

法律制度变迁、审计师选择与企业价值

——基于实际控制人掏空行为视角的实证研究

余玉苗 王宇生*

摘要: 本文利用 2004 – 2009 年民营上市公司的数据,首次对 2006 年我国将实际控制人掏空行为列入刑法这一事件对上市公司的审计师选择和企业价值所产生的影响进行了实证研究。研究发现在加大对实际控制人掏空行为的处罚力度后,掏空风险较高的公司更倾向于聘请小型会计师事务所,而且实际控制人的掏空行为有所减少。刑法调整后,由于实际控制人与中小股东的代理问题得到了有效的缓解,存在掏空风险的公司的企业价值有了显著提升,且掏空风险高的公司企业价值提升得更为显著。进一步研究还发现:在抑制实际控制人掏空行为、提升企业价值方面,法律治理能替代独立审计治理的作用,降低企业的监督成本。

关键词: 实际控制人“掏空” 法律制度变迁 审计师选择 企业价值

一、引言

上市公司实际控制人违规占用甚至侵占上市公司资金,即“掏空”上市公司,是中国经济体制转轨和证券市场发展过程中较为普遍的现象。涉及的上市公司数量之多、占用资金数额之大、持续时间之长,在境外证券市场都不多见。为了抑制这一问题,2006 年全国人大通过的《刑法》第六次修正案增加了如下规定:“上市公司的董事、监事、高级管理人员违背对公司的忠实义务,利用职务便利,操纵上市公司从事下列行为之一(刑法中共列出了六种行为),致使上市公司利益遭受重大损失的,处三年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处罚金;致使上市公司利益遭受特别重大损失的,处三年以上七年以下有期徒刑,并处罚金。”从此,上市公司高管人员及实际控制人掏空上市公司,以致上市公司遭受重大损失和投资者利益受到侵害的行为被列为刑法处罚的对象。刑法的这一变化无疑将提高违法人员的违法成本,有利于更好地保护中小股东的利益,缓解实际控制人与外部中小股东之间的代理问题。

由 LLSV 等开创的“法与金融”文献在国家层面上分析了各国的法律与金融发展之间的关系,结果表明,法律对投资者和债权人的保护能促进经济的增长。而 Allen 等(2005)的研究却发现,在中国虽然对投资者的保护力度不大,但是中国却是世界上增长最快的经济体之一;并得出结论:中国存在着众多替代法律的机制,诸如声誉、关系以及地方政府保护等支撑着中国经济的高速增长。那么,在存在众多替代治理机制的中国,法律制度的严格是否依然具有重要的治理作用?这一治理作用是否具有显著的经济后果?此外, Fan 和 Wong(2005)以东亚为例,研究发现独立审计对“掏空”具有治理作用。中国学者以中国数据对此进行的研究也得出一致结论(王焱 2009; 高强、伍利娜 2005)。法律的严格与独立审计一样会导致实际控制人的“掏

* 余玉苗,武汉大学经济与管理学院会计系,邮政编码:430072,电子信箱:yymiao2006@163.com;王宇生,武汉大学经济与管理学院会计系,邮政编码:430072,电子信箱:55763427@qq.com。

本文的研究得到教育部人文社科规划基金项目“国有控股上市公司管理层关联方持股的隧道效应研究”(项目编号:10YJA790236)和国家自然科学基金项目“人力投入与风险溢价决定的我国上市公司审计定价模型研究”(项目编号:70572063)、“基于 DEA 方法的相对审计效率测度与审计竞争战略选择研究”(项目编号:70702018)的资助。特别感谢匿名审稿人提出的宝贵建议,当然文责自负。

空”成本增加,抑制其掏空行为。但与独立审计不同的是,法律对企业来说基本上是一种免费的公共品。这一免费公共品能替代独立审计治理作用,降低企业代理成本、提升企业价值,并最终影响到企业对高质量审计的需求吗?这正是本文所要探讨的问题。

二、文献回顾

代理理论认为,独立审计可以作为降低企业代理成本的一种重要机制。Jensen 和 Meckling(1976)首先揭示了独立审计需求来自于降低代理成本的动机,代理问题突出的公司管理层与外部分散的股东间信息不对称问题严重,独立审计师通过鉴证公司公开财务信息能缓解信息不对称,降低代理成本,起到治理作用。因此,公司降低代理成本的动机越强,对高质量的审计需求的动机也就越强烈(Chow,1982)。现有国内外的相关文献已从各个角度对审计师选择的问题进行了探讨。Fan 和 Wong(2005)从股权结构的角度研究得出,大股东与小股东代理问题越严重的公司,聘请国际“五大”的可能性越高。高强和伍利娜(2005)发现大股东资金占用与高质量的审计师选择显著正相关。LLSV 等(2002b)从公司治理的角度指出,拥有独立、勤勉的董事会的公司更倾向于聘请高质量的会计师事务所。董南雁和张俊瑞(2009)通过构建公司所有者与外部审计师之间的博弈模型也得出了类似的结论。此外,还有一些文献研究了公司的基本特征如公司规模、财务杠杆与审计师选择的关系(Chow,1982;曾颖、叶康涛,2005)。企业是契约的联结体,由于契约的履行需要成本,当这种成本大到一定程度后,用法律制度对投资者的保护来代替契约履行或许是更有效的手段(LLSV,2000)。Jiang 等(2010)指出在中国,占用上市公司资金是控股股东掏空上市公司的重要手段,其研究表明独立审计能够发现控股股东的掏空行为,而有效的法律制度才能在一定程度上缓解这种掏空行为。

Drobetz 等(2004)通过对德国资本市场的研究发现,投资者对监督、审计以及其他形式的治理成本,需要通过股权收益来补偿,在未来现金流量相同的情况下,较高的期望收益率会降低企业的价值;因而代理成本的下降可以降低股东对股权收益补偿的要求,提升企业的价值。沿着这一思路,国内外的学者已进行了大量的研究。如:Wei 等(2005)发现国家股和法人股与外资股相比,往往会产生严重的代理问题,因此与企业价值显著负相关。曾颖和叶康涛(2005)研究提示,债务治理具有降低代理成本、提升企业价值的作用。LLSV(2002)指出,法律制度完善的地区,企业的价值更高。Berkman 等(2005)的研究也发现保护中小股东法律的颁布,能够显著地提升企业的价值。聘请高质量外部审计师对财务报告进行鉴证是现代公司治理机制的一个重要内容(Watts and Zimmerman,1983),雷光勇等(2009)研究证实高质量的审计能提升企业的价值。法律治理与独立审计治理的相互关系如何呢?对这一问题的研究会会计学者多采用跨国数据,得出了不尽相同的结论。Choi 和 Wong(2002)指出,法律治理与独立审计治理间的相互关系存在着两种竞争性的假说。部分研究认为法律制度完善的国家,审计师面临的风险更大,投入的审计资源和保持的审计独立性都会因此提高,法律制度的完善能强化独立审计的治理作用(Francis et al.,2003)。另一些研究则认为,严格的法律制度能有效缓解企业的代理问题,独立审计发挥作用的空间会被压缩,即法律治理作用能够替代独立审计的治理作用(Klapper and Love,2004)。因此,法律制度既能影响审计师的行为也能直接影响企业的代理问题。在审计法律风险一直较低的我国环境下,通过使用横截面数据能使我们更集中地研究法律治理对独立审计治理的替代作用。

本文在借鉴上述研究成果的基础上,从以下几个方面丰富了已有的文献:(1)本文检验了2006年刑法修正案的经济后果,具有较大的现实意义;(2)考察法律制度变迁对审计师选择所产生的影响,深化了审计师选择方面的研究;(3)探讨了独立审计治理作用与法律治理作用的相互关系及其对上市公司企业价值的影响,为独立审计治理与法律治理相互关系的厘清提供了一些新的证据。

三、模型构建与假设提出

本文模型假定:(1)公司实际控制人和外部中小股东皆为风险中性;(2)为了行文的方便,假设公司的初始价值为1,收益为0;(3)公司实际控制人的持股比例为外生变量,公司实际控制人的持股比例会受到过去的持股比例、财富禀赋、企业生命周期以及其他外界因素的影响,其并不能任意地决定自己的持股比例(LLSV,2002a);(4)公司实际控制人分为两种,一种是通过掏空来最大化个人利益,另一种则是以公司的价值最大化为目标;(5)外部中小股东与实际控制人之间存在信息不对称,外部中小股东并不知道实际控制人的具体类型,只能根据公开的信息对其掏空行为进行判断,利用价格机制保护自己;(6)外部中小股东对审计费用不敏感。

通过掏空来最大化自己利益的实际控制人有计划的进行掏空安排,其通过调整审计师的质量和掏空比

例来最大化自己的收益,其目标函数为:

$$U(s, K) = P(K)(a - C(L)s^2) + (1 - P(K))((1 - s)a + s) + e(K) \quad (1)$$

(1) 式中 $P(K)$ 代表审计质量为 K 的会计师事务所发现掏空行为的可能性, 审计质量越高的事务所, 发现掏空行为的可能性越大, 即 $P(K)$ 为 K 的增函数 $P_K > 0$ 。 a 为实际控制人的持股比例, $C(L)s^2$ 为掏空行为被发现后受到法律处罚的函数, L 为法律指数, 法律越严格, 掏空行为被发现后受处罚的程度越高, 即 $C(L)$ 为 L 的增函数。由于每个实际控制人对法律风险的偏好不同, $C(L)$ 为实际控制人的私人信息, s 为掏空比例, 掏空的比例越高, 受到的处罚越重, 而且随着掏空比例的提高, 大股东进行掠夺受到的边际处罚会上升 (俞红海等 2010)。如果掏空行为被发现, 那么实际控制人会被要求退回掏空部分并会受到 $C(L)s^2$ 的处罚, 但其依然拥有公司的 a 部分, 因此其收益函数为 $a - C(L)s^2$; 如果掏空未被发现, 那么实际控制人的收益由两部分组成, 一部分是掏空所得的收入 s , 另外一部分为公司剩下部分的 a , 即 $(1 - s)a$, 其收入函数为 $[(1 - s)a + s]$ 。 $e(K)$ 代表聘请质量为 K 的会计师事务所为实际控制人带来的净收益, 包括较低的债务成本、较高的商业信用等与审计费用之差。考虑到收益以及审计费用都与会计师事务所发现舞弊的能力存在正或负相关关系, 本文假定 $e(K) = e \times P(K)$, 聘请的会计师事务所发现舞弊的能力越强, 其给实际控制人带来的收益越高, 但是该收益同时也取决于不同企业的特征 e (e 可能为正数, 负数或者零)。

通过最大化公司价值来最大化自己利益的实际控制人的目标函数为:

$$U(K, L) = Tbq(K, L) \quad (2)$$

(2) 式中 $Tbq(K, L)$ 为企业价值, 且有 $Tbq_K > 0$, $Tbq_{KK} < 0$ 。企业的价值随着审计质量的提高而增加, 但是审计质量对企业价值增加的边际作用递减。本文从不能获取任何控制权收益的外部中小股东的角度来考虑企业的价值 (LLSV 2002a)。根据前文的假设, 外部中小股东并不知道实际控制人的具体类型, 只能根据自己对受保护程度的判断, 通过价格机制来维护自己的权益。对中小股东来说, 企业的价值为:

$$Tbq(K, L) = P(\lambda) \{ P(K) + [(1 - P(K)) [1 - s(K, L)]] \} + (1 - P(\lambda)) \quad (3)$$

(3) 式中 $P(\lambda)$ 为中小股东对实际控制人掏空可能性的判断, λ 为影响实际控制人“掏空”可能性的因素, λ 越大, 实际控制人掏空的可能性越大。如果实际控制人掏空行为被发现, 中小股东可以获得公司真实价值中属于自己的部分; 如果掏空行为未被发现, 那么中小股东只能获得实际控制人掏空后剩下的部分, 即 $1 - s(K, L)$, 其中 $s(K, L)$ 为中小股东对实际控制人在审计质量为 K 、法律指数为 L 的情况下, 对实际控制人掏空比例的判断。 $s(K, L)$ 为 K, L 的减函数, 且 $s_{KK}(K, L) > 0$, $s_{LL}(K, L) > 0$ 。即: 法律制度越严格, 审计质量越高, 中小股东认为实际控制人掏空比例越低, 但法律与独立审计抑制掏空的边际作用递减。 $s_{KL}(K, L) > 0$, 审计治理与法律治理都通过增加实际控制人的掏空成本来降低实际控制人的掏空比例, 就降低实际控制人掏空比例而言两者具有替代性。随着法律的增强, 审计治理功能抑制掏空的边际作用递减, 在法律严格的国家, 掏空行为已受到高违法成本有效的约束, 高质量的审计监督虽然能进一步增加掏空的成本, 但此时抑制掏空的边际作用会弱于法律约束不严格的国家。Fan 和 Wong (2005) 的研究表明, 在法制不严格的国家与地区, 高质量的审计可以作为终极控制人不掏空的信号; 而在以美国资本市场为背景所进行的对代理问题与审计师选择的研究中, 并没有发现两者间呈现出显著相关性。(3) 式的第一项为掏空情况下中小股东的期望收益, 第二项为实际控制人不掏空的情况下外部股东的期望收益。

在实际控制人选择进行掏空的情况下, 实际控制人通过对审计师的选择和掏空比例的选择来最大化自己的收益, 在均衡状态下, 必有:

$$P_K(a - C(L)s^2) - P_K((1 - s)a + s) + eP_K = 0 \quad (4)$$

$$-2C(L)sP(K) + (1 - P(K))(1 - a) = 0 \quad (5)$$

(2) 式、(3) 式对 L 求导可得:

$$-C_Ls^2 - 2C(L)s \frac{\partial s}{\partial L} + a \frac{\partial s}{\partial L} - \frac{\partial s}{\partial L} = 0 \quad (6)$$

$$-2C_LsP(K) - 2C(L)P(K) \frac{\partial s}{\partial L} - 2C(L)sP_K \frac{\partial K}{\partial L} - (1 - a)P_K \frac{\partial K}{\partial L} = 0 \quad (7)$$

由(4) 式得:

$$\frac{\partial s}{\partial L} = -\frac{C_Ls^2}{1 - a + 2C(L)s} \quad (8)$$

代入(5) 式可解得:

$$\frac{\partial K}{\partial L} = - \frac{2(1-a)C_L sP(K) + 2C_L C(L) s^2 P(K)}{(1-a+2C(L)s)^2 P_k} \quad (9)$$

对于以企业价值最大化为目标的实际控制人, 均衡状态下有:

$$Tbq_K = 0 \quad (10)$$

对于(10)式, 两边同时对 L 求导可得:

$$Tbq_{KK} \frac{\partial K}{\partial L} + Tbq_{KL} = 0 \quad (11)$$

解得:

$$\frac{\partial K}{\partial L} = - \frac{Tbq_{KL}}{Tbq_{KK}} \quad (12)$$

(3) 式分别对 K, L 以及同时对 K, L 求偏导可得:

$$\frac{\partial Tbq}{\partial K} = P(\lambda) \{ P_K s(K, L) - (1 - P(K)) s_K(K, L) \} \quad (13)$$

$$\frac{\partial Tbq}{\partial L} = -P(\lambda) (1 - P(K)) s_L(K, L) \quad (14)$$

$$\frac{\partial Tbq}{\partial K \partial L} = P(\lambda) \{ P_{KS} s(K, L) - (1 - P(K)) s_{KL}(K, L) \} \quad (15)$$

从(8)式可以看出, 实际控制人的掏空比例 s 为法律指数 L 的减函数。据此, 我们提出假设 1:

H_1 : 在其他条件相同的情况下, 法律制度的严格将降低实际控制人的掏空程度。

根据前文的分析有 $s_{KL}(K, L) > 0$, 即法律治理与独立审计治理就抑制实际控制人的掏空行为而言, 能够相互替代。为此, 我们提出假设 2:

H_2 : 法律制度的严格对实际控制人掏空行为的抑制作用与独立审计对实际控制人掏空行为的抑制作用能够相互替代。

从(14)式可以看出: 企业价值 Tbq 为法律指数 L 的增函数, 而且从其表达式中可以推出法律治理对企业价值的边际作用为 $P(\lambda)$ 的增函数, 对于掏空风险大的企业, 法律治理对企业价值的提升作用更加显著。因而, 我们提出假设 3:

H_3 : 在其他条件相同的情况下, 与掏空可能性小的企业相比, 法律制度的严格能更显著地提升掏空可能性高的企业的价值。

从(15)式可以看出 $\frac{\partial Tbq}{\partial K \partial L} < 0$, 就提升企业的价值而言, 法律治理能替代独立审计的治理作用。进一步, 从其表达式 $P(\lambda) \{ P_{KS} s(K, L) - (1 - P(K)) s_{KL}(K, L) \}$ 中可以推出 $P(\lambda)$ 越大, 法律治理与独立审计治理之间的替代关系越显著。通过(15)式, 我们可以判断出, 在(12)式中 $\frac{\partial K}{\partial L} < 0$, 随着法律制度的严格, 以企业价值最大化为目标的实际控制人对高质量审计的需求将降低^①。而从(9)式中可以判断出, 那些试图通过掏空最大化自己收益的实际控制人, 对高质量审计的需求也会降低。由于掏空风险小的企业代理成本低, 其通过聘请高质量的审计师发出积极信号的动机相对较弱(王焱 2009; 高强、伍利娜 2005), 因此其审计师选择的决策受到刑法调整的影响也较弱。根据以上分析, 我们提出以下两个假设:

H_4 : 在其他条件相同的情况下, 与掏空可能性小的企业相比, 对掏空可能性大的企业来说, 法律制度的严格会更降低其对高质量审计的需求。

H_5 : 在其他条件相同的情况下, 与掏空可能性小的企业相比, 在掏空可能性大的企业中, 法律治理对独立审计治理的替代作用更为显著。

四、研究设计与描述性统计

(一) 检验模型

我们用模型 1(式(16))来检验 H_1 和 H_2 。

^①本文假设: 各个目标函数的极值都是存在的, 因此有 $Tbq_{KK} < 0$, 故可推得 $\frac{\partial K}{\partial L} < 0$ 。

$$otherreceivable_{it} = \beta_0 + \beta_1 law_{it} + \beta_2 auditor_{it} + \beta_3 auditor_{it} \times law_{it} + \sum X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (16)$$

如果在刑法调整后,实际控制人掏空(资金占用)比例会出现下降,那么 β_1 应显著为负。如果假设2成立,即独立审计治理与法律治理对实际控制人掏空抑制的作用能够相互替代,那么 β_3 应显著为正。借鉴Ming和Wong(2010)的研究,在模型中加入了资本结构、公司规模、账市比、企业的盈利能力作为控制变量,董事会治理作用在某种程度上也能抑制实际控制人的资金占用行为,因此本文还控制了董事会的规模和独立董事比例。

$$auditor_{it} = \beta_0 + \beta_1 law_{it} + \beta_2 tunnel_{it} + \beta_3 tunnel_{it} \times law_{it} + \sum X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (17)$$

我们用模型2(式(17))来检验 H_4 。根据已有的研究,企业实际控制人的控制权与现金流权的分离程度越大,实际控制人掏空的可能性越大(王烨,2009;LLSV,2002a;俞红海等,2010)。原因有两个:其一,当控制权与现金流权的分离程度增大时,实际控制人获取公司控制权所需持有的现金流权比例随之减少,控制权私人收益对控制权共享收益的抵销作用随之降低;其二,控制权与所有权的分离程度常常与控制链的长度正相关,复杂的控制链会为控制性股东实施其侵占行为提供便利的条件和隐蔽的渠道,这些都会增加实际控制人掏空的可能性。根据前文的分析可知,实际控制人采取掏空行为的可能性越大,受刑法调整案的影响也就越大。如果 H_4 成立,我们预期显著为负^①。本文结合已有的实证研究(Fan and Wang,2005;郑志刚、吕秀华,2009)加入了董事会规模、独立董事比例、公司规模、资本结构、盈利能力作为控制变量。

$$Tbq_{it} = \beta_0 + \beta_1 law_{it} + \beta_2 tunnel_{it} + \beta_3 tunnel_{it} \times law_{it} + \sum X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (18)$$

$$Tbq_{it} = \beta_0 + \beta_1 law_{it} + \beta_2 tunnel_{it} + \beta_3 auditor_{it} + \beta_4 auditor_{it} \times law_{it} + \beta_5 auditor_{it} \times tunnel_{it} + \beta_6 tunnel_{it} \times law_{it} + \beta_7 law_{it} \times auditor_{it} \times tunnel_{it} + \sum X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (19)$$

$$Tbq_{it} = \beta_0 + \beta_1 tunnel_{it} + \beta_2 min + \beta_3 max + \beta_4 min \times tunnel + \beta_5 max \times tunnel_{it} + \sum X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (20)$$

我们用模型3(式(18))检验 H_3 。由(13)式可以推出,掏空可能性大的组受刑法调整的边际影响将更大。将“掏空”列入刑法处罚的对象后,实际控制人与中小股东之间的代理问题得到缓解,代理成本的降低将促进公司绩效的改善(王跃堂等,2006),如果 H_3 成立我们预期 β_3 显著为正。

我们用模型4(式(19))检验 H_5 。为了结论的稳健性,我们也采用模型5(式(20))对 H_5 进行了检验。借鉴Cremers和Nair(2005)的研究,本文用最小值函数 $min(auditor,law)$ 来捕捉两种治理机制的相互依赖关系(互补),用最大值函数 $max(auditor,law)$ 来测试两种治理机制是否独立发挥作用(互替)。这两个函数以简单的形式实现了上述两种交互关系的检验:如果两种机制独立发挥作用(互替),任何一种机制水平的提升都会带来业绩的改善,最大值函数 max 的系数将显著为正;如果除了最大值函数 max ,最小值函数 min 的系数同时显著为正,这表明,一种机制的增加,将带来另一种机制对业绩提升的边际效应的增加,从而两者的作用互相加强(互补)。如果 H_3 成立,我们预计模型4(式(19))中 β_7 显著为负,而模型5(式(20))中 β_5 显著为正。结合已有的研究,本文选择以下控制变量:财务杠杆、公司规模、企业盈利能力(Fan and Wong,2005);董事会规模、独立董事比例(郑志刚、吕秀华,2009);公司成长性(雷光勇等,2009)。

(二) 变量定义

表1为变量类型、名称、符号及定义。

表1 变量名称、符号及定义

变量类型	变量名称	符号	变量描述
因变量	审计质量	<i>auditor</i>	当年公司选择十大会计师事务所 ^② 取1,否则取0
	资金占用	<i>otherreceivable</i>	其他应收款/期末总资产,代表实际控制人掏空程度
	企业价值	<i>Tbq</i>	<i>Tbq</i> = 市场价值/期末总资产 ^③

①尽管 β_1 的符号与我们预期是一致的,但是本文并不关注 β_1 的符号。因为 law (对2007年前的样本 law 取1,对于2007年后的样本 law 取0)设置的特殊性, law 的系数所测度的不仅仅包括刑法修正案的影响,还包括2007年前后其他制度的变化对企业所产生的影响,而 β_3 测度的是2007年前后制度差异对掏空可能性高的企业与掏空可能性低的企业的影响的差值。在其他制度变化对两类不同的企业的影响不存在显著差异的情况下,我们有理由相信这一差异是由刑法修正案所引起的。

②根据当年“中注协”公布的会计师事务所综合排名确定。

③本文列示的实证结果中,非流通股价值采用每股净资产值进行估算。在稳健性检验中采用流通股的市价对非流通股的价值进行估算,得到了一致的结论。

续表 1

变量名称、符号及定义

变量类型	变量名称	符号	变量描述
测试变量	法律治理	<i>law</i>	刑法修正案前取 0 ,刑法修正案后取 1
	法律治理与独立审计治理的交互作用	$law \times auditor$	法律治理代理变量 <i>law</i> 与审计质量代理变量 <i>auditor</i> 的乘积
	掏空与法律治理的交互作用	$tunnel \times law$	掏空变量与刑法修正案代理变量之乘积
	增强作用与掏空的交互作用	$min \times tunnel$	<i>min</i> 与 <i>tunnel</i> 的乘积
	替代作用与掏空的交互作用	$max \times tunnel$	<i>max</i> 与 <i>tunnel</i> 的乘积
	高掏空风险企业法律治理与独立审计治理的交互作用	$tunnel \times law \times auditor$	<i>tunnel</i> 、 <i>law</i> 和 <i>auditor</i> 的乘积
控制变量	掏空变量	<i>tunnel</i>	控制权与所有权的分离程度。该公司控制权/所有权在所有公司中处于中位数以上取 1 ,否则取 0
	增强作用	<i>min</i>	$min(auditor, law)$
	替代作用	<i>max</i>	$max(auditor, law)$
	账市比	<i>MB</i>	权益的账面价值与市场价值的比率
	存货比例	<i>inventory</i>	存货/期末资产
	应收账款比例	<i>receivable</i>	应收账款/期末资产
	资本结构	<i>leverage</i>	总负债/总资产
	公司规模	<i>size</i>	公司总资产的对数
	盈利能力	<i>roa</i>	净利润/总资产
	公司成长性	<i>growth</i>	用总资产的增长率来表示
	独立董事比例	<i>dependentrat</i>	独立董事比例
	董事会规模	<i>logdirector</i>	董事会人数的对数

(三) 描述性统计

本文选取了 2004 - 2009 年在沪深交易所 A 股上市的所有民营企业作为研究样本。剔除了金融类上市公司; 国有企业与民营企业在各方面都有显著的差异, 因此本文剔除了发起上市时原为国有控股, 后改制为民营的上市公司^①; 剔除了存在缺失值的样本。本文回归采用的是 Peterson(2009) 所提出的方法, 回归时进行了企业层面和年度层面的两聚类回归(*cluster2* , *logit2*), 这一回归方法能有效地缓解截面相关和时间序列相关的问题, 其结果较最小二乘法更加稳健。为了避免极端值的影响, 本文对所有连续变量上下 1% 的极值进行了 *winsorize* 处理, 本文的数据均来自 CSMAR 数据库。回归所使用的软件为 stata 11.0。各个变量的描述性统计如表 2。

表 2

各变量的描述性统计

变量名	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Tbq</i>	1.855	1.037	0.927	1.463	4.832
<i>auditor</i>	0.148	0.355	0	0	1
<i>otherreceivable</i>	0.0472	0.0145	0.0003	0.012	1.081
$min(auditor, law)$	0.101	0.301	0	0	1
$max(auditor, law)$	0.638	0.48	0	1	1
<i>tunnel</i>	0.494	0.5	0	1	1
<i>growth</i>	0.104	0.294	-0.563	0.019	1.678
<i>leverage</i>	0.508	0.238	0.136	0.492	1.107
<i>roa</i>	0.012	0.185	-1.409	0.036	0.355
<i>size</i>	20.853	1.068	11.348	20.844	24.459
<i>law</i>	0.604	0.489	0	1	1
<i>logdirector</i>	2.144	0.216	0	2.197	2.890
<i>dependentrat</i>	0.363	0.051	0.25	0.3333	0.667
<i>MB</i>	0.300	0.664	-9.900	0.276	9.832

从表 2 可以看出: (1) *Tbq* 变异程度较大, 最大的有 4.832, 最小的不到 1, 标准差达到 1, *Tbq* 中位数与均值较为接近, 不存在极端值; (2) 聘请十大会计师事务所的样本占总样本量的 14.8%, 由于聘请四大会计师

^①在稳健性检验中将剔除的样本重新纳入模型进行了回归。

事务所的公司仅仅占总样本的 2% ,所以本文没有选用聘请四大会计师事务所作为高质量审计的代理变量;
(3) 不同的企业资金占用情况存在较大的差异 ,最小的仅为 0.03% ,而严重的几乎占用了企业的全部资产。

五、实证研究结果

模型 1、2 和 3 的回归结果如表 3 所示:

表 3 模型 1、模型 2 和模型 3 的回归结果

	(1) <i>otherreceivable</i>	(2) <i>otherreceivable</i>	(3) <i>Tbq</i>	(4) <i>auditor</i>
<i>law</i>	-0.0669*** (-6.02)	-0.0715*** (-6.23)	0.962*** (2.70)	0.410 (1.27)
<i>law × auditor</i>		0.0376*** (4.68)		
<i>auditor</i>		-0.0296** (-2.72)	0.0713 (0.94)	
<i>law × tunnel</i>			0.154* (1.86)	-0.233* (-1.65)
<i>size</i>	-0.0405*** (-2.95)	-0.0404*** (-2.93)	-0.599*** (-4.19)	0.302** (2.51)
<i>leverage</i>	0.231*** (3.25)	0.230*** (3.25)	0.953** (2.53)	-0.207 (-0.46)
<i>MB</i>	0.00226 (0.97)	0.00223 (0.95)		0.508 (1.20)
<i>tunnel</i>	0.00103 (0.19)	0.00100 (0.18)	-0.0707 (-1.15)	-0.170 (-0.69)
<i>dependtrate</i>	0.00907 (0.14)	0.0104 (0.16)	0.413 (0.40)	2.359 (1.11)
<i>logdirector</i>	-0.0475** (-2.37)	-0.0461** (-2.32)	-0.0712 (-0.36)	0.861** (1.99)
<i>roa</i>			0.781 (0.87)	
<i>growth</i>			0.267 (1.12)	
<i>_cons</i>	0.959*** (3.31)	0.954*** (3.31)	13.33*** (5.23)	-11.10*** (-4.07)
Wald chi2/F 值	0.3649	0.3671	0.2813	0.0286
Pseudo R ² /adjR ²	23.78***	18.34***	102.23***	48.02***
<i>N</i>	1746	1746	1746	1746

注: 括号中的数值为 *t* 值, * 表示 $p < 0.1$, ** 表示 $p < 0.05$, *** 表示 $p < 0.01$ 。

从表 3 的第 (1)、(2) 列可以看出, 刑法调整后, 实际控制人的资金占用行为有了显著的减少。在第 (1) 列中 *law* 的系数为 -0.0669, 且在 1% 的水平下显著; 第 (2) 列中 *auditor* 的系数显著为负, 说明十大会计师事务所具有更强的专业能力和更高的独立性, 其发现和报告掏空行为的可能性更高, 因此能更有效地抑制实际控制人的掏空行为。*law* 的系数为 -0.0715, 也在 1% 的水平下显著。第 (2) 列中 *law × auditor* 的系数显著为正, 说明随着法律制度的严格, 独立审计对实际控制人掏空行为的抑制作用有所降低。即: 法律的治理作用与独立审计的治理作用能够相互替代。产生这一现象的可能解释是, 法律的严格化减少了实际控制人的机会主义行为, 随着实际控制人机会主义行为的减少, 独立审计治理作用发挥的空间被压缩。以上的分析支持了假设 1 和假设 2。控制变量中, 公司规模 (*size*) 的系数显著为负, 说明对于规模大的公司, 实际控制人会更加注重其长期的价值, 会减少对其资金的占用。资产负债率 (*leverage*) 的系数显著为正, 说明对于财务状况差的公司, 实际控制人更有可能将其资产进行转移。董事会规模的系数显著为负, 则意味着公司治理结构越完善, 实际控制人因掏空而付出的成本越高, 掏空行为在一定程度上会受到抑制。

从表 3 的第 (3) 列可以看出, *law* 的系数显著为正, 说明法律严格后, 企业的价值有了显著的提高。*law × tunnel* 的系数显著为正, 说明在法律严格后, 掏空风险大的企业的价值有了更显著的提升, 支持了假设 3。此外, *size* 的系数显著为负, 说明企业规模越大, 代理问题越严重, 企业的价值越低; 另一个可能的解释是, 中国证券市场上投资者看好的公司往往并非规模较大、发展成熟的公司, 而是一些规模虽小但发展潜力

大的公司(雷光勇等 2009)。*leverage* 的系数显著为正,这是因为中国民营企业通过负债融资时,与国有企业相比受到市场机制的约束更强;因此对民营企业而言,债务融资可以作为降低企业代理成本的一种有效机制,有利于增加企业价值。

从表 3 第(4)列可以看出 *law × tunnel* 的系数显著为负,即法律严格后,相对掏空风险低的企业来说,掏空风险高的企业对高质量审计的需求显著下降。实证结果与假设 4 一致,但是 *law* 的系数并不显著,这与前文的描述性统计是一致的。这可能是由于 *law* 的系数包含了 2007 年前后其他制度发生变化产生的影响,另一种可能的解释是 2007 年后一些大的会计师事务所进行了合并,这导致聘请高质量会计师事务所的企业有了系统性的增加。*size* 的系数为 0.302 ($p < 0.05$),规模较大的企业往往有较高的代理成本,因此存在对高质量审计的需求。董事会规模、独立董事比例均与审计师选择正相关,但独立董事比例的系数并不显著。为了保护自己的声誉资本,避免承担法律责任,董事会一般愿意企业接受更高质量的审计(Carcello, et al., 2002)。

模型 4 和模型 5 的回归结果如表 4 所示:

表 4 模型 4 和模型 5 的回归结果

	(1) <i>Tbq</i>	(2) <i>Tbq</i>	(3) <i>Tbq</i>	(4) <i>Tbq</i>	(5) <i>Tbq</i>	(6) <i>Tbq</i>
<i>auditor</i>	-0.0290 (-0.47)	0.162* (1.86)	-0.00446 (-0.06)			
<i>law</i>	0.928** (2.50)	1.159*** (3.55)	0.934*** (2.59)			
<i>law × auditor</i>	0.155 (1.00)	-0.183* (-1.80)	0.141 (0.89)			
<i>growth</i>	0.519 (1.47)	-0.0742 (-0.36)	0.269 (1.13)	0.554 (1.60)	-0.0600 (-0.27)	0.294 (1.22)
<i>leverage</i>	0.757 (1.29)	1.090*** (3.13)	0.947** (2.51)	0.704 (1.19)	1.105*** (3.22)	0.929** (2.44)
<i>roa</i>	0.798 (0.73)	0.787 (0.91)	0.773 (0.86)	0.820 (0.75)	0.854 (0.98)	0.819 (0.90)
<i>size</i>	-0.549*** (-3.25)	-0.639*** (-4.62)	-0.601*** (-4.19)	-0.546** (-3.24)	-0.643*** (-4.70)	-0.602*** (-4.22)
<i>logdirector</i>	0.0962 (0.39)	-0.339 (-1.15)	-0.0707 (-0.36)	-0.0503 (-0.19)	-0.417 (-1.55)	-0.187 (-0.99)
<i>dependtrate</i>	-0.205 (-0.16)	1.592* (1.91)	0.405 (0.39)	-0.222 (-0.17)	1.917** (2.24)	0.528 (0.52)
<i>tunnel</i>			-0.0853 (-1.24)			-0.0880 (-1.24)
<i>law × tunnel</i>			0.208** (2.32)			
<i>tunnel × auditor</i>			0.110 (1.02)			
<i>law × tunnel × auditor</i>			-0.314* (-1.82)			
<i>min</i>				0.189 (1.21)	0.0780 (0.64)	0.198 (1.27)
<i>max</i>				0.840** (2.50)	1.050*** (3.48)	0.847** (2.57)
<i>max × tunnel</i>						0.181** (2.02)
<i>min × tunnel</i>						-0.161 (-0.89)
<i>_cons</i>	12.22*** (3.98)	14.19*** (4.62)	13.38*** (5.22)	12.51*** (4.04)	14.34*** (4.70)	13.63*** (5.39)
<i>F 值</i>	20.74***	27.10***	34.41***	21.88***	27.08***	36.99***
<i>adj. R²</i>	0.3516	0.4334	0.3931	0.3397	0.4084	0.3739
<i>N</i>	883	863	1746	883	863	1746

注:括号中的数值为 *t* 值,* 表示 $p < 0.1$,** 表示 $p < 0.05$,*** 表示 $p < 0.01$ 。(3)、(6)列为对全样本进行回归,(1)、(4)列为对掏空风险低的组进行回归,(2)、(5)列为对掏空风险高的组进行回归。

从表4的第(2)列可以看出 law 与 $auditor$ 存在相互替代的作用(系数为 -0.183^*)。但在掏空可能性低的企业这种替代作用并不显著,这也许是因为在掏空可能性低的企业,独立审计对掏空的治理作用并未得到体现。 $auditor$ 的系数也为我们的推断提供了证据。在掏空风险高的企业,高质量的审计显著地增加了企业的价值($0.162, p < 0.1$);而在掏空风险低的企业,高质量的审计与企业的价值并无显著的关系。第(3)列的回归结果进一步支持了假设5 $law \times tunnel \times auditor$ 的系数为 $-0.314 (p < 0.1)$ 。也就是说,排除一些共同影响法律治理与独立审计治理的相关关系的因素后,法律治理与独立审计治理仍然表现为显著的替代作用。从表4的第(4)列和第(5)列可以看出,在掏空风险高的组 max 的系数显著为正, min 的系数并不显著。这说明采用两种机制中的任何一种,都能带来企业价值的显著增加;但是在采用某一种机制后,企业的价值并不会因为引入另一机制而得到进一步提升,即两种机制之间存在显著的替代作用。在掏空风险低的组,两种机制的替代作用明显弱于掏空风险高的组(0.840 vs 1.050 , 2.50 vs 3.48)。第(6)列的回归结果进一步证实了这一结论, $max \times tunnel$ 的系数显著为正, $min \times tunnel$ 的系数为负,但是并不显著。分组回归中掏空风险高的组 min 的系数为 0.0780 (t 值为 0.64), 掏空风险低的组 min 的系数为 0.189 (t 值为 1.21), 这说明相对掏空风险高的企业,在掏空风险低的企业中,法律治理与独立审计治理可能存在不显著的相互增强作用。这与前三列的回归结果是一致的。以上的分析都支持了假设5,其他控制变量系数与假设3的回归结果基本一致,不再赘述。

六、稳健性检验

本文用流通股的价值替代非流通股的价值,然后计算 Tbq ,对模型3和4进行回归,主要结论基本一致。

本文用超过行业中值的其他应收款作为资金占用的代理变量,对模型进行了回归,未发现结论发生显著的变化。

我们采用剔除非经常性损益后的净资产收益率作为企业价值的衡量指标对相关模型进行回归,主要结论没有变化。

论文采用的回归方法已对公司层面和年度层面进行了聚类调整,来缓解时间序列相关和截面相关的问题。为了结论的稳健性,文中也在模型中通过控制行业变量,来消除截面相关问题,主要结论未发生实质性变化。

文中也应用 $probit$ 对模型(3)进行回归,然后计算出逆米率,运用逆米率来控制可能的内生性问题,得出了一致的结论。

为了防止剔除样本所导致的回归偏误,本文将考虑“改制”因素所剔除掉的样本纳入回归中,回归的结果没有发生任何实质性改变。

七、结论与政策含义

本文利用2004-2009年民营上市公司的数据,对2006年我国对掏空行为的处罚列入刑法这一事件对上市公司的审计师选择、上市公司的企业价值所产生的影响以及其与独立审计治理的相互关系进行了实证研究。研究发现,法律在加大对实际控制人掏空行为的处罚力度后,实际控制人占用上市公司资金的行为有所减少,实际控制人与中小股东的代理问题得到了缓解,掏空风险较高的公司转向聘请小型会计师事务所,且其企业价值有了显著提升。这无疑有利于降低高掏空风险公司的融资成本,也为我国法律治理效率的改进提供了实证支持。进一步研究还发现:法律治理能够替代独立审计的治理作用,降低企业聘请高质量审计师而产生的监督成本,从而降低经济运行的交易费用。

本文的政策含义是明显的:虽然如声誉、关系以及地方政府保护等机制能够在一定程度上替代法律治理的作用,而且也支撑着中国经济的高速增长,但是法律在我国依然具有显著的治理作用。为此,应大力完善我国的法制体系,严格法律的执行力度,以促进上市公司的规范运作,更好地保护投资者权益,进而实现资本市场的健康发展和经济的持续增长。

参考文献:

1. 董南雁、张俊瑞 2009 《公司治理强度、审计力度与审计质量》,《南开管理评论》第2期。
2. 高强、伍利娜 2005 《大股东资金占用与审计师选择的再检验》,《审计研究》第7期。
3. 雷光勇、李书锋、王秀娟 2009 《政治关联、审计师选择与公司价值》,《管理世界》第7期。
4. 王跃堂、赵子夜、魏晓雁 2006 《董事会的独立性是否影响公司绩效》,《经济研究》第5期。

5. 王烨 2009 《股权控制链、代理冲突与审计师选择》,《会计研究》第6期。
6. 俞红海、徐龙炳、陈百助 2010 《终极实际控制人控制权与自由现金流过度投资》,《经济研究》第8期。
7. 曾颖、叶康涛 2005 《股权结构、代理成本与外部审计需求》,《会计研究》第2期。
8. 郑志刚、吕秀华 2009 《董事会独立性的交互效应和中国资本市场独立董事制度政策效果的评估》,《管理世界》第9期。
9. Allen F. Q. Jun and J. Q. Mei. 2005. "Law Finance and Economic Growth in China." *Journal of Financial Economics* 77(1): 57 – 116.
10. Berkman ,H. ,R. Cole ,and J. Hu. 2005. "Agency Conflicts ,Expropriation and Firm Value: Evidence from Securities – Market Regulation in China. " Working Paper ,The University of Auckland ,New Zealand.
11. Carcello ,J. ,D. Hermanson ,T. Neal ,and R. Riley. 2002. "Board Characteristics and Audit Fees. " *Contemporary Accounting Research* 51(3): 365 – 385.
12. Chow ,C. W. 1982. "The Demand for External Auditing: Size Debt and Ownership Influence. " *The Accounting Review* ,13(2): 272 – 291.
13. Choi J. H. ,and T. J. Wong. 2002. "Audit Markets and Legal Environments: An International Investigation. " Working Paper ,The Hong Kong University of Science and Technology.
14. Cremers ,M. K. J. ,and V. B. Nair. 2005. "Governance Mechanisms and Equity Prices. " *The Journal of Finance* 25(6): 2868 – 2894.
15. Drobetz ,W. ,A. Schillhofer ,and H. Zimmermann. 2004. "Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. " *European Financial Management* ,10(2): 67 – 93.
16. Fan J. H. ,and T. J. Wong. 2005. "Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence from East Asia. " *Journal of Accounting Research* 43(1): 33 – 69.
17. Francis ,J. R. ,I. K. Khurana ,and R. Pereira. 2003. "The Role of Accounting and Auditing in Corporate Governance and The Development of Financial Markets around the World. " *Asia Pacific Journal of Accounting and Economics* ,10(1): 1 – 30.
18. Jiang G. H. ,Charles M. C. Lee and Y. Heng. 2010. "Tunneling through Inter – corporate Loans: The China Experience. " *Journal of Financial Economics* 98(1): 1 – 20.
19. Jensen ,M. C. ,and W. H. Meckling. 1976. "Theory of The Firm: Managerial Behavior ,Agency Costs and Ownership Structure. " *Journal of Financial Economics* 7(3): 72 – 89.
20. Klapper ,L. ,and I. Love. 2004. "Corporate Governance ,Investor Protection and Performance in Emerging Markets. " *Journal of Corporate Finance* ,10(5): 703 – 728.
21. La Porta ,R. ,L. S. Florencio ,A. Shleifer ,and R. Vishny. 2000. "Investor Protection and Corporate Governance. " *Journal of Financial Economics* 58(2): 3 – 7.
22. La Porta ,R. ,L. S. Florencio ,A. Shleifer ,and R. Vishny. 2002a. "Corporate Ownership around The World. " *The Journal of Finance* , 39(2): 471 – 517.
23. La Porta ,R. ,L. S. Florencio ,A. Shleifer ,and R. Vishny. 2002b. "Investor Protection and Corporate Valuation. " *The Journal of Finance* 37(4): 147 – 1170.
24. Ming J. ,and T. J. Wong. 2010. "Propping through Related Party Transactions. " *Review of Accounting Studies* ,15(1): 70 – 105.
25. Peterson ,M. A. 2009. "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. " *Review of Financial Studies* 22(1): 435 – 480.
26. Watts ,R. ,and J. Zimmerman. 1983. "Agency Problems ,Auditing and the Theory of the Firm: Some Evidence. " *Journal of Law and Economics* 26(3): 613 – 633.
27. Wei Z. ,F. Xie ,and S. Zhang. 2005. "Ownership Structure and Firm Value in China's Privatized Firms. " *Journal of Financial and Quantitative Analysis* ,10(8): 40 – 87.

Changes in the Legal System ,Auditor Choice and Firm Value: An Empirical Study Based on the Actual Controllers' Tunneling Behavior

Yu Yumiao and Wang Yusheng

(School of Economics and Management ,Wuhan University)

Abstract: Using the data of private listed companies from 2004 to 2009 ,we empirically explore how the choices of auditor and firm value are impacted by the revisions of criminal law in 2006. We find that if controlling shareholders are subject to more severe punishments for opportunistic behavior ,companies in higher tunneling risk will tend to hire smaller accounting firms ,and controlling shareholders' illegal occupation of listed companies' capital will decrease. Following the revisions to the criminal law ,the agency problem between controlling shareholders and minority shareholders has been effectively alleviated ,resulting in the value of high – tunneling – risk firms increase significantly. Furthermore ,our research shows that the legal governance can substitute independent auditors' governance ,which will decrease the transaction cost.

Key Words: Actual Controllers' Tunneling; Legal System Change; Auditor Choice; Firm Value

JEL Classification: M42 ,K22

(责任编辑: 陈永清)