

新股发行市场的审计师选择

——来自2006年—2008年的数据

肖小凤¹, 唐红²

(1. 湖南大学会计学院, 湖南长沙 410079; 2. 湖南财经高等专科学校, 湖南长沙 410205)

[摘要]信号传递理论认为,在有效市场的条件下,IPO市场中审计师选择可以作为信号传递机制,降低发行企业和投资者之间的信息不对称程度。在我国实施股权分置改革以及证券发行保荐制的背景下,通过考察我国审计师声誉和IPO企业特征之间的关系后发现,股权分置改革和证券发行制度的市场化改革增加了对高质量审计的需求,事前风险更低的公司倾向于选择高声誉事务所,且高声誉审计师审计的IPO企业的首日回报显著要低。这说明大规模事务所的高声誉得到了市场的认可,审计师的信号传递功能在我国初显成效。

[关键词]信号传递; 审计师选择; 审计师声誉; 新股发行市场

[中图分类号]F239.43 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2010)06-0037-07

一、引言

新股发行市场所具有的独一无二的特征,为审计师选择研究提供了天然的视角。在新股发行时,发行企业拥有企业财务状况、经营业绩、未来现金流和发展前景的信息,而投资者并不拥有这些信息。发行企业和投资者之间的这种信息不对称会导致企业发行时的逆向选择:当发行人认为企业的价值被低估时,他们不会发行证券;当发行人发行证券时,投资者有理由认为企业的价值是被高估的,则只愿意统一地出低价购买。这种博弈将导致高质量的发行企业无法取得较高的发行价格。为了确保企业的证券价值不被低估,高质量低风险的发行企业有动机通过某种机制将他们的私人信息传递给投资者,选择高声誉的审计师就是这样一种信号传递机制。

在以英美为代表的西方成熟的资本市场,为向

投资者补偿未来盈利方面所存在的不确定性,公司在IPO时往往折价发行股票。高声誉的审计师作为一种有效的媒介,能够传递有关公司未来现金流量方面存在较低不确定性的信号,使IPO时的发行价格提高到更接近上市首日的收盘价,从而降低发行折价^[1]。但是,审计声誉机制的信号传递作用的有效发挥是以市场化背景为前提的,即新股的定价和新股的供给均是市场化的。

我国证券市场是一个新兴的市场,市场的制度性特征处在不断的变迁当中。在股权分置的体制下,流通股比例的限制导致IPO的发行数量大多数情况下总是供不应求,发行市场的这种供需不平衡导致异常的IPO抑价,同时,IPO的额度发行制和政府对新股发行节奏的控制从某种程度上加剧了中国IPO低定价,使得通过IPO首日收益来传递发行公司的质量信号成为空中楼阁,股票市场的有效配置

[收稿日期]2010-03-04

[基金项目]教育部新世纪优秀人才支持计划(NCET-06-0701);湖南省软科学项目(2008ZK3095);湖南省高校哲学社会科学重点研究基地项目;湖南省高校创新平台开放基金项目(09138)

[作者简介]肖小凤(1977—),女,湖南邵阳人,湖南大学会计学院讲师,博士,从事审计理论与实务研究;唐红(1965—),女,湖南湘潭人,湖南财经高等专科学校教授,从事审计理论研究。

资源的功能极为有限。由于发行企业的质量与发行成功与否没有关系,不可能有发行失败现象的发生,自然也没有人关心发行企业的质量。而且随着市场法规的建立健全和投资者的逐渐成熟,我国 IPO 市场上的发行审核制度、发行定价机制以及发行方式也在发生着一系列变化,尤其是 2005 年开始的股权分置改革和证券发行保荐制的实施,必然对市场参与各方的行为决策产生重大影响。目前还没有学者就中国新股发行的最新制度变化与审计师的信号传递作用做过专门研究。本文结合中国 IPO 市场的政策背景,首次对中国新股发行制度改革以后的审计需求和审计师的信号传递作用进行实证考察,对现有关于审计需求和 IPO 首日回报研究文献进行补充和拓展。

二、理论分析与假说的提出

公司证券发行折价这一经验现象是 IPO 市场中探讨的问题。折价是指股票的发行价与上市首日收盘价之间的差异。发行企业为了使证券发行顺利,不得不向投资者提供折价,但同时发行企业又希望折价最小化,因为折价会把他们的财富转移给新投资者。

声誉高的审计师有助于降低新上市公司未来现金流的不确定性程度,从而降低发行折价。选择高声誉的审计师(或投资银行)有助于向市场提供关于公司质量的额外信息。审计师在 IPO 市场中的这一信号传递作用最先由 Titman 和 Trueman 提出,他们构建了一个信号均衡模型,描述了发行企业有动机通过选择不同声誉的审计师传递发行企业质量的信号^[2]。该模型证明,由于高质量审计师具有验证与发行公司价值有关的报告信息的相对优势,所以发行公司需支付与高质量审计有关的溢价。而对于低质量公司而言,雇佣高质量审计师的预期成本将超过发送错误信号所带来的收益。这种成本收益比导致企业家将选择审计师类型作为信号向市场传递关于公司价值和风险信息。这一模型得到后来相当多的研究者的经验支持,例如,在美国,IPO 公司均倾向于聘请声誉卓越的“四大”会计师事务所作为其主审事务所,以此来促进新股的顺利发行,且有相当数量的公司在上市前从地方性事务所转向全国性的大事务所^[3]。

另一方面,审计师为业绩较差的公司提供审计服务可能招致诉讼,再加上“深口袋”效应,规模大和声誉高的审计师更容易遭到起诉且声誉受损的后果

更严重,因而审计师自身有动机去维护声誉,有动机去选择前景好的公司和为风险较低的公司提供审计服务^[4]。基于同样的原因,保护声誉的需求导致高质量的投资银行承担低风险 IPO 项目,高声誉的投资银行有动机鼓励发行企业选择高声誉的审计师^[5]。

在股权分置改革以前,我国资本市场上的股票发行和公司上市基本实施政府调控的机制,虽然曾先后实施不同的审批方法,但不管是“额度制”还是所谓的“核准制”和通道制都带有浓重的计划色彩。在此背景下,公司上市发行的决定权掌握在证监会这一政府机构手中,审计只不过是满足证券监管机构的程序性要求而已,这使得发行公司、承销人和证券投资者均缺乏对高质量审计的需求,作为有效市场条件下的审计师选择的信号传递作用不可避免地失去了其应有的作用。这一推测得到了国内众多相关研究的证实,如朱红军等采用 2001 年和 2002 年的样本,通过检验事务所特征与其 IPO 审计市场份额之间的关系,发现 IPO 审计市场上存在着对管制便利、事务所规模和事务所地缘关系的需求,但缺乏对高质量审计的需求。陈海明等采用 1996 年—2003 年的样本、李常青等采用 1999 年—2002 年的样本发现,我国的会计师事务所的声誉并不能降低 IPO 折价幅度^[6-8]。以上研究都表明,在股权分置和企业上市实行政管制的背景下,我国企业在新股发行时缺乏对高质量审计的需求,高声誉审计师未能在 IPO 市场中发挥作用。

为推进中国股票发行的市场化进程,中国证监会针对上市公司治理进行了股权分置和新股发行保荐制等一系列重大改革。2003 年 12 月 28 日,中国证监会发布了《证券发行上市保荐制度暂行办法》,决定于 2004 年起施行证券发行上市保荐制度。在发行定价方式方面,从 2005 年开始,所有 IPO 发行都全部实行询价制度。由于保荐制明确了保荐机构和保荐代表人的责任并建立责任追究机制,券商对于 IPO 公司遴选能力和对于风险的控制意识明显提高了。资料表明,自 2005 年初开始,IPO 公司的首日收益率明显降低^[9]。这说明保荐制和新股询价制有利于降低发行人、承销商以及投资者之间的信息不对称程度,从而提高了新股发行市场的资源配置效率。而于 2004 年开始实施的股权分置改革则根本性地改变了股票市场供不应求的局面,缓解了发行上市企业的有限供给与证券市场无限投资需求的矛盾,使得上市公司壳资源的价值逐步消失,发行管理

制度更加突出了对股票发行的市场价格约束和投资者约束。我们可以预计,相关的制度背景的变化对发行企业以及相关各方的行为决策无疑会产生重大的影响,责任和风险意识的强化极有可能促进上市公司对高声誉审计师的需求。

在上市公司对审计师的选择以及投资者的市场反应之间有这两个相互关联的问题。首先,低风险的好公司有动机选择高声誉的审计师,因为高声誉审计师降低错误的激励更大,有更强的动机去调查和报告发行企业在运用会计原则中的偏误,由他们审计的会计报告披露的信息就会更准确,从而有助于降低新上市公司未来现金流的不确定性程度,降低投资者的事前不确定性,并最终降低发行折价。因此,我们提出假说1:事前风险更低的IPO公司更倾向于聘请高声誉审计师。其次,若审计师声誉得到了市场认可,则高声誉审计师审计的IPO公司的首日回报率比低声誉审计师审计的IPO公司的首日回报显著为低。因此,我们提出假说2:聘请高声誉审计师的IPO公司的首日回报更低。

三、研究设计

(一) 企业风险的衡量

企业风险可从两种不同的角度衡量:一是事前风险的预计,二是事后风险的衡量。事后风险的衡量通常采用的指标是IPO之后60日内日收益率的标准差。这一衡量指标的优点在于它是基于市场基础的,缺陷则在于在做出信号决定时它是无法被观察的。理论上说,对风险的衡量应是在企业公开发行股票之前。但是,IPO之前缺乏股价交易的数据,而基于市场的风险衡量又是不可能的。作为衡量事前风险的替代变量,最常用的方法是借鉴Altman 1968年所建立的模型。这一模型衡量了包括公司规模、资产负债率以及其他与企业有关的体现财务弹性的因素。基于IPO之前的财务信息更好地代表了在新股发行项目中企业家和审计师所采用的风险衡量因素,因此更适合用来评价从盈利预测书所能推断出来的总风险。借鉴Altman的模型,本文以公司规模、资产负债率、资产净利率、公司成立时间等四个变量来计量发行企业的事前风险。公司规模越大,风险越低;公司资产负债率越低,风险越低;公司资产净利率越高,风险越低;公司成立时间越长,风险越低。我们预计,规模大、负债比率低、资产净利率高和成立时间长的公司更有可能选择声誉高的审计师。在现行制度安排下,发行企业选择何种类型

的审计师还会受到承销商的影响。在新股发行时,主承销可以通过间接地同意现任审计师或直接地提出更换审计师来实现选择审计师的权力。高声誉的承销商在发程序中有更强烈的动机选择高声誉的审计师来验证财务信息,以防止错误定价。因此,本文在影响审计师选择的因素中加入了承销商声誉这一变量。

(二) 审计师声誉的计量

大规模事务所被认为是高声誉、高质量事务所,因为大事务所的客户更多,对单一客户的依赖性更小,所以其独立性更高;且“四大”审计的公司比非“四大”审计的公司有更高的盈余反应系数、更少的盈余管理以及更低的诉讼率^[10-12]。“深口袋”理论也认为,大规模事务所具有高声誉,因为大规模事务所签发不恰当审计意见预期未来的损失更大,这将激励大规模事务所付出更多的努力。中国的研究者们对“四大”事务所的审计质量较高也得出了较为一致的结论。他们的研究结果显示,“四大”事务所的收费显著高于本土事务所,经“四大”事务所审计的公司操控性应计略低于本土事务所审计的公司。中国资本市场对“四大”审计质量的认同度较高^[13-14]。

根据中国注册会计师协会以总收入、CPA人数、从业人员人数等几项指标为标准进行的2006年至2008年百强事务所的排名,国际“四大”事务所的排名连续三年均稳定在前四位,且“四大”事务所的每家业务收入占全国百强事务所总收入的比例均在10%以上。而国内事务所的排名在这三年间却不稳定,且单独一家国内事务所的业务收入在全国百强事务所总收入中的占比最多在2%以内,与国际“四大”事务所有很大差距。因此,前人的研究及最近的经验数据取得了一致,国际“四大”事务所被认为是高声誉事务所。如果IPO公司选择“四大”事务所作为主审事务所,则AUD=1,否则AUD=0。

(三) 承销商声誉的计量

承销商声誉计量有不同的方法,国外研究中最具代表性的衡量方法有两种:(1)C-M法。这种方法是由美国的金融学家Carter和Manaster于1990年提出来的。他们依据IPO的墓碑公告中承销商的排名次序对不同承销商的声誉进行分级。(2)M-W排名系统。Megginson和Weiss在1991年提出以各承销商在证券承销市场中的份额作为投资银行声誉的衡量指标,市场份额越大的投资银行其声誉也越高。

我国缺乏相应的墓碑公告,而单纯采用市场份额来衡量承销商声誉的方法也不可取,因为市场份额高的承销商不一定能代表市场的认可度。我们认为,应综合考虑承销商的市场份额及业内认可度。为此,本文借鉴 2007 年新财富第二届中国最佳投资银行的评选活动的调查结果,因为该调查结果代表了投资银行(即承销商)的业内认可度及其服务对象(上市公司)的认可度。结果表明,投资银行的集中度较高。该调查得分前两位的券商占了总分值的 46.7%,前五位的得分占了总分值的 75.5%,前十位的得分占了总分值的 89.23%(评分标准由券商的承销金额、同行评价的品牌认同度、创新力等指标组成)。从分值比例分布

可以看出,中信证券和中金公司的优势非常明显,银河证券紧随其后,而其余券商则较前三名有较大差距。我们据此假设,若 IPO 公司选择这三家投资银行作为主承销商,则 $UND = 1$, 否则 $UND = 0$ 。

(四) 回归模型

本文构建 logistic 模型来检验新股发行企业的审计师选择。其中, $\ln ASSET$ 、 ROA 、 UND 、 AGE 的系数符号预计为正,而 LEV 的符号预计为负。 $YEAR$ 和 IND 用来控制年度和行业的影响。

$$AUD = \alpha + \beta_1 \ln ASSET + \beta_2 LEV + \beta_3 ROA + \beta_4 UND + \beta_5 AGE + \beta_6 YEAR + \beta_7 IND + \varepsilon$$

模型所用的变量含义见表 1。

表 1 模型变量设计

变量性质	变量符号	变量含义
因变量	AUD	IPO 公司选择“四大”事务所,则 $AUD = 1$; 选择非“四大”事务所,则 $AUD = 0$
解释变量	$\ln ASSET$	公司规模,发行前最近一期资产负债表中总资产的自然对数
	LEV	发行前最近一期资产负债表中的资产负债率(负债/总资产)
	ROA	三年平均全面摊薄的资产净利率(净利润/期末总资产)
	UND	承销商声誉变量,如为大承销商,则 $UND = 1$, 否则 $UND = 0$
	AGE	公司成立时间,公司成立至发行上市的自然年度

对于假设 2,我们拟采用均值比较检验的方法来检验经“四大”事务所审计的 IPO 公司的经市场调整的首日回报率是否显著低于非“四大”事务所审计的 IPO 公司经市场调整的首日回报率。

2006 年 4 月 29 日股市融资重新启动。股权分置改革改变了过去股票发行供不应求的局面,增加了发行失败的风险,将极大地促进低风险的发行企业选择高声誉的审计师。基于此,我们选取 2006 年 1 月 1 日至 2008 年 12 月 31 日上市的 A 股上市公司作为研究对象。

四、样本选择和实证结果

(一) 样本选择

本文以 2006 年 1 月 1 日至 2008 年 12 月 31 日间沪深两市的 IPO 公司作为研究对象考察审计师选择作为信号传递机制的有效性。在剔除 14 家金融业公司以及数据不全的样本后,剩下 254 家公司。之所以选择这一时间段内的数据,一是因为我国于 2004 年 12 月 31 日正式全面实施保荐制度,且于 2005 年末实施股票发行的市场询价制。保荐制在很大程度上强化和细化了保荐机构的责任,尤其是保荐代表人的个人责任,加大了保荐机构为发行企业正确定价及其保证发行人提供可靠信息的风险,保荐机构对风险的重视必然会使高声誉的投资银行出于保护声誉的需求产生对高声誉审计师的需求。原因之二则在于,我国的股权分置改革试点工作于 2005 年 4 月 29 日启动,股市融资暂停;

(二) 描述性统计结果

在表 2 中,我们列示了样本总体($n = 254$)、选择大事务所样本($n = 23$)、未选择大事务所样本($n = 231$)企业风险变量的描述性统计结果,并进行了按公司选择审计师类型划分样本组的对比性统计。在计算各组解释变量的极小值、极大值、均值、标准差的基础上,通过对两组均值的 T 统计参数检验和 Mann-Whitney U 非参数检验,进行组内独立样本差异的显著性水平检验。

从表 2 中可以看出,选择“四大”事务所的样本组与选择非“四大”事务所的样本组,在公司资产规模、公司成立时间以及承销商的类型上,其均值存在显著差异。选择“四大”事务所的样本组,其公司资产规模、成立时间以及承销商声誉的变量均值,要显著高于非“四大”事务所的样本组。

表 2 样本描述性统计

	N	极小值	极大值	均值	标准差	T	Wilcoxon Z
UND	254	0	1	0.10	0.298	9.030 ***	7.865 ***
	23	0	1	0.57	0.507	(0.000)	(0.000)
	231	0	1	0.05	0.222		
LEV	254	0.01	0.97	0.5497	0.15196	0.121	-0.577
	23	0.14	0.97	0.5533	0.22491	(0.904)	(0.564)
	231	0.01	0.86	0.5493	0.14339		
ROA	254	0.00	0.41	0.1033	0.06597	-1.311	-1.832 **
	23	0.01	0.21	0.0861	0.06900	(0.191)	(0.067)
	231	0.00	0.41	0.1050	0.06557		
LnASSET	254	18.47	27.43	20.4898	1.49454	13.879 ***	7.016 ***
	23	19.49	27.43	23.6011	1.82519	(0.000)	(0.000)
	231	18.47	25.05	20.1800	1.03630		
AGE	254	0.00	19.00	6.1654	3.55035	3.210 ***	3.670 ***
	23	1.00	15.00	8.3913	3.34037	(0.001)	(0.000)
	231	0.00	19.00	5.9437	3.50048		

注：***、**、* 分别表示在 0.01、0.05、0.10 水平上显著，括号内为 P 值水平。

(三) logistic 回归结果

本文对 SIZE、LEV、UND、AGE、ROA 这五个变量采用强制进入策略进行 Logistic 检验，可以发现，模型在 0.01 水平上显著 (Chi-square = 29.041, Sig. = 0.000)。

1. 审计师选择的回归结果

从回归结果可以得知，IPO 企业规模系数为正且显著，表明规模越大的 IPO 公司越倾向于选择大事务所进行审计。公司规模是衡量企业风险的最重要的因素，大公司抗风险的能力更强，这一结论与信号传递理论所描述的低风险的公司更倾向于选择高声誉事务所的预期一致。

公司成立时间的系数为正且显著，说明发行企

业上市前存续时间越长、生产经营越稳定，风险和不确定性越低，其更倾向于选择大事务所进行审计。

承销商声誉的系数为正且显著，说明声誉越高的承销商越倾向于选择大事务所进行审计。保荐制的实施明确了保荐机构和保荐代表人的责任以及其责任追究机制，强有力地改变了通道制下券商的市场竞争和责任意识欠缺的局面，券商对于 IPO 公司的遴选能力和对于风险的控制意识明显提高了。基于控制风险的要求，高声誉的承销商更倾向于聘请高声誉审计师，并且承销商通过默认企业的现任审计师或建议更换审计师对选择审计师的决策有充分的影响力，能够有效实现自己的意图。

表 3 审计师选择的 logistic 回归结果

变量名	预计符号	B	S. E.	Wald	显著性	Exp(B)
UND	+	1.332 *	0.792	2.825	0.093	3.787
LnASSET	+	1.157 ***	0.218	28.037	0.000	3.180
AGE	+	0.188 **	0.091	4.236	0.040	1.207
ROA	+	3.029	4.427	0.468	0.494	20.685
LEV	-	-0.022	2.336	0.000	0.992	0.978
YEAR	?	控制	控制	控制	控制	控制
IND	?	控制	控制	控制	控制	控制
调整的 R ²				0.491		

注：***、**、* 分别表示在 0.01、0.05、0.10 水平上显著 (双尾)。

其余两个变量即资产负债率系数为负但不显著，总资产利润率系数为正但不显著。这说明资产

负债率和总资产利润率的大小并非事务所风险评价的敏感因素。事务所对拟发行上市企业的财务

风险和经营风险的关注度不够,其原因可能在于 IPO 审计市场上的竞争激烈程度远高于年报审计市场^[15]。由于这一市场上的审计收费远高于年报审计市场的收费,而且 IPO 审计市场是客户与事务所的初次合作,事务所一旦承接了一家公司的 IPO 审计,通常就很容易与之建立长久的合作关系。因此,激烈的竞争可能导致事务所在风险评价时的谨慎度有所降低。

2. 审计师声誉与 IPO 首日回报

从 IPO 公司第一个交易日的市场反应来看,市

场确实认为“四大”事务所审计的 IPO 公司比非“四大”事务所审计的 IPO 公司的风险更低。从表 4 可以看到,审计师的声誉越高,折价越低,非“四大”事务所客户的平均折价为 148.64%,而“四大”事务所客户的平均折价为 79.75%,只相当于非“四大”事务所样本组的 50% 左右,差异是显著的,T 值为 -3.091。高声誉审计师审计的发行企业的首日回报更低,这意味着对投资者而言,高声誉事务所审计的 IPO 公司的风险更低,事务所的声誉得到了市场的认可,审计师声誉有助于降低新股发行折价。

表 4 基于审计师选择的 IPO 公司的首日回报的对比

组别	N	极小值	极大值	均值	标准差	T	Wilcoxon Z
总体样本	254	-0.01	5.63	1.4240	1.03639	-3.091	-3.305
“四大”组	23	-0.01	1.92	0.7975	0.53748	(0.002)	(0.001)
非“四大”组	231	0.02	5.63	1.4864	1.05391		

(四) 多重共线性问题

Logistic 回归同样需要考虑多重共线性问题。本文采用线性回归模型来检查容忍度。可以发现,容忍度均大于 0.60,方差膨胀因子 VIF 均接近于 1。因此,变量间的共线性并不严重(见表 5)。

五、结论

从宏观层面来讲,中国 A 股 IPO 首日收益率远远高出世界其他国家和地区的平均首日收益率水平,但是其年度平均值呈逐年下降的趋势。这种 IPO

首日收益特征是与我国新股发行制度的动态变迁联系在一起,发行制度的变化是影响我国 A 股 IPO 首日收益率的主要因素。随着相关制度的逐步完善,管理者降低 IPO 首日收益率、提高我国股票市场资源配置效率的政策目标正在逐步实现,行政管制的逐步退出即是市场机制逐步进入的过程。从微观层面来讲,投资银行和审计师作为证券市场的中介,对降低发行企业和投资者之间的信息不对称、降低交易成本以及提高资源配置效率同样起着不可或缺的作用。

表 5 多重共线性检验

	非标准化系数		标准化系数		t	显著性	共线性统计量	
	B	标准误	Beta				容忍差	VIF
(常量)	-2.198	0.217			-10.130	0.000		
UND	0.179	0.051	0.186		3.530	0.000	0.726	1.378
LnASSET	0.115	0.011	0.597		10.827	0.000	0.661	1.512
LEV	-0.263	0.102	-0.139		-2.570	0.011	0.690	1.450
ROA	0.120	0.232	0.028		0.518	0.605	0.711	1.407
AGE	0.008	0.004	0.099		2.170	0.031	0.967	1.034

本文对我国 IPO 公司的审计师选择行为进行了研究,研究发现公司规模、承销商声誉、公司成立时间这几个衡量企业风险的因素与是否选择大事务所之间存在显著正向关系,而资产负债率、资产净利率这两个变量与审计师选择不存在显著关系。研究还发现,国际“四大”事务所审计的 IPO 公司的折价显著低于非国际“四大”事务所审计的公司。这在一定程度上验证了我国审计师选择作为信号传递机制的有效性。但与此同时,国际“四大”事务所在 IPO 市场中的份额相当有限,发行企业的资产负债率和资

产净利率等因素与审计师选择不存在显著关系,这说明:(1) IPO 市场的激烈竞争导致事务所评价企业风险时的谨慎度有所降低,事务所对拟发行上市公司的财务风险和经营风险的关注度不够。(2) 虽然从纵向的角度来看股权分置改革和新股发行保荐制的实施极大地促进了高质量审计的需求,审计师的信号传递作用开始凸现,降低了发行企业和投资者的信息不对称,提高了资源配置效率,但相对于发展成熟的证券市场而言,我国股票发行仍然存在着首日回报过高的现象,认购新股高收益、低风险的局面

并没有从根本上改变。发行首日的高回报现象淡化了承销商正确定价和审计师合理估计盈余的压力,使承销商因为错误定价导致发行失败的风险大大降低,从而在一定程度上减少了发行企业对高质量承销商和高质量审计师的需求。要彻底改变这一局面,就需要进一步地深化市场化方向的改革。

本文研究的缺陷主要有:一是仅通过 IPO 公司的横截面数据来研究企业风险对审计师选择的影响,而没有纵向考察企业风险的变化对审计师变更的影响。二是对企业事前风险的衡量尚不够充分,可能存在其他更好的替代变量。三是对影响 IPO 企业首日回报的其他重要因素尚未找到。以上问题将在后续研究中加以解决。

[参考文献]

[1] Beatty R. Auditor reputation and the pricing of initial public offering[J]. *The Accounting Review*, 1989, 63: 605 - 622.

[2] Titman S, Trueman B. Information quality and the value of new issues[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1986 (2) : 159 - 172.

[3] Balvers, McDonald, Miller. Underpricing of new issues and the choice of auditor as a signal of investment banker reputation[J]. *The Accounting Review*, 1988 (10) : 605 - 622.

[4] Dye. Auditing standards, legal liability and auditing wealth [J]. *Journal of Political Economy*, 1993 (10) : 887 - 914.

[5] Beatty, Ritter. Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings[J]. *Journal of Financial*

Economics, 1986 (10) : 213 - 232.

[6] 朱红军, 夏立军, 陈信元. 转型经济中审计市场的需求特征研究[J]. *审计研究*, 2004 (5) : 53 - 62.

[7] 陈海明, 李东. 我国新股短期发行抑价的会计师事务所声誉假说实证研究[J]. *审计与经济研究*, 2004 (1) : 26 - 29.

[8] 李常青, 林文荣. 会计师事务所声誉与 IPO 折价关系的实证研究[J]. *厦门大学学报: 哲学社会科学版*, 2004 (5) : 78 - 85.

[9] 蒋顺才, 蒋永明, 胡琦. 不同发行制度下我国新股首日收益率研究[J]. *管理世界*, 2006 (7) : 132 - 138.

[10] DeAngelo L E. Auditor size and audit quality[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1981 (3) : 181 - 199.

[11] Toeh S H, Wong T J. Perceived auditor quality and the earning response coefficient[J]. *The Accounting Review*, 1993, 68 : 346 - 367.

[12] Palmrose. An analysis of auditor litigation and audit service quality[J]. *Accounting Review*, 1988, 63: 55 - 73.

[13] 漆江娜, 陈慧霖, 张阳. 事务所规模、品牌、价格与审计质量——国际“四大”在中国审计市场收费与质量研究[J]. *审计研究*, 2004 (3) : 59 - 65.

[14] 王鹏, 周黎安. 中国上市公司外部审计的选择及其治理效应[J]. *中国会计评论*, 2006 (2) : 321 - 334.

[15] 孙娜, 张耀中, 李晓. 首次公开发行股票审计收费研究——来自我国证券市场的证据[J]. *审计与经济研究*, 2009 (1) : 33 - 39.

[责任编辑: 马志娟]

Auditor Choice of Initial Public Offering Market: Data from 2006 to 2008

XIAO Xiao-feng¹, TANG Hong²

(1. School of Accounting, Hunan University, Changsha 410079, China;

2. Hunan College of Finance and Economics, Changsha 410205, China)

Abstract: Signal theory suggests that, in the IPO market, the auditor choice can be used as a signal mechanism to reduce information asymmetries between issuing companies and investors. Under the background of China's split share structure reform and securities issuing system transition to market-oriented, we examine the relationship between the IPO firm characteristics and auditor reputation. The results show that reform has triggered a strong demand for high quality audit. Companies with lower risk have a significant positive relationship with the choice of big-four audit firms. Furthermore, clients that hire big-four exhibit lower initial returns than clients that choose to hire other audit firms, which means big-four's high reputation has been recognized by the market. These results indicate that the signal transmission function of an auditor proves valid in China.

Key Words: signal transmission; auditor choice; auditor reputation; IPO market