管理层收购、外部审计需求与信息环境

——基于双重差分法的分析

张 璋[1]，陈艾明[2]，徐经长[1]（博士生导师）

【摘要】委托代理问题是影响公司选择审计师的重要因素。为研究管理层收购后代理成本的降低对MBO公司审计需求及信息环境的影响，以2003～2014年我国上市公司中完成管理层收购的公司为样本，首先通过行业规模匹配了公司特征相似但没有发生管理层收购的样本公司，然后使用双重差分的研究方法探究MBO公司的变化，较好地缓解了内生性问题。研究结果表明：MBO公司完成管理层收购后，对高质量的审计需求减弱，盈余质量变差，公司的信息环境透明度变低。

【关键词】MBO；审计需求；代理成本；盈余质量；双重差分法

【中图分类号】F239.4　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2017)17-0101-7

一、引言

管理层收购（MBO），是指被收购公司的管理者自筹资金杠杆收购所在公司的股份，最终对公司形成控股或参股的情形（Wright，1991）。通过管理层收购，公司实现了所有权与控制权合一或部分合一的目标，降低了两权分离所导致的代理成本，提高了企业经营管理效率（王巍、李曙光，1999），也有效地抑制了管理层的在职消费和对所有者利益的侵占，提高了企业价值（Fama、Jensen，1983）。上市公司由于存在大部分股份在市场流通、股权分散、股东多元化、部分股东具有“搭便车”心理等问题，对经营者监督不力（Grossman、Hart，1980），经营者便以牺牲股东利益为代价去追求自身利益，由此导致委托代理问题在上市公司中普遍存在。MBO作为使经营者的目标、利益与所有者相一致的有效手段，强化了其对经营责任的认同。从理论上讲，可在激励经营者追求公司价值最大化的同时降低内部监督的强度，降低所有者对经营者的监督成本。

在现代企业制度下，所有权和经营权分离是公司治理结构的一大改变。虽然经营者专业化分工可以提升公司经营水平，但由于所有者和经营者各自的目标存在本质差异，以及存在信息不对称、激励不相容等问题，导致代理人有偷懒和机会主义的道德风险。加之委托人对代理人监督精力有限、成本高，由此产生了两权分离下的代理成本问题。在此情境下，外部审计可作为解决信息不对称的有效机制和途径，改善公司财务信息质量，一定程度上降低管理者与股东之间的代理冲突成本（Easterbrook、Fischel，1991）。独立性审计不但能鉴别会计信息质量的高低，向投资者传递企业的真实运营情况，还可较为公允地反映管理层的受托责任履行情况。会计信息质量的高低与股东权益保护的好坏紧密相连，而会计信息的可信赖程度、决策使用的有效性在一定程度上取决于审计质量水平。所有者通过可信赖程度较高的财务报表审查管理层的努力水平与经营目标的完成情况。规范高效的外部审计监督可约束管理者的舞弊行为，抑制管理层的机会主义行为，高质量的审计不失为公司治理机制的一种“替代”。所以审计需求理论指出，在所有者与管理者代理成本问题越严重的公司，对高质量的独立外部审计需求就越大。

鉴于此，本文以2003～2014年我国上市公司中完成管理层收购的67家公司为研究对象，探讨管理层在从单一的经营者到投资者—经营者双重身份的转变后，代理成本的减弱是否会降低对高质量外部审计的需求。同时，检验公司完成管理层收购后的信息环境，以探究公司内部治理环境、治理效率是否得到显著提升。研究发现：完成管理层收购的公司选择big8会计师事务所的倾向会减弱，即对高质量外部审计的需求减弱，一定程度上印证了审计需求理论。

但公司被管理层收购后，治理环境并未得到提升，盈余操纵行为较收购前显著提升。这与较低质量的审计选择相关，但也反映出公司另一类代理成本问题凸显，即控股股东与小股东之间的利益冲突。虽然完成管理层收购的公司中由两权分离导致的代理成本问题减弱，但管理层作为公司大股东，在享受剩余收益权的同时，存在掠夺小股东利益的嫌疑。

已有的研究大多对管理层收购后公司的经营效率、财务绩效的变化，以及MBO进程中合规性等理论问题展开探讨。有关代理成本与审计需求相关领域的研究则主要是探究管理层持股比例对审计质量的影响，以及大股东与中小股东间代理成本对审计师选择的影响。李豫湘等（2005）通过构建企业综合财务指标评分模型，发现我国实施MBO的上市公司绩效显著高于未实施MBO的公司。在代理成本与审计需求方面，曾颖、叶康涛（2011）研究发现管理层持股可降低代理成本，从而减少公司对外部审计质量的需求。谢盛纹等（2015）实证检验了管理层权力与审计师选择的相关关系，发现管理层权力越大，公司治理层越有可能聘请高质量的外部审计。

本文的贡献主要表现在两个方面：第一，选取了发生MBO的公司作为研究对象，为研究代理成本对审计需求的影响提供了独特、纯粹的视角。对代理成本变化对审计需求影响的文献，以及管理层收购完成后果的相关文献进行了补充。现有文献仅仅是基于管理层持股比例进行探究。MBO作为重大并购重组事件，代理成本下降显著，依此得出的上市公司对高质量审计选择特征的结论更加直观。且运用“准自然实验”的双重差分法进行研究，缓解了内生性等问题。第二，本文对管理层收购完成后盈余管理行为、盈余质量的研究结论有助于规范管理层收购后的公司监管，同时也为监管层制定监管策略提供了重要启示。且本文利用面板数据进行分析，可以控制不可观测的个体异质性对被解释变量的影响。

二、理论分析与研究假设

1. *管理层收购与代理成本*。现代企业制度的委托代理关系导致了所有者与管理者之间严重的信息不对称，所有者因不直接参与公司经营，对业务知之甚少，对管理者的监督约束便存在困难，于是出现决策功能与风险承担功能分离的问题（Fama、Jensen，1983）。且二者因利益分配不均，代理人获得的收益少于其为股东创造的财富，付出努力获得的边际效用较低，使代理人有动机降低努力程度。Jensen、Meckling（1979）在研究中提出“利益趋同假说”，解释了管理层持股会使得管理层和所有者的目标函数趋于一致，以抑制管理层的机会主义，降低两者之间的代理成本。但如果持股比例较低，则不会对管理层产生有效的激励作用（李增泉，2000）。当管理层激励不足时，机会主义更容易出现，如在职消费，代理成本则将更高（Scharfstein、Stein，2000）。MBO中管理层持股比例较高，管理层成为资产的所有者，可使管理层的利益与公司经营绩效密切相关，对管理层的股份激励作用较大。Weston等（1977）在研究中提出，管理层通过大量持股可获得更多的剩余控制权，是一种保护不受控股股东压制的有效手段，从而缓解双方的委托代理问题。在此之后，Kaplan（1989）又研究得出，在完成MBO的公司里，管理层为股东每创造1000美元的财富，就可分得60美元的回报。MBO可极大地提高对管理层的激励强度，产生“激励相容的效果”。李丽君等（2003）运用信息经济学理论分析了激励对代理成本的降低作用，从侧面为MBO降低代理成本提供了理论支持。MBO作为企业所有权配置的一种制度创新，为管理层建立了自我约束和内部激励机制，可有效降低经营者与所有者间的代理成本。

2. *代理成本与审计需求*。由两权分离导致的代理成本，仅通过公司内部难以有效缓解。Jensen、Meckling（1976）研究指出，针对公司的代理冲突，公司有动机引入独立审计作为一种外部治理机制。代理成本高的公司倾向于选择信誉好的独立审计（Gul、Tsui，2001）。Francis（1999）也指出，独立外部审计可在一定程度上抑制管理层的盈余操纵，进而降低公司的代理成本。Wong T. J.（2005）在对东南亚国家公司治理不完善的家族企业研究中发现，外部审计可对公司经营者发挥监督约束作用，且高质量的审计具有显著的公司治理效应。我国的研究中，廖义刚等（2009）指出，独立审计可在一定程度上降低公司代理成本，而非国有企业效果更加显著。谢盛纹（2011）以审计行业专业性作为高质量审计的代理变量，研究发现高质量审计对代理成本有明显的降低作用。公司治理机制不健全、代理冲突严重可催生高质量的独立审计需求（吴昊旻、王华，2010）。代理冲突越严重的公司越有动机引入高质量审计，以发挥独立审计独特的治理效应，也在一定程度上弥补了公司内部治理机制的局限性。高强、伍利娜（2007）研究发现，两权分离程度越高的公司，代理冲突越严重，对高质量的外部审计需求就越大。由此可见，代理成本是影响我国上市公司审计师选择行为的重

要因素。

综上所述，高质量审计是代理冲突严重下的外部替代治理机制，也是缓解公司代理成本的有效方式。代理冲突越严重，公司对高质量外部独立审计的需求越大。而MBO本身即是对公司内部治理结构进行改善，进而在公司内部自发地降低代理成本。故发生MBO的公司，由于管理层和公司的利益要求已经高度一致，委托代理问题会得到缓解，对高质量的外部审计需求便较之前有所降低。基于此，提出本文的假设1：

假设1：相较于MBO发生以前的年度，公司在完成MBO后对高质量的审计需求降低。

3. 审计质量、盈余质量与信息披露环境。现有研究表明，用经审计后的盈余质量来衡量审计质量，是审计质量研究领域的通行方法（吴联生、刘慧龙，2008）。由于上市公司对外公告的盈余是经审计师审计过的，盈余质量一定程度上反映了审计师对盈余操纵的容忍度，体现了审计质量。除可反映审计质量外，盈余质量更重要的是可传递公司盈余操纵行为的信息及公司信息环境的好坏。当盈余质量在审计师可容忍的标准范围内，审计师都会出具标准无保留意见。此时，盈余质量的高低取决于客户的信息环境、治理水平。综合治理水平越好、信息透明度越高的公司，盈余操纵程度越低、报告的盈余质量越高（马忠等，2011）。完成MBO的公司，由于对高质量审计的需求降低，从审计质量层面分析，其最终财务报告信息的盈余质量可能会变差。此外，虽然MBO降低了两权分离的代理成本，在此方面改善了公司内部治理，但同时加大了控股管理层侵占中小股东利益及债权人等外部投资者利益的倾向，所以MBO不能解决上市公司的全部治理问题。管理层与公司大股东利益趋于一致强化了“内部人控制”局面，公司内部治理结构的最终改善或综合治理水平的提升不是MBO的必然结果。李文洲等（2014）认为管理层与大股东合谋进行盈余管理、攫取控制权私利会为公司带来新的治理问题，会导致公司信息披露透明度降低。基于以上分析，提出本文的假设2：

假设2：相较于MBO发生以前的年度，公司完成MBO后盈余质量降低，信息披露环境变差。

三、研究设计

1. 样本选取与数据来源。本文以2003～2014年A股完成MBO的上市公司为研究样本，获取MBO完成前一年、完成当年及完成后一年共三年的面板数据。为了保证公司财务信息的前后可比性，本文剔除了上市之前或上市当年完成MBO的公司，最后得到MBO公司样本67家。按照行业和资产规模相近进行样本配对，最终共获得公司年度样本观测数为336个。研究中所使用的数据大部分来自CSMAR数据库，其中最终控制人性质数据来自Wind金融资讯。对于部分重要变量缺失的样本，我们手工查阅了相关公司的年报进行补录。本文在所有回归中都对标准误进行了公司维度的Cluster处理。

2. 研究模型与变量。借鉴现有文献检验代理成本与外部审计需求的Logistic二元逻辑回归模型（高雷、张杰，2011），并使用双重差分（DID）的研究方法，我们采用模型（1）来考察MBO后公司的外部审计需求变化：

$$Big8_{i,t}=\alpha+\beta_1 post_{i,t}+\beta_2 MBO_Firm_{i,t}+\beta_3 MBO_Firm_{i,t}\times post_{i,t}+\beta_4 Lnasset_{i,t}+\beta_5 Lshare_{i,t}+\beta_6 INVREC_{i,t}+\beta_7 growth_{i,t}+\beta_8 Operate_{i,t}+\beta_9 Fee_ratio_{i,t}+\beta_{10} ROA_{i,t}+\beta_{11} LEV_{i,t}+\beta_{12} Loss_{i,t}+\beta_{13} Comi_{i,t}+\beta_{14} state_{i,t}+\beta_{15} bsize_{i,t}+Year+Ind+\varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中：Big8是虚拟变量，为百强事务所排名在前八位的会计师事务所，参照主流做法，我们用此作为高审计质量的替代变量（胡奕明、唐松莲，2007；车宣呈，2007）；post是控制时间的虚拟变量，若样本期间属于MBO已完成的年度，则post取1，否则取0；MBO_Firm是区分测试组和对照组的虚拟变量，发生MBO的公司取1，否则取0；MBO_Firm×post是本文的主要检验变量，其系数β_3代表完成MBO的公司选择高质量外部审计倾向的变化。如果β_3显著为负，则说明完成MBO的公司由于代理成本的下降，对高质量外部审计需求降低。参照已有文献，我们在模型中还控制了其他影响审计师选择的因素与行业和年度的固定效应，控制变量的具体定义及计算方法见表1。我们首先利用全部观测值对模型（1）进行回归，接着分MBO完成当年、完成后一年分别回归。

针对假设2，沿用双重差分（DID）的研究方法并结合已有文献（齐鲁光、韩传模，2016），构建OLS回归模型（2），以检验MBO公司在完成管理层收购后的盈余质量变化，同时也是对审计质量变化的进一步检验：

$$DA_{i,t}=\alpha+\gamma_1 post_{i,t}+\gamma_2 MBO_Firm_{i,t}+\gamma_3 MBO_Firm_{i,t}\times post_{i,t}+\gamma_4 Lnasset_{i,t}+\gamma_5 Lshare_{i,t}+\gamma_6 INVREC_{i,t}+\gamma_7 growth_{i,t}+\gamma_8 Big8_{i,t}+\gamma_9 Type_{i,t}+\gamma_{10} ROA_{i,t}+\gamma_{11} LEV_{i,t}+\gamma_{12} Comi_{i,t}+\gamma_{13} state_{i,t}+\gamma_{14} bsize_{i,t}+Year+Ind+\varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中：被解释变量DA为操纵性应计利润的绝对值。现有文献表明操纵性应计利润很大程度上可以反映会计信息质量，同时也是被认可的衡量审计质量的代理变量（Chi等，2011）。操纵性应计利润绝对值越大说明公司盈余质量越低，公司盈余管理程度越大，审计质量越低，是经公司层面和审计层面共同作用后的结果。在此模型中，我们选择修正的截面琼斯模型估计DA，即模型（3）：

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1}=\alpha\times(1/A_{i,t-1})+\beta_1(\triangle S_{i,t}-\triangle REC)_{i,t}/A_{i,t-1}+\beta_2 PPE_{i,t}/A_{i,t-1}+\varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中：TA代表总应计利润，由净利润减经营现金净流量计算得到；ΔS为本期主营业务收入与前期主营业务收入之差；ΔREC为本期应收账款净额与前期应收账款净额之差；PPE为固定资产原值。公式两边同时被A——期初总资产规模相除。将所有样本带入模型（3）进行回归，回归得到的残差取绝对值即为操纵性应计利润（DA）。

再将估计出的DA代入模型（2）中进行回归，以检验假设2。模型（2）的主要解释变量与模型（1）相同，即我们关注的是MBO_Firm×post交乘项系数γ_3的符号。若模型（2）中的γ_3显著为正，则反映完成MBO的公司盈余质量较之前降低。在已有文献的基础上，本文控制了其他影响盈余质量的变量，同时控制了年度固定效应和行业固定效应。相较于模型（1），模型（2）还控制了审计意见类型。我们仍然首先将全部观测值对模型（1）进行回归，接着分MBO完成当年、完成后一年分别回归。

表1　　变量定义及计算方法

变量类型	变量符号	变量名	变量计算方法
被解释变量	Big8	会计师事务所	公司聘请的会计师事务所为国内前8大则取1，否则为0
	DA	操纵性应计利润	经资产调整后的操纵性应计利润取绝对值
解释变量	MBO_Firm	虚拟变量	发生管理层收购的公司取1，否则取0
	post	虚拟变量	管理层收购完成后年度取1，之前年度取0
	MBO_Firm×post	交互项	MBO_Firm变量与post变量相乘
控制变量	Lnasset	公司规模	公司期末总资产的自然对数
	Lshare	股权集中度	公司第1大股东持股比例除以第2到第10大股东持股之和
	growth	成长性	当年营业收入的增加额除以上一年的营业收入
	ROA	盈利能力	净利润除以总资产
	LEV	财务杠杆	负债总额除以资产总额
	INVREC	盈余管理柔性	存货和应收账款之和与总资产之比
	Operate	营运能力	营运资金与流动资产之比
	Fee_ratio	期间费用率	销售费用与管理费用之和除以营业收入
	bsize	董事会规模	董事会人数的自然对数
	Loss	亏损	公司当年若为亏损则取1，否则取0
	Type	审计意见类型	标准无保留意见取1，其他取0
	Comi	审计委员会	公司设置审计委员会则取1，否则取0
	state	产权性质	最终控制人为国有主体取1，否则取0
	Ind	行业效应	行业分类标准为证监会《上市公司行业分类指引（2012年修订）》
	Year	年度效应	年度虚拟变量

注：会计师事务所排名参照中国注册会计师协会公布的会计师事务所综合评价前百家信息。

四、实证分析

1. 描述性统计。表2为主要变量的描述性统计结果。由表2可知，MBO Firm的均值为0.483，即测试组占总样本的48%。Big8的均值为0.227，标准差为0.419，说明上市公司对会计师事务所选择存在差异，高质量审计的市场需求不够高。变量Lnasset的均值为21.663（中位数为21.496），说明本文的样本公司普遍规模较大。Lshare的均值为0.830（中位数为0.652）接近于1，说明公司股权结构安排有一定的制衡度。Comi的均值为0.634（中位数为1），说明在公司治理方面，我国上市公司已逐渐建立了审计委员会以完善公司内部治理。ROA指标的均值为0.034，接近于A股市场平均值，说明样本公司盈利能力较好。其他变量的结果不再一一赘述。

2. 样本分组检验。表3所列为测试组、对照组各自审计师选择与盈余质量在MBO完成前后的单因素对比结果。由表3可知，发生MBO的公司在管理层收购前选择高质量审计Big8的均值为0.23，在管理层收购完成后均值降为0.18，差异为0.05，在1%的水平上显著。表明MBO公司完成管理层收购后对高质量外部审计需求降低。但在对照组中，对高质

表 2　　主要变量的描述性统计

	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
MBO_Firm	336	0.483	0	0.501	0	1
Big8	336	0.227	0	0.419	0	1
Lnasset	336	21.663	21.496	0.955	19.470	24.474
Lshare	336	0.830	0.652	0.774	0.0121	4.165
INVREC	336	0.296	0.259	0.175	0.0132	0.848
Loss	336	0.071	0	0.258	0	1
Operate	336	0.116	0.180	0.486	−2.220	0.940
Fee_ratio	336	0.173	0.126	0.162	0.017	1.216
LEV	336	0.499	0.521	0.192	0.033	0.984
Comi	336	0.634	1	0.482	0	1
ROA	336	0.034	0.032	0.054	−0.296	0.217

量审计的选择在MBO后有所上升，均值从0.20增加到0.26，说明没有发生MBO的公司对高质量审计的需求略微增加。另外，观察两类样本中操纵性应计利润指标DA可发现，发生MBO的公司在管理层收购后盈余管理行为增加，未发生MBO的公司盈余管理行为却减少。两类公司虽同处一样的宏观经济环境与监管环境下，却表现出了明显的盈余管理行为差异，这从侧面凸显出MBO公司在完成管理层收购后盈余操纵动机增强。上述发现支持了本文前述的研究假设。

表 3　　测试组、对照组MBO前后单因素对比

		MBO前		MBO后		均值差异(t)	中位数差异(z)
		均值	中位数	均值	中位数		
Treat=1	Big8	0.23	0	0.18	0	0.05* (1.6)	(0.52)
	DA	0.060	0.038	0.073	0.037	−0.013* (−1.53)	(−1.21)
Treat=0	Big8	0.20	0	0.26	0	−0.06 (−0.821)	(−0.822)
	DA	0.076	0.051	0.50	0.038	−0.424*** (2.33)	(1.77)*

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。第7列括号中为t值，第8列括号中为z值，t值为t检验的结果，z值为Wilcoxon检验结果。

3. 回归分析。表4为模型(1)Logistic的回归结果，被解释变量为Big8，即公司高质量外部审计的选择。由表4第(1)列回归结果可知，MBO_Firm×post交乘项系数显著为负。该结果表明，MBO公司在完成管理层收购后对高质量审计选择倾向降低。在回归(2)中，分别将post变量区分为MBO完成当年(MBOyear)、MBO完成后一年(Yearone)，并引入两个交乘项进行进一步回归。由表4所列结果可知，两个交乘项系数显著为负，与回归(1)结果一致。回归(3)是单独比较MBO发生前与MBO完成当年的审计选择，MBO_Firm×MBOyear交乘项系数为−2.394，表明MBO完成当年较之前选择高质量审计的可能性降低。回归(4)则是比较MBO发生前与MBO完成后一年的审计选择，MBO_Firm×yearone交乘项系数也显著为负，表明MBO完成后一年较之前对高质量审计的需求减弱。

控制变量中，资产规模的系数均显著为正，说明公司规模越大，越倾向于选聘高质量的外部审计。即公司规模越大，管理者所经营的资产越多，所签订的契约越多，则所需的监督力度越大，公司越需要高质量的独立审计进行外部监督。存货与应收账款水平与高质量审计师选择呈负相关关系，说明公司应收账款、存货水平越高，盈余操纵可能性越大，为了不被审计发现，公司选择高质量审计的可能性越低。值得注意的是，公司营运能力的系数显著为正，营运能力指标通常能揭示公司是否存在盈余操纵，若公司存在严重的盈余操纵，虽然应计利润较高，但较低的营运资产指标会从侧面揭示出公司粉饰报表的行为。所以营运能力越高的公司，盈余质量往往越好，故越倾向于选择高质量的外部审计从而向市场传递积极信号。期间费用率系数显著为负，已有文献将期间费用率作为对管理层、员工在职消费问题的代表变量进行研究(高雷和张杰，2011)。结合模型的回归结果可知，期间费用率越高的公司，管理层越不倾向于选择高质量的独立审计。公司上年度亏损与Big8选择呈正相关关系，表明公司虽然盈利水平不佳，但仍希望通过选用高质量的审计对外传递公司内部治理良好、信息透明度高的信号以保持投资者对公司的信心。其余控制变量不显著。以上回归结果表明，MBO公司在完成管理层收购后，代理成本下降，对高质量独立审计的需求也下降，本文的假设1成立。

表5为模型(2)OLS的回归结果，依然采用双重差分的研究方法检验MBO公司在完成管理层收购后盈余质量的变化。由表5可知，MBO_Firm×Post系数显著为正，表示MBO公司较管理层收购发生之前盈余操纵行为增加，盈余质量变差。由于盈余质量可作为审计质量的代理变量，代表审计师对公司盈余管理的容忍度，故可得到审计质量较以前可能下降的结论。与模型(1)研究设计相似，表5中列(2)、

表 4　　模型(1)的回归结果

Big8	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	post×MBO_Firm	Year1&2	Year1×MBO_Firm	Year2×MBO_Firm
post	1.130 (1.39)			
MBOyear		1.224 (1.43)	1.409 (1.37)	
Yearone		1.039 (1.24)		0.177 (0.18)
MBO_Firm	1.385 (1.43)	1.384 (1.43)	1.259 (1.38)	1.250 (1.43)
MBO_Firm ×post	−2.330*** (−2.68)			
MBO_Firm ×MBOyear		−2.421** (−2.46)	−2.394** (−2.22)	
MBO_Firm ×Yearone		−2.263*** (−2.74)		−2.428*** (−3.20)
Lnasset	1.190*** (2.87)	1.193*** (2.86)	1.676*** (3.29)	1.419** (2.38)
Lshare	0.0113 (0.40)	0.0112 (0.40)	−0.00384 (−0.14)	0.0124 (0.44)
INVREC	−6.620*** (−2.95)	−6.617*** (−2.96)	−8.889*** (−2.83)	−10.17*** (−3.28)
growth	−0.0335 (−0.15)	−0.0199 (−0.09)	−0.981 (−1.03)	0.106 (0.44)
Operate	2.387** (2.15)	2.406** (2.14)	2.714 (1.63)	4.867** (2.56)
Fee_ratio	−6.187** (−2.16)	−6.246** (−2.19)	−8.598** (−2.53)	−8.299** (−2.28)
ROA	−0.219 (−0.05)	−0.290 (−0.07)	9.407 (0.97)	−4.022 (−0.73)
LEV	0.888 (0.35)	0.928 (0.37)	0.0399 (0.01)	6.090* (1.76)
Loss	3.01*** (2.76)	3.078*** (2.83)	2.16 (1.34)	5.58*** (2.66)
Comi	0.0134 (0.02)	0.00479 (0.01)	1.060 (1.16)	0.0342 (0.04)
bsize	−1.905 (−1.49)	−1.922 (−1.46)	−2.219 (−1.19)	−1.686 (−1.25)
state	−0.205 (−0.32)	−0.210 (−0.33)	−0.340 (−0.40)	−0.336 (−0.44)
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
Constant	−36.83*** (−3.98)	−36.87*** (−3.96)	−45.95*** (−3.69)	−46.39*** (−3.40)
R−squared	0.36	0.36	0.40	0.41
Wald chi2	563.96	572.60	572.80	572
N	336	336	211	222

注:***表示在1%的水平上显著,**表示在5%的水平上显著,*表示在10%的水平上显著。括号中为经过公司层面cluster调整的t值。

表 5　　模型(2)的回归结果

DA	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	post×MBO_Firm	Year1&2	Year1×MBO_Firm	Year2×MBO_Firm
post	−0.0286** (−2.27)			
MBOyear		−0.0281** (−2.03)	−0.0275* (−1.76)	
Yearone		−0.0258* (−1.71)		−0.0194 (−1.22)
MBO_Firm	−0.0130 (−0.93)	−0.0131 (−0.93)	−0.0101 (−0.66)	−0.0143 (−1.02)
MBO_Firm ×post	0.0402** (2.51)			
MBO_Firm ×MBOyear		0.0361* (1.93)	0.0364* (1.81)	
MBO_Firm ×Yearone		0.0435** (2.43)		0.0445** (2.55)
Lnasset	0.00963 (1.62)	0.00920 (1.53)	−0.000388 (−0.05)	0.00251 (0.33)
Lshare	−0.0000534 (−0.13)	−0.0000696 (−0.16)	0.0000723 (0.12)	−0.000306 (−0.65)
INVREC	0.0621** (2.19)	0.0624** (2.20)	0.0859** (2.12)	0.0403 (1.17)
growth	0.00677** (2.08)	0.00708** (2.14)	0.00691* (1.85)	0.00932 (0.64)
Big8	−0.00423 (−0.40)	−0.00426 (−0.40)	−0.00830 (−0.54)	0.00801 (0.63)
Type	−0.0359 (−1.61)	−0.0362 (−1.62)	−0.0388 (−1.18)	−0.0327 (−1.23)
ROA	−0.151* (−1.77)	−0.186* (−1.88)	−0.124 (−0.95)	−0.256* (−1.91)
LEV	−0.0397 (−1.46)	−0.0393 (−1.44)	−0.0422 (−1.14)	−0.0556* (−1.68)
Comi	−0.0171* (−1.78)	−0.0160* (−1.66)	−0.0306** (−2.29)	−0.00877 (−0.75)
bsize	0.0192 (0.96)	0.0190 (0.95)	0.0421 (1.51)	0.0163 (0.66)
state	0.0132 (1.41)	0.0133 (1.42)	0.0236* (1.85)	0.00815 (0.71)
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
Constant	−0.107 (−0.84)	−0.0966 (−0.75)	0.0497 (0.27)	0.0978 (0.59)
R−squared	0.34	0.33	0.43	0.36
F	2.38	2.3	2.27	1.58
N	336	336	211	222

注:***表示在1%的水平上显著,**表示在5%的水平上显著,*表示在10%的水平上显著。括号中为经过年度层面cluster调整的t值。

(3)、(4)分别为对MBO完成年度进行细化比较的回归。显著为正的各交乘项系数反映出，MBO完成当年与MBO完成后一年公司的盈余质量较管理层收购之前都不同程度地下降，盈余操纵呈上升趋势，公司的信息透明度降低，信息环境变差。控制变量中，应收账款和存款之和、营业收入增长率与DA均呈显著正相关关系，符合盈余操纵的经济后果。审计委员会与操纵性盈余之间为显著的负相关关系，这说明我国上市公司审计委员会正逐渐发挥内部监督职能，对降低盈余操纵行为、提高会计信息质量产生作用。其他控制变量的回归结果不再一一赘述。

MBO虽会带来所有者与经营者间的代理成本降低，但由于缺乏有效约束控股管理层的机制，管理层与公司大股东可能会合谋侵害外部中小股东的利益，企业的内部治理最终可能会弱化。故MBO完成后，管理层有经济动机加大盈余操纵行为，使公司的盈余质量下降，信息透明度降低。模型的回归结果也恰好反映了公司MBO后这样的信息环境趋势。综上所述，模型(2)的回归结果支持假设2，同时盈余质量的降低也可进一步支持假设1中审计质量下降的内容。

4. 稳健性检验。为进一步验证本文结论的有效性，首先选用审计收费作为审计质量的代理变量(漆江娜等，2014)，再次进行回归，得到MBO公司完成管理层收购后审计收费降低的结论。已有文献表明，审计质量越高的事务所，审计定价往往越高，而审计收费降低的结果进一步印证了MBO后高质量审计需求减弱的研究结论。其次，为了排除对照组公司特征对回归结果稳健性的干扰，本文又依照非细化的行业分类进行行业规模样本配对，所得结论与前文一致。综上，本文的实证结果是稳健的。

五、研究结论

本文的研究结果表明，MBO公司在完成管理层收购后，所有者与经营者间代理成本的下降减弱了公司对高质量外部审计的需求。具体来讲，管理层从单一的经营者到“经营—所有”者双重身份的转变，与公司利益的趋同为管理层建立了自发的约束—激励机制，导致公司对审计发挥外部监督约束作用的要求降低。高质量的审计师往往审计定价较高，故公司有经济动机通过对审计师的动态调整降低监督成本，即改聘质量相对较低的审计师。本文进一步研究发现，完成管理层收购后，公司的盈余管理行为增加，盈余质量下降。这是较低质量审计师的选择和加强的“内部人控制”与外部中小投资者利益冲突共同作用的后果。持股管理层与大股东合谋进行盈余操纵，攫取控制权私利，从而损害中小股东利益。加剧的“隧道效应”为公司带来新的治理问题，公司信息披露环境透明度进一步降低。本文的研究结论为以后准备实施MBO的公司提供了在管理层持股安排中考虑协调内外部投资人利益冲突的思路，同时也为规范完成MBO公司的监管提供了重要启示。

主要参考文献：

崔华林，刘晖. 我国上市公司管理层收购的绩效分析[J]. 财会月刊，2012(32).

高强，伍利娜. 大股东资金占用与审计师选择的再检验[J]. 审计研究，2007(5).

胡奕明，唐松莲. 审计、信息透明度与银行贷款利率[J]. 审计研究，2007(6).

吴昊旻，王华. 代理冲突及其制度渊源、事务所规模与审计质量[J]. 审计研究，2010(5).

李丽君，黄小原. 委托代理理论方法在产品定价中的应用[J]. 中国软科学，2003(8).

李豫湘，彭聪，付秀明. 实施管理层收购的企业绩效研究——基于我国上市公司的实证分析[J]. 财贸研究，2005(2).

廖义刚，张玲，谢盛纹. 杠杆治理、独立审计与代理成本——来自财务困境上市公司的实证发现[J]. 经济评论，2009(6).

李文洲，冉茂盛，黄俊. 大股东掏空视角下的薪酬激励与盈余管理[J]. 管理科学，2014(6).

齐鲁光，韩传模. 客户产权差异、审计收费和审计质量关系研究——基于风险导向审计理论[J]. 审计研究，2016(2).

曾颖，叶康涛. 股权结构代理成本与外部审计需求[J]. 会计研究，2005(10).

Chi W., Lei Lisic L., Pevzner M.. Is Enhanced Audit Quality Associated with Greater Real Earnings Management?[J]. Social Science Electronic Publishing, 2011(2).

作者单位：1.中国人民大学商学院，北京100872；2.墨尔本大学商学院，墨尔本 VIC 3010