

# 机构投资者持股对持续经营审计意见 市场反应的影响

——基于 2007—2014 年深沪 A 股数据

张立民, 邢春玉, 李 琰

(北京交通大学 经济管理学院, 北京 100444)

**[摘要]** 研究不同类型持续经营审计意见市场反应的差异并检验机构投资者持股对其的影响, 结果显示: 被出具持续经营审计意见公司的累计超额收益率 CAR 显著为负, 且被出具持续经营无法表示意见公司的 CAR 负值显著强于被出具持续经营无保留意见和保留意见公司的 CAR 的负值, 但后两种审计意见对 CAR 的影响并无显著差异。另外机构投资者持股会加大不同类型持续经营审计意见市场反应的差异。结果表明, 持续经营审计意见具有信息含量, 并且机构投资者持股会加大该信息含量。

**[关键词]** 持续经营审计意见; 机构投资者持股; 市场反应; 持股比例; 投资行为; 累计超额收益率; 经营风险; 非标审计意见

**[中图分类号]** F239   **[文献标识码]** A   **[文章编号]** 1672-8750(2015)06-0024-11

## 一、引言

持续经营审计意见(Going-concern opinions)是指注册会计师对被审计单位持续经营假设的合理性产生重大的疑虑, 从而在审计报告中明确提及被审计单位持续经营能力存在重大不确定性的一类非标审计意见。近年来, 我国被出具非标审计意见的上市公司中, 由于持续经营不确定性被出具非标审计意见的占绝大多数, 且呈现逐年上升趋势, 因此对持续经营非标审计意见的研究具有非常重要的现实意义。

随着开放式基金规模不断扩大、社保资金入市以及保险资金入市比例的提高, 机构投资者的比例不断上升。相对于个人投资者而言, 由于控股比例高, 机构投资者不可能用传统的抛售股票方式来保护其资本价值, 且他们往往拥有专业的工作人员对上市公司进行分析, 因此机构投资者有动力也有能力对公司价值进行合理评估和对股票进行合理定价<sup>[1]</sup>, 使得他们的投资行为更加理性。因此, 机构投资者的存在可能会促进持续经营审计意见发挥应有的作用。

本文拟选取 2007—2014 年被出具持续经营审计意见的上市公司为样本, 检验我国上市公司不同类型持续经营审计意见的信息含量, 并且研究机构投资者持股比例对持续经营审计意见决策有用性

**[收稿日期]** 2015-06-12

**[基金项目]** 国家社会科学基金项目(15BGL051); 审计署重点科研课题项目(15SJO1001); 天津市财政局重点会计科研项目(kjkyxm152801)

**[作者简介]** 张立民(1955—), 男, 天津人, 北京交通大学经济管理学院教授, 博士生导师, 主要研究方向为审计理论与方法; 邢春玉(1986—), 女, 山东烟台人, 北京交通大学经济管理学院博士生, 主要研究方向为审计理论; 李琰(1989—), 女, 河南商丘人, 北京交通大学经济管理学院博士生, 主要研究方向为审计理论。

的影响。本文的研究意义在于:第一,本文区分研究不同类型的持续经营审计意见,验证其是否能给投资者传递不同的信息含量,而以往研究忽视了这些因素的影响;第二,持续经营审计意见传递了公司经营风险方面的信号,而不仅仅是信息质量方面的信号,因此,年报公布日较短时窗内市场反应还包含了投资者对公司持续经营风险的评估。本文在研究持续经营非标审计意见市场反应时,将综合考虑信息质量、公司自身的财务信息和非财务方面的各种因素,如公司行业性质等,尝试分析环境因素对审计意见发挥社会作用程度的影响,而过去的研究忽视了这些因素的影响;第三,以往研究文献忽略了机构投资者的存在对持续经营审计意见信息含量的影响,但现在随着机构投资者的增加,市场对持续经营非标审计意见的反应可能会有所不同,所以强调机构投资者对持续经营审计意见市场反应的影响极有必要。

## 二、文献回顾

### (一)持续经营审计意见的识别

会计假设中的持续经营假设由美国会计学家 Paton 在 1922 年于《会计理论》一书中首次提出,其后被不断提及、运用和完善。《中国注册会计师审计准则第 1324 号——持续经营》中所称的持续经营假设是指被审计单位在编制财务报表时,假定其经营活动在可预见的将来会继续下去,不拟也不必终止经营或破产清算,可以在正常的经营过程中变现资产、清偿债务。可预见的将来通常是指资产负债表日后 12 个月。随着市场经济的全球化,企业间竞争愈发激烈,企业同时受到本国和其他国家经济环境的双重影响,企业持续经营能力不确定性问题更加突出。然而我国现行的审计准则尚存在主观判断性较强的地方,例如在影响持续经营的疑虑事项界定中,准则包括了“大额”、“巨大”、“过度”、“巨额”、“重大”等表述,增加了注册会计师的判断难度,降低了准则的可操作性<sup>[2]</sup>。

国内也有不少学者研究了持续经营审计意见的识别。李明娟总结国内外学者的研究后认为企业的财务质地、经营质量、治理效能和外部宏观层面因素会对企业持续经营能力产生影响,其中外部宏观层面的因素包括政府的“越位”和“错位”、市场缺乏竞争性、产业结构不合理等等<sup>[3]</sup>。暴瑞藏等比较了 2007 年沪市 A 股 67 家被出具持续经营非标审计意见的公司和 76 家被出具标准审计意见的公司的相关财务指标和上年度审计意见类型非财务指标的差异,得出结论:在影响持续经营的因素变量中,负债/总资产、净利润/总资产、经营现金流量/负债总额、上年度审计意见类型这四个指标变量与出具的非标准意见类型显著相关<sup>[4]</sup>。有学者通过对 2003—2013 年沪深 A 股被出具持续经营审计意见的上市公司的数据分析,验证了注册会计师能够恰当发表持续经营非标意见,认为财务指标的差异应该能够被市场识别<sup>[2]</sup>;而另一部分学者的研究结果却表明注册会计师并未能区分该类公司,即并非所有被出具非标审计意见的公司都有显著的财务指标差异,也无充分证据证明“标准公司”与“非标准公司”、不同类型“非标准公司”的股票市场反应有显著差异<sup>[5]</sup>。而且,郭志勇等还发现我国证券市场不能识别带强调事项段无保留意见和保留意见、无法表示意见之间的差异,说明我国证券市场投资者对不同实质性内容的非标审计意见的关注多于对不同形式非标审计意见的关注<sup>[6]</sup>。

综上所述,我国大部分实证研究文献关注的是影响注册会计师出具持续经营审计意见的财务指标,这些指标的差异从侧面反映了注册会计师的专业判断<sup>[2]</sup>。事实上,大部分审计准则列举的影响公司持续经营的重大疑虑事项都与财务有关,并且公司被出具持续经营审计意见的原因很大程度上是因为财务方面存在重大问题,因此被出具持续经营审计意见的公司在一定程度上能被注册会计师识别,从而使得投资者能很好地区分其与被出具标准意见的公司。

### (二)持续经营审计意见的市场反应

国外学者对持续经营不确定性审计意见的市场反应进行了大量的实证研究。Ball、Elliot、Dodd 等人通过实证研究发现证券市场对持续经营不确定性审计意见的负反应程度明显强于对其他类型保

留审计意见的负反应程度<sup>[7-9]</sup>。Melumad 等人将非标审计意见分为事后可避免和事后不可避免两种类型<sup>[10]</sup>。可避免审计意见是指当被审计单位与注册会计师之间存在分歧时,如果被审计单位按照注册会计师的建议对财务报告进行调整,则可以避免出具非标意见。不可避审计意见是指被审计单位无法通过财务报告的调整来避免注册会计师出具非标准审计意见,例如由于持续经营问题和财务危机问题出具的非标审计意见并不能通过调整财务报告的方式避免出具<sup>[10]</sup>。Melumad 等人认为,市场存在三种均衡,即混合均衡、完全分离均衡和部分分离均衡,在不同的均衡下,管理者面临不同的预期成本和收益,是否接受非标审计意见的决策也因此出现差异,但是他们经过数学公式的推导与证明发现,不可避免审计意见市场反应为负,而可避免审计意见的市场反应具有不确定性,这说明了持续经营非标审计意见与其他非标审计意见之间存在差异。

国内学者对持续经营审计意见市场反应的研究结果较为一致。郭志勇、张晓岚、黄秋敏<sup>[6,11-12]</sup>等人以不同年度的样本为研究对象,采用不完全相同的方法进行研究,均得出了持续经营审计意见有显著的负市场反应结论。任主恩等以年报公布日前后 21 天的平均股价为市场反应的测度指标,发现持续经营审计意见的市场反应要大于非持续经营非标审计意见的市场反应<sup>[13]</sup>。张晓岚等以 A 股上市公司为研究对象,通过累计超额收益的均值 T 检验和多元回归分析验证假设,发现投资者对强调无保留持续经营审计意见和无法表示意见的持续经营审计意见并没有进行严格区分,两者的市场反应没有明显的差异<sup>[11]</sup>,这与黄秋敏等的研究结果不同,黄秋敏等认为无保留持续经营审计意见与无法表示意见的持续经营审计意见有严格的区分<sup>[12]</sup>。另外,黄秋敏等的研究还表明,市场对于强调无保留和保留两种类型的持续经营不确定审计意见的反应没有显著差异,因此不能判断市场能否区别对待这两种审计意见。余玮发现,在银行信贷决策过程中,银行对持续经营无法表示意见、保留意见和无保留加事项段三种不同类型的持续经营审计意见能够区别对待<sup>[14]</sup>。

综上所述可以看出,对于持续经营审计意见的市场反应,不同学者的研究存在差异。较少的学者对不同类型持续经营审计意见进行了区分研究,结论不尽一致且存在不足:首先,研究时并没有考虑行业、公司性质等因素可能会对结论产生的影响。其次,研究样本的时间跨度短、数量少,影响结论的可信度。最后,随着审计准则的不断完善、我国资本市场的逐渐公开化和竞争化的发展以及企业对持续经营能力的重视程度和投资者投资意识的提高,我们认为市场对持续经营非标意见的反应程度会有所不同。

### (三)机构投资者持股与盈余公告

机构投资者是指集中了众多自然人的资本,是一个专家化的主体和专家群,代表自然人投资者行使资本经营权或所有权。国内许多学者研究了机构投资者持股与盈余公告市场反应强弱的关系。一些学者发现机构投资者持股比例的增加可以提升盈余消息的信息价值<sup>[15]</sup>,另一些学者则发现当机构投资者持股比例大于 50% 时,机构投资者持股会给盈余信息含量带来负面的影响<sup>[16]</sup>。还有些学者研究了机构投资者持股与盈余公告市场反应时间的关系。如于李胜、王艳艳对不同类型的机构投资者对盈余公告后的漂移现象的影响进行了研究后发现,如果盈余信息是好消息,那么机构投资者持股比例高的公司在盈余公告后的漂移程度小于持股比例低的公司<sup>[17]</sup>。苗青以 2003—2008 年沪市 A 股为研究对象,发现机构投资者持股比例高的公司,盈余公告前的市场反应较大,盈余公告后的短期内市场反应较小<sup>[18]</sup>。以上研究均表明机构投资者持股影响盈余公告的市场反应。但是,目前国内尚无学者研究机构投资者持股对持续经营审计意见市场反应的影响,而中国资本市场中机构投资者比例不断增加,机构投资者的作用不容忽视。在不考虑机构投资者因素的情况下判断持续经营审计意见是否具有信息含量是不完整的。

### (四)机构投资者持股与持续经营审计意见

审计师在发表持续经营审计意见之前,首先要评估客户的盈余能力或者破产的概率以决定对哪些公司的持续经营能力产生重大疑虑。当评估的破产概率大于总体概率均值时,审计师会发表持续

经营非标审计意见。而持续经营非标审计意见的出具能够为投资者及债权人提供重要的决策信号,以警示哪些公司存在更高的违约风险。中国的证券市场尚不成熟,审计意见并不能准确地为投资者及债权人提供较强的警示上市公司违约风险的信号,而国内外文献研究均发现,机构投资者持股具有一定的强化信息公开的能力。机构投资者所具有的资金优势、专业优势及信息优势,使得机构投资者能更为准确地认识被投资单位的经营状况,更为清晰地辨别审计报告的质量及其给自身带来的风险<sup>[19]</sup>。因此,机构投资者能够辨识上市公司的违约风险,会更倾向于投资低违约风险的公司。

因此,我们认为,持续经营非标意见的出具,表明该类公司存在较高的违约风险,而机构投资者的专业素养使得他们能更为及时地察觉被投资单位的生产经营状况及破产概率,识别出具有较高违约风险的公司,在劣币驱逐良币的理念下,资金大量转移去投资低违约风险的公司,从而造成持股比例越高被出具持续经营审计意见的高风险公司的市场反应越为剧烈。持续经营审计意见的出具传递了被投资单位的经营风险,而机构投资者持股比例的增加会在一定程度上提升盈余消息的信息含量,因此,机构投资者持股比例是否会在一定程度上强化持续经营审计意见所传递出来的信息含量是一个非常值得研究的问题。

### 三、理论分析与研究假设

影响公司被出具不同类型持续经营审计意见的因素有很多,比如审计师的专业胜任能力、经济利益、事务所规模和审计风险等都会在不同程度上影响审计师做出审计判断,从而出具不同的审计意见<sup>[20]</sup>。随着我国注册会计师行业的发展,审计师的专业胜任能力不断提高。计算机技术的发展优化了审计判断模型及辅助工具,准则的修订提高了判断标准的可操作性,增大了注册会计师的责任,使得审计质量得到提高。

我国持续经营准则对注册会计师评估公司的持续经营状况提供了许多职业引导,特别是在判断持续经营能力不确定性审计证据的重大疑虑事项方面给出了一系列具体的规范<sup>[21]</sup>。被出具持续经营不确定性非标审计意见的公司存在的持续经营能力重大疑虑事项都会在财务报表中体现出来,且会影响相关的财务指标。因此,被出具持续经营非标意见的公司与标准审计意见的公司有着严格不同的市场反应。Firth 区分研究了 1974—1975 年因不同原因被出具保留意见的上市公司的市场反应,他通过市场模型计算并比较了不同类型保留意见的异常报酬率和累计异常报酬率,研究发现,在窗口期为年报公布日当天前后各 20 天的时间段内,持续经营不确定性保留意见具有显著的负的累计异常报酬率,即持续经营保留意见有显著的负的市场反应<sup>[22]</sup>。

因此,我们认为,随着自身专业胜任能力的提高,我国的注册会计师能够正确识别被审计客户的持续经营能力并出具恰当的审计意见。而现如今,随着我国证券市场的公开化程度日益提高,市场化程度加强,投资者在一定程度上能够捕获信息,恰当识别持续经营非标意见,并在短期内做出反应。由此我们提出假设 1:

假设 1:在年报公布较短的时间窗口内,持续经营非标意见有显著的负的市场反应。

根据准则可知,上市公司被出具持续经营非标意见说明注册会计师认为该公司存在导致公司持续经营能力产生重大疑虑的事项或者情况,且财务信息的真实可靠性被打折了折扣。根据持续经营不确定性对财务报表的公允性和合法性影响程度的不同,持续经营非标意见按不同外在形式可分为带强调事项段无保留意见、保留意见、无法表示意见和否定意见。

从准则规定可以看到,根据持续经营不确定性对财务报表的影响程度,注册会计师对影响最严重的出具否定意见,次之出具保留意见,影响程度最弱的出具带强调事项段无保留意见。而无法表示意见从某种程度上可以说是注册会计师经过一番劳动后并无收获,它可以被看成审计委托双方的一种计谋:对于注册会计师而言,规避了一种审计风险;对于委托人而言,完成了委托,对报告使用者有了

交代。但是由于存在 ST 机制,公司被出具无法表示意见后,委托人的成本会增加,因此在一定程度上制约了委托人被出具该类审计意见的意愿。由于目前为止,审计师对上市公司出具的审计报告中尚未出现由于持续经营问题导致的否定意见,因此我们只考虑与持续经营相关的无法表示意见、保留意见和带强调事项段的无保留意见三种类型。无法表示意见的持续经营审计意见的出具,意味着其严重程度远远大于持续经营保留意见和带事项段的持续经营无保留意见。严厉程度越高的审计意见一方面表明注册会计师认为该公司财务报表的可靠性、真实性越差,另一方面也表明公司财务状况越差,持续经营能力存在的问题越大,从而传递更加负面的市场信息,导致理性投资者更加看淡公司的股票。因此我们提出假设 2。

假设 2:在年报公布较短的时间窗口内,不同类型的持续经营审计意见的市场反应不同,即持续经营带强调事项段无保留意见、保留意见、无法表示意见的负的市场反应逐渐加强。

影响持续经营审计意见信息含量的一个重要的因素是投资者类别。相对于个人投资者,机构投资者有更多渠道影响资本市场的效率:第一,信息优势。机构投资者可以有更多的方法和来源来获得信息,即使是面对同样的公开信息,机构投资者也可以凭借更专业的分析团队发现个人投资者无法发现的内涵和机会。第二,对被投资公司的影响力。机构投资者具有资金优势,对被投资单位的影响力也更大。机构投资者的参与使他们对被投资单位的信息披露与信息质量提出了更高的要求。第三,定价能力。机构投资者拥有更专业的分析人员和投资决策团队,可以准确评估出资产的内在价值并作出买入或者卖出的决策。如果这种能力得到有效的发挥,则可以引导整个市场中资产的价格逐渐趋于真实的价值,形成市场的均衡稳定<sup>[20]</sup>。

在资本市场中,能否有效地进行投资决策取决于对信息的吸收和处理能力。机构投资者在信息获取和处理方面存在更多的规模效应和范围经济<sup>[23-24]</sup>,即机构投资者存在强大的信息收集内在动力,从而增强了机构投资者获取信息的可能性。他们拥有较为丰富的信息获取渠道,除了更为及时地获取公开信息外,还可以参加更多的公司电话会议,并有可能与公司高管进行一对一的面对面交流以获取私人信息。更为重要的是,在获取多方信息之后,他们凭借自身的专业化水平相对正确地解释所获得的信息。所以,与一般中小投资者相比,机构投资者具有信息上的优势,也具有更强的信息解读和评估能力,能够更加准确地对不同类型持续经营审计意见做出反应,因此我们提出假设 3。

假设 3:在年报公布较短的时间窗口内,机构投资者持股比例越高,持续经营审计意见越有更加负面的市场反应。

## 四、研究设计

### (一)模型和变量

本文采用反常收益  $AR$  和累计超额回报  $CAR$  作为市场反应的代理变量,研究不同类型非标审计意见对公司股票价格的影响。在研究窗口的选取上,考虑到年报公布日前后较短时间内更容易捕获持续经营非标意见对市场反应的影响程度,因此,为了使得观察  $CAR$  的不同程度的变化更为稳健和可靠,本文选取  $[-1,1]$ 、 $[-2,2]$ 、 $[-5,5]$  和  $[-10,10]$  共四个窗口期进行比较研究。反常收益是将实际股价收益减去正常收益后的收益,也就是事件收益。股票的反常收益是实际回报与正常(期望)回报的差异,即没有预期到的收益的部分,因而也就是由于事件引起的当日公司价值变动的估计值。

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

其中, $AR_{it}$ 是第  $i$  家公司  $t$  日的反常收益率, $R_{it}$ 是第  $i$  家公司  $t$  日的日收益率, $R_{mt}$ 是第  $i$  家公司  $t$  日的日正常(预期)收益率。

计算正常收益通常有市场模型、均值调整模型和市场调整模型几种方法。本文与肖序等的研究相同<sup>[24]</sup>,采用市场调整模型估计某证券的期望正常收益率,即以总市值加权的日市场收益率作为估计。

$$\text{样本组平均日超额收益率: } \overline{AR}_i = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n AR_{i,t} \text{。}$$

$$\text{事件期样本组在}(t_1, t_2)\text{ 累计平均超额收益率: } CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AR}_i \text{。}$$

本文的研究变量如表 1 所示。

表 1 变量定义

本文通过 *AR* 和 *CAR* 的均值检验来验证假设 1, 通过 *CAR* 均值 LSD 多重比较来验证假设 2, 最后通过下面这个模型来验证假设 3。

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 GCO + \beta_2 INST + \beta_3 INST \times GCO + \beta_4 LNMB + \beta_5 LATE + \varepsilon$$

模型中, *GCO* 为虚拟变量, 当审计意见为持续经营无保留加强调事项段时取值为 1, 为持续经营保留意见时取值为 2, 为持续经营无法表示意见时取值为 3。 *INST* 为机构投资者持股比例, *INST* × *GCO* 是持续经营审计意见类型的和投资者持股比例对市场反应的交互影响。

根据假设, 预计  $\beta_3$  显著为负。 *LNMB* 是上市公司股权市值和净债务市值的自然对数, 反映了公司股东的获利能力。 *LATE* 是年报披露时滞, 指从财务报告所涉及的会计期间结束日到报告披露日之间的时间间隔。朱晓婷、杨世忠发现年报披露时滞与年报披露前后的市场反应显著负相关<sup>[25]</sup>, 所以我们将其作为本文的控制变量。

(二) 样本选取

本文选用 2007—2014 年沪深两市所有 A 股被出具持续经营审计意见的公司作为研究对象(剔除金融公司)。时间段的选取考虑的是: 第一, 时间跨度大, 数据量多, 得出的结论比较有说服力; 第二, 2007 年新准则实施, 选取 2007 年及以后的数据可以减低新准则实施引起的市场反应差异。样本公司的年报数据、股票交易数据等主要来自 CSMAR 数据库。

变量类型	变量符号	变量说明	变量来源
因变量	<i>CAR</i>	累计平均超额收益率	按照公式计算
自变量	<i>GCO</i>	持续经营审计意见	虚拟变量, 当为持续经营无保留意见时, 取值为 1; 持续经营保留意见时取值为 2; 持续经营无法表示意见时, 取值为 3
	<i>INST</i>	机构投资者持股比例	CSMAR 数据库
	<i>LNMB</i>	股权市值和净债务市值的自然对数	CSMAR 数据库
控制变量	<i>LATE</i>	年报披露时滞	手工计算
	<i>Industry</i>	行业哑变量	按《上市公司行业分类指引》为基础分类
	<i>Year</i>	年份哑变量	年度哑变量, 以控制年度的影响

五、实证结果分析

根据表 2 及表 3 的描述性统计知, 2007—2014 年, 持续经营审计意见均维持在相对稳定的水平, 并且持续经营非标审计意见占总非标审计意见的百分比在各年度居高不下, 在 2007—2009 年有持续上升的趋势, 由 72% 升高至 80%, 然后逐步下降。持续经营非标审计意见占总非标审计意见的百分比最低为 2014 年度, 为 45%, 最高为 2009 年度, 达到 80%, 持续经营审计意见占据非标审计意见的绝大部分。再看持续经营非标审计意见的组成情况, 在 2007—2014 年度中, 全部 A 股(不包括金融类公司)因持续经营而被出具否定意见的公司占比为 0; 平均有 79% 的持续经营非标审计意见是无保留意见加事项段, 占据持续经营审计意见的绝大多数; 9% 是保留意见及保留意见加事项段; 12% 是无法表示意见。其中, 强调事项段中涉及持续经营问题的无保留意见在 2007 至 2012 年度中呈现整体上升的趋势, 达到高点 86%, 近两年有所下降, 但仍维持在大约 80% 的比例; 因为持续经营问题而被出具的保留意见在 2013 年最高, 占比 12%, 变动幅度不大, 基本维持在 10% 上下; 而因持续经营问题导致的无法表示意见中, 2007 年至 2009 年三年比例相对较高, 甚至达到持续经营非标意见的 20%,

2010 年与前三  
年相比有所下  
降,但是后续有逐年  
上升的趋势,  
在 2014 年度  
达到了 14%。

表 2 描述性统计

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
两市全部 A 股(剔除金融业)公司总数	1519	1573	1720	2070	2310	2424	2444	2501
非标审计意见公司总数	118	109	113	110	115	90	88	98
持续经营非标审计意见公司总数	85	86	90	79	81	58	41	44
持续经营非标意见占总非标意见百分比	72	79	80	72	75	64	47	45

表 3 持续经营非标审计意见类型的描述性统计

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
带强调事项段无保留意见	公司总数	64	62	67	66	73	50	31	35
	占比	75	72	74	84	85	86	76	79
保留意见	公司总数	6	7	5	8	9	5	5	3
	占比	7	8	6	10	10	9	12	7
否定意见	公司总数	0	0	0	0	0	0	0	0
	占比	0	0	0	0	0	0	0	0
无法表示意见	公司总数	15	17	18	5	4	3	5	6
	占比	18	20	20	6	5	5	12	14
持续经营非标审计意见公司总数		85	86	90	79	81	58	41	44

图 1 是  
被出具持续  
经营非标意  
见公司前后  
10 天的 AR 均  
值。根据图 1  
可知,被出具  
持续经营非  
标审计意见

公司在年报公布日前后 AR 均值的波动较大,说明投资者的反应较不稳定,具体表现为:相对日期为 -7 时,即年报公布前七天,AR 开始由正变负,表明市场前期已经开始意识到由持续经营能力欠缺所导致的负面信息的存在并开始提前消化,从而使得反常收益开始逐步下降并转为负数,且持续下降一直到相对日期为 -5,即年报公布日前五天时,开始反弹增加,可以理解为是由于股票市场上投资者的逆反心理的存在,他们认为前几天的负面影响逐步得到消化,预期股价开始上升,所以被出具持续经营非标意见公司的 AR 均值开始有一个上升的趋势,直到相对日期为 -1,即年报公布日前一天。通过年报公布日前十天的 AR 均值的波动可以看出,年报披露前市场对该类公司表现出不稳定性。年报公布日当天,被出具持续经营非标审计意见公司的 AR 达到最小,表明市场对持续经营非标意见的出具表现出强烈的负面反应,投资者能够识别该信息。该强烈的负面反应在年报公布的第 2 天开始有所缓解,直到年报公布日后第 3 天,AR 均值由负变正。其后,除了相对日期为 5 时的 AR 为负值,其余均为正数。由此可见,市场对持续经营非标意见的出具有一个明显的负面反应,尤其是在年报公布日之前,市场表现出明显的不稳定性,年报公布日当天达到最大化的负值,但是由于前期市场已经对持续经营不确定性有了一个预期或者负面信息的消化,因此导致年报公布日后该类公司的整体走势没有继续恶化,而是趋向正向且逐步稳定。

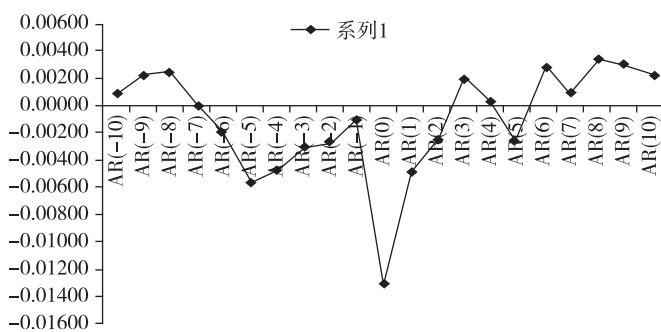


图 1 被出具持续经营非标审计意见公司各相对日期 AR 均值

表 4 是四个窗口期 CAR 均值的 T 检验结果,以验证持续经营审计意见的出具是否会引起投资者注意,从而导致负面的市场反应。从表中可以发现,窗口期为 [-1,1]、[-2,2]、[-5,5] 的 CAR 均值显著为负,表明市场累计超额平均收益在三个相对较短的窗口期中均显著为负,但是当窗口期扩大到 [-10,10] 时,虽然 CAR 均值为负,但是没有通过显著性检验,其原因可能在于窗口期的延长导致其他干扰因素的出现,比如并购重组、政府补贴、员工激励等利好消息的出现可能在一定程度上缓解

了持续经营非标意见所带来的负面影响,从而使得扩大的[-10,10]的窗口期包含了太多其他无法控制的干扰因素,因而其对市场的负面影响不再显著。经过以上的分析,我们认为,在年报公布较短的时窗内,如年报公布前后1天、2天或5天,持续经营非标审计意见均有显著的负的市场反应,假设1得证。

为了进一步验证持续经营非标意见的不同类别,即无保留意见、保留意见和无法表示意见这三种类型是否会产生不同的市场反应,我们采用LSD方法来验证假设2。进行LSD分析的假设条件是在不同水平下观测变量的总体方差无显著性差异,因此本文需要首先通过方差齐次性检验来判断CAR是否符合LSD方差分析。

齐性检验时F越小(P越大),就证明二者之间差异越小。表5是不同类型持续经营不确定性审计意见CAR方差齐次性检验分析结果,其P值均大于0.05,说明在不同类型的持续经营非标审计意见下各组总体方差是相等的,满足进行LSD分析的前提条件。因此,我们应用LSD方法对不同类型持续经营非标审计意见的各窗口期的CAR进行多重对比检验,以此判断不同类型持续经营非标审计意见对CAR的影响程度,结果如表6所示。表6中无保留加事项段组与无法表示意见组CAR的均值差在三个窗口期间的符号均为正,且在窗口期为[-2,2]、[-5,5]、[-10,10]通过了显著性检验,即在这三个窗口期中,无法表示意见组比无保留加事项段组有更强的负的市场反应;保留意见组与无法表示意见组CAR的均值差在三个窗口期的符号均为正,但是仅在窗口期为[-1,1]通过了显著性检验,即在这个窗口期中无法表示意见组比保留意见组有更强的负的市场反应;而无保留加事项段意见组与保留意见组CAR的均值差在三个窗口期不一致,且均没有通过显著性检验,说明假设2不完全成立,即在年报公布较短的时间窗口内,不同类型的持续经营审计意见的市场反应不同,持续经营无法表示意见的负的市场反应强于保留意见和无保留加事项段意见,但是保留意见和无保留加事项段的持续经营审计意见的市场反应并没有严格区别,说明市场对这两种持续经营审计意见未能很好地识别。

**表4 被出具持续经营非标审计意见公司CAR均值及T检验结果**

研究窗口	均值	T值	相伴概率
[-1,1]	-0.02055	-5.93221	0.0000
[-2,2]	-0.02511	-5.51454	0.0000
[-5,5]	-0.03639	-5.55504	0.0000
[-10,10]	-0.01091	-0.89775	0.3699

**表5 不同类型持续经营审计意见方差齐次性检验分析结果**

研究窗口	Levene 统计值	dif1	dif2	sig. (p 值)
[-1,1]	0.7470	2	369	0.4750
[-2,2]	1.4960	2	369	0.2250
[-5,5]	0.8620	2	369	0.4230
[-10,10]	2.4590	2	369	0.0870

**表6 各时窗不同类型持续经营审计意见CAR均值LSD多重比较**

研究窗口	均值			均值差					
	MG	QG	DG	MG-QG	MG-DG	QG-MG	QG-DG	DG-MG	DC-QC
[-1,1]	-0.0202	-0.0059	-0.0351	-0.0143	0.0149	0.0143	0.0292**	-0.0149	-0.0292**
[-2,2]	-0.0215	-0.0217	-0.0430	0.0002	0.0215*	-0.0002	0.0213	-0.0215*	-0.0213
[-5,5]	-0.0234	-0.0482	-0.0789	0.0248	0.0555***	-0.025	0.0307	-0.0555***	-0.0307
[-10,10]	0.0089	-0.0230	-0.0812	0.0319	0.0901***	-0.0319	0.0582	-0.0901***	-0.0582

注:\*\*\*表示1%的水平显著,\*\*表示5%的水平显著,\*表示10%的水平显著(下同)。MG表示持续经营无保留加事项段意见组;QG表示持续经营保留意见组;DG表示持续经营无法表示意见组。

表7是假设3的检验结果。从表7中可知,窗口期为[-2,2]的方程回归结果比较不理想,F值仅为1.22,没有通过显著性检验。可能的原因是,在中国的市场背景下,由于弱有效市场理论,非标意见出具前后一天,市场存在较为统一的负面影响,而窗口期为前后两天时,由于前一天市场已经消化了大部分的负面信息,再加上不理性的投资者存在投机心理,预期第二天存在跟第一天相反的行市,会选择相反的市场操作,从而导致窗口期[-2,2]的市场反应难以捉摸。而[-1,1]、[-5,5]和[-10,10]三个窗口的方程回归结果均通过了显著性的检验,其F值分别为1.9100、4.6800和



6. 2600。在这三个窗口期的回归结果中,  $INST \times GCO$  的系数均为负数, 意味着机构投资者的存在会强化持续经营审计意见的市场反应, 使得负面效果进一步增加, 并且在窗口期为  $[-1, 1]$  时通过了显著性的检验, 这说明在年报公布较短的时间窗口内, 如果机构投资者的持股比例越高, 被出具持续经营审计意见的公司有越大的负面市场反应, 假设 3 得证。在其他窗口期,  $INST \times GCO$  的系数均为负数但不显著, 可能的原因在于窗口期的延长、其他干扰因素的出现, 导致  $[-2, 2]$ 、 $[-5, 5]$  和  $[-10, 10]$  三个窗口期的机构投资者对持续经营审计意见发挥的作用不够显著。与此同时, 年报披露时滞  $LATE$  与  $CAR$  在四个窗口期均显著负相关, 表明年报披露得越晚, 投资者越会预期有更多负面信息的存在, 从而导致更加负面的市场反应, 这与前人的研究结果一致。

表 7  $CAR$  多元回归结果

因变量 $CAR$	CAR11		CAR22		CAR55		CAR1010	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
<i>Constant</i>	-0.0557*	-0.45	0.1367	0.83	0.7562***	3.69	1.2410***	4.44
<i>GCO</i>	-0.0061	-0.97	-0.0093	-1.12	-0.0008	-0.07	-0.0018	-0.13
<i>INST</i>	0.1713	1.3	0.1316	0.76	0.3099	1.44	0.3625	1.23
$INST \times GCO$	-0.1927*	-1.9	-0.1342	-1.01	-0.2493	-1.5	-0.2745	-1.21
<i>LNMB</i>	0.0035	0.6	-0.0052	-0.67	-0.0319**	-3.32	-0.0516***	-3.94
<i>LATE</i>	-0.0006**	-2.18	-0.0007**	-2.01	-0.0011**	-2.49	-0.0018***	-2.94
$R^2$	0.0435		0.0283		0.1002		0.1297	
调整 $R^2$	0.0207		0.0051		0.0788		0.109	
F 值	1.9100*		1.22		4.6800***		6.2600***	

## 六、稳健性检验

许多国外发达国家的机构投资者队伍发展迅速, 公司股票逐渐开始被代表养老金受益者的大机构投资者所持有。近年来, 随着我国证券市场的发展和逐步完善, 机构投资者也开始慢慢占据主要地位, 数量逐年增加。国内外学者的大量研究表明, 机构投资者相对于小股东而言, 更有识别市场信息的优势, 这在我们前期的研究中也得到了验证。但是由于不同性质的机构投资者在改善公司治理水平或是对企业绩效是否存在影响等方面可能有所不同<sup>[25]</sup>, 因此, 为了检验上述研究结论的稳健性, 本文针对机构投资者的异质性对持续经营审计意见市场反应的影响进行了检验。借鉴陈爱华的观点<sup>[26]</sup>, 由于证券投资基金、社保基金和 QFII 一般属于长期持有的投资机构, 有监督上市公司的动机, 我们将其定义为积极型机构投资者, 而券商、保险公司和信托公司由于持股比例小, 或是追逐短期盈利, 对上市公司的监督力度有限, 我们将其定义为非积极型机构投资者, 采取分组检验的方式, 再次验证假设 3。结果表明, 不管是积极型机构投资者, 还是非积极型机构投资者, 均在  $[-1, 1]$ 、 $[-2, 2]$  和  $[-5, 5]$  三个窗口期通过了显著性检验, 其中  $INST \times GCO$  的系数也均显著为负数, 且在窗口期为  $[-1, 1]$  时均存在显著的负相关影响, 年报披露时滞与  $CAR$  均显著负相关。稳健性检验的结果进一步支持了原假设。

## 七、结论与建议

本文以 2007—2014 年全部 A 股(不包括金融类公司)中被出具持续经营审计意见的公司为研究对象, 通过非参数检验、LSD 多重比较、多元回归等统计方法, 探讨了不同类型的持续经营审计意见的市场反应及机构投资者对其的影响, 得出的主要结论如下: (1) 持续经营审计意见向市场传递了坏消息, 使公司的股票价格下跌, 这与前人的研究结果一致。(2) 市场对无法表示持续经营审计意见的负的市场反应强于无保留加事项段和保留的持续经营审计意见。本文详细研究了 2007—2014 年 73 家

被出具持续经营无法表示意见公司的审计报告,发现注册会计师均明确提及导致出具无法表示意见的事由及其影响,而不是简单地以审计范围受限为由不发表审计意见,这让投资者相信注册会计师进行了必要的审计工作,确实发现了被审计单位持续经营重大不确定性,因此投资者均看淡了该公司的股票。持续经营无法表示意见公司的负的市场反应强于另外两种持续经营非标审计意见公司的市场反应,说明注册会计师并没有利用无法表示意见逃避审计责任,持续经营无法表示意见具有信息含量。(3)没有证据表明市场能够区别对待无保留加事项段和保留的持续经营审计意见。根据审计准则可知,虽然保留意见的严厉程度强于无保留加事项段审计意见,并且被出具持续经营的带强调事项段的无保留意见与持续经营保留意见的最大区别是被审计单位是否充分披露了持续经营不确定性的重大疑虑事项,但是这两种意见涉及的企业基本上是财务状况不好但程度不是十分严重或者已经有希望摆脱财务危机的情况,所以投资者没有区别对待无保留加事项段和保留的持续经营意见。(4)机构投资者持股比例越高,持续经营审计意见的负面市场反应越强。这说明机构投资者增大了持续经营审计意见的信息含量,这可能与机构投资者较强的信息收集和分析能力有关。另外,不同性质的机构投资者均能识别持续经营审计意见,但是相对于非积极型的机构投资者来说,积极型的机构投资者对持续经营审计意见提供的信息更为敏感。

根据文章的研究结论,我们提出以下政策建议:

第一,提高机构投资者参与证券市场的程度。由于机构投资者的专业素质与个人投资者相比有众多的优势,能够及时识别上市公司披露信息的质量,维护投资者利益,进一步规范证券市场,因此提高机构投资者参与证券市场的程度,相应提高持有的上市公司股票的持股比例,可以使机构投资者积极参与公司治理的收益,让他们更有动力去监督上市公司的生产经营情况及信息披露的现状,促使上市公司规范经营,真实披露信息。

第二,扶持机构投资者的均衡发展,改变证券投资基金“一方独大”的格局。我国的机构投资者主要是证券投资基金“一方独大”,由于其面临着顾客随时赎回的压力,极易导致证券投资基金的短期行为明显,引发证券市场的不稳定。我们应该学习欧美国家的共同基金、养老基金、保险公司和银行等机构投资者均衡持股的经验,适当放宽我国社保基金和保险公司的投资入市限制,相应增加它们的持股比例,这样有利于其进行长期的价值投资,更有利于证券市场的稳定发展。

第三,加强对证券市场信息披露的规范。被出具持续经营非标审计意见的公司的反常收益在年报公布日达到最低值,且在年报公布日前7天便出现负值,说明在年报公布日前有信息泄露的嫌疑,使得部分投资者提前做出了反应。因此,我们还需要对机构投资者获取信息渠道的恰当性方面给予足够的重视。因为机构投资者拥有信息优势,一方面可能与机构投资者的专业特点有关,但另一方面也不能排除通过非正当的途径获取了内幕信息。利用内幕信息进行交易是一种违法行为,严重侵犯了广大投资者,尤其是中小投资者的利益,扰乱了证券市场的秩序。因此,证券市场监管部门应营造良好的市场氛围,使投资者树立正确的股东意识,理性投资并重视上市公司的经营管理,达到公司利益相关者的多赢局面,从而有利于我国证券市场的良好规范与积极发展。

#### 参考文献:

- [1]薄仙慧,吴联生. 国有控股和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.
- [2]邢春玉,温菊英. 审计师能恰当发表持续经营非标意见吗——基于2003—2013沪深A股数据分析[J]. 中国注册会计师, 2015(5): 96-102
- [3]李明娟. 企业持续经营能力研究综述[J]. 中国商贸, 2009(9): 70-71.
- [4]暴瑞藏,唐玉莲. 持续经营假设与审计意见关系的实证分析[J]. 新会计, 2010(2): 43-44.
- [5]宋常,恽碧琰. 上市公司首次披露的非标准审计意见信息含量研究[J]. 审计研究, 2005(1): 32-40.

- [6]郭志勇,陈龙春.上市公司非标准审计意见市场反应的差异性研究[J].审计与经济研究,2008(3):38-43.
- [7]Ball R, Walker R G, Whittred G P. Audit qualification and share price[J]. Abacus, 1979(6):23-34.
- [8]Elliott J A. Subject to audit opinions and abnormal security returns: outcome and ambiguities[J]. Journal of Accounting Research, 1982,20:617-638.
- [9]Dodd P, Dopuch N, Holthausen R, et al. Qualified audit opinions and stock prices: information content, announcement dates, and concurrent disclosures[J]. Journal of Accounting Research, 1984,6:3-38.
- [10]Melumad N D, Ziv A. A theoretical examination of the market reaction to auditors' qualifications[J]. Journal of Accounting Research, 1997,35:239-256.
- [11]张晓岚,宋敏.上市公司持续经营审计意见信息含量的差异性研究[J].审计研究,2007(6):59-66.
- [12]黄秋敏,张天西.首次持续经营不确定性审计意见信息含量研究[J].审计与经济研究,2009(11):25-33.
- [13]任主恩,郭志勇.不同种类非标审计意见信息含量的差异性研究[J].财会月刊,2012(5):68-69.
- [14]余玮.持续经营审计意见的决策有用性[D].北京交通大学,2012.
- [15]唐盛培.机构投资者与上市公司会计信息相关性分析[J].证券市场导报,2007(2):29-35.
- [16]冯颖.机构投资者持股与审计意见[J].财会通讯,2014(10):20-21.
- [17]于李胜,王艳艳.投资者特征与盈余公告后的漂移现象(PEAD)[C].中国会计学会2006年学术年会论文集,2006:1189-1203.
- [18]苗青.机构投资者持股与盈余公告市场反应关系研究[D].西安工业大学,2010.
- [19]王晓妍,刘国常.机构投资者、审计意见与违约风险[J].现代管理科学,2013(4):30-32.
- [20]于艳.持续经营审计判断质量的影响因素分析[J].财会研究,2010(23):38-40.
- [21]胡继荣,王耀明.论CPA不确定性审计意见预测[J].会计研究,2009(6):81-87.
- [22]Firth M. Qualified audit reports: their impact on investment decisions[J]. Accounting Review,1978,3:642-650.
- [23]宋玉.机构投资者持股、信息优势与市场反应[D].厦门大学,2007.
- [24]肖序,周志方.上市公司非标准审计意见的市场反应及价值相关性研究[J].南京审计学院学报,2006(3):11-18.
- [25]李争光,赵西卜,曹丰,等.机构投资者异质性与企业绩效——来自中国上市公司的经验证据[J].审计与经济研究,2014(5):77-87.
- [26]陈爱华.异质性、机构投资者与会计稳健性[J].审计与经济研究,2014(6):75-82.

[责任编辑:黄燕]

## The Influence of Institutional Ownership on the Market Reaction to Going-concern Audit Opinion: Based on China's A-share Market from 2007 to 2014

ZHANG Limin, XING Chunyu, LI Yan

(School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, Beijing 100044, China)

**Abstract:** Through the study of different types of market reaction to going-concern audit opinions and the examination of the influence of institutional ownership on the market reaction to going-concern opinions, this paper discovers that CAR of the company issued by the going-concern audit opinion is significantly negative and CAR of the company issued by disclaimer of opinion is significantly stronger than modified audit reports without qualified opinion and qualified opinion, but there are no significant differences in the influence of the latter two audit opinions on CAR. We also find that institutional investors increase the differences of market reaction to different types of going-concern opinion. The results show that the going-concern audit opinion has information content and the institutional investors may increase the information content.

**Key Words:** going-concern audit opinion; institutional ownership; market reaction; shareholding ratio; investment behavior; cumulative abnormal return; operational risk; non-standard audit opinions