

事务所变更、信息隐藏及市场反应

谢盛纹, 闫焕民

(江西财经大学 会计学院, 江西 南昌 330013)

[摘要]采用事件研究法,利用2004—2011年我国A股上市公司会计师事务所变更数据,对事务所变更信息披露选择中存在的隐藏信息行为及由该行为所引起的市场反应进行实证分析。结果显示:对变更事项进行专项公告披露的公司比非专项公告披露的公司更易产生较差的市场反应;在专项公告披露的公司中,是否披露变更的具体原因及变更类型会导致市场反应的差异;然而,对于承载着特殊信息含量的换“所”不换“师”变更,投资者却未给予充分的关注。

[关键词]会计师事务所变更;信息隐藏;私人关系;市场反应;注册会计师审计;审计意见;会计信息质量

[中图分类号]F239.43 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2013)04-0023-11

一、引言

据报道,2011年我国沪市有118家上市公司变更了会计师事务所,占全部沪市上市公司的12.58%,同比上涨1.61%。事实上,近年来我国证券市场上会计师事务所变更频率一直居高不下^①,这一现象引起了学术界和监管部门的广泛关注。在理论研究方面,关于会计师事务所变更问题的文献非常多,研究视角和方法各具特色,研究结论丰富多样。在证券监管方面,我国证券监督管理委员会针对上市公司变更会计师事务所事项出台了一系列的政策法规,要求上市公司对该事项编制重大事项报告并对外披露,且要求公司在必要时说明变更的具体原因。从理论上讲,诸类研究或法规的最终目标无非是期望帮助投资者捕捉并解读会计师事务所变更行为所承载的内涵信息,提高注册会计师审计在降低信息不对称等方面的效用,进而保护投资者利益。然而,关于事务所变更信息披露的政策法规在实务中的执行效果却不容乐观。尽管这些政策法规实施已久,但基本没有得到贯彻执行^[1]。对变更事项编制专项公告并披露的上市公司不足1/4^②,大多数公司选择将该信息“隐藏”在股东大会决议或年报等冗长的报告中,且在所有披露了变更事项的公司中亦有超过1/3的公司选择不披露事务所变更的具体原因,或者只是一些表面说辞,披露原因整体缺乏实质性^③。无论公司管理层是否故意“隐藏信息”,这种行为都会影响现有或潜在投资者对公司信息的及时获取和有效解读。同时,在

[收稿日期]2013-02-12

[基金项目]国家自然科学基金项目(71162010,71162009);江西省社会科学“十二五”(2012)规划项目(12YJ36)

[作者简介]谢盛纹(1970—),男,江西瑞金人,江西财经大学会计学院教授,博士生导师,主要从事公司治理与审计研究;闫焕民(1986—),男,山东阳信人,江西财经大学会计学院博士研究生,从事审计理论与方法研究。

^①据中国注册会计师协会的相关统计数据,2000年以来我国A股市场会计师事务所变更的平均比率一直保持在10%左右(仅2003年约为6%),这大大超过了国际成熟资本市场3%—4%的平均水平。

^②据本文搜集数据显示,在2004—2011年间发生的1051件会计师事务所变更案例中,编制了“会计师事务所变更”专项公告(以变更事项为标题或公告内容仅涉及变更事项)并对外披露的公司仅有257家(约占24.5%)。本文界定的会计师事务所变更不包含因事务所整体合并、分所撤销或被其他事务所吞并、事务所“一分为二”且各分所被其他事务所吞并等情况导致的变更。此外,由于我国证监会及财政部于2003年10月出台的“签字注册会计师5年强制轮换”制度可能对本文关于注册会计师任期相关分析产生影响,故本文样本区间始于2004年。

^③在1051件会计师事务所变更案例中,有319家公司未披露变更具体原因,约占30.4%,而披露变更原因的公司中亦有超过半数的公司声称因“公司业务变化、事务所业务繁忙或合同期满”等无关痛痒的表面说辞,仅有33家宣称因“审计费用或审计意见未达成一致”而改聘事务所。

众多会计师事务所变更案例中,有不少上市公司选择与签字注册会计师“共进退”,从而呈现出一种换“所”不换“师”的特殊变更现象(约占8.4%),而与此相关的信息披露公告却十分罕见。这种信息缺失势必会限制投资者对该种“特殊”形式变更及其潜在利益关系本质的鉴别。如此一来,投资者是否还能有效捕捉会计师事务所变更这一重要信号并作出合理的反应?能否对承载着特定信息含量的换“所”不换“师”式特殊变更加以甄别?在目前相关研究文献中关于这些问题罕有涉及或解答。鉴于此,本文拟采用事件研究法,利用2004—2011年我国A股上市公司会计师事务所变更数据,对上述问题予以剖析和解读。本文可能的贡献有以下两点:一是本文拟对上市公司事务所变更信息披露选择及其市场反应进行考察,以期为这一方面的文献研究做出边际贡献;二是本文试图以人际关系理论为基础来分析上市公司追随签字注册会计师“跳槽”而形成的换“所”不换“师”式变更,以帮助投资者及证券监管部门对这一问题进行深入解读。

二、文献回顾、理论分析与研究假设

众所周知,注册会计师审计作为鉴证上市公司会计信息质量的重要手段,在保证会计信息质量、维护投资者利益等方面发挥着重要的作用。因此,会计师事务所及注册会计师的变更事件必然承载着特定的信息含量并可能引起投资者反应。本文将上市公司对事务所变更事项进行专门披露的公告界定为专项公告,其中包括以事务所变更事项为标题的公告和内容仅包含事务所变更事项的非标题公告。下面我们从会计信息质量变化、信息含量及信号传递等角度剖析事务所变更事项及其市场反应。

在会计信息提供者(公司管理层)—会计师事务所(注册会计师)—会计信息使用者(投资者和监管者)这一审计关系链条中,中间桥梁即会计师事务所(注册会计师)的变化势必会引起审计关系的变化与重构,继任会计师事务所及注册会计师与公司管理层之间建立的初始审计关系如何,这在现实审计服务中十分重要。此外,由于前、后任注册会计师及其审计团队在专业胜任能力和独立性等方面存在差异,尤其是当前、后任会计师事务所在规模和行业专门化水平方面存在较大差距时,则很可能会导致审计质量的变化^[2]。审计关系及审计质量的变化意味着上市公司财务会计信息的质量及其可信度可能发生变化。我们知道,会计信息是广大投资者评估上市公司市场价值及成长潜力并据以做出分析和判断的重要信息来源之一,即市场感知的上市公司会计信息质量越高,投资者对公司越为信任,对其发行的股票也更加青睐;反之,越为怀疑和规避。然而,在我国资本市场尚处于弱势有效且会计信息披露制度不完善的背景下,被市场感知的会计信息数量及质量直接取决于上市公司的信息披露政策。对于会计师事务所变更事项信息披露而言,暂且不考虑专项披露公告与非专项披露公告在具体内容方面可能存在的差异,仅以事务所变更事项为标题的专项公告当中,标题就承载着相关性较强的信息含量,容易引起投资者的关注,从而有助于他们作出相应的投资决策。即使那些并非以事务所变更事项为标题但内容仅包含事务所变更事项的专项公告,相比于那些将事务所变更事项隐藏在年报、股东大会决议等信息含量极大的非专项公告中的公司而言,前者携带的相关信息也更易被投资者识别和猎取,有助于节省投资者的信息搜寻成本,增加投资者的信息解读兴趣,提高信息的市场感知程度。尤其是会计师事务所变更信息作为一项会计信息商品,使用者越多,价值才越大^[3]。专项披露公告有助于事务所变更信息被更多的投资者感知和解读,从而更充分地实现其作为信息商品的使用价值(帮助投资者作出决策)。更为重要的是,上市公司变更会计师事务所事项所承载的信息含量绝非仅仅是公司中介机构变换行为,其背后暗含着公司层面及人际层面的诸多因素。已有研究表明,事务所变更内在动因的差异会导致披露选择的差异^[4]。事实上,事务所变更除了公司公告中通常宣称的“公司主营业务发生变化”、“事务所业务繁忙”抑或“根据法规要求更换事务所”等表面原因外,背后还可能暗含着一些“不为人知”的潜在实质原因,比如公司管理层与注册会计师在会计处理、审计意见等方面存在分歧^[5-6];公司大股东或高管变更导致控制权转移,为保证审计业务合作关系“便

利”而更换一家新任高管自认为比较“合适”的会计师事务所等。当然,我们不能排除一些公司确实因为经营规模扩大等“利好”因素而改聘更适合的事务所,以确保审计业务的正常有序进行。根据信号传递理论,在信息不对称的情况下,这些存在“利好”变更因素的上市公司通常有动机将这一信号传递给外部信息使用者,而且管理当局通常更愿意采用专项公告这一容易引起信息使用者关注的方式对外披露,以期获得较好的市场反应。然而,由于公共信息披露规范与责任的限制,信号传递方式也会成为管理当局进行选择信息披露从而掩盖实用信息的一种隐性手段。在目前我国上市公司会计信息强制性披露制度尚不完善的背景下,这种隐藏信息现象尤为明显。根据隐藏信息模型可知,作为代理人的公司管理层可以选择是否报告会计师事务所变更决策的自然选择过程;作为终极委托人的投资者只能观测到管理层的行动结果,但无法观测到选择过程。因此,那些“不便”对外披露变更事务所真实原因(至少不是“利好”因素)的公司可能更倾向于选择“隐藏行动”,即不披露其变更决策的“自然选择”过程,或者索性“隐藏信息”^[7]。管理层采用非专项公告披露会计师事务所变更事项或不披露变更的实质原因、甚至不发布变更事项公告,这些都是信息隐藏行为的直接表现。信息隐藏行为使得投资者无法准确判断管理层在做出事务所变更决策时是否选择了与投资者利益一致的行动,从而会对投资者的决策效率和效果产生影响。

上市公司变更会计师事务所会导致审计关系的重构及会计信息质量的变化,并向外界信息使用者传递一系列重要信号,在投资者能够充分捕捉到这些信号的前提下,他们理应能够通过股票“抛售”或“持有”等决策行为做出合理的反应。事实上,已有研究表明,上市公司更换会计师事务所(或审计师,下同)会产生明显的市场反应。如Fried和Schiff研究发现,投资者对上市公司变更会计师事务所行为整体上持怀疑态度,事件公告日的市场反应显著为负^[8]。Smith研究后认为,公司管理层因与审计师存在意见分歧或收到“非标准”意见而变更审计师时,市场反应显著为负^[9]。Shu、Dunn等也认为审计师变更事项具有一定的信息含量,且能够引起市场反应^[10-11]。王桦以自愿性审计师变更的公司为样本,发现投资者对于不同原因的审计师变更存在反应差异^[12]。白宪生通过检验事务所变更公告日后三个交易日的市场反应,认为变更事件为投资者提供了“利好消息”^[13]。张鸣等研究发现在我国审计市场中,变更公告披露较晚的公司能够引起显著的市场反应^[14]。这些研究均表明,会计师事务所变更本身具有一定的信息含量并可以引起投资者的反应。然而,亦有研究未能得出这样的结论。如Johnson和Lys对审计师变更事件前后十天的超额报酬进行研究,但并未发现显著的市场反应^[15]。李爽和吴溪检验了审计师变更信息两个公告日(股东大会决议公告日和董事会公告日)的市场反应,研究结果显示审计师变更事件信息披露不具有任何信息增量,他们认为这可能缘于当时的信息披露制度所能提供的审计师变更信息有用性不够,或者信息使用者对此事件的关注程度及理解能力较弱^[16]。

综上所述,关于上市公司变更会计师事务所事项能否引起市场反应,国内外学者各持己见且有理有据。暂且不考虑诸位学者由于研究样本选取、研究方法选择及证券市场背景等方面的差异而导致的结论不一致。我们认为在我国证券市场信息披露制度尚不健全的情况下,信息不对称现象较为严重,处在信息劣势的投资者对会计师事务所变更事项的反应是“正”、“负”抑或“无反应”,主要取决于投资者能否充分捕捉事务所变更这一信息并进行合理解读,而影响投资者对这一信息获取的关键就是上市公司对事务所变更事件的披露选择。具体而言,若上市公司管理层在会计师事务所变更事项发生时,及时编制重大事项专项公告并对外披露(以变更事项为标题的公告或内容仅包含变更的非标题公告),并在必要时说明变更的具体原因,那么,投资者便很容易猎取这一信号并作出合理的反应。反之,若公司管理层基于某些“特殊”原因而选择“隐藏行动”,甚至是直接“隐藏信息”,将事务所变更事项放在篇幅冗长、信息繁杂的年报或股东大会决议中披露,至于变更的具体原因也是表面说辞甚至不披露变更原因,此时广大投资者猎取这一信号的难度会显著增加。倘若投资者无法及时有效地猎取这一信号,那么对该信号承载的变更具体原因等信息的进一步鉴别也就无从谈起,如此一来必将直接影响投资者信息判断和投资决策的效率,呈现出的市场反应自然也就不明显。基于上述

分析,我们提出假设 1。

H₁:在其他条件相同的情况下,采用专项公告披露的公司比采用非专项公告披露的公司更易产生市场反应。

根据上文,上市公司对会计师事务所变更事项进行专项公告披露,将更有助于投资者获得这一信号并作出反应。那么,投资者对这一信号所传递的“利好”或“不利”信息能否区分对待?具体而言,对于“不利”因素(如审计意见分歧等)引起的会计师事务所变更事项,有限理性的投资者对该公司的会计信息可信用度会产生一定程度的怀疑进而导致该公司股票的综合市场表现不佳。相反,那些基于“利好”因素(如公司规模扩大等)而变更事务所的公司,管理层有强烈动机对外传递这一“利好”信号,并期望产生良好的市场反应。然而,对于那些披露的事务所变更原因“无关痛痒”的(如聘任合同期满等)上市公司,至少表面上不是明显的“利好”或“利空”因素的,投资者没有直接而充分的理由对其表示怀疑,可能也就不会出现明显的“青睐”或“规避”行为。但无论是“利好”、“利空”抑或看似“无关紧要”的变更原因,与没有披露变更的具体原因相比,承载的信息含量有所不同,进而导致投资者的决策反应可能会产生或多或少的差异。总之,专项公告中是否披露变更具体原因及披露的原因性质可能会产生不同的市场反应。基于此,我们提出假设 2。

H₂:在专项公告披露的公司中,不同性质的变更原因产生的市场反应有所差异。

上文意欲分析和检验的是,在披露会计师事务所变更事项时,上市公司管理层选择的公告方式以及是否存在“隐藏信息”行为对市场反应可能产生的影响。这一论题暗含的前提假定是会计师事务所和注册会计师均已发生变化,即公司变更事务所事件传递给投资者的信号是审计关系已经完全重构。然而,在我国审计市场上所发生的会计师事务所变更案例中,有不少上市公司选择追随签字注册会计师“跳槽”并相应的改聘“新东家”,从而形成一种换“所”不换“师”的特殊变更现象。在这种变更形式下,表面上被审计单位与原会计师事务所之间的审计业务关系已经“终结”,但事实上直接参与审计业务并最终在审计报告书中签字的注册会计师并未发生变化。从人际关系理论的角度而言,被审计单位管理层与签字注册会计师之间的人际关系依然存在且已发生本质变化,即由基于初始审计工作而建立的“工具性关系”逐渐演化为“混合性关系”,甚至是较为稳固的“情感性关系”,我们把这种已经发生本质演化的关系界定为“私人关系”^[17]。在我国审计市场整体呈现“事务所众多、集中度较低”的垄断竞争态势下^[18],为何部分上市公司管理层执意选择与签字注册会计师“共进退”?站在投资者的角度来看,上市公司管理层选择此种策略不会仅仅是为了避免“昂贵”的新聘任审计师成本,更重要的原因很可能是期望获得签字注册会计师更多的“配合”。具体而言,签字注册会计师面对“老客户”的追随而受之“人情”,很难客观地在精神上继续坚持应有的原则和独立性,很可能在潜在诉讼风险并未突破其底线的情况下,采取“投之以桃,报之以李”的方式,满足“老客户”管理层关于业绩操纵或审计意见的某些“特定要求”。如此一来,换“所”不换“师”式事务所变更向外部信息使用者传递的应该是一种公司会计信息“失真”的“不利”(至少不是“利好”)信号,倘若投资者能够猎取这一信号,则他们对该公司披露的会计信息的信赖程度很可能随之下降,从而导致市场反应较差。鉴于此,我们提出假设 3。

H₃:在事务所变更情况下,换“所”不换“师”式变更比换“所”亦换“师”式变更的市场反应更差。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取 2004—2011 年我国 A 股上市公司会计师事务所变更数据为样本,数据主要来源为 CS-MAR、WIND 数据库及巨潮资讯网站,其中,事务所变更披露公告及换“所”不换“师”式变更样本数据是严格依据上市公司年报及公告、中国证监会和中国注册会计师协会关于会计师事务所及注册会计师的统计信息进行手工搜集和整理的结果,样本筛选过程及样本分类如下页表 1 所示。

(二) 模型设定

表1 样本筛选过程

1. 事件日。本文以上市公司首次披露会计师事务所变更事项的公告日为事件日(第0天),包括事务所变更事项公告、董事会决议公告、股东大会决议公告及年报等公告日

2004—2011年	变更	专项公告	披露原因	共进退
观测值初始数量	1051	257	732	88
减: B股、中小板及创业板	118	50	100	11
金融业及观测值数少于10的行业	18	4	12	0
个股交易数据缺失及停牌超5日 ^①	103	25	71	1
最终样本观测值数量	812	178	549	76

期。若公告日为周末或公共节假日等而导致公告当日停牌,则事件日顺延至公告日后复牌的第一个交易日,但若中间停牌间隔超过5日,则予以剔除。

2. 专项公告。本文将上市公司对事务所变更事项进行专门披露的公告界定为专项公告,包括以事务所变更事项为标题的公告和内容仅包含事务所变更事项的非标题公告,而将事务所变更事项掺杂在信息冗繁的股东大会决议、董事会决议或年报的定义为非专项公告,替代变量符号为SPE。

3. 变更原因。本文根据上市公司对外披露的事务所变更原因的内容进行分类,若披露的变更原因为公司与事务所在审计意见或审计费用等方面存在分歧,则视为“不利”因素并取值-1;若未披露变更原因,则取值为0;若披露变更原因为“五年强制轮换”、合同期满或原事务所被合并等中性因素则取值1;若披露变更原因为公司规模扩大等“利好”因素则取值为2。

4. 换“所”不换“师”式变更。若上市公司追随签字注册会计师“跳槽”并改聘“新东家”,这种“共进退”式变更即为换“所”不换“师”式变更(CHG_CPA),属于此类变更则取值为1,否则取值为0。在换“所”不换“师”式变更下,签字注册会计师的任期(CHG_CPA * TENURE)为签字注册会计师在变更前的累计审计年数,若两位签字注册会计师同时跳槽并带走客户则年数累加,但同一年不重复计算。由于换“所”不换“师”式变更的特殊性和隐晦性,上市公司通常不主动披露这种“共进退”行为,绝大多数外部投资者可能直到年报审计报告日才能发现这一特殊变更现象,故本文将事务所变更公告日作为换“所”不换“师”式变更的第一事件日,审计报告日作为第二事件日,分别予以考察。

5. 市场反应。本文以会计师事务所变更事件日前后短时间窗口内的累计超额收益率(CAR)作为市场反应的替代度量,采用市场调整模型计算CAR的具体方法如下。

第一步,估计 α β 值: $R_{j,t} = \alpha_j + \beta_j R_{m,t} + \varepsilon_{j,t}$

其中, $R_{j,t}$ 是个股 j 在第 t 日的实际收益率, $R_{m,t}$ 是A股第 t 日的综合市场收益率, $\varepsilon_{j,t}$ 是残差。

第二步,计算超额收益率AR和累计超额收益率CAR: $AR_{j,t} = R_{j,t} - \alpha_j - \beta_j R_{m,t}$; $CAR_{j,t} = \sum_{t_1}^{t_2} AR_{j,t}$

其中, $AR_{j,t}$ 是个股 j 在第 t 日的超额收益率, $CAR_{j,t}$ 是个股 j 在该时间窗口的累计超额收益率。本文选取 $[0,1]$ 、 $[0,2]$ 、 $[0,3]$ 、 $[0,4]$ 、 $[0,5]$ 和 $[-1,1]$ 、 $[-5,5]$ 、 $[-10,10]$ 八个时间窗口,对应的CAR值分别为CAR1、CAR2、CAR3、CAR4、CAR5和(CAR-1,1)、(CAR-5,5)、(CAR-10,10)。

为检验H₁,我们借鉴前人研究方法^[4-14],构建模型: $CAR_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 SPE_{j,t} + \sum_{i=2}^{12} \beta_i X_{j,t}$ (1)

Teoh等研究表明公司财务指标、事务所变更前的审计意见类型、变更方式及原因等因素会影响个股市场反应^[19]。因此,我们在模型(1)中引入控制变量X,包括上期审计意见(lagOPN)、公司规模(lagSIZE)、每股现金流量(lagCASH)、负债与权益市价比率(lagDE)、市净率(lagPB)、净利润增长率(lagEG)、股权集中度(lagCON)、变更方向(CHGSTY)、变更原因(REASON)、重大事项(EVENTS)及

^①本文考虑到会计师事务所变更事项对公司股票市场表现的影响周期通常较短,若某公司股票在变更公告披露日起连续5个正常交易日停牌,则予以剔除;此外,本文在计算累计超额收益率CAR值时,采用的估计期为事件日前30个交易日,若在此期间内个股无交易数据或缺失较多,则予以剔除。

年度变量(YEAR)、行业变量(INDUSTRY),各变量的定义和计算方法详见下页表2。

为检验 H₂ 和 H₃,本文分别构建模型(2)和(3):

$$CAR_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 REASON_{j,t} + \sum_{i=2}^9 \beta_i X_{j,t} \quad (2)$$

$$CAR_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 CHG_CPA_{j,t} + \beta_2 CHG_CPA \times TENURE_{j,t} + \sum_{i=3}^{13} \beta_i X_{j,t} \quad (3)$$

在模型(2)中,REASON表示事务所变更的具体原因类型,控制变量部分除变更方向(CHGSTY)外均与模型(1)相同。在模型(3)中,CHG_CPA表示换“所”不换“师”式变更,CHG_CPA × TENURE表示签字注册会计师在换“所”不换“师”式变更前的任期,控制变量部分与模型(1)相同。由于模型(1)、(2)不考虑签字注册会计师的个人流动情况,为保证计算口径一致,换“所”不换“师”式变更事件日采用第一事件日(公告日)。而模型(3)专门考察签字注册会计师的个人流动情况,故采用第二事件日(审计报告日)。

表2 变量说明

变量类别	变量名称	变量符号	变量说明
因变量	累计超额收益率	CAR	市场反应的替代度量指标
	专项公告	SPE	专项公告取值为1,否则为0
	变更原因	REASON	详见上文
自变量	换“所”不换“师”	REL_CHG	详见上文
	签字注册会计师任期	REL_CHG × TENURE	详见上文
控制变量	上期审计意见	lagOPN	“非标”取值为1,否则为0
	公司规模	lagSIZE	上年年末总资产的自然对数
	每股现金流量	lagCASH	上年每股现金流量数额
	负债与权益市价比率	lagDE	上年总负债除以权益市价
	市净率	lagPB	上年每股市价除以普通股每股净资产
	净利润增长率	lagEG	上年(年末净利润-期初净利润)/期初净利润
	股权集中度	lagCON	上年第一大股东持股比例
	变更方向	CHGSTY	若由“大”所(国际“四大”及国内“十大”)变更为“小”所(非国际“四大”及国内“十大”)取值为1,否则为0
	重大事项	EVENTS	若事件日前后一个月内发生并购或资产重组等重大事项取值1,否则为0
	年度变量	YEAR	虚拟变量,区分年度
行业变量	IND	虚拟变量,区分行业	

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计

从下页表3、表4及图1的描述性统计结果可以看出,会计师事务所变更事项在整体上产生了微弱的负面市场反应,对该事项进行专项公告披露(SPE)和非专项公告披露(非SPE)公司其累计超额收益率存在明显的差异,前者显著低于后者并通过了均值T检验。在专项公告样本中,是否披露变更具体原因及原因类型也会导致累计超额收益率的差异,披露“不利”原因的公司市场反应明显较差。在事务所变更样本中,换“所”不换“师”式变更(CHG_CPA)与换“所”亦换“师”式变更(非CHG_CPA)的累计超额收益率之间呈现出微弱差异,均值T检验的结果显示二者之间差异不显著^①。

^①在专项公告样本中,未披露变更原因的62家,披露“不利”原因的12家,披露中性原因的28家,披露“利好”原因的76家。

(二) 相关系数

下页表5报告了本文模型中主要变量之间的相关系数矩阵。从表中可以看出, 累计超额收益率(CAR1和CAR5)与专项公告(SPE)之间呈显著负相关, 初步表明对会计师事务所变更事项进行专项公告披露的公司, 市场反应可能比非专项公告披露的公司更差; 累计超额收益率与变更原因类型(REASON)呈正相关关系, 即披露变更原因越为“不利”, 市场

表3 描述性统计

变量	N	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
CAR5—全样本 ^①	812	-0.0051	-0.0067	-0.5759	0.3433	0.0686
CAR5—专项公告	178	-0.0187	-0.0158	-0.5759	0.2446	0.0814
CAR5—非专项公告	634	-0.0013	-0.0038	-0.2248	0.3433	0.0641
CAR5—CHG_CPA公告日	76	0.0044	-0.0005	-0.0089	0.1425	0.0557
CAR5—CHG_CPA审计日	72	-0.0037	-0.0092	-0.1926	0.2424	0.0699
CAR5—非CHG_CPA	736	-0.0061	-0.0073	-0.5759	0.3433	0.0698
SPE	812	0.22	0	0	1	0.414
REASON	812	0.91	1	-1	2	0.958
CHGSTY	812	0.13	0	0	1	0.341
lagOPN	812	0.15	0	0	1	0.359
lagSIZE	812	21.351	21.273	20.5404	26.163	1.667
lagCASH	812	0.237	0.171	-7.312	11.813	1.041
lagDE	812	0.973	0.592	0	16.865	1.244
lagPB	812	5.858	2.720	-923.0	1020.0	57.820
lagEG	812	-16.401	0	-8483.963	121.078	304.137
lagCON	812	38.430	37.405	4.440	98.860	16.009
EVENTS	812	0.18	0	0	1	0.386

反应也越差; 变更方式(CHGSTY)与累计超额收益率呈负相关关系, 即上市公司由“大”所变更为“小”所更可能会产生较差的市场反应。然而, 换“所”不换“师”式变更(CHG_CPA)及签字注册会计师任期(CHG_CPA × TENURE)与CAR1负相关、与CAR5正相关, 但均不显著, 这初步表明投资者未能获取充足的信号且未作出明显的反应, 这很可能与换“所”不换“师”式变更公司极少主动披露这一特殊信息有关。

表4 均值T检验

	SPE 与非 SPE			CHG_CPA 与非 CHG_CPA(审计日)		
	F	t	Sig(双侧)	F	t	Sig(双侧)
CAR1	4.749	-2.357	0.019	2.260	-0.690	0.490
CAR2	2.871	-2.173	0.030	0.421	-0.111	0.912
CAR3	0.365	-2.680	0.008	0.006	0.342	0.732
CAR4	0.044	-2.602	0.009	1.492	1.046	0.296
CAR5	2.448	-2.994	0.003	1.069	0.957	0.339

(三) 多元回归分析

下页表6报告了模型(1)、模型(2)和模型(3)的回归结果。从模型(1)的结果可以看出, 累计超额收益率(CAR1至CAR5)与专项公告(SPE)显著负相关, 这表明对会计师事务所变更事项进行专项公告披露和

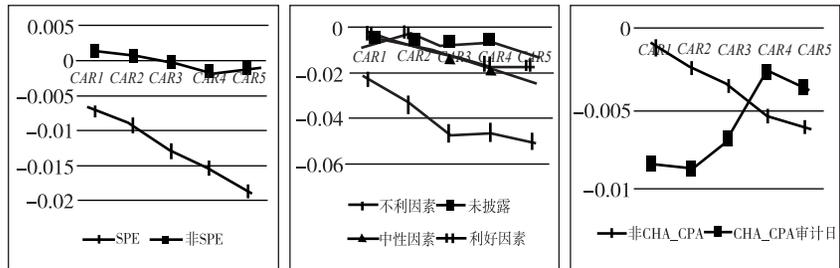


图1 累计超额收益率分组图

非专项公告披露会产生不同程度的市场反应, 专项公告披露的公司更有助于投资者及时而便利地获取这一信息并作出相应的投资决策, 进而导致了相对更差的市场反应, 这与假设1相吻合。具体而言, 由于我国审计市场普遍存在“僧多粥少”现象, 对高质量审计的硬性需求相对不足, 导致会计师事务所主动辞聘的情况极为少见, 而公司基于某些“或明或暗”的原因解聘会计师事务所的案例却比比皆是, 其中不乏因会计师事务所或签字注册会计师未能足够地“配合”上市公司管理层对审计意见或盈余管理等方面的“特定要求”而引起事务所更换, 从而使得市场投资者对上市公司更换会计师事务所事件整体上持“负面”态度。如此一来, 直接以会计师事务所变更事项为标题或并非以此为标题但

^①限于文章篇幅, 此处仅列示CAR5数据, 其中CAR5—CHG_CPA审计报告日有4例个股数据缺失, 如需其他相关数据请联系作者。

内容仅包含变更事项的专项公告,更容易引起现有或潜在投资者对变更事项的兴趣和关注度,在市场参与者通常将事务所变更事项

表 5 Pearson 相关系数矩阵^①

	CAR1	CAR5	SPE	REASON	CHGSTY	lagOPN	lagSIZE
CAR1	1	0.445 **		0.104	-0.018	0.058	-0.020
CAR5	0.561 **	1		0.034	-0.207 **	0.080	-0.010
SPE	-0.083 *	-0.105 **	1				
REASON	0.037	0.051	0.021	1			
CHGSTY	-0.036	-0.077 *	-0.025	-0.048	1	-0.059	0.003
lagOPN	-0.033	-0.023	0.083 *	-0.048	0.025	1	-0.285 **
lagSIZE	0.050	0.039	-0.062	-0.008	-0.099 **	-0.249 **	1
lagCASH	-0.078 *	-0.058	-0.021	0.010	-0.037	-0.121 **	0.163 **
lagDE	0.087 *	0.063	-0.005	-0.039	-0.044	0.151 **	0.215 **
lagPB	0.067	-0.164 **	0.016	-0.058	0.069 *	-0.021	0.173 **
lagEG	0.039	0.030	-0.067	-0.033	0.023	-0.012	0.015
lagCON	-0.026	-0.032	-0.111 **	0.013	0.005	-0.174 **	0.252 **
EVENTS	-0.013	0.008	0.027	-0.054	0.001	0.103 *	-0.064
	lagCASH	lagDE	lagPB	lagEG	lagCON	CHG_CPA	TENURE
CAR1	-0.001	0.041	0.147 *	0.072	-0.113	-0.024	-0.044
CAR5	-0.036	-0.001	-0.468 **	0.056	-0.036	0.034	0.027
CHGSTY	0.089	-0.015	0.201 **	0.030	0.098	-0.062	-0.064
lagOPN	-0.240 **	0.152 *	-0.059	0.019	-0.212 **	-0.063	-0.051
lagSIZE	0.211 **	0.202 **	-0.107	0.016	0.352 **	0.058	0.050
lagCASH	1	-0.040	-0.029	0.005	0.188 *	0.041	0.033
lagDE	-0.041	1	-0.040	0.036	-0.023	-0.037	-0.021
lagPB	-0.002	-0.021	1	0.005	-0.067	-0.034	-0.045
lagEG	0.006	0.013	0.010	1	0.106	0.018	0.016
lagCON	0.032	-0.002	-0.020	0.052	1	0.079 *	0.085 *
EVENTS	0.070 *	0.041	0.044	0.008	-0.049	-0.081 *	-0.074 *

注：*、** 分别表示在 10% 和 5% 的水平上显著。

在能够及时充分地获取会计师事务所变更这一信号的情况下,会对变更的具体原因进行判别、剖析并

表 6 多元回归结果^②

	模型(1)	模型(2)	模型(3)
SPE(1)	CAR1 -0.009 ** (-2.560)	0.006 * (1.843)	-0.001 (-0.079) -0.002 (-0.536)
REASON(2)	CAR2 -0.010 ** (-2.260)	0.004 (1.163)	0.000 (0.015) -0.001 (-0.282)
CHG_CPA(3 左)	CAR3 -0.013 *** (-2.7480)	0.005 (1.017)	0.000 (0.032) -0.000 (-0.049)
CHG_CPA * TENURE(3 右)	CAR4 -0.014 *** (-2.617)	0.004 (0.792)	0.006 (0.399) -5.45E -5 (-0.011)
	CAR5 -0.017 *** (-2.960)	0.002 (0.317)	0.002 (0.105) 0.000 (0.060)
lagOPN	-0.008 * (-1.747)	0.006 (0.709)	-0.008 * (-1.802)
lagSIZE	0.01 (0.779)	0.001 (0.409)	0.001 (0.573)
lagCASH	-0.003 ** (-2.202)	0.002 (0.461)	-0.002 (-1.265)
lagDE	0.003 ** (2.217)	0.001 (0.368)	0.003 ** (2.009)
lagPB	4.39E -5 * (1.667)	7.84E -5 * (1.965)	4.070E -5 (1.560)
lagEG	5.05E -6 (1.048)	5.49E -6 (1.144)	5.901E -6 (1.238)
lagCON	-9.09E -5 (-0.901)	0 (-0.903)	0 (-1.629)
EVENTS	0.01 (0.109)	0.04 (0.443)	0 (0.026)
CHGSTY	-0.004 (-0.966)		-0.003 (-0.622)
REASON	0.002 (1.209)		0.002 (1.300)
YEAR、INDUSTRY	控制	控制	控制
R ² (F)	0.074 (1.626)	0.214 (1.142)	0.066 (1.431)
观测值	812	178	808

注：括号中为 t 统计量；***、** 和 * 分别表示在 0.01、0.05 和 0.1 的水平（双侧）上显著相关，下同。

①限于篇幅,相关系数矩阵中只列示 CAR1、CAR5 及其他变量的部分结果。

②限于文章篇幅,表 6 控制变量部分的回归结果仅列示了解释变量取值 CAR1 时的结果。

作出相应的行为决策,上市公司所披露的变更原因越差,短时间窗口(第0到1天)内的市场反应也越差,这支持了本文假设2。从模型(3)的结果可以看出,换“所”不换“师”式变更(CHG_CPA)及签字注册会计师任期(CHG_CPA × TENURE)与累计超额收益率(CAR)仅在短时间窗口内呈现出微弱的负相关关系,即投资者对这一承载着特殊信息含量的变更事项并未给予足够的关注。对这一结果的可能解释是,换“所”不换“师”式变更的特殊性直接导致了该信息的隐蔽性,上市公司管理层提请董事会及股东大会做出变更决策并对外披露时,通常不会提及签字注册会计师“未变化”这一信息,投资者也只有在上市公司发布年度审计报告时,才能够察觉这种特殊变更行为。同时,发生换“所”不换“师”式变更的上市公司在变更年度收到更多的是“清洁”审计意见^[21],投资者可能更关心公司的审计意见类型或继任会计师事务所的质量等,不会过多关注管理层与签字注册会计师之间是否存在私人关系或内幕交易。由此,换“所”不换“师”式变更与换“所”亦换“师”式变更之间的市场反应差异也就不明显了。然而,已有研究显示换“所”不换“师”式变更背后暗含的私人关系已经突破了审计师本应坚持的“精神独立”原则^[21],也更有可能导致管理层出现“审计意见购买”行为,损害上市公司会计信息质量。因此,证券监管部门或许应当考虑要求上市公司对这种特殊变更事项进行充分的信息披露,以便投资者能够及时有效地捕捉这一信号并作出合理的投资决策。

在控制变量方面,上期审计意见类型 lagOPN 与 CAR 显著负相关,即“非标”审计意见会对个股市场反应产生一定的“负面”影响;公司规模 lagSIZE、负债权益市价比率 lagDE 及成长性 lagEG 均与 CAR 正相关,表明公司规模越大,杠杆效率越高,成长性前景较好的公司其股价的市场表现也越好;而变更类型 CHGSTY 与 CAR 负相关但不显著,表明上市公司由“大”所变更为“小”所往往可能被市场解读为“不利”信号,至少不是“利好”信号。此外,模型中各变量的 VIF 值均未超过 10,表明变量之间不存在严重的多重共线性问题。

(四) 稳健性测试

为保证研究结论的可靠性,本文进行了如下稳健性测试。

1. 时间窗口拓宽

我们将会计师事务所变更事件的时间窗口拓宽至事件日前后 1 天(CAR - 1, 1)、5 天(CAR - 5, 5)和 10 天(CAR - 10, 10),下页表 7 的回归结果显示:累计超额收益率与专项公告之间呈显著的负相关关系;在专项公告组中,CAR - 1, 1 与 REASON 显著正相关,而随着时间窗口的延长,这一正相关关系不再显著;然而,换“所”不换“师”式变更及签字注册会计师任期与累计超额收益率之间依然不存在显著的相关关系。上述结果与本文主测试部分的研究结果基本一致,即专项公告披露更易产生市场反应,且投资者对专项公告中披露的具体变更原因有一定的鉴别能力,但对换“所”不换“师”式变更却未给予足够重视。

2. 累计超额收益率方向及变更具体原因

前文研究表明公司披露的事务所变更原因不同会导致市场反应的差异。我们将会计师事务所变更产生的市场反应(CAR5 及 CAR - 1, 1)为“正”及“负”的公司进行分组检验;然后,剔除专项公告样本中未披露变更具体原因的公司并做进一步检验。下页表 7 回归结果显示:无论是“正”市场反应组还是“负”市场反应组,专项公告(SPE)与累计超额报酬率均呈负相关关系且大都比较显著,这表明专项公告披露更易产生较差的市场反应,与本文主测试部分结果基本一致,这也进一步解释了上市公司管理层对于事务所变更事项通常采取非专项公告予以对外披露的选择倾向,管理层信息披露选择中存在的隐藏信息行为动机昭然若揭。在专项公告样本中剔除未披露变更具体原因的公司之后,CAR 与 REASON 均显著正相关,这进一步表明投资者会对公司披露的事务所变更具体原因加以鉴别。

表7 稳健性测试结果

		模型(1)	模型(2)	模型(3)		
		SPE	REASON	CHG_CPA	CHG_CPA * TENURE	
稳健性 测试(一)	CAR - 1,1	-0.013 *** (-3.234)	0.006 * (1.791)	0.001(0.079)	-0.001(-0.345)	
	CAR - 5,5	-0.017 ** (-2.263)	0.001(0.185)	0.016(0.771)	-0.002(-0.290)	
	CAR - 10,10	-0.020 * (-1.811)	0.011(1.288)	0.011(0.343)	-0.004(-0.381)	
	负	CAR5	-0.014 *** (-2.783)			
稳健性 测试(二)		正	CAR - 1,1	-0.005(-1.407)		
			CAR5	-0.006 * (-1.986)		
			CAR - 1,1	-0.008 * (-1.656)		
稳健性 测试(三)			CAR5	0.170 ** (2.132)		
			CAR - 1,1	0.015 * (1.709)		
			CAR1	-0.010 ** (-2.506)	-0.001(-0.073)	-0.002(-0.547)
		CAR - 1,1	-0.015 *** (-3.419)	0.011 ** (2.622)	0.002(0.139)	-0.001(-0.373)

3. 剔除“重大事项”噪音

若某公司在会计师事务所变更事件公告日前后发生并购或资产重组、重大诉讼及仲裁事项、行业重大“利好”或宏观货币政策变化等重大事项,则一定会影响该公司股票的市场表现^[22]。为了剔除这一噪音影响,我们将事件公告日前后存在重大事项的样本公司(148家)予以剔除,回归结果显示:累计超额收益率(CAR)与专项公告(SPE)显著负相关;在专项公告组中,CAR与REASON显著正相关;换“所”不换“师”式变更及签字注册会计师任期与CAR之间依然不存在显著的相关关系。

五、研究结论与启示

会计师事务所变更作为证券市场上的一项极为普遍且十分重要的事件,承载着特定的信息含量并可能引起市场反应。本文立足于变更事项信息披露选择及私人关系的视角,利用2004—2011年我国A股上市公司事务所变更数据,对事务所变更事项信息披露选择及其市场反应进行剖析,研究结果显示:对会计师事务所变更事项进行专项公告披露的公司比非专项公告披露的公司更易产生较差的市场反应;在专项公告中是否披露变更的具体原因及其类型会导致市场反应的差异,且投资者对“不利”原因尤为敏感;然而,对于承载着特殊信息含量的换“所”不换“师”变更,投资者却未给予充分的关注;在剔除事件日前后“重大事项”噪音等因素影响之后,研究结论仍较为稳健。上述研究结论表明,我国证监会要求上市公司就会计师事务所变更事件编制重大事项公告并予以对外披露是十分必要的,而且或许应当考虑要求上市公司对此进行专项公告披露,以减少或避免因披露选择而产生的隐藏信息行为,从而确保广大投资者能够及时方便地获取这一信息并作出合理的投资决策。此外,证券监管部门及投资者应该对暗含着特殊人际关系及潜在利益本质的换“所”不换“师”变更行为给予充分的重视,适当要求上市公司对此种特殊形式变更作出说明并对外披露,逐步完善关于签字注册会计师轮换的制度规定,这不仅有助于投资者更好地解读会计师事务所变更行为,而且对于上市公司的合理市场估值有一定的积极作用。

参考文献:

- [1] 李爽,吴溪. 审计师变更的监管思想、政策效应与学术含义——基于2002年中国注册会计师协会监管措施的探讨[J]. 会计研究, 2002(11):32-37.
- [2] 谢盛纹,孙俊奇. 审计行业专门化与审计质量相关性分析——基于内生性视角的实证研究[J]. 上海立信会计学院学报, 2010(3): 24-30.
- [3] 蒋尧明,王庆芳. 论会计信息的商品属性[J]. 财经研究, 2002(3):68-73.
- [4] Chen Ken Y, Zhou J. Audit committee, board characteristics and auditor switch decision by Andersen's clients[J]. Contemporary Accounting

- Research, 2007, 24(4): 1085 - 1117.
- [5] 耿建新, 杨鹤. 我国上市公司变更会计师事务所情况的分析[J]. 会计研究, 2001(5): 57 - 62.
- [6] 方红星, 刘丹. 内部控制质量与审计师变更——来自我国上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2013(2): 16 - 24.
- [7] 丁元耀. 同时考虑隐藏信息与隐藏行动的激励约束机制[J]. 数量经济技术经济研究, 2003(4): 122 - 125.
- [8] Freid D, Schiff A. CPA switches and associated market reactions[J]. The Accounting Review, 1981, 56(2): 326 - 341.
- [9] Smith D B. An investigation of securities and exchange commission regulation of auditor change disclosures: The case of accounting series release NO. 165[J]. Journal of Accounting Research, 1988, 26(1): 134 - 145.
- [10] Shu S Z. Auditor resignations: clientele effects and legal liability[J]. Journal of Accounting and Economics, 2000, 29(2): 173 - 205.
- [11] Dunn J D, Hillier A P, Mirshall. The market reaction to auditor resignations[J]. Accounting and Business Research, 1999, 29(2): 95 - 108.
- [12] 王桦. 自愿性审计师变更原因与投资者反应[J]. 财会通讯, 2007(12): 100 - 103.
- [13] 白宪生. 上市公司会计师事务所变更的市场反应研究[J]. 工业技术经济, 2010(3): 138 - 143.
- [14] 张鸣, 田野, 陈全. 审计师变更、时机选择与投资者评价[J]. 财经研究, 2012(3): 59 - 69.
- [15] Johnson W B, Lys T. The market for audit services evidence from voluntary auditor changes[J]. Journal of Accounting and Economics, 1990, 12(1-3): 281 - 308.
- [16] 李爽, 吴溪. 审计师变更的市场反应——初步的经验证据[J]. 证券市场导报, 2001(10): 4 - 10.
- [17] 谢盛纹, 闫焕民. 随签字注册会计师流动而发生的会计师事务所变更问题研究[J]. 会计研究, 2012(4): 101 - 107.
- [18] 陈艳萍. 我国审计市场竞争态势: 完全竞争还是垄断竞争? [J]. 会计研究, 2011(6): 92 - 94.
- [19] Teoh S H. Auditor independence, dismissal threats, and the market reaction to auditor switches[J]. Journal of Accounting Research, 1992, 30(1): 1 - 23.
- [20] 胡继荣, 康莉霞, 李晶莹. 客户资源个人化下的事务所变更——基于我国上市公司市场反应的分析[J]. 东南学术, 2010(6): 144 - 152.
- [21] 刘启亮, 唐建新. 学习效应、私人关系、审计任期与审计质量[J]. 审计研究, 2009(4): 52 - 63.
- [22] 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——来自 2001—2004 年的经验证据[J]. 南京审计学院学报, 2006(3): 1 - 8.

[责任编辑: 刘 茜, 杨志辉]

Auditor Switching, Hidden Information and Market Reaction

XIE Shengwen, YAN Huanmin

(Center for Accounting Studies/School of Accounting, Jiangxi University of Finance and Economics, Nanchang 330013, China)

Abstract: Based on the sample of auditor switching during 2004—2011 in China capital market, we adopt the event study method to analyze the information hidden behaviour and relevant market reaction in the information disclosure choices by the company's management. The results indicate that the market reaction (CAR) of which information disclosed through the special announcement is relatively worse compared with the non-special announcement, and focusing on the sample of special announcement, the market reaction is influenced by various reasons for change, and is especially sensitive to the bad signal. However, the phenomenon CPA's job-hopping which carries specific signals fails to catch the attention of investors. Furthermore, the results above are robust after removing the noise of significant events surrounding the event date and so on.

Key Words: auditor switching; hidden information; personal relationship; market reaction; CPA auditor; audit opinion; accounting information quality