

A股与H股公司审计意见对股价影响的对比研究

赵保卿, 郝亮

(北京工商大学 商学院, 北京 100048)

[摘要]将香港和内地上市公司两者市场审计意见对股价的影响作比较,以2010—2012年的A股、H股上市的公司被出具非标准审计意见的情况为研究对象,以超额收益法、累计平均异常报酬率为方法进行实证分析。研究结果显示:A股上市公司被出具非标准审计意见对股价的负面影响并没有比其被出具标准无保留审计意见更显著;H股市场的非标准审计意见会使股价下跌;H股与A股非标准审计意见对股价影响效果不同。

[关键词]非标准审计意见;香港金融市场;超额收益法;累计平均异常报酬率;审计报告;股价变化

[中图分类号]F239.4 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2015)01-0066-10

一、引言

为了使证券市场信息具有可信性,上市公司出具的财务报告必须经过审计,从而方便投资者根据这些财务报告来选取对自己有益的信息,做出下一步投资计划。注册会计师独立于企业与投资者,以独立的第三者角度进行审计工作。他们根据审计准则的要求,对财务报表的编制规范、财务状况、经营成果等发表审计意见,其要求有很多,主要是看财务报表的格式是否符合标准、内容是否能公允地反映企业的经营情况,其最大的意义就是降低企业的代理成本,提高企业透明度,从而有利于投资者做出正确的投资选择。注册会计师将审计意见以书面的形式反映到市场中,这是注册会计师必须完成的重要工作之一,其审计意见的重要性是不言而喻的,被审计单位被出具非标准无保留审计意见,则向投资者暗示企业自己公布的盈利利润不可信,可能存在夸大现象。这一结果会影响企业未来融资的效果,使企业由于“不可信”而遭到原有投资者的撤资和被新投资者加入“黑名单”。对投资者来说,非标准审计意见不是“利好”消息,非标准审计意见证明该企业财务报表中的利润、现金流量情况不可信,这时投资者会调低对股票未来价值的预期,从而使股价下跌,企业价值也随之降低。可见非标准的审计意见使股价在市场中波动,市场会认为该上市公司财务报告不可信,这就意味着审计报告影响市场对上市公司可信赖程度的评判。不仅投资者,证券监管部门、会计人员也十分关注审计报告,审计报告是他们评判一个公司价值、引导公司未来走向、改进工作中出现的错误的的关键所在。

从注册会计师在证券市场上所涉及的领域以及在证券市场中的“监督者”的地位来看,注册会计师所出具的审计报告中所涵盖的信息是值得投资者关注的,其在证券市场中提供的信息是有价值的,也是帮助市场用户决策的有用信息。但是,注册会计师出具审计报告提供的信息是否真具有信息含量,还有待于我们进一步验证。

国内外相关理论不断发展和成熟,相关论题的实证文献包括审计意见与股价关系研究、审计意见

[收稿日期]2014-07-07

[基金项目]北京市教委“科研基地—科技创新平台”项目(PXM_014213_000031);北京工商大学国有资产管理协同创新中心项目(GZ20131003)

[作者简介]赵保卿(1959—),男,河北巨鹿人,北京工商大学商学院教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为审计;郝亮(1987—),男,河北保定人,北京工商大学商学院硕士生,主要研究方向为审计。

与贷款决策关系研究、审计意见类型预测研究等。本文研究审计意见对公司股价的影响,以2010—2012年的A股和H股上市的公司所被出具非标准审计意见为研究对象,以超额收益法、累计平均异常报酬率方法进行实证分析。为了使研究更有说服力,本文设置对照样本进行比较分析,将标准无保留意见作为配对样本。在研究方法上,本文也采取以超额收益模型为主、以多元回归模型为辅的研究策略,以使研究更为精确。

二、文献综述

(一) 国外关于审计意见对股价影响的研究综述

早在20世纪80年代,在西方的实证会计中,审计意见对股价影响的这一课题的研究已经形成较为成熟的体系和较为完整的理论模式。在这一体系中,西方学者绝大部分的研究结论都支持非标准审计意见具有信息含量。如学者Firth在实证研究中利用市场模型,通过计算平均超额收益(AAR)与累计超额收益(CAR)得出研究结论。他以保留意见和无保留审计意见为研究样本,并在样本统计检验中,通过检验保留意见、无保留意见样本数据和不同保留意见类型在不同时期、不同情形下不同的影响来得出结论,认为:由于出具保留意见项目的不同,投资者从这种不同情形中所获得的信息量不同;在公司持续经营的前提下,出具的保留意见对投资者投资决策产生重大负面影响。同时,Firth以英国公司为研究对象进行统计检验,选取1976年至1982年间被签发保留意见的公司作为样本,样本共有189个,并设控制组与之对照,通过市场模型来计算CAR,以研究保留意见对投资决策的影响,其结论是:一方面,并没有充分证据显示审计意见中保留意见的出具包含了信息含量,这是因为对“ST”(特殊处理)公司出具保留意见后,投资者无法根据保留意见来判断公司到底处于哪种情况。另一方面,在出具“ST”保留意见(基于持续经营和资产计价两类)公布后的前五周内,股票市场会出现明显的负面反馈^[1]。

对于审计意见对股价影响研究,西方学者经过实证研究还得出与前人不一样的结论。如Dodd等分别选取了760家首先获得“ST”非标准意见和35家获得非标准意见的上市公司为样本,利用实证方法验证审计意见对股价影响的情况^[2]。与前人的研究相比,Dodd等人的研究有其自身的特点,即设定两个估计期和一个事件期。两个估计期的设定是考虑到市场风险的 β 系数由于审计意见公开前后可能会产生的区别。在这一设定的基础上,Dodd等利用实证分析得出结论:审计意见既能给市场带来积极影响,也能给市场带来消极影响。其理由是:审计意见的披露对市场可能产生正面影响又有可能产生负面影响,这两种影响的产生主要取决于投资者对被审计公司出具的审计意见类型的预期。当投资人的期望比实际情形乐观,则市场将会出现反向波动;反之,当投资人的期望比实际情形悲观,则市场将会出现正向波动^[2]。结合上文的论述可以看出,Dodd等人的分析表明市场对非标准意见会出现小幅度的反向波动。对于产生这一现象的原因,他们解释为:第一,没有确定审计意见被市场获得的时刻;第二,不能准确地确定市场预期;第三,没有有效控制同一时期可能出现的其他事项对结论产生的影响。

除了上述学者研究审计意见对股价的影响在角度、方法、结论上区别于前人的研究以外,还有一些学者的研究也对该课题产生了一定影响,也为后来的研究提供了新的思路。总之,在国外,经过多年的研究,关于审计意见对股价影响的研究已经形成相对完整的体系,并且这一体系还在不断地发展、变化。在这种发展变化下,西方学者所得到的结论还无法统一,这需要我们进一步的研究探索。

(二) 国内关于审计意见对股价影响的研究综述

我国学者对于审计意见对股价影响的研究起步较晚,在20世纪80年代后国内才开始兴起对审计意见的研究。随着企业规模的不断扩大、市场的不断规范化,越来越多的上市企业被要求按规定出具完整的审计意见,但是对于审计意见对股价影响的研究并没有统一的结论,各文献的研究结果并没

有充分的论证,提出的事实依据和定量分析较少。本文选择较有代表性的文章进行评述。

首先,李树华、陈汉文开始对审计意见进行全面统计分析。他们选择研究1993年至1996年的报表审计意见,以在深沪上市的共530家公司为样本对象,采用描述性统计和横截面分析相结合的方法全面系统地分析并统计审计意见类型,并对在数据整理过程中出现的问题给出了相应的建议^[3]。但是李树华、陈汉文的研究只考虑到审计意见给监管机构和出具审计报告的会计师事务所带来的影响,并没有考虑到投资者对审计意见的反应。

随后,学者李增泉的研究^[4]将国内审计意见研究带入了一个新的阶段,不论从方法上还是从成果上说,他的研究都对后来的学者产生很深的影响。李增泉以A股上市公司1994年至1997年公布的审计意见为研究基础,利用实证研究得出结论:审计意见所包含的信息能够引起不同的市场反应,从而影响投资者做出不同的投资决策;由于不同原因出具的非标准无保留审计意见在市场中会引起不同的反应,但是没有证据表明这一现象会引起投资者投资决策的变化;根据连续被出具非标准无保留审计意见的公司在年报公布日仍会给投资者带来决策有用信息量的现象,以及在出具非标准审计意见之前公司的反常表现可以看出,我国证券市场远非半强式有效市场^[4]。

进入21世纪初,国内的证券市场进一步成熟。随着中国加入WTO等一系列对外进一步开放政策的实施,我国证券市场逐渐向国际化发展。陈晓、王鑫的文章以会计师事务所中注册会计师所出具的保留审计意见为研究对象,以1998年在深沪两个板块上市的被出具保留审计意见的公司为样本进行研究,其研究窗口定为年报公布前后10个交易日。为了更好地反映出市场的变化,陈晓、王鑫建立哑变量(QUAL1, QUAL2)进行实证分析。在实证分析过程中,为了更准确地检验市场对保留审计意见的反应情况,他们将超额收益分析方法和多元回归分析方法相结合进行实证研究,并对结果做出判断,其中多元回归分析作为超额收益分析法的补充^[5]。

综上所述,我国对审计意见的研究时间尚短,实证研究方法比较单一,所取的样本量过少,从而导致没有统一的结论。国内对审计意见的研究主要采用单变量分析法,对样本采用超额收益法和回归分析法进行实证分析,以投资者作为最终的审计报告使用者,进而研究投资者是否会根据审计报告的不同而进行投资决策,即市场对审计意见是否存在反应。但是,从以上一系列的研究中我们不难发现其中存在的问题:一方面,单变量研究不能很好地区分到底是审计意见类型本身影响了股票价格还是被审计公司的重大事件影响了股票价格,这就导致了不同文献在审计意见对市场影响的研究中得出了不一致的结论,这一点与国外研究结果类似。另一方面,由于各学者所建模型千差万别,因此就算学者选择相同时期的相同数据,其所得到的结果也有可能不同。到底如何能避免这类问题的发生还有待于研究者们共同努力,本文认为,设立相关的控制变量能够有效地避免由于其他因素而影响股价的情况出现。

三、理论分析与研究设计

(一)“有效市场假说”下审计意见对股价的影响

本文基于“有效市场假说”理论^[6],将A股界定为弱势有效、将H股界定为半强势有效市场作为本文研究的假设。“有效市场假说”包含以下几个要点:第一,在市场上的每个人都是理性的经济人,金融市场上每只股票所代表的各家公司都处于这些理性人的严格监视之下,他们每天都在进行基本分析,以公司未来的获利性来评价公司的股票价格,把未来价值折算成今天的现值,并谨慎地在风险与收益之间进行权衡取舍。第二,股票的价格反映了这些理性人的供求平衡,想买的人正好等于想卖的人,也就是说,认为股价被高估的人与认为股价被低估的人正好相等,假如有人发现这两者不等,即如果存在套利的可能性,他们就会立即用买进或卖出股票的办法使股价迅速变动到使二者相等为止。第三,股票的价格也能充分反映该资产的所有可获得的信息,即“信息有效”,当信息变动时,股票的

价格就一定会随之变动。一个利好消息或利空消息刚刚传出时,股票的价格就开始异动,当它已经路人皆知时,股票的价格也已经或涨或跌到适当的价位了。关于如何认识中国股市的有效性,本文认为,在现阶段讨论中国股市的有效性,应停留在中国股市是否弱势有效这一层面,而且研究中国股市的有效性需在理论和实践上进行综合考虑:首先,A股市场是刚刚起步的资本市场,因此,就研究方法而言,套用国外学者的方法必然具有局限性。国内学者对A股市场弱势有效性的检验一般采用随机游动模型,国内早期研究所使用的样本偏小,这样不足以得出一般性的结论。从具体研究方法看,不同的研究方法会导致不同的结论。进行弱势检验的方法有许多,检验随机游动特征的方法仅是其一。其次,从实践上看,A股市场存在显著的“周内效应”以及明显的“年内效应”。近几年,投资者发现,在春节前购进、春节后售出,一般都有较高盈利,这恰恰说明中国股市具有一定程度的无效性,存在股价变动趋同现象,股市上的投资回报率不能准确反映企业真实的营业绩效,而仅仅依靠市场的波动。A股市场的交易有效性对其信息有效性存在着影响。综上所述,根据国内学者对A股市场的有效性实证研究结果以及理论研究和实践中存在的问题,本文认为A股市场尚处于弱势有效。

投资者会根据审计意见的不同来判断被审计公司财务信息的可靠程度。标准审计意见及非标审计意见意味着会计信息质量的差异。企业是国家的经济细胞,国家整体经济的发展状况、发展速度以及国家对不同企业的支持力度都会影响企业的业绩。早期国家为了鼓励经济发展,对于各种招商引资企业都加以鼓励,但是现在,国家对高科技、低污染的外资企业的支持力度较大,而对于高污染的合资企业从税收等方面进行了一定的限制,对于劳动密集型企业不再鼓励。A股市场上财务信息审计存在瞒报、误报现象,导致A股投资者降低了对审计意见的信任度,对审计意见不重视。企业的经营者就是企业的大股东,不存在委托代理关系,经营者会尽自己最大的努力使企业经营好,但是在A股市场上,投资者对不同审计意见类型的反应可能并不存在很大差异,原因是A股市场上存在投资者对审计意见过度不重视的现象。在这样的异常情况下,学者们关于非理性的投资者对股票价格影响情况的研究还不能得到统一的结论。

香港金融市场具有开放性强、自由度高、外资密集的特点。在英国殖民时期,香港以贸易转口为主,同时优越的地理位置促使工业经济发展迅速,进一步带动了金融市场的发展。香港的金融市场监管体制受英国体制影响,发展成熟,因此,本文选择香港金融市场作为发达金融环境的标杆来与A股做对比分析。半强势有效市场上,价格被认为已充分反映出所有已公开的有关公司运营前景的信息。这些信息包括成交价、成交量、盈利资料、盈利预测值、公司管理状况及其他公开披露的财务信息等,这些信息会影响股价波动。张月飞、史震涛等通过检验香港恒生指数及其证券价格所反映的历史信息得出香港证券市场具有半强势有效性的结论。此外,他们还通过事件研究法得出结论,认为大陆市场对事件的反应要早于香港市场,H股在事件发生当天才有了明显反应,而大陆市场在事件发生之前就有了上升趋势,说明大陆市场的有效性低于香港市场^[7]。

从历史发展的角度看,A股市场存在非常规剧烈波动,显示A股市场还是作为弱式有效的市场存在。市场中证券的价格十分重要,其包含的信息能够促使投资者做出不同的投资决策,更能反映公司的经营业绩和市场价值,这些证券价格不仅反映微观的某一公司的财务情况,还能反映出整个宏观市场的发展情况。该种情况具有半强式有效市场的特征。所以,在H股市场中,股票价格是对公司的合理评价。在这种情况下,只要公司收到了事务所出具的保留意见审计报告,就证明这一年公司的财务信息是不值得公众信任的,那么,H股投资者会对之前的财务分析予以否定,进而降低对上市公司的评价和期望,反映在股票价格上,会使股票价格降低。在这样的证券市场上,有的投资者会利用内幕信息获得异常报酬。

因此,当上市公司被出具非标准审计意见后,则投资者会意识到公司的会计信息存在缺陷。那么,在半强式有效的市场上,当审计意见公告之后,它会引起股价负向变化,即股价下跌。由于

半强式有效市场投资者能够掌握所有公开的信息,因此当非标准审计意见公布时,负面的非公开信息才释放到市场,而市场投资者能获得所有的公开信息,价格代表投资者群体的决策结果,接受价格下降。

(二) 研究假设

A股市场本身弱势有效的特性,使得证券交易市场有内部交易、内幕信息、财务信息作假以及不完全披露等现象存在的可能性。审计报告在反映公司上一年度经营成果方面还是有一定作用的。事务所出具的审计意见能够成为投资者投资决策时有用的工具。没有审计意见,市场更会降低对财务报告的信任度。在此基础上,本文假定标准的无保留审计意见报告会给市场带来利好的消息,能够使公司的股价上升,反之,非标准无保留意见会给市场带来坏消息,促使股价向下波动。在此基础上,本文提出假设1。

假设1:审计意见公开披露后的短期窗口内,A股公司得到非标准审计意见会导致其股票价格下降。

同样,当H股公司收到非标准审计意见时,意见证明了该公司在上一年度的经营活动中存在降低公司盈利性的事件,或者是其利润计算过程并不可信,那么反映在现金流量表中的年度资金流动情况也相应地不可信,这就使人们无法得知该公司的资金活动量、偿债能力以及未来的成长空间。在此基础上,我们可以提出假设2。

假设2:审计意见公开披露后的短期窗口内,H股公司得到非标准审计意见会导致其股票价格下降。

众所周知,香港监管机构的监管十分严格,使得香港市场的信息环境方面更加透明,市场要求上市公司必须有真实、完整的财务报告和高质量的审计程序及报告,同时,香港市场的新闻媒体监督也发挥了巨大的作用。这一市场能够很好地保护投资者的利益,使投资者通过市场就能获得大量对决策有用的信息。除此之外,香港投资者自身所具备的财务分析能力也普遍较高。因此,本文进一步提出假设3。

假设3:审计意见公开披露后的短期窗口内,相较于内地证券市场,香港市场对非标准审计意见有显著的负向反应。

(三) A股与H股公司股价变化的测评方法

本文采用事件分析法来衡量财务报告公布日和公布日前后的公司异常收益率,以验证审计师出具的非标审计意见是否会对证券市场出现负面影响。本文以有效的市场(即市场能够根据信息的变化而变化)为研究背景,在此基础上,将根据预期回报计算的结果与实际回报情况作比较,用来测试是否存在显著异常报酬现象。异常收益率可以看作是非标审计意见对市场的影响,同时,我们对异常收益率做数理统计来做进一步验证。

(四) 计量模型及变量说明

本文的研究方法采用超额收益法和回归分析法。本文以市场调整报酬率作为回归模型进行计算。具体计算步骤如下:

1. 单只股票实际每日收益率

$$R_{it} = \frac{G_i - G_{i,t-1}}{G_{i,t-1}}$$

式中 R_{it} 代表证券 i 在第 t 日的实际报酬率; G_i 代表第 i 家样本公司在第 t 交易日的收盘价; $G_{i,t-1}$ 代表第 i 家样本公司在第 $t-1$ 交易日的收盘价。

2. 单只证券期望正常收益率,用行业指数收益率代替

$$R_{mt} = \frac{G_{m,t} - G_{m,t-1}}{G_{m,t-1}}$$

式中 R_{mt} 代表第 t 日单只股票正常期望收益率,应用证券 i 所在证券市场行业指数计算得到; $G_{m,t}$ 代表行业指数在 t 交易日的收盘价; $G_{m,t-1}$ 代表行业指数在 $t-1$ 交易日的收盘价。

3. 证券 i 在第 t 日的异常收益

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

式中 AR_{it} 为股票 i 在第 t 日的异常收益。

4. 样本组平均异常收益率

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

式中 n 为某一组样本股票个数。

5. 样本组累计平均异常收益率

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t_1}^{t_2} AAR_t$$

式中 t_1 为研究窗口的起始日期; t_2 为研究窗口的结束日期。 t_1 、 t_2 中所反映的时间段就是实证研究的事件窗口期,研究上市公司年度报告发布于 t_1 天的(如有的上市公司年报公布停牌一天,一天后的第一个交易日发布年度报告)收益变动情况。这段时间共包括 11 天,以事件日为中点,前后 5 日为时间长度,即 $[-5, 5]$ 。之所以选择这一时间段,是为了避免公司决定股利分配这一事件对股价的影响,这样,本文的实证研究结果就将更有说服力。

为了进一步将 A 股和 H 股审计意见对股价的影响做对比分析,本文最后采用回归分析法,对样本的信息含量进行进一步的验证。多元回归方法作为超额收益法的补充方法,有其自身的优势,与单一回归相比,多元回归考虑了更多的影响因素,并在多重影响因素之下进行实证研究。多元回归模型如下:

$$CAR_i = a_0 + a_1 OP_i + a_2 EPS_i + a_3 \Delta EPS_i + a_4 DIV_i + a_5 \ln V_i + \eta$$

投资者市场反应所选取变量如表 1 所示。

表 1 变量定义表

变量代码	变量含义	计算方法	预期符号
CAR_i	累计异常报酬	运用市场调整模型	?
OP_i	审计意见类型	虚拟变量:标准无保留意见取 0,非标准无保留意见取 1	正
EPS_i	每股收益	查询样本年报数据	正
ΔEPS_i	每股收益变化率	$\Delta EPS_i = EPS_{it} - EPS_{it-1}$	正
DIV_i	股利分配预案	虚拟变量:公司不分配股利取 0,公司分配股利取 1	正
V_i	总资产规模	样本公司总资产账面价值	不确定
η	残差项		

(五) 样本选取及数据来源

本文以 2010—2012 年的 A 股、H 股上市的公司被出具非标准审计意见的情况为研究对象,设置对照样本进行比较分析,将标准无保留意见作为配对样本;在选取样本过程中,遵循同行业、规模相近的原则(因为行业不同,所处情况不同,需要加以区分,除此之外,企业规模的不同也会对研究产生不同的影响)。本文以国泰安数据库、锐思数据库为主要查询数据库,剔除事件期内连续 2 个交易日以上无股价数据 152 家,研究样本共计 407 家,包括 A 股 202 家、H 股 205 家。此外,经过上述配对样本条件的筛选,本文最终选择配对样本共计 478 家,其中 A 股 243 家、H 股 235 家。

四、实证结果及分析

本文采用超额收益法与多元回归模型相结合的方法对上文假设进行验证。按照上文所述模型,本文通过计算事件期内样本的平均异常报酬率和累计异常报酬率来验证 2010—2012 年度的 A 股公司非标准审计意见是否对股价具有负面影响,并且进行了样本的累计平均超额收益均值单边 t 检验。

(一) A 股样本研究

1. A 股研究样本的单边 t 检验

2010—2012 年 A 股研究样本平均超额收益和累计超额收益见表 2。

图 1 为事件期内 A 股研究样本的平均异常报酬率和累计异常报酬率的折线图。检验结果显示,在 2010—2012 年,A 股研究样本的 CAR 值呈现显著的正向特征,无法证明假设 1。

2. 配对样本的单边 t 检验

图 2 为事件期内 A 股配对样本的平均异常报酬率和累计异常报酬率的折线图。

2010—2012 年 A 股配对样本平均超额收益和累计超额收益见下页表 3。

检验结果表明,在 2010—2012 年,A 股配对样本 AAR 和 CAR 有正面特征,市场对标准审计意见做出积极的回应,对公司股票价格做出乐观预期。

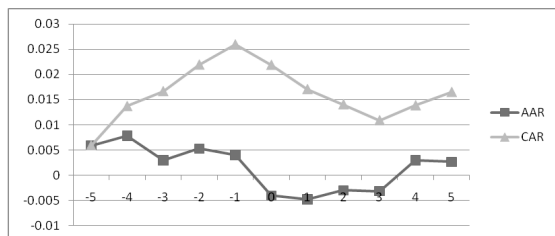


图 1 2010—2012 年 A 股研究样本平均超额收益 (AAR) 和累计超额收益 (CAR)

表 2 2010—2012 年 A 股研究样本平均超额收益 (AAR) 和累计超额收益 (CAR)

事件窗口	AAR	CAR	t(CAR)
-5	0.004804568	0.005805258	0.077 ***
-4	0.00765218	0.012587632	0.003 *
-3	0.00289074	0.016598476	0.013 **
-2	0.005211233	0.021856224	0.022 **
-1	0.004001627	0.0259362014	0.005 *
0	-0.004049461	0.021965874	0.021 **
1	-0.004713156	0.017456258	0.069 ***
2	-0.003008952	0.014236587	0.126
3	-0.00312085	0.010772144	0.189
4	0.002879245	0.01374085	0.179
5	0.002520874	0.018545114	0.147

注: * 代表通过 1% 显著性水平的 t 检验; ** 代表通过 5% 显著性水平的 t 检验; *** 代表通过 10% 显著性水平的 t 检验。下同。

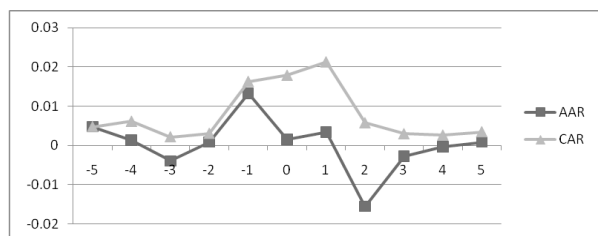


图 2 2010—2012 年 A 股配对样本平均超额收益 (AAR) 和累计超额收益 (CAR)

我们将 2010—2012 年度 A 股非标准审计意见研究样本和标准审计意见配对样本的 AAR 和 CAR 值进行更直观的对比发现,在审计意见公告的前后,被出具非标准审计意见与标准审计意见 AAR 和 CAR 都显示了正向特征,甚至非标准审计意见的正向特征更为显著,因此,数据结果显示与假设 1 相反,说明 A 股市场非标准审计意见对股价没有显著的负面影响。

导致这种结果的原因可能十分复杂。国家的宏观经济政策和法律法规的制定与实施、监管环境的严厉程度、会计政策的变更等一系列制度环境因素,都将会影响到企业高管和投资者的行为。在这些因素的共同作用下,审计意见作为其中一个因素,对股价的影响并不显著。

(二) H 股样本研究

1. H 股研究样本单边 t 检验

表 4 为 2010—2012 年 H 股研究样本平均超额收益和累计超额收益。

表3 2010—2012年A股配对样本平均超额收益(AAR)和累计超额收益(CAR)

事件窗口	AAR	CAR	t(CAR)
-5	0.004695241	0.004695241	0.137
-4	0.001476528	0.006128654	0.203
-3	-0.0038657495	0.002086524	0.689
-2	0.0008620387	0.003125874	0.621
-1	0.014215744	0.017854125	0.121
0	0.0016857455	0.018545254	0.087***
1	0.003524114	0.022412225	0.064***
2	-0.015741121	0.004521141	0.587
3	-0.002666651	0.00224114	0.748
4	-0.000348744	0.002568877	0.797
5	0.0008685412	0.003541223	0.727

表4 2010—2012年H股研究样本平均超额收益(AAR)和累计超额收益(CAR)

事件窗口	AAR	CAR	t(CAR)
-5	0.008576241	0.008574124	0.04**
-4	-0.01098747	-0.002878988	0.298
-3	-0.01590145	-0.018804224	0.008*
-2	-0.00472445	-0.02348757	0.004*
-1	0.0028758574	-0.01869211	0.027**
0	0.004477241	-0.013872111	0.221
1	-0.0039785414	-0.017824141	0.059***
2	-0.012354144	-0.032987787	0.022**
3	-0.0009387177	-0.035480110	0.024**
4	0.0027788778	-0.03241211	0.033**
5	0.0051020101	-0.022411474	0.056**

图3为事件期内H股研究样本的平均异常报酬率和累计异常报酬率的折线图。

检验结果表明,在2010—2012年,从审计报告发布之前第3天和第4天,样本AAR为负。在审计报告发布前第4天之后样本CAR均显著小于0。其中,在第1天,通过考察10%的显著水准,在除第0天和[-4, -2]外,通过测试的显著性水平为5%,在审计报告发布前第3天和第2天前通过测试的显著性水平1%。非标准审计意见研究样本AAR和CAR值,显示出消极的特征。结果支持了假设2。

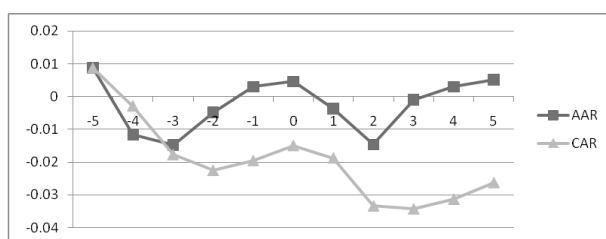


图3 2010—2012年H股研究样本平均超额收益(AAR)和累计超额收益(CAR)

2. H股配对样本单边t检验

表5显示了2010—2012年H股配对样本平均超额收益和累计超额收益。

图4为事件期内H股配对样本的平均异常报酬率和累计异常报酬率的折线图。

表5 2010—2012年H股配对样本平均超额收益(AAR)和累计超额收益(CAR)

事件窗口	AAR	CAR	t(CAR)
-5	0.002307	0.002307	0.198
-4	-0.003678201	0.0005255	0.895
-3	0.0015522	0.0018722	0.698
-2	-0.0015858	0.0004401	0.477
-1	0.007354	0.00767417	0.324
0	0.0013337	0.00887414	0.147
1	-0.00121447	0.00768574	0.414
2	-0.00658744	0.0010114	0.874
3	-0.0016254	-0.0006744	0.744
4	-0.0074144	-0.0008521	0.741
5	0.0037857	0.0024111	0.766

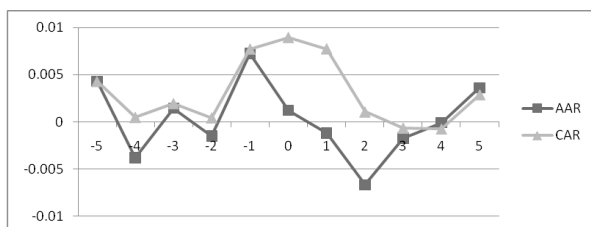


图4 2010—2012年H股配对样本平均超额收益(AAR)和累计超额收益(CAR)

检验结果显示,在2010—2012年,H股配对样品只在第-5天、第-1天和第5天的AAR值大于0。结果表明,AAR值在正负区间波动,CAR值没有显著的正向特征。因此,非标准意见的研究样本对市场产生了负面负面影响,投资者将非标准审计意见看作坏消息;而对于标准审计意见,市场产生的反

应不显著。研究结果验证了假设2。

(三) A股和H股样本对比

我们将2010—2012年度A股和H股非标准审计意见研究样本做进一步对比,对两样本的AAR和CAR比较分析(见图5、图6)

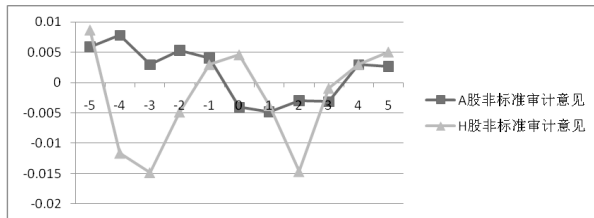


图5 2010—2012年度A股和H股研究样本的平均超额收益(AAR)

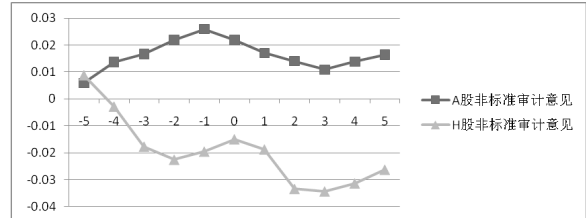


图6 2010—2012年度A股和H股研究样本的累计超额收益(CAR)

将2010—2012年A股非标审计意见样本AAR值、CAR值和H股的作更直观的比较,如图5所示,在提交审计报告的当日H股有小幅正向反应,其他时间H股均为显著负向反应,A股则在大部分时间在正向区间内波动。如图6显示,相比之下,H股样本CAR负面特征显著,而A股呈显著正向特征。

研究结果表明,在审计报告公告日前后短期窗口内,H股非标准意见对股价有负向影响,而A股市场非标准意见对股价没有显著的负向影响。这同时说明,与A股上市公司被出具非标准意见相比,H股上市公司被出具非标准意见对股价负向的影响更加显著,表明在H股市场投资者将非标准意见看作是坏消息,并对上市公司降低了期望,而A股市场上,非标准审计意见并没有对投资者产生显著的负面影响。因此,我们可以认为,我国证券市场投资者对审计意见结果并不是非常看重,股价受其他影响因素较多。

(四) 多元回归结果

根据上文的模型设计,我们对样本数据做线性回归后得出如表6和表7所示结果。

由表6和表7可知,A股市场各项控制变量P值均显著大于0.1,因此说明A股审计意见对股价影响不显著。A股市场非标准意见对股价没有显著的负面影响;而H股审计意见解释变量P值为0.035,在5%的水平上显著,对累计收益率具有显著影响作用。

表6 2010—2012年度A股事件期内多元回归模型系数

自变量	系数	标准差	t值
OP	0.0010039	0.0136796	0.07
EPS	0.003495	0.013138	0.27
ΔEPS	-0.0056253	0.0102996	-0.55
V	-0.0019079	0.004253	-0.45
DIV	-0.0033524	0.0154604	-0.22
_cons	0.0088567	0.0868203	0.10
Number of obs		445	
R-squared		0.6102	
Root MSE		0.11182	

表7 2010—2012年度H股事件期内多元回归模型系数

自变量	系数	标准差	t值
OP	-0.3212539	0.0206026	2.35
EPS	0.058657	0.023528	1.32
ΔEPS	0.0096997	0.0708596	1.01
V	-0.0015221	0.001012	-1.55
DIV	-0.0063321	0.0012544	-0.87
_cons	0.0012142	0.0023511	0.56
Number of obs		440	
R-squared		0.5230	
Root MSE		0.20031	

通过对比A股和H股数据的多元回归结果我们发现,H股非标准意见对股价的负面影响比A股显著,因此假设3成立。

五、结论及建议

通过分析以上实证研究结果,本文得出了相应结论,据此,我们认为应采取相应对策:

第一,通过采用超额报酬法与多元回归法分析,我们认为2010—2012年A股证券市场非标准意见对股价没有显著负面影响,即被出具非标准无保留审计意见的上市公司,在年报公告日前后几天,其累计异常报酬率没有出现显著小于0的情况。这反映出年报中披露的非标准无保留意见在我国2010—2012年的证券市场中没有发挥出应有的信息含量作用。因此,本研究所提假设1不成立。对此,我们认为国家应设法规范A股证券市场,以发挥审计意见对股价的正常影响作用。

第二,同样通过采用超额报酬法与多元回归法分析,我们认为2010—2012年H股市场非标准审计意见对股价具有显著负面影响。在年报公告日前后几天,其累计异常报酬率出现显著小于0的情况。最后我们通过对H股研究样本和配对样本进行多元回归,也证明H股非标准审计意见对股价具有负面影响。因此,假设2成立。对此,国家也需采取相关措施规范H股证券市场,以发挥审计意见对股价的正常影响作用。

第三,通过超额收益法和多元回归模型检验,本文认为H股非标准审计意见比A股非标准审计意见对股价的影响更大,具有显著的负向效应,因此假设3是成立的。这说明H股市场相对规范。审计若要发挥更大的监督与鉴证作用,就需要规范证券市场,也需要有准确的审计意见或高质量的审计结果。

参考文献:

- [1] Firth M. Qualified opinions; their impact on investment decisions[J]. *The Accounting Review*, 1978, 53: 642 - 650.
- [2] Dodd P, DoPuch N, Holthausen R, et al. Qualified audit opinions and stock price: information content, announcement dates, and concurrent disclosures[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1984, 6: 3 - 38.
- [3] 李树华, 陈汉文. 1993—1996上市公司年度财务报告审计意见分析[N]. *上海证券报*, 1998-01-06.
- [4] 李增泉. 实证分析: 审计意见的信息含量[J]. *会计研究*, 1999(8): 16 - 22.
- [5] 陈晓, 王鑫. 股票市场保留意见报告公告的反应[J]. *经济科学*, 2001(3): 78 - 89.
- [6] 曲圣宁. 有效市场理论与股市噪音交易研究[J]. *商场现代化*, 2011(10): 20 - 23.
- [7] 张月飞, 史震涛. 香港与大陆股市有效性比较研究[J]. *金融研究*, 2006(6): 33 - 34.

[责任编辑:黄燕]

A Contrastive Study of the Impact of Audit Opinions of A-share's and H-share's Companies on Stock Prices

ZHAO Baoqing, HAO Liang

(Business School, Beijing Technology and Business University, Beijing 100048, China)

Abstract: Taking 2010—2012 A-share and H-share listed companies with non-standard audit opinions issued as the research object, this paper makes a comparison on the impact of audit opinions of Hongkong and mainland listed companies on stock prices, with the excess earnings method, the cumulative average abnormal return rate method for empirical analysis. The results find that: (1) A-share listed companies with non-standard audit opinions issued does not have a more significantly negative impact on stock price than A-share listed companies with standard audit opinions issued. (2) non-standard audit opinions of H-share market will lead to the fall of stock price. (3) non-standard audit opinions of H shares and A shares have different effects on stock prices.

Key Words: non-standard audit opinions; Hong Kong's financial markets excess earnings method; cumulative average abnormal returns; audit report; variation in stock prices