

投资者认知、审计质量与公司价值

雷光勇,张英,刘茉

(对外经济贸易大学 国际商学院,北京 100029)

[摘要] 投资者认知是决定市场资源配置的重要因素,认知水平越高,公司价值越大。审计作为一种降低信息不对称的制度安排,能够影响公司信息传递,进而正向调节认知效应;审计还具有缓解代理冲突的功能,而代理成本与审计质量存在对应关系,因此审计质量也体现为对认知效应的负向调节。我国股市目前主要体现为后一种情况,表明审计提升公司价值的主要路径是缓解公司的代理冲突,公司对高质量审计的需求动机远比满足投资者信息需求的动机更为强烈。聘用大型事务所能够向市场投资者传递积极信号,对认知提升公司价值的效应有正向调节作用。审计模式选择需要考虑公司的信息传递特征,并与投资者对公司的认知水平相契合。

[关键词] 投资者认知;审计质量;公司价值;市场均衡;信息不对称;代理冲突;审计费用;公司治理结构

[中图分类号] F239.43 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2015)01-0017-09

一、引言

投资者认知是影响市场资源配置的重要因素^[1],它代表着投资者掌握信息的不完全程度。以投资者认知假设为基础,一般认为,一家公司被越多投资者所知,公司价值越大^[2]。投资者认知是 Merton 针对完美市场假说的局限而提出的概念。Merton 认为,基于无摩擦市场和完全信息的金融理论常常不足以抓住行为理性的复杂性,从完美市场框架中派生的理性行为很少能为金融制度安排、复杂的金融工具和合约、管理约束提供清晰的角色定位,并且,以完美市场为前提的市场均衡过程也无法为真实世界各市场主体构成的复杂动态系统提供明确的功能定位^[2]。现实中,信息的获得和传播都需要时间,不能像完美市场假设所设想的那样立刻实现,因此,投资者掌握信息的不完全程度是市场均衡的重要决定性因素,这意味着,投资者认知对公司价值具有决定性作用。相对于成熟资本市场,在作为新兴转轨市场代表的我国资本市场,投资者掌握信息的不完全程度更高,因此我们考察投资者认知对市场均衡的影响对于判断我国资本市场的运行状况与制定监管政策尤其重要现实意义。

审计作为解决代理冲突与降低信息不对称的制度安排,有可能对投资者的认知过程产生重要影响,由于审计质量会影响公司的信息传递过程,因此审计质量很可能对投资者认知决定公司价值的效应产生调节作用。审计质量通常指审计师发现并报告公司会计系统违规行为的可能性^[3],高质量审计不仅意味着审计师可以确认公司是否遵循会计准则,还意味着审计可以保证财务报告是公司基本经济活动的公允反映^[4]。就公司对审计质量的需求而言,高审计质量往往意味着公司的代理成本较高^[5-8]。这是由于信息不对称导致的道德风险使公司管理者有动机提供由独立第三方鉴证的财务报告,以证明其会计信息的公允性,而且公司代理问题越严重,管理者越有意愿承担高质量审计所带

[收稿日期] 2017-07-24

[基金项目] 国家自然科学基金项目(71472041);对外经济贸易大学“211工程”四期项目;对外经济贸易大学研究生科研创新基金重点项目(201304)

[作者简介] 雷光勇(1966—),男,湖南常德人,对外经济贸易大学国际商学院副院长,教授,博士生导师,从事会计与审计理论研究;张英(1974—),女,吉林长春人,对外经济贸易大学国际商学院博士研究生,从事会计与公司治理研究;刘茉(1986—),女,辽宁葫芦岛人,对外经济贸易大学国际商学院博士研究生,从事会计与公司治理研究。

来的高成本。有证据表明,那些制度不完善的国家,为增强投资者保护,私营企业对高质量审计的需求较大^[9];在新兴市场,审计具有公司治理功能^[10-11]。高强和伍丽娜也发现,大股东占款问题越严重的公司,越倾向于选择高质量审计师^[12]。同时,高质量审计也能够通过保证财务报告信息的公允性,降低公司与投资者之间的信息不对称,改善资源分配效率,实现价值增值^[13-17]。基于上述经济内涵可知,审计质量既与公司代理问题的严重程度同向相关,也具有降低投资者信息成本和代理成本的反向功能。

通过采用股东基础和分析师关注度作为投资者认知的代理变量,我们首先考察投资者认知提升公司价值的作用,确认投资者认知假设在我国成立;其次以会计师事务所是否为“四大”以及审计费用作为审计质量的代理变量,检验审计质量对投资者认知决定公司价值效应所具有的调节作用;最后,基于高质量审计具有降低投资者信息成本的功能,我们可以推论,随着审计质量的提高,即便知道公司的投资者数量不变,投资者认知提升公司价值的作用也会变强。根据审计质量与公司代理冲突严重程度的正向相关性,我们又可以预期到与之相反的结论,即审计质量越高,公司代理问题越严重,因而投资者认知提升公司价值的作用越弱。因此,检验审计质量对投资者认知提升公司价值的调节作用,一方面能够明确审计在我国股市的基本功能到底是什么,另一方面也能确定审计质量对公司价值的影响路径究竟如何。

我们发现,在投资者认知假设成立的前提下,审计质量的调节作用通常显著为负,与审计的信息功能不符。由此,我们推论,审计质量的负向调节作用与代理问题严重的企业对高质量审计具有较大需求有关。这意味着,在我国股票市场,审计与代理冲突的联系更加紧密,高质量审计尽管能够为财务报告提供公允性鉴证,降低投资者之间的信息不对称程度,但它对公司价值的积极影响远不及审计的治理功能重要。研究同时表明,聘用大型事务所进行审计,或能向市场传递积极信号,有利于提升投资者的投资积极性,从而促进公司价值增值。

本文的研究贡献在于:将审计质量与投资者认知效应联系在一起,通过审计质量同时具有的与代理问题和信息成本的联系,及两者对投资者认知效应可能存在的反向作用,明确审计质量调节认知效应的基本路径是其缓解代理冲突的功能;并在此基础上,本文明确了雇佣大型事务所或支付高审计费用,虽对提升公司价值有益,但其通过市场信息传递路径产生的影响,未必能够起到提升公司价值的作用,这是因为在投资者保护制度不够健全的市场中,审计降低信息不对称的功能弱于缓解代理冲突的功能。

二、理论分析及假设提出

(一) 投资者认知与公司价值

经典资本资产定价模型的完美市场假说无法反映信息传递速度差异对市场均衡的影响,针对这一局限,Merton 将信息约束考虑进来,得到了信息不完全条件下的市场均衡模型。Merton 认为,由于投资者对不同信息传递渠道的反应速度不同,投资者不可能知道市场上所有的股票,因此,投资者在构建最优投资组合时,只会考虑证券市场的一个子集,即只有投资者“知道”的证券才会作为投资对象^[2],这一前提被称作“投资者认知假设”。投资者“知道”证券的多少,反映了投资者掌握信息的不完全程度。而一家公司的投资者认知水平则取决于市场上“知道”这家公司的投资者数量。在该假设的基础上,Merton 通过构建资本市场投资双方的企业投资收益函数以及投资者效用函数,根据效用最大化原则,推导求得市场均衡结果,Merton 的关键理论预期描述了投资者认知与公司价值之间的关系,即公司投资者认知水平越高,公司价值越大^[2]。

许多研究都对 Merton 提出的认知假设进行了检验,最早是对认知假设涉及的四因子与预期回报之间关系进行检验,相关研究发现,预期回报与系统风险、特有风险、流动性正相关,与规模负相关;控制规模和买卖价差后,投资者认知与预期回报负相关,该结论与 Merton 的理论预期一致^[18]。也有研

究从特有风险能否分散的角度,为认知效应提供证据^[19]。还有学者利用日本证交所公司股价偏高时可降低股票最小交易单位的规定,采用事件研究法进行检验,为认知效应提供了实证证据^[20]。还有一些研究则以跨国上市为背景,对事件发生时公司股东基础或分析师关注度与股价发生变化的机制进行分析,检验结果同样支持认知假设^[21-24]。还有一些研究则通过构建投资组合或采用多元回归方法,直接验证认知假设的成立^[1,25]。

Merton 提出的“投资者认知(Investor Recognition)”与行为金融领域的“投资者认知(Investor Perception)”不同,Merton 的“投资者认知”以理性人假设为研究前提,不考虑人们的有限理性,也不涉及投资者的心理因素。两者研究路径不同,但以两者为基础的研究结论却具有内在一致性。Merton 提出的“投资者认知”对市场资源配置具有重要意义,强调投资者掌握信息的不完全与公司信息传递紧密相关。而我国股市以个人投资者为市场投资主体,投资者信息不完全及信息不对称水平较高,因此认知假设在我国股市的适用性有待检验。

异质信念假设是认知假设的竞争性假设,它同样能够预测认知与公司价值之间的关系,但方向相反。该假设认为,存在卖空约束的市场,价格将主要反映市场乐观投资者的预期,而悲观投资者将不进行交易^[26]。由于最好的市场估计是预测的平均水平,因此参与交易的乐观投资者将遭受较高损失;市场乐观投资者与悲观投资者的异质信念越强,投资者预期回报越低,市场估值越高,而认知水平往往与异质信念存在反向关系,因此异质信念假设意味着与 Merton 相反的结论。据此,我们提出假设 1-1 和假设 1-2。

假设 1-1:投资者认知水平越高,公司价值越高;

假设 1-2:投资者认知水平越高,公司价值越低。

(二) 审计质量对投资者认知决定公司价值的调节作用

有研究将审计质量定义为审计人员发现并报告公司会计系统违规行为的可能性^[3]。该定义将审计活动简单描述为一种“非黑即白”的二元活动,虽然这为许多学者确立研究目标提供了前提,但却将审计工作简单化。事实上,高素质的审计人员不仅应当考虑被审计单位是否遵循会计准则,还需要保证其财务报告能够客观反映公司的基本经济活动^[4]。

由于以投资者认知假设为基础的不完全信息条件下的市场均衡,是考虑了各种类别信息传递速度差异之后的资本资产定价机制,因此,影响信息传递的重要治理机制必然能够影响市场均衡过程。高质量审计能够降低投资者的信息收集与处理成本,提升投资者对公司的认知水平,进而会使公司在被同等数量投资者所知的情况下,投资者认知提升公司价值的作用变强。同时,被审计单位对审计质量的需求也来自于降低公司代理成本的动机^[5]。一家公司的代理问题越严重,其管理者越希望通过独立第三方的监督来确保财务报告的公允性,以缓解代理冲突。这意味着,投资者面临的代理成本越高,公司管理者越有较强的需求来雇佣独立第三方鉴证或担保财务报告的客观性,此时公司更愿意雇佣较大的事务所,花费更多的审计费用。这种机制也形成了审计质量与公司代理冲突之间的密切联系,即代理冲突较为严重的公司,会对应较高的审计质量,而这种公司的信息传递速度较慢,在具有同等认知水平的情况下,投资者认知提升公司价值的作用减弱,该方向与从信息角度出发时审计质量对认知效应的调节方向相反。

由于审计活动需要通过最终的审计报告向市场传递信息,而真正的审计质量难以观测,我们很难知道最终的审计结果与审计之前的企业信息状况之间到底存在多大差异,因此,审计质量对投资决策的影响应当借由哪种路径,对公司价值的提升又主要通过何种渠道,都是需要探究的问题。本文通过将审计质量与投资者认知效应相联系,可以为回答这些问题提供实证证据。

与前述同理,以异质信念假设为基础,若审计的基本功能是降低信息不对称程度,那么审计质量越高,投资者的信息成本越低,越便于投资者了解企业的基本情况,即便“知道”一家公司的投资者数

量不变,投资者的异质信念也会降低,从而投资者的预期回报越高,公司价值越低,即审计质量较高时,投资者认知对公司价值的负向作用较弱。同时,若审计的基本功能是缓解代理冲突,那么,审计质量越高,意味着公司代理问题越严重,即便“知道”一家公司的投资者数量不变,投资者异质信念也会越高,从而投资者预期回报越低,公司价值升高,即投资者认知对公司价值的负向作用越强。可见,虽然不同的理论基础同样能够得到表现形式相同的预期,但它们背后的机制并不同。由此,我们提出假设 2-1 与假设 2-2。

假设 2-1:审计质量越高,投资者认知水平影响公司价值的作用越弱;

假设 2-2:审计质量越高,投资者认知水平影响公司价值的作用越强。

三、研究设计

(一) 样本描述

本文选择 2003—2011 年沪、深交易所的 A 股上市公司作为初始研究样本,剔除金融类上市公司。为避免不频繁交易可能导致计算公司特有风险时产生估计偏差,本文样本需满足年正常交易日大于 200 天的条件。剔除股东户数等关键变量缺失的样本,本文最终得到 7987 个观测值。研究数据均来自 CSMAR 数据库。

(二) 回归模型及变量定义

本文采用回归分析方法验证前述假设,模型如下:

$$TobinQ_i = \alpha_1 + \beta_1 \cdot Recog_i + Controls_i \cdot \gamma_1 + \varepsilon_{1,i} \quad (1)$$

$$TobinQ_i = \alpha_2 + \delta_1 \cdot Recog_i + \delta_2 \cdot Recog_i \times Auditquality_i + \delta_3 Auditquality_i + Controls_i \cdot \gamma_2 + \varepsilon_{2,i} \quad (2)$$

其中,*TobinQ* 是公司价值的代理变量,等于公司资产市值与账面值的比值。*Recog* 指投资者认知,表示投资者对公司股票的了解程度,也代表投资者掌握信息的不完全程度。一只股票被越多投资者所知,公司的投资者认知水平越高。借鉴已有研究,我们将股东基础与分析师关注度作为投资者认知的代理变量^[20,23,25]。股东基础用 *Sharholdbase* 表示,它是公司股东户数占市场公司股东户数总和比重的年度平均数。分析师关注度用 *Analystfocus* 表示,代表关注企业的分析师数量。*Auditquality* 代表审计质量,我们选择两个审计质量的前置指标来衡量:一是公司是否选择“四大”会计师事务所进行审计,是设为 1,否则为 0;二是公司审计费用,事务所为四大或审计费用越高,意味着审计质量越高。

本文控制变量包括:ROA(年末利润总额及财务费用之和与资产总额之比);Loss(公司亏损设为 1,否则为 0);Leverage(年末公司资产负债率);Turnover(股票换手率);Idiosyncrisk(市场模型回归残差的标准差);Salegrowth(公司营业收入增长率);LnAssets(公司年末资产总额的对数);shrcr(公司第一大股东持股比例)。根据 Xu 的发现,在不允许卖空的市场,即使投资者对股票价值的认知相同,不同投资者对可观测信号(比如盈余公告)精确度的认知差异也会使其定价反应不同,认为信号精确度较高的投资者对利好消息的估价调整往往高于认为信号精确度较低的投资者,而认为信号精确度较高的投资者对利空信息的估价调整则低于认为信号精确度较低的投资者^[27]。这导致市场对正面信息和负面信息的反应有偏,卖空限制和信息精确度的认知分歧加大了股票回报偏度。我国股票市场一直存在卖空限制,直到 2011 年 11 月 25 日,以发布《上海证券交易所融资融券交易实施细则》为标志,融资融券业务才正式启动(经过一年半试点),并且这种业务在当前市场环境下并不普遍。据此,本文同时控制了股票回报的偏度和峰度两项指标,分别用 *Skew* 和 *Kurt* 表示。为控制异方差,本文对方差偏大和偏小的指标取了反对数,并对连续变量做 1% 和 99% 水平的 Winsorize 处理,以消除异常值影响。

(三) 假设检验过程

本文采用回归模型(1)检验假设 1,若 *Recog* 的回归系数 β_1 显著为正,则假设 1-1 通过检验,投

投资者认知假设成立;如果 β_1 显著为负,则假设 1-2 通过检验,异质信念假设成立。为考察检验结果的稳健性,本文对假设 1 的检验分别做了全样本及自变量滞后一期和两期的分组检验,同时,分组检验能够缓解检验过程中存在的互为因果的内生性问题。另外,由于分析师对一家公司的关注程度往往与投资者对该公司的关注程度正相关^[22],因此,本文还采用分析师关注度作为投资者认知的替代变量,考察前述检验结果的稳健性。

本文采用回归模型(2)检验假设 2,并以假设 1 的检验结果为基础。假设 2 是否通过检验,以交乘项回归系数 δ_2 是否显著为依据。若 δ_2 显著为负,则假设 2-1 成立;若 δ_2 显著为正,则假设 2-2 成立。

四、实证结果

(一) 描述性统计

表 1 是对研究变量的描述性统计,结果显示,样本中选择四大会计师事务所审计的公司约占 6%,而审计费用的最高水平比中等水平高出很多(最大值 105 万元,中位数 50 万元);股东基础的情况与之相反,股东基础的最小水平与中等水平相差较大(最小值 0.645×10^{-4} ,中位数 5.003×10^{-4}),这或许与股权集中度或行业特点等方面的影响有关。公司价值也是最高水平与中等水平相差较大(最大值 9.594,中位数 1.255)。样本中国有企业约占 73.3%,私营企业约占 26.7%,亏损企业约占 7%。

表 1 描述性统计

	TobinQ	SharholdBase	Big4	Auditfee	ROA	Loss	Leverage	Turnover
Mean	1.602	7.233×10^{-4}	0.060	7.151×10^5	0.038	0.070	0.496	2.428
p25	1.04	2.992×10^{-4}	0	3.775×10^5	0.014	0	0.373	1.143
p50	1.255	5.003×10^{-4}	0	5.000×10^5	0.033	0	0.509	2.106
p75	1.776	8.832×10^{-4}	0	7.500×10^5	0.057	0	0.630	3.461
Sd	0.975	6.986×10^{-4}	0.237	8.046×10^5	0.047	0.256	0.177	1.551
Min	0.741	0.645×10^{-4}	0	1.360×10^5	-0.186	0	0.067	0.196
Max	9.594	5.170×10^{-4}	1	1.050×10^7	0.218	1	0.886	7.959
	Idiosyrisk	Salegrowth	Lnassets	Shrcr	Skew	Kurt	SOE	PrivEmp
Mean	0.024	0.236	21.72	11.04	0.094	4.615	0.733	0.267
p25	0.020	0.023	20.94	0.793	-0.166	3.523	0	0
p50	0.024	0.162	21.60	3.416	0.027	4.175	1	0
p75	0.028	0.339	22.34	15.56	0.268	4.877	1	1
Sd	0.006	0.484	1.079	15.69	0.474	3.364	0.442	0.442
Min	0.010	-0.698	19.41	0.063	-0.772	2.384	0	0
Max	0.048	4.593	25.93	70.64	5.912	67.52	1	1

(二) 回归分析

下页表 2 是对假设 1 的检验结果。统计结果显示,假设 1-1 通过检验,即投资者认知对公司价值具有显著正向作用,符合 Merton 提出的投资者认知假设。

从回归结果看(见表 2 列 1 和列 4),无论是选用股东基础还是分析师关注度作为投资者认知的代理变量,均能得到显著正向结果,且在 1% 水平通过检验。统计显示,股东基础对数对托宾 Q 的回归系数是 0.157(t 值是 11.52),表明公司股东基础每提高 1%,公司总资产市值对公司总资产账面值的比值扩大 15.7%;分析师关注度对托宾 Q 的回归系数是 0.018(t 值是 10.89),表明关注公司的分析师每增加 1 人,公司总资产市值对公司总资产账面值的比值扩大 1.8%。这意味着,平均而言,公司投资者认知水平越高,即投资者掌握信息的不完全程度越低,公司价值越高;换言之,公司的分析师关注度越高,公司价值越高。可见公司让越多投资者所知或保持越多投资者关注,对公司价值增值越

有利。这说明公司如果能够披露对投资者有用的信息,提升投资者对公司的关注程度或降低投资者的信息不完全水平、扩大股东基础,均对提升公司价值有积极影响。这也意味着,提高投资者交易积极性,加速公司信息传递,对公司价值增值有益。

统计结果还表明,两种代理变量的一期和二期滞后项对托宾 Q 的回归结果均显著为正,且在 1% 水平上通过检验。这在一定程度上排除了股东基础或分析师关注度与托宾 Q 之间可能存在的因果倒置的内生性问题,进一步明确了投资者认知对公司价值的正向决定性作用,也意味着投资者认知是引起公司价值变动的前置指标(见表 2 列 2、列 3、列 5 和列 6)。

上述投资者认知效应的验证,并不能排除异质信念效应的成立,但两种代理变量的正向作用表明,在我国股票市场,投资者认知影响公司价值的重要程度超出投资者的异质信念,说明我国股票市场出台能够促进企业满足投资者信息需求、降低投资者信息不完全的政策,比使投资者预期达成一致更有助于公司价值增值。

表 2 投资者认知对公司价值的回归结果

TobinQ	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	All sample	lnShareholdBase		All sample	Analystfocus	
		滞后 1 期	滞后 2 期		滞后 1 期	滞后 2 期
Recog	0.157 *** (11.52)	0.105 *** (7.64)	0.070 *** (4.59)	0.018 *** (10.89)	0.018 *** (9.94)	0.019 *** (7.96)
ROA	6.342 *** (20.13)	6.412 *** (18.90)	6.427 *** (17.13)	5.293 *** (14.05)	6.080 *** (14.78)	6.613 *** (14.25)
Loss	0.526 *** (12.75)	0.524 *** (11.62)	0.554 *** (10.96)	0.569 *** (9.39)	0.490 *** (7.64)	0.576 *** (8.16)
Leverage	-0.193 *** (-3.27)	-0.290 *** (-4.55)	-0.494 *** (-6.96)	-0.518 *** (-6.93)	-0.484 *** (-5.91)	-0.588 *** (-6.19)
Turnover	-0.151 *** (-16.33)	-0.154 *** (-15.50)	-0.162 *** (-14.38)	-0.130 *** (-11.02)	-0.167 *** (-12.56)	-0.177 *** (-11.46)
lnIdiosyncrisk	0.824 *** (16.62)	0.895 *** (15.52)	0.995 *** (14.23)	0.867 *** (13.23)	1.044 *** (13.07)	1.080 *** (12.13)
Salegrowth	-0.015 (-0.86)	-0.042 ** (-2.12)	-0.044 * (-1.76)	-0.044 ** (-1.98)	-0.026 (-0.99)	-0.009 (-0.30)
lnAssets	-0.406 *** (-31.61)	-0.370 *** (-28.08)	-0.351 *** (-24.13)	-0.378 *** (-27.79)	-0.380 *** (-25.03)	-0.370 *** (-20.89)
lnShrcr	0.071 *** (12.84)	0.058 *** (9.23)	0.054 *** (7.12)	0.070 *** (8.80)	0.048 *** (5.23)	0.049 *** (4.62)
Skew	0.221 *** (8.05)	0.215 *** (6.40)	0.287 *** (6.72)	0.248 *** (6.46)	0.222 *** (4.78)	0.251 *** (4.38)
Kurt	-0.033 *** (-5.16)	-0.040 *** (-5.42)	-0.055 *** (-6.17)	-0.050 *** (-6.10)	-0.050 *** (-5.13)	-0.046 *** (-3.50)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	15.05 *** (35.13)	14.47 *** (32.57)	13.55 *** (28.76)	13.41 *** (34.81)	14.29 *** (31.02)	13.68 *** (27.27)
N	7987	6524	5472	4953	3931	3114
adj. R ²	0.551	0.555	0.544	0.564	0.574	0.569

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著,下同。

下页表 3 是对假设 2 的检验,从总体上看,假设 2-1 得到验证,即审计质量对认知效应具有负向调节作用,但统计结果在审计质量选取不同代理变量时有所变化。

如果选取“审计费用对数”作为审计质量的代理变量,投资者认知以“股东基础对数”和“分析师关注度”作为代理变量时,审计质量负向调节作用的表现形式不同:(1)控制审计质量和投资者认知的交互作用之后,投资者认知对公司价值的直接作用变为负向,股东基础对数的回归系数为 -0.395,交乘项回归系数 0.041,均在 1% 水平上通过检验;(2)审计质量对认知效应的负向调节作用体现在分析师关注度对公司价值的影响为正的前提下,交乘项的回归系数为负(分析师关注度回归系数

0.088, t 值 4.12; 交乘项回归系数 -0.005, t 值 -3.35), 两者均在 1% 水平上通过检验。两种检验结果表明, 随着公司所承担审计费用的提高, 公司股东基础或分析师关注程度对提升公司价值的作用变小。可见, 公司希望通过增加审计费用来提高审计质量, 进而提升公司价值的目标, 不是通过向投资者传递积极信号来实现, 而是需借由缓解公司内部代理冲突来实现。向投资者传递积极信号这一路径意味着审计质量对认知效应具有正向调节作用, 而借由缓解公司内部代理冲突这一路径与表 3 统计结果中显示的审计质量提升公司价值的正向调节作用相符, 即当投资者认知的代理变量为股东基础或分析师关注度时, 审计费用对数对公司价值的回归系数分别是 0.393 和 0.117, 均在 1% 显著水平上通过检验。

表 3 审计质量调节作用的检验结果

TobinQ	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
	lnSharholdBase		Analystfocus		lnSharholdBase		Analystfocus	
	Auditquality-lnAuditfee				Auditquality-Big4			
Recog	0.152 *** (10.63)	-0.395 ** (-2.13)	0.019 *** (10.33)	0.088 *** (4.12)	0.157 *** (11.53)	0.152 *** (10.93)	0.018 *** (10.58)	0.019 *** (10.10)
Auditquality	0.094 *** (5.51)	0.393 *** (3.95)	0.062 *** (2.82)	0.117 *** (4.72)	0.0279 (1.01)	0.565 ** (2.25)	-0.005 (-0.13)	0.060 (1.44)
Recog × Audqly		0.041 *** (2.93)		-0.005 *** (-3.35)		0.076 ** (2.09)		-0.005 * (-1.69)
ROA	6.544 *** (19.61)	6.567 *** (19.72)	5.959 *** (13.60)	5.797 *** (13.32)	6.334 *** (20.04)	6.353 *** (20.10)	5.801 *** (13.61)	5.761 *** (13.50)
Loss	0.543 *** (12.50)	0.542 *** (12.49)	0.599 *** (8.87)	0.596 *** (8.83)	0.525 *** (12.69)	0.526 *** (12.70)	0.587 *** (9.05)	0.587 *** (9.05)
Leverage	-0.189 *** (-3.06)	-0.190 *** (-3.08)	-0.533 *** (-6.38)	-0.548 *** (-6.55)	-0.188 *** (-3.15)	-0.185 *** (-3.10)	-0.534 *** (-6.68)	-0.533 *** (-6.68)
Turnover	-0.149 *** (-15.48)	-0.150 *** (-15.53)	-0.129 *** (-9.73)	-0.127 *** (-9.61)	-0.151 *** (-16.35)	-0.152 *** (-16.39)	-0.131 *** (-10.35)	-0.130 *** (-10.31)
lnIdiorisk	0.783 *** (15.22)	0.795 *** (15.35)	0.850 *** (11.94)	0.842 *** (11.81)	0.824 *** (16.63)	0.828 *** (16.72)	0.887 *** (12.75)	0.882 *** (12.62)
Salegrowth	-0.012 (-0.62)	-0.014 (-0.72)	-0.056 ** (-2.35)	-0.054 ** (-2.28)	-0.015 (-0.83)	-0.016 (-0.91)	-0.050 ** (-2.06)	-0.049 ** (-2.04)
lnAssets	-0.436 *** (-27.69)	-0.435 *** (-27.67)	-0.398 *** (-21.24)	-0.401 *** (-21.46)	-0.409 *** (-30.70)	-0.410 *** (-30.70)	-0.375 *** (-25.39)	-0.375 *** (-25.45)
lnShrer	0.067 *** (11.73)	0.066 *** (11.42)	0.072 *** (8.27)	0.072 *** (8.20)	0.071 *** (12.82)	0.070 *** (12.66)	0.072 *** (8.67)	0.072 *** (8.66)
Skew	0.204 *** (7.20)	0.200 *** (7.08)	0.235 *** (5.65)	0.236 *** (5.70)	0.221 *** (8.04)	0.220 *** (8.03)	0.257 *** (6.41)	0.257 *** (6.42)
Kurt	-0.029 *** (-4.54)	-0.030 *** (-4.63)	-0.045 *** (-5.06)	-0.045 *** (-5.07)	-0.033 *** (-5.17)	-0.033 *** (-5.20)	-0.050 *** (-5.76)	-0.050 *** (-5.75)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	14.24 *** (31.92)	10.27 *** (7.76)	13.45 *** (34.23)	12.76 *** (29.14)	15.11 *** (34.75)	15.10 *** (34.78)	13.40 *** (31.28)	13.38 *** (31.15)
N	7202	7202	4486	4486	7987	7987	4953	4953
adj. R ²	0.552	0.553	0.549	0.550	0.551	0.551	0.548	0.549

如果选取是否“四大”作为审计质量的代理变量, 则审计质量对认知效应的调节作用在选用不同的投资者认知代理变量时存在差异。(1) 以股东基础对数作为投资者认知的代理变量时, 事务所是“四大”对认知效应具有正向调节作用, 股东基础对数的回归系数是 0.152, 交乘项回归系数 0.076, 均在 1% 水平上通过检验。这表明聘请大型事务所进行审计, 能够向市场传递积极信号, 提高投资者的交易积极性, 从而投资者认知提升公司价值的作用增强。(2) 以分析师关注度作为投资者认知的代理变量时, 事务所是“四大”对认知效应的影响与“审计费用对数”作为审计质量代理变量时的情况一样, 也具有负向调节作用。分析师关注度回归系数 0.019, 在 1% 水平上通过检验; 交乘项回归系数

-0.005,在5%水平上通过检验。这表明分析师对公司聘请大型事务所审计并不看好,不会像市场投资者那样有积极反应,分析师选择对公司这一行为做出负面回应,反映了分析师的职业特征,即专业人员会对公司审计模式的选择保持理性,能够判别出公司聘用大型事务所审计的主要动因是缓解公司的代理冲突。

五、研究结论

投资者认知是影响市场资源配置的重要因素,它代表着投资者掌握信息的不完全程度。本文通过对投资者认知效应进行验证,证明在我国股票市场,促使公司为投资者提供有用的信息远比促使投资者对公司未来预期达成一致,更能有效提升公司价值。本文在验证投资者认知对公司价值具有提升作用的基础上,进一步检验了审计质量对投资者认知提升公司价值的调节作用。由于审计质量与公司代理冲突程度同向相关,同时审计又具有降低信息不对称程度的功能,这两种关联意味着审计质量与认知效应的联系相反,因此本文检验发现的审计质量对认知效应的负向调节作用,表明审计在我国股市的基本功能是促进公司治理,即公司出于缓解代理冲突的目的,对高质量审计的需求远比满足投资者了解上市公司经营状况的信息需求更为强烈。本文检验同时发现,以“股东基础对数”作为投资者认知的代理变量时,聘用“四大”对认知效应具有正向调节作用,与以“分析师关注度”作为投资者认知代理变量时得到的负向调节作用不同,这说明聘请“四大”能够向市场投资者传递积极信号,但由于分析师所具有的专业性,其对公司审计模式选择的分析判断会更加理性,这些专业人员可能认为向市场投资者传递相关信息并非公司聘用大型会计师事务所的主要动因,而更可能是出于缓解公司代理冲突的目的。

研究也表明,由于审计在我国股市最基本的功能是提升公司治理水平,因此,在实现审计功能的过程中,审计人员的独立性至关重要;而审计降低信息不对称的信息功能弱于审计的治理功能,这意味着,在市场制度不够完善、公司代理问题较为严重的情况下,即便提高审计质量有利于公司价值增值,公司也未必会为了满足投资者的信息需求,而承担较高的审计成本,即如果要更好地发挥审计质量对公司价值的积极作用,需以完善投资者保护机制、降低代理冲突为前提。

参考文献:

- [1] Richardson S, Sloan R, You H. What makes stock prices move? Fundamentals vs investor recognition [J]. *Financial Analysts Journal*, 2012,68(2):30-50.
- [2] Merton R C. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information [J]. *The Journal of Finance*, 1987, 42(3):483-510.
- [3] DeAngelo L E. Auditor size and audit quality [J]. *Journal of accounting and economics*, 1981, 3(3):183-199.
- [4] DeFond M, Zhang J. A review of archival auditing research [C]. *Journal of Accounting and Economics conference*. 2013.
- [5] Jensen M C, Meckling W H. Theory of firm: managerial behavior, agency cost and capital structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4):305-360.
- [6] 李明辉. 代理成本对审计师选择的影响——基于中国 IPO 公司的研究 [J]. *经济研究*, 2006(3):73-83.
- [7] 刘斌, 王雷. 制度环境、审计市场集中度与审计质量 [J]. *审计与经济研究*, 2014(4):22-29.
- [8] 刘明辉, 王扬. 审计师特征、审计质量与审计师运营效率研究 [J]. *审计与经济研究*, 2012(5):20-33.
- [9] Francis J R, Khurana I K, Martin X, et al. The relative importance of firm incentives versus country factors in the demand for assurance services by private entities [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28(2):487-516.
- [10] Fan J P H, Wong T J. Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? Evidence from East Asia [J]. *Journal of Accounting Research*, 2004, 43(1):35-72.
- [11] 雷光勇, 李书锋, 王秀娟. 政治关联、审计师选择与公司价值 [J]. *管理世界*, 2009(7):145-155.
- [12] 高强, 伍丽娜. 大股东资金占用与审计师选择的再检验 [J]. *审计研究*, 2007(5):84-96.
- [13] Beatty R P. Auditor reputation and the pricing of initial public offerings [J]. *The Accounting Review*, 1989, 64(4):693-709.

- [14] Saito Y, McIntosh C S. The economic value of auditing and its effectiveness in public school operations [J]. Contemporary Accounting Research, 2010, 27(2): 639 - 648.
- [15] 张娟, 李虎, 王兵. 审计师选择、信号传递和资本结构优化调整——基于中国上市公司的实证分析[J]. 审计与经济研究, 2010(5): 33 - 39
- [16] 聂曼曼, 肖浩, 吴冕. 会计师事务所转制对审计质量的影响研究——来自上市公司的经验证据[J]. 南京审计学院学报, 2014(5): 94 - 104.
- [17] 米莉, 刘珠娜. “旋转门”降低审计质量了吗? ——基于我国沪深两市资本市场数据的分析[J]. 南京审计学院学报, 2013(5): 98 - 110.
- [18] Amihud Y, Mendelson H. Asset pricing and the bid-ask spread [J]. Journal of financial Economics, 1986, 17(2): 223 - 249.
- [19] Kadlec G B, McConnell J J. The effect of market segmentation and illiquidity on asset prices: evidence from exchange listings [J]. The Journal of Finance, 1994, 49(2): 611 - 636.
- [20] Amihud Y, Mendelson H, Uno J. Number of shareholders and stock prices: evidence from Japan [J]. The Journal of finance, 1999, 54(3): 1169 - 1184.
- [21] Foerster S R, Karolyi G A. The effects of market segmentation and investor recognition on asset prices: evidence from foreign stocks listing in the United States [J]. The Journal of Finance, 1999, 54(3): 981 - 1013.
- [22] Baker H K, Nofsinger J R, Weaver D G. International cross-listing and visibility [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2002, 37(3): 495 - 521.
- [23] Lang M H, Lins K V, Miller D P. ADRs, analysts, and accuracy: does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? [J]. Journal of Accounting Research, 2003, 41(2): 317 - 345.
- [24] King M R, Segal D. The long-term effects of cross-listing, investor recognition, and ownership structure on valuation [J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(6): 2393 - 2421.
- [25] Bodnaruk A, Ostberg P. Does investor recognition predict returns? [J]. Journal of Financial Economics, 2009, 91(2): 208 - 226.
- [26] Miller E M. Risk, uncertainty, and divergence of opinion [J]. The Journal of Finance, 1977, 32(4): 1151 - 1168.
- [27] Xu Jianguo. Price convexity and skewness [J]. The Journal of Finance, 2007, 62(5): 2521 - 2552.

[责任编辑:刘 茜]

Investor Recognition, Audit Quality and Firm Value

LEI Guangyong, LIU Ying, LIU Mu

(School of International Business, University of Foreign Economy and Trade, Beijing 100029, China)

Abstract: Investor recognition is the basis of learning market efficiency and resources allocation efficiency; it affects firm value through information diffusion about the fundamentals. As an institutional arrangement for reducing agency cost and information cost, audit impacts firm value through information diffusion. By an empirical testing, we find that reducing agency cost is the basic function of audit in Chinese market. It embodies that the main mechanism of raising firm value through improving audit quality is reducing the agency problem in the firms. It is more important than meeting the information need of investors. We also find that hiring big auditors delivers a positive signal to the investors of the market. It has a positive moderate function on investor recognition effect. So choosing the models of auditing should take the characters of the information diffusion of the firm into account and fit the level of investor recognition of the firms.

Key Words: investor recognition; audit quality; firm value; market symmetry; information asymmetry; agency conflict; audit fees; corporate governance structure