审计意见来应对风险的必要性将显著降低。基于以上分析,本文提出如下研究假设:

假设 H1:其他条件不变,反向混改程度与审计师出具非标审计意见的倾向呈负向关系。

四、研究设计

(一) 模型设定与变量定义

1. **审计意见的度量。**审计意见类型包括标准无保留意见、带强调事项段的无保留意见、保留意见(包括带强调事项段的)、否定意见、无法表示意见(包括带强调事项段的)等五种。依照审计准则,带强调事项段的无保留意见应该是由于持续经营或其他不确定性问题而非财务报告问题出具的。但在实践中,审计师可能会通过出具带强调事项段的无保留意见来避免出具性质较严重的其他非标意见,从而实现在规避法律风险与避免“得罪”客户之间的平衡(Firth等,2012;王爱国和尚兆燕,2010)^[50,51]。因此带强调事项段的无保留意见与其他非标意见的差异可能仅是形式上的,而非实质上的(Firth等,2012)^[50]。借鉴中国背景相关文献的做法(朱杰和苏亚民,2023;Chan等,2012;Firth等,2012;Chan和Wu,2011;Su和Wu,2016;He等,2017)^[7-8,50,52-54],本文对带强调事项段的无保留意见与其他非标意见不做区分,即将带强调事项段的无保留意见、保留意见、否定意见、无法表示意见均划分为非标准无保留审计意见, $MAO = 1$,否则, $MAO = 0$ 。

2. **反向混改程度的度量。**本文同时采用如下两种方法度量反向混改程度:(1)前十大股东中国有股东持股比例是否超过10%($MIX1$)。借鉴郝阳和龚六堂(2017)^[19]、李增福等(2021)^[20]等做法,如果公司中国有股东的持股比例超过10%, $MIX1 = 1$,否则, $MIX1 = 0$ 。(2)前十大股东中国有股东持股比例($MIX2$)。参考罗宏和秦际栋(2019)^[28]、韦浪和宋浩(2020)^[49]、李增福等(2021)^[20]、孙亮和刘春(2021)^[4]、赵晓阳和衣长军(2021)^[23]等做法,以前十大股东中国有股东持股比例之和作为反向混改程度的度量。

3. **模型设定。**参考相关文献(黄溶冰,2020;Firth等,2012;Chan和Wu,2011;Su和Wu,2016;He等,2017;He等,2017;刘笑霞和李明辉,2020)^[47,50,52-56],本文采用如下Logit模型考察反向混改对审计意见的影响。^①

$$LogitMAO = \alpha_0 + \alpha_1 MIX + \alpha_m Controls + Industry + Year + \varepsilon \quad (1)$$

其中 MIX 为反向混改,包括 $MIX1$ 和 $MIX2$; $Control$ 为控制变量,具体包括:公司规模($SIZE$)、财务杠杆(LEV)、报告亏损($LOSS$)、存货和应收款比重($ARINV$)、资产周转率($TURN$)、收入增长率($GROWTH$)、经营活动现金流(OCF)、上市年限(AGE)、应计盈余管理($ABSDA$)、内控质量(IC)、事务所规模($BIG10$)、上年审计意见($LagMAO$)以及年度($Year$)、行业($Industry$)固定效应。其中 $Industry$ 依据上市公司所属2012年证监会行业定义,制造业细分到了次类行业。变量的具体定义如表1所示。

表1 变量定义

符号	含义	具体定义
MAO	审计意见类型	虚拟变量,如公司年度财务报告被出具非标准无保留审计意见,则 $MAO = 1$,否则为0
MIX	反向混改	$MIX1$:虚拟变量,如果民营企业前十大股东中国有股东持股之和超过10%, $MIX1$ 取值为1,否则为0; $MIX2$:连续变量,民营企业前十大股东中国有股东持股比例之和
$SIZE$	公司规模	期末资产总额的自然对数
LEV	财务杠杆	资产负债率 = 期末负债总额/期末资产总额
$LOSS$	报告亏损	虚拟变量,若公司当年报告亏损,则 $LOSS = 1$,否则, $LOSS = 0$
$ARINV$	存货和应收款比重	(期末应收账款 + 期末存货)/期末资产总额
$TURN$	总资产周转率	营业收入/期末资产总额
$GROWTH$	收入增长率	营业收入增长率
OCF	经营活动现金流	经营活动净现金流量/期初资产总额

①之所以在主检验中没有采用 DID 模型,是因为从实践来看,国资在入股民营企业之后,往往会不断减持或增持,甚至存在国资入股后退出再入股的情况,因此本文难以将国资入股事件作为准自然实验进行研究。并且只考虑入股时点,也难以了解反向混改程度对审计意见的影响。

(续表1)

符号	含义	具体定义
AGE	上市年限	IPO 日距 t 期资产负债表日的日历天数/365
ABSDA	应计盈余管理	采用截面修正琼斯模型分年度分行业估计的操控性应计的绝对值(经期初资产总额平减)。若该年度某行业内样本数少于15个,则剔除
IC	内控质量	迪博内部控制指数 + 1 后取自然对数
BIG10	事务所规模	虚拟变量,如果事务所为当年国内“百强”事务所综合排名前十,则 $BIG10 = 1$;否则, $BIG10 = 0$
LagMAO	上年审计意见	虚拟变量,若公司上年度财务报告被出具非标准审计意见, $LAGMAO = 1$, 否则, $LAGMAO = 0$

(二) 数据来源与样本筛选

考虑到2006年前后我国会计、审计准则存在较大差异,且模型中涉及上年审计意见,计算 $ABSDA$ 时也会使用到上期资产总额数据,本文以2008—2020年 A 股非金融类上市公司数据为对象(实际用到2007—2020年数据),检验反向混改对审计意见的影响。本文研究的是民营企业反向混改,故以初始产权性质为民营企业的上市公司为对象。具体而言,本文将 CSMAR“民营上市公司”数据库中发起上市时由自然人或者民营企业控股的公司作为初始样本。为了度量企业反向混改的程度,本文根据 CSMAR“中国上市公司股权性质文件”数据库中前十大股东的股东性质,将股东划分为国有股东、民营股东和其他股东三大类,并分别以民营企业前十大股东中的国有股东持股是否超过10%哑变量($MIX1$)及国有股东持股总和($MIX2$)来度量反向混改。

除法制环境指数和民营经济发展水平来自王小鲁等(2021)《中国分省份市场化指数报告(2021)》^①、内部控制指数来自 DIB 内部控制与风险管理数据库外,其余数据均来自 CSMAR。原始样本共17725条公司一年记录,在依次剔除 ST 和 *ST 公司、IPO 前记录及缺失 IPO 日期、金融行业公司及缺失行业类型公司、缺失其他数据记录后,剩余14241条记录用于检验。为减少奇异值的影响,本文对连续变量在1%和99%位置进行了缩尾处理。在回归时,本文依照公司对标准误进行了聚类调整。

五、实证结果与分析

(一) 描述性统计和相关性检验

表2报告了主要变量描述性统计的结果。从表中可以看出,有3.5%的样本被出具了非标意见。 $MIX1$ 的均值为0.067,表明6.7%的样本前十大股东中国有股东持股比例超过10%; $MIX2$ 的均值为0.026,表明样本公司前十大股东中国有股东持股比例平均仅为2.6%。因此总的来说,民营企业反向混改的程度相对较低。

表2 主要变量的描述性统计

	N	Min	$P25$	$Mean$	$Median$	$P75$	Max	SD
MAO	14241	0.000	0.000	0.035	0.000	0.000	1.000	0.183
MIX1	14241	0.000	0.000	0.067	0.000	0.000	1.000	0.251
MIX2	14241	0.000	0.000	0.026	0.000	0.020	0.444	0.068
SIZE	14241	19.805	21.035	21.784	21.686	22.405	24.880	1.020
LEV	14241	0.048	0.224	0.379	0.366	0.515	0.848	0.192
LOSS	14241	0.000	0.000	0.098	0.000	0.000	1.000	0.298
ARINV	14241	0.014	0.177	0.283	0.265	0.370	0.721	0.149
TURN	14241	0.085	0.349	0.582	0.504	0.714	2.280	0.363
GROWTH	14241	-0.562	-0.013	0.187	0.128	0.298	2.343	0.393
OCF	14241	-0.158	0.007	0.045	0.044	0.085	0.234	0.068
AGE	14241	1.066	3.085	7.000	5.696	9.364	23.668	5.082
ABSDA	14241	0.000	0.018	0.059	0.041	0.078	0.284	0.058
IC	14241	0.000	6.429	6.318	6.502	6.551	6.696	1.012
BIG10	14241	0.000	0.000	0.564	1.000	1.000	1.000	0.496
LagMAO	14241	0.000	0.000	0.022	0.000	0.000	1.000	0.147

^①王小鲁,胡李鹏,樊纲.中国分省份市场化指数报告(2021)[M].北京:社会科学文献出版社,2021.下同。

未报告的 Pearson 相关性分析结果表明, *MAO* 与 *MIX1*、*MIX2* 并无显著相关关系。不过, 由于并未控制其他影响审计意见的因素, *MAO* 与 *MIX1*、*MIX2* 的关系究竟如何, 还需进一步检验。从相关系数矩阵还可以看到, 自变量之间相关系数绝对值最大的一组变量是 *SIZE* 和 *LEV* (0.50)。在回归时, 本文采用 OLS 模型计算了各变量的方差膨胀因子 (VIF), 结果均低于 10。因此模型 (1) 不存在多重共线性问题。

(二) 基准回归

表3报告了 Logit 回归结果。从表中可以看出, *MIX* 的系数显著为负, 表明反向混改与审计师出具非标意见的倾向呈显著负向关系。这一结果支持了假设 1。从控制变量来看, 财务杠杆 (*LEV*)、报告亏损 (*LOSS*)、上市年限 (*AGE*)、应计盈余管理 (*ABSDA*)、上期审计意见 (*LagMAO*) 的系数显著为正, 资产周转率 (*TURN*)、经营活动现金流 (*OCF*)、内控质量 (*IC*) 的系数显著为负, 符合预期。此外, 存货与应收款比重 (*ARINV*) 的系数显著为负。

表3 Logit 回归结果: 反向混改对审计意见的影响

	预期符号	MAO	
		<i>MIX = MIX1</i>	<i>MIX = MIX2</i>
<i>MIX</i>	-	-0.712 ** (-2.40)	-3.303 *** (-3.55)
<i>SIZE</i>	-	-0.135 * (-1.72)	-0.121 (-1.56)
<i>LEV</i>	+	2.046 *** (5.35)	2.038 *** (5.39)
<i>LOSS</i>	+	1.086 *** (6.93)	1.088 *** (6.95)
<i>ARINV</i>	?	-0.919 * (-1.82)	-0.934 * (-1.85)
<i>TURN</i>	-	-0.665 *** (-2.95)	-0.664 *** (-2.93)
<i>GROWTH</i>	-	-0.115 (-0.53)	-0.111 (-0.52)
<i>OCF</i>	-	-1.975 * (-1.89)	-1.914 * (-1.82)
<i>AGE</i>	+	0.046 *** (3.72)	0.049 *** (3.89)
<i>ABSDA</i>	+	2.972 *** (3.07)	2.989 *** (3.09)
<i>IC</i>	-	-0.545 *** (-19.19)	-0.546 *** (-19.17)
<i>BIG10</i>	+	-0.099 (-0.75)	-0.107 (-0.81)
<i>LagMAO</i>	+	3.410 *** (16.24)	3.410 *** (16.18)
<i>Industry/Year</i>		控制	控制
常数项		1.373 (0.84)	1.108 (0.68)
<i>Wald chi²</i>		1218.003	1219.049
<i>Pseudo R²</i>		0.479	0.480
<i>N</i>		14241	14241

注: 除非特别说明, Logit 回归括号中为 *z* 值, OLS 回归括号中为 *t* 值, 组间系数差异性检验括号中为 *p* 值; *、**、*** 分别为 10%、5%、1% 显著性水平下显著。

(三) 稳健性检验

1. 内生性问题的考虑。由于审计意见是在会计年度结束以后才会形成,因此在实践中,审计意见不可能影响到国资进入的倾向。换言之,反向混改与审计意见之间的负向关系不可能是由于反向因果关系所致。但本文仍可能存在自选择等原因所导致的内生性问题。此外,虽然本文参考相关文献,控制了影响审计意见的相关因素,但仍可能存在遗漏变量的问题。以前十大股东中国有股东持股比例以及国有股东持股是否超过10%度量反向混改,也可能存在测量误差。本文采用如下方法缓解内生性问题的影响:

(1) 工具变量二阶段回归(IV 2SLS)。本文采用 IV 2SLS 来缓解遗漏变量和测量误差所导致的内生性问题。本文用王小鲁等(2021)《中国分省份市场化指数报告(2021)》中的“非国有经济在工业企业主营业务收入中的比重”^①来度量上市公司所在省份的民营经济发展水平(*PRVTECO*)并以此作为工具变量。所在地区民营经济发展水平越好,民营企业通过反向混改寻求政府庇护、获取资源的动力越弱,因此民营经济发展水平会负向影响反向混改。^②但没有证据表明,地区民营经济发展水平会影响某个公司的审计意见。由于 IV 2SLS 要求内生变量是连续变量,故仅针对 *MIX2* 进行工具变量两阶段回归。Wald 内生性检验卡方值为 3.08,在 10% 水平拒绝外生性假设。弱工具变量检验结果显示,AR 卡方值和 Wald 卡方值分别为 3.82 和 3.62,均在 10% 水平拒绝弱工具变量假设。因此 *PRVTECO* 可以用来作为工具变量。第一阶段回归结果表明,工具变量 *PRVTECO* 与 *MIX2* 在 1% 水平呈显著负向关系(表 4 第 1 列),表明地区民营经济发展水平确实会负向影响反向混改;第二阶段回归结果表明,*MIX2* 仍与 *MAO* 呈显著负向关系(表 4 第 2 列)。因此在采用 IV 2SLS 缓解内生性问题的影响后,反向混改仍与审计师出具非标意见的倾向呈显著负向关系。

表 4 内生性检验:工具变量两阶段回归、处理效应模型

	工具变量两阶段回归		处理效应模型	
	<i>MIX = MIX2</i>		<i>MIX = MIX1</i>	
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
	因变量: <i>MIX</i>	因变量: <i>MAO</i>	因变量: <i>MIX</i>	因变量: <i>MAO</i>
<i>MIX</i>		-14.327* (-1.90)		-5.697** (-2.06)
<i>PRVTECO</i>	-0.187*** (-7.34)		-4.534** (-2.50)	
<i>IMR</i> (<i>lambda</i>)				2.492* (1.81)
<i>Controls/Industry/Year</i>	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.018 (-1.16)	0.263 (0.33)	-3.118*** (-3.89)	0.474 (0.27)
<i>F/Wald chi</i> ²	42.772	1204.318	150.066	1234.730
<i>R</i> ² / <i>Pseudo R</i> ²	0.110	/	0.064	0.480
<i>N</i>	14241	14241	14241	14241

注: *、**、*** 分别为 10%、5%、1% 显著性水平下显著。

① 考虑到一个地区非国有经济就业人数比例在短期内不会发生太大变动,数据缺失年度以该地区上一年度的指数来代替。

② 审稿专家认为,“民营经济越活跃,通过反向混改以获取资源效应和治理效应的积极性越高、主动性越强”。根据我们的调研,民营企业引入国资的动因主要包括纾解公司及控股股东的财务困境、获得政策和资金支持、更好地实现产业链整合、破除壁垒以拓展市场、获得产权保护等。民营企业如果自身发展较好,一般不太愿意引入国资,因为那样会稀释民营股东的控制权,甚至可能导致其失去控制权。而如果所在地区民营经济发展环境较好的话,民营企业在获取资源上所受的歧视较少,混改所能带来的资源效应就不甚明显,民营企业引入国资的意愿会下降。第一阶段回归的结果也表明,*PRVTECO* 与反向混改呈显著负向关系,这与本文的预期一致。此外,如果用本地区其他民营企业中国有股权的均值作为工具变量,结果一致。但考虑到以均值作为工具变量在外生性上容易受到质疑,因此本文没有采用这一做法。

(2)处理效应模型。反向混改并非随机分配的结果,而可能是公司选择的结果。反向混改程度高的公司与反向混改程度低的公司可能在许多特征上存在差异,因此本文的模型可能存在自选择问题。本文仍以民营经济发展水平(*PRVTECO*)作为外生变量,进而使用处理效应模型来缓解自选择问题的影响。首先,以公司规模(*SIZE*)、财务杠杆(*LEV*)、是否亏损(*LOSS*)、成长性(*GROWTH*)、经营活动现金流(*OCF*)、民营经济发展水平(*PRVTECO*)、行业、年度为自变量,采用 Probit 模型估计企业“前十大股东中国有股东持股之和是否超过10%”(MIX1)的可能,并计算逆米尔斯比率(Inverse Mills Ratio, *IMR*);其次,将得到的 *IMR* 加入主模型进行回归。第一阶段回归结果表明,*PRVTECO* 的系数显著为负(表4第3列);第二阶段回归结果表明,加入 *IMR* 后,*MIX1*仍在5%水平显著为负,*IMR*的系数则显著为正(表4第4列)。*IMR*的系数显著为正,表明确实可能存在自选择问题;加入 *IMR* 后,*MIX1*的系数显著为负,表明在缓解了自选择问题后,反向混改仍然与审计意见呈负向关系。

(3)基于倾向得分匹配样本的双重差分模型(PSM + DID)。反向混改程度不同的公司可能原本在风险上就存在差异,仅用截面数据 Logit 模型可能并不能充分揭示反向混改对审计意见的影响。对此,本文采用基于 PSM 匹配样本的双重差分模型加以缓解。首先,以样本期内国有股东持股比例没有达到10%的民营企业作为控制组(*TREAT* = 0),样本期内国有资本参股总和达到10%的民营企业作为处理组(*TREAT* = 1)。如果国有资本对民营企业参股总和达到10%后又下降到10%以下,则删除该公司所有年度数据。其次,以 *SIZE*、*LEV*、*LOSS*、*GROWTH*、*OCF*、年份、行业作为匹配变量,根据倾向得分采用最近距离法1:1可放回配对得到与处理组匹配的控制组样本。最后,利用匹配后样本采用双重差分模型(DID)进行检验。本文将国有资本首次参股总和达到10%及以后年度定义为反向混改后期间,*POST* = 1,否则,*POST* = 0。回归后,*POST*由于多重共线性问题被自动删除。从表5第1列可以看到,*TREAT* × *POST*的系数在5%水平显著为负。因此,在考虑反向混改的自选择以及公司审计意见本身可能存在的差异后,反向混改仍然可以显著降低审计师出具非标意见的倾向。

(4)熵匹配法。熵平衡匹配法对与处理组特征更接近的控制组样本赋以更高权重,可以更好地减少选择偏误。因此本文进一步采用熵平衡匹配法来缓解自选择问题的影响。具体而言,将模型(1)中所有控制变量作为协变量进行熵平衡匹配,匹配后,处理组与对照组协变量的均值、方差、偏度基本一致;重新对匹配后样本回归,可以看到,结果依然成立(表5第2列)。

(5)增加控制事务所固定效应。由于本文采用的是 Logit 模型,而审计意见类型可能存在一定连续性,每年审计意见变化的样本较少,因而不适合采用公司固定效应模型。为了进一步缓解遗漏变量问题,本文控制了事务所固定效应,结果保持不变(表5第3、4列)。

表5 内生性检验:PSM + DID、熵匹配、控制事务所固定效应

	PSM + DID	熵匹配 <i>MIX1</i>	控制事务所固定效应	
			<i>MIX</i> = <i>MIX1</i>	<i>MIX</i> = <i>MIX2</i>
<i>MIX</i>		-0.760 *** (-3.19)	-0.705 ** (-2.39)	-3.147 *** (-2.93)
<i>TREAT</i> × <i>POST</i>	-1.089 ** (-2.03)			
<i>TREAT</i>	0.147 (0.48)			
Controls/Industry/Year	控制	控制	控制	控制
事务所固定效应	未控制	未控制	控制	控制
常数项	11.952 *** (3.48)	6.115 *** (2.93)	0.328 (0.18)	0.056 (0.03)
Wald χ^2	436.022	921.400	9394.276	9278.314
Pseudo R^2	0.575	0.521	0.501	0.501
<i>N</i>	2638	14241	14241	14241

注: *、**、***分别为10%、5%、1%显著性水平下显著。

2. 改变变量定义与样本。本文还进行了如下稳健性检验,结果均与主检验一致(表略):(1)参考余汉等(2017)^[17]、罗宏和秦际栋(2019)^[28]等做法,以民营企业前十大股东中是否有国有股东(*MIX3*)度量反向混改。(2)参考李文贵和邵毅平(2016)^[26],以前十大股东中国有股东持股比例是否达到25%(*MIX4*)度量反向混改。结果发现,*MIX3*和*MIX4*均与*MAO*呈显著负向关系。(3)仅针对国有股东持股超过两年的样本来分析。考虑反向混改的作用可能需要一定时间才能显现,仅以期末国有股东持股来度量反向混改可能存在一定偏差。故,本文删除国有股东短期进入的样本,仅对前十大股东中存在国有股东超过2年的样本进行检验。结果发现,*MIX1*和*MIX2*的系数仍然显著为负。

(四) 机制性检验

1. 会计信息质量的中介效应。审计师出具非标意见的倾向,归根结底取决于审计风险。审计风险等于财务报表重大错报风险与检查风险的乘积。在审计程序给定的情况下,财务报表重大错报风险越高(会计信息质量越低),审计风险越高。为了探究反向混改是否通过会计信息质量影响审计师的意见决策,本文用操控性应计的绝对值(*ABSDA*)度量会计信息质量,进而考察其是否在反向混改与审计意见之间发挥了中介效应。由于因变量*MAO*是虚拟变量,本文采用广义线性回归方法进行中介效应检验。表6列示了广义线性回归的结果。在检验反向混改对会计信息质量的影响时,本文控制了公司规模(*SIZE*)、财务杠杆(*LEV*)、上年是否亏损(*LagLOSS*)、盈利能力(*ROA*)、收入增长率(*GROWTH*)、经营活动现金流(*OCF*)、机构投资者持股(*INST*)、事务所规模(*BIG10*)等因素。从表6第1、3列可以看到,*MIX*与*ABSDA*呈显著负向关系,表明反向混改可以提高会计信息质量;从表6第2、4列可以看到,*ABSDA*与*MAO*呈显著正向关系,表明会计信息质量越差,审计师越可能出具非标意见。*MIX*对*ABSDA*的回归系数乘以*ABSDA*对*MAO*的回归系数反映了*ABSDA*在*MIX*与*MAO*之间的中介效应。可以计算出,用*MIX1*和*MIX2*度量反向混改时,中介效应分别为-0.001和-0.003,二者均在1%水平上显著。这表明反向混改会通过提高公司的会计信息质量(降低*ABSDA*)降低审计师出具非标准审计意见的概率。

表6 广义线性回归:会计信息质量和经营风险的中介作用

	会计信息质量				经营风险			
	<i>MIX1</i>		<i>MIX2</i>		<i>MIX1</i>		<i>MIX2</i>	
	<i>ABSDA</i>	<i>MAO</i>	<i>ABSDA</i>	<i>MAO</i>	<i>OPRISK</i>	<i>MAO</i>	<i>OPRISK</i>	<i>MAO</i>
<i>MIX</i>	-0.007*** (-3.62)	-0.015*** (-3.16)	-0.024*** (-3.51)	-0.072*** (-3.89)	-0.008*** (-3.51)	-0.007 (-1.29)	-0.046*** (-5.31)	-0.037* (-1.89)
<i>ABSDA</i>		0.134*** (6.05)		0.134*** (6.04)				
<i>OPRISK</i>						0.366*** (16.41)		0.365*** (16.33)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.147*** (12.42)	0.532*** (15.92)	0.145*** (12.26)	0.529*** (15.82)	0.137*** (9.12)	0.430*** (12.17)	0.135*** (9.01)	0.429*** (12.14)
<i>N</i>	14193	14193	14193	14193	10480	10480	10480	10480
中介效应 (<i>z</i> 值)	-0.001*** (-3.11)		-0.003*** (-3.04)		-0.003*** (-3.43)		-0.017*** (-5.05)	

注: *、**、***分别为10%、5%、1%显著性水平下显著。

2. 经营风险的中介效应。反向混改还可能通过降低经营风险来降低审计师出具非标意见的倾向。为了探究这一路径,本文采用广义线性回归模型,检验了经营风险的中介效应。参考 Faccio 等(2011)^[57]、耿江和王丽琼(2019)^[58]等做法,本文以 *t* 到 *t* + 2 年 *ROA* 的滚动标准差度量经营风险(*OPRISK*),进而检验经营风险的中介效应。本文控制了公司规模(*SIZE*)、财务杠杆(*LEV*)、盈利能力(*ROA*)、收入增长率(*GROWTH*)、经营活动现金流(*OCF*)、上市年限(*AGE*)、内控质量(*IC*)、两职合一(*DUAL*)、股权集中度

(*CR*)等因素对经营风险的影响。从表6第5、7列可以看到,*MIX*与*OPRISK*在1%水平呈显著负向关系,表明反向混改可以显著降低企业经营风险;从表6第6、8列可以看到,*OPRISK*与*MAO*呈显著正向关系。计算*MIX*对*OPRISK*的回归系数乘以*OPRISK*对*MAO*的回归系数可知,在*MIX1*和*MIX2*两种度量下,中介效应分别为-0.00和-0.017,二者均在1%水平上显著。这表明反向混改会通过降低企业经营风险降低审计师出具非标准审计意见的概率。综上所述,反向混改会通过提高会计信息质量、降低经营风险来影响审计师出具非标意见的倾向。

(五) 异质性检验和进一步检验

1. 信息不对称程度。当公司信息不对称程度较高时,审计师面临的风险更高。尽管相比于外部投资者,审计师能够有机会询问管理层并要求其对可能的疑点作出澄清,但审计师仍在一定程度上依赖于管理层提供的信息。信息不对称程度高的公司不仅会利用信息优势进行盈余管理和其他财务违规行为以误导投资者,而且会向审计师隐瞒信息,使得审计师难以对财务报表发表准确的意见,从而提高审计风险。此外,在信息不对称情况下,投资者对审计的依赖程度更高,他们会要求审计师提供更高程度的保证程度,这会提高审计师的法律责任。因此审计师在进行风险评估时,需要考虑公司的信息不对称程度,信息不对称程度越高,财务报表重大错报风险以及审计风险、法律风险均更高(Frino等,2023;Hung和Cheng,2018)^[59-60]。这也意味着,当信息不对称程度较高时,审计师更关注审计风险以及可能影响审计风险的事项。此外,当信息不对称程度较高时,公司更容易发生盈余管理,因此反向混改对提高会计信息质量的作用更明显。由此推论,当信息不对称程度较高时,反向混改对审计意见的影响更明显。本文用分析师跟踪数度量信息不对称程度,并根据年度中位数将样本分为信息不对称程度高和低两个子样本进行分组检验。从表7可以看出,仅在信息不对称程度较高时,反向混改才对审计意见具有显著影响。进一步采用费舍尔组合检验并抽样1000次的方法进行组间系数差异性检验(下同),结果表明,两个子样本间*MIX*的系数存在显著差异。因此当信息不对称程度高时,反向混改对审计意见的作用更明显,这与前面的预期一致。

表7 异质性检验:信息不对称程度(分析师跟踪)

	<i>MIX</i> = <i>MIX1</i>		<i>MIX</i> = <i>MIX2</i>	
	不对称程度高	不对称程度低	不对称程度高	不对称程度低
<i>MIX</i>	-1.126*** (-2.73)	0.353 (0.73)	-4.710*** (-4.11)	0.571 (0.32)
<i>Controls/Industry/Year</i>	控制	控制	控制	控制
常数项	1.231 (0.59)	-6.462** (-2.04)	0.970 (0.47)	-6.373** (-2.01)
<i>Wald chi</i> ²	846.887	1751.960	855.875	1807.728
<i>Pseudo R</i> ²	0.495	0.428	0.496	0.427
<i>N</i>	7388	6853	7388	6853
组间系数差异检验 (<i>p</i> 值)	-1.478*** (0.004)		-5.281*** (0.005)	

注: *、**、***分别为10%、5%、1%显著性水平下显著。

2. 地区法治环境。法律制度越完善,审计师越关注自己的风险。因为在法律制度较完善的环境下,投资者的法律意识越强,越容易对虚假陈述行为提起诉讼以保护自己的合法利益,监管部门也会对上市公司及审计师的过错行为进行处罚。由此推论,在法律环境较好地区,审计师更容易关注风险事项,故能够降低审计风险的反向混改对审计师的审计意见决策影响更明显。本文用王小鲁等(2021)《中国分省份市场化指数报告(2021)》中的“维护市场的法制环境”指数来衡量地区法治环境,并依照样本的年度中位数分为法治环境好和法治环境差两个子样本进行分组检验。结果表明,只有在法治环境较差子样本中,*MIX*的系数才显著为负(表8第1—4列)。尽管组间差异系数检验并不显著,但一组显著一组不显著,还是可以在一定程度上说,仅在法治环境较差地区,反向混改才能显著降低审计师出具非标准意见的倾向。这一结果,与预期相反。其原因可能在于,不仅审计师会考虑自身的法律风险,上市公司也会考虑法律风险。尽管在法律环境

较好的情况下,审计师会更关注风险,但在这样的地区,公司也会更注重投资者保护,会计信息质量更高,因此审计风险并不突出,相应地,反向混改对于降低审计风险以及审计意见的作用就不那么明显。而在法治环境较差地区,公司财务报表存在重大错报的风险更高,因而审计师更关注可能影响风险的事项。

3. 事务所的客户重要性。客户重要性会影响审计师的独立性。当从某个特定客户处所获取的收入占事务所收入比重较高时,审计师会对该客户形成经济依赖,此时,即便该客户的风险较高,审计师也不大会出具非标意见,以期保留该重要客户,从而赚取该客户相关的大额准租;而当特定客户收入占比较低时,审计师为了避免因某个审计失败而损失其他客户的大量准租,会对高风险客户出具非标意见。因此客户重要性会弱化风险因素对审计意见的影响。由此推断,当客户重要性较低时,审计师对国资入股所导致的审计风险降低更敏感,故反向混改对审计意见的影响更为明显。为了验证上述推断,本文以客户审计收费占事务所当年全部上市公司审计收费的比重来度量客户重要性,并根据年度中位数将样本分为客户重要性低和高两个子样本。分组检验结果表明,只有在事务所的客户重要性低时,反向混改才对审计意见具有显著负向影响;组间系数差异检验结果表明,两组间 MIX 的系数在5%水平存在显著差异(表8第6—8列)。因此,客户重要性确实会弱化反向混改对审计意见的影响。

表8 异质性检验:地区法治环境和事务所的客户重要性

	地区法治环境				事务所的客户重要性			
	MIX = MIX1		MIX = MIX2		MIX = MIX1		MIX = MIX2	
	环境差	环境好	环境差	环境好	重要性低	重要性高	重要性低	重要性高
MIX	-0.932 ** (-2.18)	-0.396 (-0.78)	-4.169 *** (-3.16)	-2.426 (-1.50)	-1.598 *** (-2.85)	-0.516 (-1.42)	-6.138 *** (-3.33)	-2.547 ** (-2.24)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	3.072 (1.40)	-0.615 (-0.26)	2.734 (1.24)	-0.841 (-0.36)	2.141 (0.67)	0.567 (0.25)	1.888 (0.60)	0.374 (0.17)
Wald chi ²	1943.902	1681.817	1942.403	1748.515	905.913	705.608	979.929	702.324
Pseudo R ²	0.509	0.450	0.510	0.451	0.471	0.491	0.471	0.492
N	7408	6833	7408	6833	7528	6402	7528	6402
组间系数差异检验 (p 值)	-0.537 (0.209)		-1.743 (0.184)		-1.082 ** (0.042)		-3.591 ** (0.044)	

注: *、**、***分别为10%、5%、1%显著性水平下显著。

4. 不同国资类型持股对审计意见的影响。从反向混改实践来看,入股民营企业的国资主体可以分成非金融机构(包括国资委等政府部门、国有企业等)和金融机构(包括证券、保险、基金等)两大类。其中金融类国资更多的是作为财务投资者入股民营企业,它们往往分散投资于多家企业,所持股份一般较少,投资期限也较短,对公司治理的参与度较低;从资源效应的角度来说,金融机构与政府之间关系的紧密程度一般要弱于非金融机构与政府之间的关系,除了可能在信贷资金获取上给企业带来一些便利以及入股时扩大企业资本规模外,可能难以在政府补贴等方面为企业带来更多的帮助。因此本文预期,与金融类国资相比,非金融类国资主体持股对审计意见的影响更为明显。本文将模型(1)中的 MIX 分为金融机构持股比例(FIN)和非金融机构持股比例(NONFIN),进而比较这两类国资持股对审计意见的影响。从表9可以看出,仅 NONFIN 的系数显著为负,这表明反向混改对审计意见的影响主要来自非金融国有机构持股。这与本文的预期一致。

表9 进一步检验:不同类型国资对审计意见的作用

NONFIN	-3.031 *** (-3.16)
FIN	-4.934 (-1.20)
Controls/Industry/Year	控制
常数项	1.049 (0.64)
Wald chi ²	1225.919
Pseudo R ²	0.480
N	14241

六、结论、启示与展望

(一) 研究结论

文章利用初始产权性质为民营企业的非金融类上市公司2008—2020年数据,考察了反向混改对审计意见的影响。结果发现,反向混改会显著降低审计师出具非标意见的可能。本文采用工具变量二阶段回归、处理效应模型、基于倾向得分匹配的双重差分模型、熵平衡匹配等方法来缓解内生性问题,结果保持稳定。此外,改变反向混改的定义、仅对国有股持股2年以上样本进行检验,也不会改变研究结论。机制性检验表明,反向混改部分地通过提高会计信息质量、降低经营风险来降低审计师出具非标意见的可能。异质性检验表明,反向混改对审计意见的负向作用仅存在于信息不对称程度较高、地区法治环境较差的公司中以及事务所的客户重要性较低的情形下。此外,反向混改对审计意见的影响主要来自非金融类国资持股,金融类国资持股对审计意见并没有显著影响。

(二) 研究启示

本文具有如下理论和实践启示:(1)反向混改可以提高公司会计信息质量、降低公司经营风险,进而降低审计风险和法律风险,从而降低审计师对财务报表出具非标审计意见的倾向。反向混改之所以能够影响审计意见,归根结底,在于反向混改能够产生资源效应和治理效应。这一发现,为积极推动国资入股民营企业从而实现不同所有制的优势互补提供了经验证据。不过,本文也发现,只有非金融类国资持股才对审计意见具有显著影响,其原因可能在于,金融类国资持股的资源效应和治理效应较弱。因此相关部门有必要进一步研究反向混改的主体,并要求国资进入后要切实参与公司治理、帮助民营企业健康成长。(2)本文的研究表明,审计师在作出审计意见决策时,会考虑公司的所有权结构。反向混改可以优化民营企业的所有权结构,从而降低审计风险。因此审计师在作出审计意见决策时,会对反向混改企业作出积极的反应。这一发现,有助于加深对我国审计师意见决策影响因素的理解。(3)在信息不对称问题严重的情况下,审计师对反向混改的反应更明显。其原因在于,在信息不对称严重的公司中,审计师面临更高的风险,而反向混改能够在一定程度上缓解信息不对称对审计师的影响,降低审计师的审计风险,因此审计师会作出更明显的反应。(4)与预期相反,本文发现,法律环境会弱化反向混改对审计师审计意见决策的影响,其原因可能在于,在法律环境较好地区,审计师的审计风险较低,因此审计师对于能够降低审计风险的反向混改就不那么敏感。因此在考虑法律环境与审计师风险决策时,须同时考虑审计师和公司的行为,不能仅从审计师的法律风险角度考虑。(5)事务所的客户重要性会弱化反向混改对审计意见的影响,这进一步表明,客户重要性会削弱审计师的独立性,降低审计师对风险的感知和应对。

(三) 不足与展望

本文存在如下不足:(1)尽管本文采用了工具变量二阶段回归、PSM + DID 等方法来缓解内生性问题的影响,但由于 Logit 模型以及审计意见的特点,难以运用固定效应模型,因而难以完全排除遗漏变量等因素的影响。未来在反向混改案例增多的情况下,可以考虑直接采用 DID 模型或寻找外生冲击来进一步缓解内生性问题的影响。(2)国资入股民营企业的动机(如纾困动机与战略投资动机)和持股期限不完全相同,本地与异地国资入股所能够带来的资源以及对公司治理的参与度也不相同,因此它们对审计意见的影响也可能存在差异。由于数据的限制,本文除了考察金融类和非金融类国有资本对审计意见的影响外,未能进一步考察国资特征不同时国资入股对审计意见影响的差异。未来在数据允许的情况下,可以进一步从地域特征、反向混改动机、持股期限等角度来考察不同国资投资主体对审计意见的影响。(3)审计师的风险应对决策除了审计意见外,还包括提高审计投入、收取风险溢价、从高风险客户处退出、委派经验丰富的会计师等。限于主题和篇幅,本文没有进一步研究反向混改对审计师其他应对策略的影响以及不同策略之间的选择,未来可以进一步从其他角度考察审计师对反向混改的综合应对策略。

参考文献:

- [1] DING M, HE Z, JIA Y, et al. State ownership, implicit government guarantees, and crash risk: evidence from China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2021, 65(C): 101470.
- [2] LIN S, CHEN F, WANG L. Identity of multiple large shareholders and corporate governance: are state-owned entities efficient MLS? [J]. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2020, 55(1): 1305-1340.
- [3] 肖正, 翟胜宝, 张静. 引入国有资本能够化解民营企业僵尸化风险吗? [J]. *经济管理*, 2022(2): 36-56.
- [4] 孙亮, 刘春. 民营企业因何引入国有股东? ——来自向下调整盈余的证据[J]. *财经研究*, 2021(8): 109-122.
- [5] DING Y, ZHANG H, ZHANG J. Private vs state ownership and earnings management: evidence from Chinese listed companies[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2007, 15(2): 223-238.
- [6] LIU J, WANG Y, WU L. The effect of guanxi on audit quality in China[J]. *Journal of Business Ethics*, 2011, 103(4): 621-638.
- [7] 朱杰, 苏亚民. 跨国经营企业披露了更多业绩预告修正公告吗? [J]. *商业经济与管理*, 2023(7): 84-104.
- [8] CHAN K H, LIN K Z, WANG R. Government ownership, accounting-based regulations, and the pursuit of favorable audit opinions: evidence from China[J]. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2012, 31(4): 47-64.
- [9] 王娟, 潘秀丽. 慈善捐赠对审计意见的影响[J]. *审计研究*, 2018(3): 87-94.
- [10] 闫焕民, 王浩宇, 张雪华. 审计师工作量压力、组织支持与审计意见决策[J]. *管理科学*, 2020(4): 19-36.
- [11] 李世刚, 蒋尧明. 上市公司年报文本信息语调影响审计意见吗? [J]. *会计研究*, 2020(5): 178-192.
- [12] 王百强, 杨雅宁, 孙昌玲. 企业核心竞争力是否影响审计师决策? [J]. *审计研究*, 2021(2): 68-79.
- [13] CHAN K H, LIN K Z, ZHANG F. On the association between changes in corporate ownership and changes in auditor quality in a transitional economy[J]. *Journal of International Accounting Research*, 2007, 6(1): 19-36.
- [14] WANG Q, WONG T J, XIA L. State ownership, the institutional environment, and auditor choice: evidence from China[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 46(1): 112-134.
- [15] LIU L, SUBRAMANIAM N. Government ownership, audit firm size and audit pricing: evidence from China[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2013, 32(2): 161-175.
- [16] 宋增基, 冯莉茗, 谭兴民. 国有股权、民营企业参股与企业融资便利性——来自中国民营控股上市公司的经验证据[J]. *金融研究*, 2014(12): 133-147.
- [17] 余汉, 杨中仑, 宋增基. 国有股权能够为民营企业带来好处吗? [J]. *财经研究*, 2017(4): 109-119.
- [18] 何德旭, 曾敏, 张硕楠. 国有资本参股如何影响民营企业? ——基于债务融资视角的研究[J]. *管理世界*, 2022(11): 189-207.
- [19] 郝阳, 龚六堂. 国有、民营混合参股与公司绩效改进[J]. *经济研究*, 2017(3): 122-135.
- [20] 李增福, 云锋, 黄家惠, 等. 国有资本参股对非国有企业投资效率的影响研究[J]. *经济学家*, 2021(3): 71-81.
- [21] 于瑶, 祁怀锦. 混合所有制与民营经济健康发展[J]. *财经研究*, 2022(3): 33-47.
- [22] 汪圣国, 高岭, 黄永颖. 国有股东持股能提高民营企业的社保遵从度吗? [J]. *经济管理*, 2022(7): 42-58.
- [23] 赵晓阳, 衣长军. 国资介入能否抑制实体企业的脱实向虚? [J]. *经济管理*, 2021(7): 61-74.
- [24] 曾敏, 李常青, 李宇坤. 国有资本参股何以影响民营企业现金持有? [J]. *经济管理*, 2022(4): 134-152.
- [25] 唐松莲, 孙经纬, 李丹蒙. 国有股参股家族企业可抑制股价崩盘风险吗? [J]. *上海财经大学学报*, 2021(6): 3-19.
- [26] 李文贵, 邵毅平. 产业政策与民营企业国有化[J]. *金融研究*, 2016(9): 177-192.
- [27] 董艳, 刘佩忠. 国有注资对民营企业绩效的影响[J]. *经济学(季刊)*, 2021(6): 1925-1948.
- [28] 罗宏, 秦际栋. 国有股权参股对家族企业创新投入的影响[J]. *中国工业经济*, 2019(7): 174-192.
- [29] 余汉, 宋慈笈, 宋增基. 国有股权能够推动民营企业的技术创新吗? [J]. *上海财经大学学报*, 2021(6): 20-34.
- [30] 韦浪, 赵劲松. 非控股国有股权对民营企业创新水平的影响研究[J]. *财政研究*, 2021(10): 114-129.
- [31] CONG L W, GAO H, PONTICELLI J, et al. Credit allocation under economic stimulus: evidence from China[J]. *The Review of Financial Studies*, 2019, 32(9): 3412-3460.
- [32] CHEN X, LEE C J, LI J. Government assisted earnings management in China[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2008, 27(3): 262-274.
- [33] 董小红, 孙文祥, 李哲. 民营企业引入国有资本能缓解融资约束吗? [J]. *管理学报*, 2021(4): 92-108.
- [34] ATTIG N, GUEDHAMI O, MISHRAD. Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2008, 14(5): 721-737.
- [35] ATTIG N, GHOUL S E, GUEDHAMI O. Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East

- Asia[J]. *The Journal of Financial Research*, 2009, 32(4): 395-422.
- [36] BOUBAKER S, ROUATBI W, SAFFAR W. The role of multiple large shareholders in the choice of debt source[J]. *Financial Management*, 2017, 46(1): 241-274.
- [37] ALI C B, BOUBAKER S, MAGNAN M. Auditors and the principal-principal agency conflict in family controlled firms[J]. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2020, 39(4): 31-55.
- [38] EDMANS A, MANSO G. Governance through trading and intervention: a theory of multiple blockholders[J]. *The Review of Financial Studies*, 2011, 24(7): 2395-2428.
- [39] ZHONG R, LI Y, WANG Y. Multiple large shareholders, control contests, and forced CEO turnover[J]. *Emerging Markets Review*, 2021, 48(C): 100816.
- [40] BOATENG A, HUANG W. Multiple large shareholders, excess leverage and tunneling: evidence from an emerging market[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2017, 25(1): 58-74.
- [41] CASADO R B, BURKERT M, DÁVILA A, et al. Shareholder protection: the role of multiple large shareholders[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2016, 24(2): 105-129.
- [42] JIANG F, CAI W, WANG X, et al. Multiple large shareholders and corporate investment: evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 50(C): 66-83.
- [43] HOPE O, YUE H, ZHONG Q. China's anti-corruption campaign and financial reporting quality[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2020, 37(2): 1015-1043.
- [44] GE W, LI Z, LIU Q, et al. Internal control over financial reporting and resource extraction: evidence from China[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2021, 38(2): 1274-1309.
- [45] FRANCIS J R, KRISHNAN J. Accounting accruals and auditor reporting conservatism[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1999, 16(1): 135-165.
- [46] 阮娴静, 申曙光. 互联网金融平台审计监督的博弈仿真分析[J]. *商业经济与管理*, 2021(10): 74-84.
- [47] 黄溶冰. 企业漂绿行为影响审计师决策吗? [J]. *审计研究*, 2020(3): 57-67.
- [48] 薄仙慧, 吴联生. 国有控股与机构投资者的治理效应: 盈余管理视角[J]. *经济研究*, 2009(2): 81-91.
- [49] 韦浪, 宋浩. 国有股权参股对民营企业现金持有的影响研究[J]. *财经科学*, 2020(9): 28-39.
- [50] FIRTH M, MO P L L, WONG R M K. Auditors' organizational form, legal liability, and reporting conservatism: evidence from China[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2012, 29(1): 57-93.
- [51] 王爱国, 尚兆燕. 法律惩戒、审计意见与审计变通行为[J]. *审计研究*, 2010(2): 54-61.
- [52] CHAN K H, WU D. Aggregate quasi rents and auditor independence: evidence from audit firm mergers in China[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28(1): 175-213.
- [53] SU X, WU X. Client following former audit partners and audit quality: evidence from unforced audit firm changes in China[J]. *The International Journal of Accounting*, 2016, 51(1): 1-22.
- [54] HE K, PAN X, TIANG. Legal liability, government intervention, and auditor behavior: Evidence from structural reform of audit firms in China[J]. *European Accounting Review*, 2017, 26(1): 61-95.
- [55] HE X, PITTMAN J A, RUI O M, et al. Do social ties between external auditors and audit committee members affect audit quality? [J]. *The Accounting Review*, 2017, 92(5): 61-87.
- [56] 刘笑霞, 李明辉. 税收激进度、外部监督机制与非标准审计意见[J]. *管理评论*, 2020(6): 280-291.
- [57] FACCIIO M, MARCHICA M, MURA R. Large shareholder diversification and corporate risk-taking[J]. *Review of Financial Studies*, 2011, 24(11): 3601-3641.
- [58] 耿云江, 王丽琼. 成本粘性、内部控制质量与企业风险——来自中国上市公司的经验证据[J]. *会计研究*, 2019(5): 75-81.
- [59] FRINO A, PALUMBO R, ROSATI P. Does information asymmetry predict audit fees? [J]. *Accounting and Finance*, 2023, 63(1): 2597-2619.
- [60] HUNG Y, CHENG Y. The impact of information complexity on audit failures from corporate fraud: Individual auditor level analysis[J]. *Asia Pacific Management Review*, 2018, 23(2): 72-85.



(责任编辑 傅凌燕)