

江西财经大学会计学术文库

外部审计监督与投资效率： 基于投资机会集视角的研究

WAIBU SHENJI JIANDU YU TOUZI XIAOLV:
JIYU TOUZIJIHUIJI SHIJIAO DE YANJIU

廖义刚 著



经济科学出版社
Economic Science Press

江西财经大学会计学术文库

外部审计监督与投资效率： 基于投资机会集视角的研究

WAIBU SHENJI JIANDU YU TOUZI XIAOLV:
JIYU TOUZIJIHUIJI SHIJIAO DE YANJIU

廖义刚 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

外部审计监督与投资效率：基于投资机会集视角的
研究/廖义刚著. —北京：经济科学出版社，2014. 12
(江西财经大学会计学术文库)
ISBN 978 - 7 - 5141 - 5199 - 2

I. ①外… II. ①廖… III. ①外部审计 - 审计监督 -
研究②投资效率 - 研究 IV. ①F239②F830. 593

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 268596 号

责任编辑：赵泽蓬
责任校对：王肖楠
责任印制：邱 天

外部审计监督与投资效率：基于投资机会集视角的研究

廖义刚 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs. tmall. com

北京汉德鼎印刷有限公司印刷

三河市华玉装订厂装订

710 × 1000 16 开 15 印张 260000 字

2014 年 12 月第 1 版 2014 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5199 - 2 定价：46.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@ esp. com. cn)

前 言

史密斯和瓦茨 (Simth & Watts, 1992) 认为, 随着公司投资机会的增加, 由于管理团队可能不具备相关专业水准而无法获知可供企业选择的全部投资机会, 这将导致管理层行为可观测性的降低, 从而加重了代理冲突并将损害公司价值。独立审计机制作为资本市场中一种重要的制度安排, 可以透过提高上市公司的信息质量从而发挥一定的治理功效, 应该有助于缓解高投资机会集公司的代理问题, 为探寻独立审计发挥治理功效的路径与机制, 本书系统地关注了三大问题: 首先是投资机会集如何影响审计师的选择; 其次是独立审计透过何种途径提升高投资机会集公司的代理成本; 最后, 考察了独立审计治理机制的发挥是否会受到其他因素的影响, 本书重点关注了债务治理机制对独立审计机制的影响。

本书主要运用实证研究方法, 对上述问题进行了较为深入全面的理论分析和实证检验, 得出了以下结论:

1. 以 2009 ~ 2011 年我国 A 股上市公司为研究样本, 本书考察了投资机会集、所有权性质以及制度环境对上市公司审计师选择行为的影响。研究发现, 公司投资机会集越高则越倾向于聘请高质量审计师以缓解代理冲突, 同时由于非国有公司治理水平相对更弱, 作为薄弱的公司治理机制的一种补充, 非国有公司选择高质量审计师的动机更强; 进一步的研究还发现处于市场化进程较慢、法治水平较低以及政府干预程度较强地区的非国有上市公司投资机

会集与高质量审计师选择的正相关关系较强。

2. 随着投资机会集的增长，公司为实现未来增长期权价值需要更多的财务资源，因此作为低成本内部财务资源重要来源的经营活动现金流对实现企业未来增长期权价值具有重要的意义。以 2004 ~ 2011 年我国 A 股上市公司为样本，系统检验了投资机会集对经营活动现金流价值相关性的影响。研究发现：投资机会集与经营活动现金流价值相关性具有显著的正相关关系且这一关系只在现金持有水平低的公司中显著存在，而如果现金持有水平低的公司聘请的是高质量审计师，则投资机会集与经营活动现金流价值之间的正相关关系将显著减弱。进一步的检验还发现高质量审计仅能显著弱化非国有上市公司投资机会集与经营活动现金流价值相关性之间的正相关关系。

3. 已有研究证实了盈余管理、会计稳健性以及边际投资收益递减规律均可能影响应计成分的持续性，揭示了资本市场对盈余的应计成分不存在“功能锁定”现象，但鲜有研究关注盈余的现金流成分与股价关系的影响因素。因此本书发现，过度投资会显著地降低现金流的价格敏感性，且对于现金持有水平高及融资约束程度高的公司，过度投资对现金流价格敏感性的影响更为显著。这一研究结论一方面从经营活动现金流的价格敏感性视角揭示了过度投资的负面经济后果，另一方面也证实了市场对经营活动现金流同样不存在“功能锁定”现象。

4. 随着投资机会集的增大，公司的不确定性也将增大，因此会计信息系统可能面临更复杂的会计问题，进而导致公司会计信息质量的降低，而作为信息鉴证者的高质量外部审计可能有助于提升其会计信息质量。为验证这一命题，本书的研究以 2007 ~ 2011 年我国 A 股上市公司为研究样本，从盈余价值相关性的视角检验了高质量审计和投资机会对会计信息质量的综合影响。研究发现，随着投资机会的增加，上市公司盈余的价值相关性将显著下降，但若其聘请的是高质量审计师，则盈余价值相关性的下降幅度会有显著的降

低,且这一治理效应只在非国有上市公司中显著存在。上述研究结论表明高质量审计一定程度上可以缓解高投资机会集公司的代理问题,从而提高会计信息质量。

5. 噪声计量假说认为,对于高投资机会集的公司,无形资产投资强度的增加将进一步加剧会计盈余的计量噪声,使得公司盈余的价值相关性进一步降低。本书以 2003~2011 年我国 A 股上市公司作为研究样本检验投资机会、无形资产投资强度、高质量审计的治理功效及盈余价值相关性的关系。研究发现:首先,随着投资机会集的增加,上市公司盈余的价值相关性将显著下降;其次,由于无形资产投资具有较大的不确定性和风险并且会给会计盈余带来更多的计量噪声,因此随着投资机会集的增长,无形资产投资强度越大的公司盈余的价值相关性下降幅度越大;最后,若聘请的是高质量审计师,则高投资机会集和无形资产投资强度所导致的盈余价值相关性的下降幅度会有显著的缓解。上述检验结果表明,高质量审计一定程度上可以缓解高投资机会集和高无形资产投资强度公司的代理问题从而提高会计信息质量。

6. 为进一步关注独立审计的治理职能是否会受其他因素的影响,本书选择债务治理这一因素,分三个方面较为系统地考察了债务治理机制与独立审计机制的关系:

(1) 以 2007~2010 年我国 A 股上市公司为样本,从代理成本和代理效率的视角考察了高质量审计是否有助于提升银行借款的治理功效。研究发现:高质量审计与短期借款之间的协同效应有助于提升代理效率但无助于降低代理成本;进一步研究还发现,高质量审计与短期借款之间的协同效应仅显著存在于金融发展水平较高地区的上市公司中;研究还发现高质量审计的引入将降低长期借款的治理功效。上述研究结果表明,在我国当前特有的制度环境下,高质量审计和银行借款的治理功效及其相互作用机制表现出了一定的特殊性和复杂性。

(2) 由于债务治理对于自由现金流过度投资问题存在一定的抑制作用，因此为进一步检验高质量审计能否有助于债务治理作用的发挥进而抑制自由现金流过度投资问题，本书的研究还以 2003 ~ 2009 年我国 A 股上市公司为研究样本，基于抑制自由现金流过度投资的视角，检验高质量审计能否有助于提升银行借款的治理功效。研究发现：银行借款可以显著地缓解自由现金流过度投资问题且该缓解效应主要来自于短期借款；随着高质量审计的引入，银行借款缓解自由现金流过度投资的效应更显著，这表明高质量审计与债务治理机制之间存在协同效应；进一步检验还发现，高质量审计与银行债务治理机制间的协同效应更显著地存在于金融发展程度高的非国有上市公司中。

(3) 高质量审计能透过降低代理成本（在职消费）、抑制自由现金流过度投资提升债务治理职能，那么最终是否有助于公司价值的提升呢？本书的研究选取 2003 ~ 2010 年我国 A 股上市公司作为研究样本，从公司价值的视角考察了作为信息中介的高质量审计能否透过改进会计信息质量、降低信息风险从而提升债务治理机制的有效性。研究结果表明，高质量审计能够与债务治理机制产生协同效应并最终提升公司价值，其中短期债务与高质量审计的协同效应更为显著，而所有权性质以及地区金融发展水平都会对高质量审计与债务治理机制的协同关系产生显著影响。

综合上述研究结论，要使高质量审计与债务治理机制发挥协同效应，一是要加强市场化进程的建设，深化金融体制改革，减少政府干预，使得企业尤其是国有企业成为真正意义上自负盈亏的市场主体；二是要减少对会计师事务所业务执行的行政干预，引导事务所以行业专长为契合点进行兼并合并，做大做强；三是应着力于提高债权人的信息获取能力、降低债权人的监督成本，严厉打击金融市场中的违规信息披露行为；四是高质量审计提升债务治理机制的核心作用原理在于通过提升会计信息质量，从而有助于债权人监督，因此本质上应该大力提升会计信息质量。

7. 最后,以 2003~2011 年我国 A 股上市公司为样本,基于过度投资的视角考察了高质量审计对高投资机会集公司代理问题的治理效应与路径。研究发现:高投资机会集公司通常倾向于过度投资;随着投资机会集的增大,高质量的会计信息可以显著地缓解高投资机会集所引发的过度投资问题;最后,若公司聘请高质量审计师,则会计信息对高投资机会集所引发的过度投资行为的抑制作用将更为显著,这表明高质量审计能够透过提升会计信息质量从而更有效地缓解过度投资问题。此外,附加检验显示,高质量审计对高投资机会集公司过度投资的治理功效只显著地存在于债务水平低的公司中,这在一定程度上意味着债务治理机制与高质量审计之间存在替代效应。

目 录

第一章 导言	1
第一节 研究意义	1
第二节 国内外研究现状及分析	3
第三节 研究框架与方法	23
第二章 投资机会集、代理冲突与上市公司审计师选择	28
第一节 引言	28
第二节 理论分析与假设发展	30
第三节 研究设计	34
第四节 实证检验结果	36
第五节 总结与启示	43
第三章 融资约束、过度投资与现金流的价格敏感性	45
第一节 引言	45
第二节 理论分析与假设发展	47
第三节 样本选择、模型设定与变量定义	50

第四节 实证结果和分析	54
第五节 稳健性测试	62
第六节 结论	62
第四章 融资约束、高质量审计与现金流的价值相关性	65
第一节 引言	65
第二节 理论分析与假设发展	67
第三节 样本选择、模型设定与变量定义	72
第四节 实证检验结果与分析	76
第五节 结论	82
第五章 投资机会、高质量审计与盈余的价值相关性	83
第一节 引言	83
第二节 理论分析与假设发展	85
第三节 样本选择、模型设定与变量定义	89
第四节 实证结果和分析	91
第五节 结论与启示	97
第六章 投资机会集、高质量审计与盈余的价值相关性	103
第一节 引言	103
第二节 理论分析与假设发展	105
第三节 研究设计	108
第四节 实证检验结果	111
第五节 结论	114

第七章 债务治理、高质量审计与代理成本	116
第一节 引言	116
第二节 理论分析与假设发展	118
第三节 研究设计	122
第四节 实证分析	125
第五节 结论	137
第八章 债务治理、高质量审计与自由现金流过度投资	140
第一节 引言	140
第二节 理论分析与假设发展	143
第三节 研究设计	149
第四节 实证检验结果	152
第五节 结论	166
第九章 债务治理、高质量审计与公司价值	168
第一节 引言	168
第二节 理论分析与假设发展	170
第三节 研究设计	174
第四节 实证检验结果	176
第五节 结论	183
第十章 投资机会集、代理冲突与审计治理效应	185
第一节 引言	185
第二节 文献回顾与研究假设	187

第三节 研究设计	190
第四节 实证检验结果	195
第五节 结论	201
 第十一章 结语	 203
第一节 研究结论	203
第二节 局限性	207
第三节 未来研究方向	208
 参考文献	 209
后记	228

第一章

导 言

第一节 研究意义

迈尔斯（Myers, 1977）将公司价值视为在用资产未来持续经营获利所带来的增值与未来投资决策的增长期权价值之和，后者被称为投资机会集（Investment Opportunity Set, IOS）。投资机会集的含义较广，可以泛指一切与未来投资决策相关且能增加企业价值的支出或选择权。随着公司投资机会的增加，由于管理团队可能不具备相关专业水准而无法获知可供企业选择的全部投资机会，这将导致管理层行为可观测性的降低，从而加重了代理冲突并将损害公司价值（Simth & Watts, 1992）。已有文献探讨了管理层持股、股利政策、管理层薪酬、债务杠杆等财务治理机制对高投资机会集公司代理问题的缓解效应（Gaver, 1993；Gul, 1999；Simon, 2004；韩志丽、杨淑娥和史浩江, 2008；李小军、王平心, 2008）。然而，公司利益相关者具有各自不同的利益诉求，特定的财务治理机制可能更符合某一特定相关者利益但却未必有

助于提升公司整体价值，在我国转型加新兴的制度背景下可能尤其如此，如王鲁平、毛伟平（2010）就发现具有较少投资机会的公司引入杠杆治理机制可以抑制过度投资，但对于具有较多投资机会的公司，杠杆治理机制的引入反而可能导致投资不足。因此，缓解高投资机会集所引发的代理问题可能需要借助更加独立的治理机制，那么秉承独立、客观、公正原则的外部审计是否可以担此大任呢？

事实上，不少研究已从公司投资机会/成长性视角为独立审计能够积极发挥监督职能提供了佐证。古尔和崔（Gul & Tsui, 1998）发现对于低成长性公司而言，自由现金流与审计收费呈正相关关系，但是随着债务治理机制的引入，负债程度越高，自由现金流与审计收费的正相关关系将减弱。古尔和崔（Gul & Tsui, 2001）进一步研究发现，对于高自由现金流/低成长性公司，董事会持股水平越低，则审计收费越高，并且对于负债水平高的高自由现金流/低成长性公司，董事会持股水平与审计收费间的负相关关系有所减弱。古尔和崔的上述研究表明独立审计对降低低成长公司的过度投资风险具有重要意义，同时也揭示了其他公司治理机制与独立审计之间存在替代关系。崔、雅吉和古尔（Tsui、Jaggi & Gui, 2001）指出，投资机会集较高时，对管理当局行为可观察性的降低会导致对公司投资机会监督的弱化，而且高增长所带来的内部控制系统的弱化和会计信息系统可靠性的降低会带来更大的审计风险，审计师必须投入更多的资源开展审计工作，最终会提升审计收费水平。莱（Lai, 2009）的研究也证实了高投资机会的公司更倾向于聘请“四（五）大”，并且在投资机会高的公司中，由“四大”审计的公司其可操控应计更低，这表明高投资机会集公司聘请高质量审计师可以起到提高会计信息质量的效果。

上述研究直接或间接检验了独立审计可以缓解高自由现金流/低成长性及高投资机会集公司的代理冲突，但尚未在考虑投资机会集的前提下系统地探索独立审计发挥治理职能和提升投资效率的原理与路径。基于此，本书将系统

地研讨以下问题：投资机会集高的公司通常信息不对称程度较大，代理冲突也更严重，因此投资机会集是否影响上市公司的审计师选择行为？在不同投资机会集水平下，高质量审计能否提升公司会计信息质量？在不同投资机会集水平下，高质量审计能否透过提高会计信息质量从而提升公司投资效率？最后，独立审计机制只是上市公司内外部治理系统中的一个子系统，因此，在不同投资机会集水平下，上市公司所在地区的制度环境与上市公司内部治理特征将如何影响公司的审计师选择行为及审计治理功效？

本书研究的科学意义和应用价值主要体现在：（1）本项目属于会计学、审计学与财务学的交叉研究。以投资机会集作为研究基点，以独立审计的治理功效作为研究主线，通过研究高质量的独立审计对于提升会计信息质量进而提高投资效率的影响，丰富了会计、审计及财务治理领域的研究文献；（2）通过分析并检验投资机会集与上市公司审计师选择行为的关系，丰富了审计师选择领域的研究文献；（3）通过研究不同投资机会集水平下独立审计提高会计信息质量进而提升投资效率的原理和路径，揭示独立审计发挥治理职能的原理与机制，能够使利益相关者正确认识注册会计师审计目标与职能，有助于缩小审计期望差距；（4）本项目所得出的结论具有重要现实意义，能够为投资者、债权人、监管当局等上市公司利益相关者的决策活动提供依据。

第二节 国内外研究现状及分析

一、关于投资机会与财务治理机制的研究

史密斯和瓦茨（1992）较早对 IOS 展开研究，他们认为随着公司投资机

会的增加，由于管理团队可能不具备相关专业水准而无法获知可供企业选择的全部投资机会，这将导致管理层行为可观测性的降低，从而加重了代理冲突并将损害公司价值。通过实证检验，史密斯和瓦茨（1992）发现投资机会较多的公司债务规模较少，且通常执行低股利政策，并且更多地选择股权激励而较少使用基于会计盈余数据的薪酬激励计划。随后盖弗和盖弗（Gaver & Gaver, 1993）的研究也表明，高增长公司由于存在较严重的信息不对称问题，更多地采用股权激励制度。古尔（Gul, 1999）以 1988 ~ 1992 年日本上市公司的面板数据进行实证检验后发现，在控制了公司规模、收益水平、组织形式和行业特征后，公司的投资机会与债务水平、股利水平呈显著负相关关系。西蒙等（Simon et al., 2004）以香港上市公司为样本，发现管理层持股缓解了公司投资机会与公司债务和股利之间的显著负相关性。

我国学者针对投资机会也展开了积极的研究。韩志丽、杨淑娥和史浩江（2008）认为投资机会是区分企业成长性的决定因素，通常拥有较多投资机会的企业成长性较好。他们考察了不同成长性企业的公司治理对经营绩效的影响，发现成长性较高的公司其经营绩效的改善与独立董事比例、高管层的持股比例显著正相关，但与高管层年薪不显著相关；对于成长性较低的公司，其经营绩效的提高与独立董事比例和高管层的持股比例不相关，但与高管年薪存在弱正相关关系。李小军和王平心（2008）检验了投资机会和股权结构对公司财务政策的影响，发现在控制了公司资产规模和盈利水平后，中国上市公司的资本结构和股利政策与投资机会负相关、与股权集中度正相关，而且公司对高管的现金补偿与投资机会正相关、与股权集中度负相关。艾健明（2009）从投资机会集的视角，检验了经营绩效、多元化经营与成长性的关系。在考虑投资机会的影响后发现，在投资机会较多的高成长性企业组中，多元化与企业绩效正相关；在投资机会较少的低成长性企业组中，多元化与企业绩效负相关。艾健明（2009）认为，从理论上来说高成长性企业因为有

更多的投资机会，因此适宜选择相对较高程度的多元化经营，而低成长性企业则应当选择较低程度的多元化经营。但实证研究结果却发现，在不同投资机会集水平下，高成长性企业组的经营绩效显著高于低成长性企业组，而多元化程度则显著低于低成长企业，这表明投资机会集大的公司可能存在投资效率不高的问题。王鲁平、毛伟平（2010）从投资机会视角检验了财务杠杆对投资效率的影响，发现具有较少投资机会的公司，财务杠杆可以抑制过度投资，而对于具有较多投资机会的公司，财务杠杆则可能产生投资不足的问题。

二、关于投资机会、会计信息质量及投资效率关系的研究

比德尔、希拉里和威尔第（Biddle、Hilary & Verdi，2009）发现高质量财务报告对于降低过度投资和抑制投资不足具有显著的作用，即财务报告质量与过度投资行为负相关、与投资不足行为正相关。朱松和夏冬林（2010）发现会计稳健性降低了企业的资本投资规模，而这种降低作用在抑制过度投资上不明显，因此稳健的会计政策直接导致了会计盈余的降低从而引起投资不足。李青原（2010）以我国沪深上市公司为实证研究样本，发现会计信息质量与私人产权控股公司、国有资产管理部门和地方所属国有企业控股上市公司的过度投资显著负相关，且这种负相关性在它们之间无显著差异；此外，会计信息质量与私人产权控股公司的投资不足显著负相关，但与国有资产管理部门及地方所属国有企业控股上市公司、中央直属国有企业控股上市公司的投资不足负相关性不显著。上述文献均证实了高质量的会计信息有助于提高投资效率，但是并未将公司的重要特征——投资机会集纳入分析，仅有朱松和夏冬林（2010）检验了稳健会计政策与投资机会对企业投资效率的综合影响，他们发现对于拥有不同投资机会的企业，稳健会计政策对企业资本投