

# 异常审计费用、审计质量与 IPO 定价

## ——基于 A 股市场的分析

朱宏泉,朱露

(西南交通大学 经济管理学院,四川 成都 610031)

**[摘要]**以 A 股市场 2006—2012 年 IPO 公司为研究对象,探讨异常审计费用与审计质量的相关性及其在 IPO 定价中的作用。结果发现:对全样本,异常审计费用与 IPO 抑价水平显著负相关,与可操纵性应计利润的绝对值和股票上市后的长期市场表现不相关;当考虑异常审计费用的方向时,正的异常审计费用与 IPO 抑价水平、可操纵性应计利润的绝对值显著负相关,与股票上市后的长期市场表现显著正相关,而负的异常审计费用与三者的相关性均不显著。这表明作为会计师事务所努力程度的体现,正的异常审计费用不会损害审计质量,相反在一定程度上能提升审计质量。因此,监管部门应更多地关注审计收费不足所存在的风险。

**[关键词]**异常审计费用;可操纵性应计利润;IPO 抑价;长期市场表现;审计质量;审计意见;盈余管理

**[中图分类号]**F239.43 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2018)04-0055-11

### 一、引言

近年来,IPO 审计失败的丑闻频发<sup>①</sup>,例如,2017 年 3 月 13 日,证监会公布了对瑞华会计师事务所的处罚决定。瑞华会计师事务所对辽宁振隆特产股份有限公司 2012 年至 2014 年的财务报表审计时,未对函证保持控制、未按审计准则及其设计的舞弊风险应对措施和总体审计策略执行相应的审计程序。证监会经查后认定瑞华会计师事务所未勤勉尽责,签字会计师未履行基本的审慎注意义务。为此,证监会不仅没收了瑞华会计师事务所 130 万元业务收入,同时还处以 260 万元罚款,两位签字会计师也分别被处以 10 万元的罚款。

从信息获取的渠道和频率上看,投资者对首次公开发行股票上市公司的了解主要来源于上市前公告的招股说明书,而对公司价值的判断则主要基于招股说明书中的财务数据;上市后,根据证监会等相关规定,上市公司除了披露季报、半年报和年报外,其他重大事项也会持续在相应平台上披露。因此,一级市场的投资者在获取信息的数量和及时性方面都明显弱于二级市场的投资者。而会计师事务所作为独立的第三方中介机构,在金融市场中扮演着信息鉴证的角色,对提高信息质量、定价效率具有重要作用。因此,经会计师事务所鉴证后的会计信息将极大地影响市场参与者对公司价值的

**[收稿日期]**2017-09-28

**[基金项目]**国家自然科学基金资助项目(71473206,71773100,91746109)

**[作者简介]**朱宏泉(1963—),男,重庆人,西南交通大学经济管理学院教授,博士生导师,博士,从事资产定价、金融市场与机构、行为金融研究,E-mail:hqzhu@home.swjtu.edu.cn;朱露(1992—),女,四川眉山人,西南交通大学经济管理学院硕士研究生,从事金融市场与机构研究。

<sup>①</sup>根据证监会公告,近年来 IPO 审计失败的案例还有:大信会计师事务所对山西天能科技有限公司的审计、大华会计师事务所对广东新大地生物科技股份有限公司的审计、中磊会计师事务所对万福生科农业开发股份有限公司的审计、利安达会计师事务所对河南天丰节能板材科技股份有限公司的审计、北京兴华会计师事务所对丹东欣泰电气股份有限公司的审计等,这些会计师事务所及其签字会计师均受到了相应的处罚。

判断和投资决策,特别是在信息不对称程度严重的首次公开发行(Initial Public Offering, IPO)环节<sup>[1]</sup>。

关于异常审计费用<sup>①</sup>与审计质量的关系,国内外虽已有大量的研究,但尚未达成一致结论。一些学者认为异常审计费用是一种经济关联,隐含着会计师事务所对上市公司的经济依赖,即异常审计费用与审计质量负相关<sup>[2-5]</sup>;但另一些学者却认为异常审计费用反映的是会计师事务所的努力程度<sup>②</sup>,异常审计费用越高,会计师事务所越勤勉尽责,即异常审计费用与审计质量正相关<sup>[6-7]</sup>。还有一些学者认为异常审计费用与审计质量呈非线性关系,正向的异常审计费用与负向的异常审计费用和审计质量的关系不尽相同<sup>[8-13]</sup>。基于我国会计师事务所的现状,目前监管机构更多地关注审计收费不足(即负向的异常审计费用)的情况,会计师事务所之间出于“低价揽客”目的,可能会减少必要的审计程序和审计资源的投入,从而降低会计信息质量<sup>③</sup>。

不同于现有研究,本文以中国 A 股市场 IPO 公司为研究对象,探讨 IPO 环节异常审计费用与审计质量的相关性,进而分析审计在 IPO 定价中的作用。本文可能的贡献有以下三个方面:(1)首次探讨了 IPO 环节异常审计费用与审计质量的相关性。众所周知,公司在 IPO 时,信息不对称程度严重,投资者更依赖于会计师事务所的独立鉴证,而国内外现有研究均是探讨公司上市后异常审计费用与审计质量的相关性,鲜有剖析 IPO 环节异常审计费用与审计质量的关系,本文的工作填补了这一空缺。(2)本文为 IPO 环节审计质量的衡量提供了新的方法。关于审计质量的衡量,国内外常用的指标有可操纵性应计利润、会计师事务所的声誉、审计意见类型和审计意见的改善等。IPO 环节仅前两个指标可获取并适用。在公司层面,可操纵性应计利润的衡量是基于公司财务报表中的部分财务数据,更多体现为一种“盈余质量”,而异常审计费用则是站在会计师事务所的角度,包含了对公司整体财务信息质量的判断;另外,会计师事务所声誉的度量常常采用是否为“四大”(或“十大”),虽然这种划分可对比组间(如“四大”与非“四大”)的差异,但不能判断组内的差异。因此,基于会计师事务所的角度,本文实证检验了在 IPO 环节异常审计费用可否作为审计质量的代理指标。(3)目前,国内外在探讨审计在 IPO 环节的作用时,基本上都是从会计师事务所的声誉机制出发,将“四大”或“十大”作为高质量审计的代理指标。但刘峰和周福源、郭照蕊基于中国证券市场的分析发现,“四大”与非“四大”的审计质量并不存在显著的差异,甚至有时“四大”比非“四大”的审计质量更差<sup>[14-15]</sup>。同样,王良成和韩洪灵的研究认为大型会计师事务所的审计质量并不是一贯的高<sup>[16]</sup>。由此可见,以“四大”或“十大”作为高质量审计的代理指标并不稳健。而本文以异常审计费用作为审计质量的代理指标,在模型构建时排除了会计师事务所声誉、规模等因素的影响,因而可检验会计师事务所的努力程度及其与审计质量的相关性以及对 IPO 定价的影响。

为了探讨审计在 IPO 定价中的作用,本文首先分析异常审计费用可否作为审计质量的替代指标。由于可操纵性应计利润是衡量审计质量的最常用指标,通过分析异常审计费用与可操纵性应计利润的相关性,可间接检验异常审计费用作为审计质量替代指标的有效性。然后将异常审计费用纳入定价模型,检验其对 IPO 定价的影响。

本文后续部分构成如下:第二部分为文献回顾及评述;第三部分为理论分析及假设;第四部分为研究设计,包括样本选取、变量设计及模型构建;第五部分为实证结果分析和稳健性检验;最后为本文的研究结论。

<sup>①</sup>异常审计费用是在考虑客户规模、审计复杂性、审计风险以及会计师事务所特征等主要经济因素后,审计定价模型无法解释的部分。

<sup>②</sup>会计师事务所的努力程度是指会计师事务所审计资源的投入(如投入的人力、财力)以及额外追加的审计程序。由于市场上没有直接衡量会计师事务所努力程度的测度指标,目前常用的替代指标是审计费用,并进一步将审计费用区分为正常审计费用和异常审计费用。正的异常审计费用通常反映了会计师事务所额外的投入,而负的异常审计费用则表明会计师事务所可能投入不足。

<sup>③</sup>如 2012 年 3 月、2013 年 4 月、2014 年 4 月和 2016 年 3 月,中国注册会计师协会(简称“中注协”)多次就审计费用显著降低约谈相关会计师事务所,提示其可能存在的年报审计风险。

## 二、文献回顾及评述

### (一) 异常审计费用与审计质量

目前,国内外关于异常审计费用与审计质量的关系主要有以下两种解释:一是异常审计费用是对会计师事务所多付出审计资源的补偿,体现了会计师事务所更勤勉尽责,有利于审计质量的提高;二是异常审计费用隐含着会计师事务所与上市公司之间的经济关联,反映了会计师事务所对上市公司的经济依赖性,会损害审计质量。

关于异常审计费用是经济关联的实证研究,Hoitash 等以美国证券市场 2000—2003 年的上市公司为研究对象,发现异常审计费用与盈余管理程度显著正相关,认为异常审计费用反映了会计师事务所对上市公司的经济依赖<sup>[2]</sup>;同样,Hribar 等的研究发现异常审计费用与应计质量、收益平滑指标以及审计当年的财务重述或财务舞弊的可能性均显著正相关,这表明异常审计费用越高,审计质量越差<sup>[3]</sup>。在国内 A 股市场,陈杰平等以不利审计意见的改善作为审计质量的衡量指标,发现异常审计费用与审计质量负相关<sup>[4]</sup>。但方军雄和洪剑峭认为陈杰平等的研究仅将上一年被出具非标意见的上市公司作为研究对象,无法识别是经济关联还是由于增加了审计程序和审计资源的投入使得公司治理真正得到改善。为此,他们将上一年被出具标准无保留意见的公司也纳入分析样本,研究发现异常审计费用与上市公司审计意见的改善显著正相关,并且异常审计费用的存在会损害会计盈余的价值相关性<sup>[5]</sup>。与此相反的观点则认为异常审计费用体现的是会计师事务所的努力付出,是会计师事务所为提高财务信息的准确性而产生的额外投入,反映了会计师事务所更勤勉尽责。Blankley 等以美国 2002—2009 年萨班斯法案颁布后的样本为研究对象,在控制了上市公司内部因素后,发现异常审计费用与未来两年内公司发生财务重述的可能性负相关。即异常审计费用越高,审计质量越好<sup>[6]</sup>。郭颖文以会计师事务所出具非标意见的可能性作为审计质量的衡量指标,发现在审计任期的初期(前 3 年),异常审计费用与审计质量显著正相关<sup>[7]</sup>。

另外,还有一些学者认为异常审计费用与审计质量非线性相关,并进一步区分了异常审计费用的方向。Gupta 等关注负向的异常审计费用与审计质量的关系,研究发现负的异常审计费用与公司的盈余管理程度正相关。即会计师事务所为降低审计成本,会减少部分审计程序和审计资源的投入,容忍上市公司的盈余管理行为<sup>[8]</sup>。另一些学者则关注正向的异常审计费用与审计质量的关系,得到两者正相关的结论。如 Lareker 和 Richardson 以 2000—2001 年美国上市公司为研究对象,分析发现当异常审计费用为正时,异常审计费用与可操纵性应计利润的绝对值显著负相关<sup>[9]</sup>。同样,Mitra 等基于美国证券市场 2000—2005 年 1142 家上市公司的平衡面板数据,得到异常审计费用与可操纵性应计利润的绝对值负相关,与向上的盈余管理程度显著负相关,与向下的盈余管理程度正相关,验证了正的异常审计费用体现的是会计师事务所更大的审计投入,而非经济关联或经济依赖<sup>[10]</sup>。

同样是关注异常审计费用的方向,一些学者基于不同的研究对象得出了不一致的结果。Choi 等研究发现正的异常审计费用会损害审计质量,而负的异常审计费用与审计质量没有显著的相关性<sup>[11]</sup>。Krauß 等以德国 2005—2010 年的数据同样发现正的异常审计费用与审计质量负相关<sup>[12]</sup>。李明辉和沈真真借鉴 Choi 等的做法<sup>[11]</sup>,以 A 股市场 2008—2010 年的上市公司为研究对象,用可操纵性应计利润的绝对值为审计质量的替代指标,分析发现:对全样本而言,异常审计费用与审计质量显著负相关;但进一步区分异常审计费用的方向时,正的异常审计费用与审计质量显著负相关,负的异常审计费用与审计质量的相关性不显著,“过高的审计费用会损害审计质量”仅在法治水平较差的地区成立<sup>[13]</sup>。

综上,关于异常审计费用与审计质量的关系,国内外学者基于不同的研究背景、研究对象,得出的结论也不尽相同。而基于我国证券市场的研究,学者们均以上市后的样本为研究对象,鲜有探讨信息

不对称严重的 IPO 环节。IPO 环节信息不对称严重,投资者更依赖独立的第三方提供的信息,尤其是经审计后的财务信息是投资者做出决策的重要依据。因此,本文在已有研究的基础上,分析 IPO 环节异常审计费用与审计质量的关系,试图弥补这一研究空缺。

## (二) 审计质量与 IPO 定价

关于审计在 IPO 定价中的作用,国内外学者普遍从“信号作用”和“信息作用”两个维度进行分析。持审计在 IPO 定价中发挥“信号作用”观点的学者认为,只有质量好的公司才会聘用高质量的审计师,质量差的公司聘用高质量审计师,一方面会支付更多的费用,同时还有可能被揭露出更多的财务问题。因此,聘用高质量的审计服务是向投资者传递公司质量好的信号,更容易受到投资者的青睐,表现为更高的抑价<sup>[1,17]</sup>。而持审计在 IPO 定价中发挥“信息作用”的学者认为高质量的审计可以降低公司发生错报的可能性,提供更为准确的财务信息,从而有利于降低信息不对称和事前不确定性,带来更低的抑价<sup>[18-19]</sup>。

在我国证券市场中,学者们基于发行制度变革的不同阶段,从会计师事务所的声誉机制出发,将“四大”或“十大”作为高质量审计的代理指标,探讨了审计在 IPO 定价中的作用。胡旭阳以 A 股市场 1997—2001 年上半年 IPO 公司为对象,发现中介机构的声誉机制在 IPO 定价中并不能发挥显著作用<sup>[20]</sup>。陈俊和陈汉文以 2001—2004 年新股发行市场化改革初期的 IPO 定价为研究对象,发现会计师事务所声誉与抑价水平显著负相关。高声誉会计师事务所能提高盈余信息的价值相关性,降低投资者的搜寻成本,改善新股的定价效率<sup>[21]</sup>。王兵等以 2005 年 1 月至 2008 年 6 月的 A 股上市公司为样本,分析认为会计师事务所声誉与询价水平不存在显著的相关性,但与抑价水平显著负相关<sup>[22]</sup>,这表明在引入询价机制后,会计师事务所的声誉机制能发挥一定的作用,高质量的审计能提供更为准确的会计信息,降低事前的不确定性。而胡丹和冯巧根以 2009 年 7 月至 2011 年 4 月 A 股市场非金融类公司为样本,研究发现会计师事务所的声誉和“质量溢价”均与抑价水平显著正相关<sup>[23]</sup>。

综上,在我国股票发行的不同阶段,会计师事务所在资本市场所能发挥的作用也有所不同。国内学者以“四大”等作为审计质量的替代变量,得出结论也不尽相同。另外,以“四大”等规模大的会计师事务所作为高质量审计的代理变量,目前尚存争议<sup>[14-16]</sup>。因此,本文在探讨审计质量与 IPO 定价的关系时,以异常审计费用作为审计质量的代理指标,在模型构建时排除了会计师事务所声誉、规模等因素的影响,从审计投入的角度分析审计质量对 IPO 定价的影响。

## 三、理论分析及假设

### (一) 异常审计费用与审计质量

DeAngelo 将审计质量定义为会计师事务所发现客户违规并报告该违规的联合概率<sup>[24]</sup>。进一步将该定义分解为两部分:一是会计师事务所发现违规的可能性;二是会计师事务所披露该违规的可能性。会计师事务所发现违规与会计师事务所的胜任能力和审计投入有关,而报告该违规则与其客观性、职业怀疑和独立性有关。目前,国内外学者在研究审计质量时,其代理变量主要有:(1) 审计意见的类型及变更;(2) 盈余管理程度,如可操纵性应计利润;(3) 会计师事务所的规模,如“四大”或“十大”;(4) 审计收费,包括审计收费的水平值、审计收费的变化以及异常审计收费。前两者从审计结果即审计独立性来衡量审计质量,而后两者则可以在一定程度上反映审计的过程,即审计资源投入的数量以及质量。

异常审计费用是在考虑客户规模、审计复杂性、审计风险以及会计师事务所特征等主要经济因素后,审计定价模型无法解释的部分。一部分学者认为异常审计费用反映的是会计师事务所与上市公司的经济关联,是上市公司对会计师事务所的“收买”;而另一部分学者则认为异常审计费用反映了会计师事务所的努力程度,尤其正的异常审计费用是会计师事务所为确保财务报表不存在重大错报

以及会计师事务所发表审计意见的恰当性,而额外投入的审计资源和追加的程序。

基于我国 IPO 市场的现状,在 IPO 环节,会计师事务所收取的审计费用高,但同时承担的审计责任也大。若 IPO 审计失败,会计师事务所将面临更为严厉的行政处罚,签字会计师也将受到市场禁入的处罚,终身不得从事证券业务或者担任上市公司董事、监事、高级管理人员职务。结合中注协对审计收费过低的关注和会计师事务所风险规避的考虑,在 IPO 环节,会计师事务所理应更勤勉尽责,正的异常审计费用是对追加的审计程序和审计资源的投入。为此,本文提出假设  $H_1$ 。

$H_1$ :在 IPO 环节,异常审计费用与审计质量相关,即正的异常审计费用与审计质量正相关。

## (二) 审计质量与 IPO 定价

在 IPO 环节,内部持股人(以及管理者)与外部投资者之间存在严重的信息不对称,外部投资者更多地依赖独立第三方提供的信息做出投资判断,尤其是经会计师事务所审计后的财务信息。从“信号作用”来看,由于投资者无法直观地区分上市公司质量的好坏,质量好的上市公司有强烈的动机去减少信息不对称,通过信息传递将利好消息传递给投资者,如增加股权保留比例、聘用高质量的审计服务等<sup>[17,25]</sup>。而传递出高质量信号的公司更容易受到投资者的青睐和追捧,因而表现为更高的抑价<sup>[1,17,23]</sup>。而从信息作用的角度,基于 Rock 的研究模型<sup>[26]</sup>,本文推断在评估上市公司价值时,抑价程度与事前的不确定性正相关。若能通过降低信息不对称来降低事前的不确定性,则可以降低 IPO 抑价水平。Beatty 在此基础上实证验证了高质量的审计能提供更为准确的财务信息,可以降低投资交易的事前不确定性,进而带来更低的抑价水平<sup>[18]</sup>。陈胜蓝认为从信息不对称的角度,若能提高财务会计信息的质量,那么 IPO 抑价也将随之而降低<sup>[27]</sup>。国内其他学者基于我国不同发行制度背景,均发现高质量审计能降低抑价程度<sup>[21-22]</sup>。因此,审计质量在 IPO 定价时是提高还是降低抑价水平,理论上未有一致的结论,需针对具体的研究对象实证检验。为此,本文以异常审计费用作为审计质量的测度指标<sup>[3]</sup>,在模型构建上排除了大型会计师事务所声誉的影响,进而检验审计在 IPO 环节能否通过提高会计信息质量而降低事前的不确定性,从而是否能够提高 IPO 定价效率。基于此,本文提出假设  $H_2$ 。

$H_2$ :异常审计费用与 IPO 抑价水平相关,即正的异常审计费用与 IPO 抑价水平负相关。

高质量的审计能降低不确定性、减少信息不对称的程度。因此,随着时间的推移,上市后公司的内部信息不断释放到市场,IPO 时因信息不确定而导致高估的公司价值会逐步回归其真实价值<sup>[28]</sup>,造成股票的长期市场表现更差;同时,从信息不确定与流动性的角度,公司的信息质量越高,股票的流动性越好<sup>[29-30]</sup>,从而股票的市场表现也更好。因此,本文提出假设  $H_3$ 。

$H_3$ :异常审计费用与股票的长期市场表现相关,即正的异常审计费用与股票的长期市场表现正相关。

## 四、研究设计

### (一) 样本选取及数据来源

考虑到询价制实行以及证监会 2006 年 5 月 17 日新颁布《首次公开发行股票并上市管理办法》的影响,本文选取 2006 年至 2012 年沪深两市 A 股首次公开发行的公司为样本,而上市后 3 年市场表现的数据截至 2015 年<sup>①</sup>,并做如下筛选:(1)剔除金融、保险行业的公司;(2)剔除分立上市和换股吸收合并的 8 家公司;(3)剔除数据不全的公司。数据来源于 CSMAR 数据库和手工收集补充(如纳入合并报表范围的子公司数、固定资产原值、股权保留比例等),最终得到有效公司数为 1119 个。为排除极端值的影响,本文对非 0/1 变量进行了上下 1% 的缩尾处理。

<sup>①</sup>本文研究上市后 3 年的长期市场表现,由于 2013 年 IPO 暂停发行 1 年,因此本文可获取的数据时间节点为 2015 年。

## (二) 指标设计

## 1. 审计质量的衡量

本文以盈余管理程度作为审计质量的代理指标,验证异常审计费用的高低与审计质量的关系。黄梅和夏新平对比不同的操纵性应计利润估计模型,认为修正的琼斯模型用于检验盈余管理行为最佳<sup>[31]</sup>。因此,本文选取修正的琼斯模型估计上市前一年<sup>①</sup>的可操纵性应计利润,并以其绝对值来衡量审计质量。估计模型如下:

$$\frac{ACC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{CSALE_{i,t} - CREC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

## 2. 抑价水平

参照胡丹和冯巧根的做法<sup>[23]</sup>,本文以经市场调整后的首日个股收益率来衡量抑价水平。

## 3. 长期市场表现的衡量

参照 Fan 等的做法<sup>[32]</sup>,本文以上市后 12 个月、24 个月和 36 个月的累积超额收益衡量长期市场表现。

## 4. 异常审计费用的衡量

根据现有研究<sup>[19]</sup>,本文从客户规模、审计复杂性、审计风险以及会计师事务所特征构建审计定价模型,同时结合 IPO 背景,将募集资金规模纳入估计模型:

$$AF_i = \beta_0 + \beta_1 BIG4_i + \beta_2 ASSET_i + \beta_3 SUB_i + \beta_4 EMP_i + \beta_5 RECINV_i + \beta_6 CR_i + \beta_7 LEV_i + \beta_8 ROA_i + \beta_9 AGE_i + \beta_{10} FUND_i + \beta_{11} LITR_i + \sum_j IND + \mu_i \quad (2)$$

异常审计费用即为模型(2)回归后的残差。

## (三) 模型构建

## 1. 异常审计费用与审计质量

为检验异常审计费用与审计质量的关系,参照 Mitra 等的做法<sup>[10]</sup>,本文进一步将异常审计费用分为正、负两个子样本进行回归分析。在控制会计师事务所特征(是否为“四大”)、公司规模(资产总额)、财务风险(资产负债率)、信息环境(上市公司年龄)以及成长性(收入增长率)的基础上,构建如下模型:

$$ADA_i = \gamma_0 + \gamma_1 UAF_i + \gamma_2 BIG4_i + \gamma_3 ASSET_i + \gamma_4 LEV_i + \gamma_5 AGE_i + \gamma_6 CREV_i + \sum_j IND + v_i \quad (3)$$

## 2. 异常审计费用与 IPO 抑价水平

为了检验审计能否对 IPO 定价产生影响,参考前人研究<sup>[1,23,32-33]</sup>,本文选取如下控制变量:股权保留比例、发行价格、财务风险、盈利能力、第一大股东持股比例、公司年龄、换手率、上市等待时间。构建如下模型:

$$UPM_i = \lambda_0 + \lambda_1 UAF_i + \lambda_2 OVERHANG_i + \lambda_3 PRICE_i + \lambda_4 LEV_i + \lambda_5 ROA_i + \lambda_6 LARSH_i + \lambda_7 AGE_i + \lambda_8 TURNOVER_i + \lambda_9 LNDAYS_i + \sum_j IND + \tau_i \quad (4)$$

## 3. 异常审计费用与长期市场表现

为检验公司上市前的审计质量与上市后股票市场表现的关系,参照 Fan 等的研究<sup>[32]</sup>,本文选取如下控制变量:资产规模、财务风险、账市比、第一大股东持股比例。构建如下模型:

$$CAR_{i,k} = \rho_0 + \rho_1 UAF_{i,k} + \rho_2 ASSET_{i,k} + \rho_3 LEV_{i,k} + \rho_4 MB_{i,k} + \rho_5 LARSH_{i,k} + \sum_j IND + \zeta_{i,k} \quad (5)$$

文中所有变量的定义如表 1 所示。

<sup>①</sup>上市前一年指招股说明书中公布的离上市日期最近的年度,相关数据也用该年度年末的数据,下同。

表1 变量及其定义

变量名	定义
$ADA_i$	盈余管理程度,采用修正的琼斯模型估计的可操纵性应计利润的绝对值衡量
$UPM_i$	抑价率,(上市首日收盘价-发行价)/发行价-上市首日的市场回报率
$CAR_{i,k}$	公司 <i>i</i> 上市第 <i>k</i> 年( <i>k</i> 取1,2,3),即12个月、24个月和36个月的累积超额收益
$UAF_i$	异常审计费用,采用审计定价模型估计的残差
$ACC_{i,t}$	总应计利润,公司 <i>i</i> 第 <i>t</i> 年净利润与净经营现金流量之差
$CSALE_{i,t}$	公司 <i>i</i> 第 <i>t</i> 年营业收入较第 <i>t-1</i> 年营业收入的变动额
$CREC_{i,t}$	公司 <i>i</i> 第 <i>t</i> 年应收账款较第 <i>t-1</i> 年应收账款的变动额
$PPE_{i,t}$	公司 <i>i</i> 第 <i>t</i> 年固定资产原值
$TA_{i,t}$	公司 <i>i</i> 第 <i>t</i> 年的资产总额
$AF_i$	公司 <i>i</i> 的IPO审计费用,以“万元”为单位,取自然对数
$BIG4_i$	会计师事务所声誉特征,公司 <i>i</i> 的会计师事务所为“四大”取值1,非“四大”取值0
$ASSET_i$	公司 <i>i</i> 上市前一年年末的资产总额,以“亿元”为单位,取自然对数
$SUB_i$	截至上市前一年年末,公司 <i>i</i> 年报中纳入合并报表范围的子公司数,开平方根
$EMP_i$	公司 <i>i</i> 的员工人数,以“千人”为单位,再开平方根
$RECV_{i,t}$	公司 <i>i</i> 上市前一年年末的应收账款和存货之和除以资产总额
$CR_i$	公司 <i>i</i> 上市前一年年末的流动比率,即流动资产除以流动负债
$LEV_i$	公司 <i>i</i> 上市前一年年末的资产负债率,即负债总额除以资产总额
$ROA_i$	公司 <i>i</i> 上市前一年年末的总资产收益率,即净利润除以资产总额
$AGE_i$	截止招股说明书签署时,公司 <i>i</i> 已成立天数除以360天,再取自然对数
$FUND_i$	公司 <i>i</i> 实际募集资金总额,以“亿元”为单位,取自然对数
$LITR_i$	衡量诉讼风险,若公司 <i>i</i> 的注册地为“上海”、“北京”、“广东”、“浙江”和“天津”的取“1”,其余地区取“0” <sup>①</sup>
$IND$	剔除“金融、保险业 <i>I</i> ”后,在固定行业时,以“制造业 <i>C</i> ”为标准,取11个虚拟变量
$CREV_i$	公司 <i>i</i> 上市前一年的营业收入增长率
$OVERHANG_i$	公司 <i>i</i> 发行前后股权保留比例
$PRICE_i$	公司 <i>i</i> 发行价格的倒数
$LARSH_i$	公司 <i>i</i> 第一大股东持股比例
$TURNOVER_i$	公司 <i>i</i> 上市首日换手率
$LNDAYS_i$	公司 <i>i</i> 上市等待期,即发行公告日至上市日的天数,取自然对数
$MB_{i,k}$	公司 <i>i</i> 上市后第 <i>k</i> 年年末的账面市值比

## 五、实证分析

### (一) 描述性统计

表2给出了各变量的基本统计特征。表2中数据显示,2006—2012年,上市首日抑价率均值为60.1%,标准差为74.3%;异常审计费用的均值几乎为0,但标准差较大,上下4分位数的值为0.319和-0.305;经“四大”审计的上市公司仅占4.3%,说明绝大部分公司在IPO时,审计业务是交由本土会计师事务所进行的。

### (二) 异常审计费用与审计质量

在控制了其他因素对异常审计费用与审计质量相关性的影响后,表3给出了相应的回归结果。针对可操纵性应计利润的绝对值( $ADA$ ),表3中数据显示:

就全样本而言,异常审计费用与审计质量不存在显著的相关性;就异常审计费用为正的样本而言,异常审

表2 主要变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	25%分位数	中位数	75%分位数
$ADA$	1082	0.098	0.099	0.029	0.067	0.133
$UPM$	1119	0.601	0.743	0.127	0.368	0.797
$CAR_1$	1119	-0.117	0.349	-0.332	-0.131	0.094
$CAR_2$	1119	-0.097	0.465	-0.420	-0.137	0.177
$CAR_3$	1119	-0.057	0.573	-0.451	-0.111	0.300
$UAF$	1119	0.001	0.464	-0.305	0.024	0.319
$BIG4$	1119	0.043	0.203	0.000	0.000	0.000
$ASSET$	1119	1.770	1.111	1.045	1.536	2.261
$LEV$	1119	0.481	0.161	0.365	0.485	0.601
$AGE$	1119	1.875	0.727	1.466	2.052	2.397
$CREV$	1082	0.289	0.307	0.099	0.222	0.395
$OVERHANG$	1119	0.756	0.041	0.748	0.750	0.750
$PRICE$	1119	0.066	0.049	0.035	0.050	0.080
$ROA$	1119	0.141	0.074	0.087	0.127	0.178
$LARSH$	1119	0.389	0.148	0.273	0.377	0.497
$TURNOVER$	1119	0.706	0.186	0.630	0.750	0.850
$LADAYS$	1119	2.469	0.282	2.197	2.398	2.639

<sup>①</sup>根据2006年樊纲指数中“市场中介组织的发育”排名前5名的地区,该指标由“律师、会计师等中介组织的服务条件”和“行业协会对企业的帮助程度”两个分指标合成。

计费用与可操纵性应计利润的绝对值在5%的水平上显著负相关,说明异常审计费用越高,会计师事务所付出的努力也越多,越能抑制上市公司的盈余管理行为,减少公司对应计利润的操纵,提高审计质量;但就异常审计费用为负的样本而言,异常审计费用与可操纵性应计利润绝对值的回归系数为正,但不显著。这正如中注协所担心的,过低的审计收费可能会导致会计师事务所减少必要的审计程序或审计资源的投入,导致审计质量的下降,  $H_1$  得以验证。

表3中数据还显示,在控制了其他因素后,可操纵性应计利润的绝对值与公司规模显著负相关,且与公司的成长性显著正相关,即公司的规模越大(成长性越高),信息不对称的程度越低(高),审计质量也会越高(低)<sup>[11]</sup>;公司年龄与审计质量的相关性不稳定,公司的资产负债率与审计质量不存在显著的相关关系;另外,审计质量的好坏与是否由“四大”提供审计服务不相关。

### (三) 异常审计费用与 IPO 定价

前文分析表明,异常审计费用(特别是正的异常审计费用)的高低与审计质量相关,而审计质量的好坏会影响 IPO 定价。表4给出了异常审计费用与 IPO 抑价水平(经市场调整后的首日个股收益率)的回归结果。由表中数据可知:就全样本而言,无论是否控制其他因素,异常审计费用与首日抑价率均显著负相关;当异常审计费用为正时,异常审计费用与抑价率显著负相关;当异常审计费用为负时,与首日抑价率的回归系数为负,但不显著。这表明,会计师事务所的努力付出能提高会计盈余质量,降低信息不对称程度,提高定价效率。因此,会计师事务所的努力付出能在 IPO 环节提高会计信息质量,降低不确定性,  $H_2$  得以验证。

表3 审计质量与异常审计费用回归分析

	全样本		UAF > 0		UAF < 0	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>C</i>	0.098 *** (32.54)	0.136 *** (10.71)	0.107 *** (15.94)	0.152 *** (8.82)	0.103 *** (14.11)	0.132 *** (6.61)
<i>UAF</i>	-0.006 (-0.95)	-0.004 (-0.70)	-0.033 ** (-2.10)	-0.030 ** (-2.04)	0.009 (0.65)	0.005 (0.37)
<i>BIG4</i>		0.007 (0.46)		0.031 (1.43)		-0.008 (-0.36)
<i>ASSET</i>		-0.024 *** (-6.45)		-0.020 *** (-4.21)		-0.028 *** (-4.86)
<i>LEV</i>		-0.027 (-1.24)		-0.046 (-1.59)		-0.005 (-0.14)
<i>AGE</i>		-0.007 * (-1.88)		-0.010 ** (-2.09)		-0.004 (-0.68)
<i>CREV</i>		0.077 *** (8.26)		0.091 *** (7.33)		0.062 *** (4.54)
行业		控制		控制		控制
观测值	1082	1082	575	575	507	507
Adjusted R <sup>2</sup>	0%	15.30%	0.6%	15.33%	0%	16.76%

表4 IPO 抑价水平与异常审计费用回归分析

	全样本		UAF > 0		UAF < 0	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>C</i>	0.602 *** (27.36)	-1.821 *** (-4.16)	0.576 *** (12.91)	-1.486 *** (-2.84)	0.652 *** (11.13)	-2.045 *** (-2.89)
<i>UAF</i>	-0.233 *** (-4.92)	-0.200 *** (-4.97)	-0.201 * (-1.95)	-0.222 ** (-2.54)	-0.146 (-1.26)	-0.131 (-1.33)
<i>OVERHANG</i>		0.163 (0.34)		0.429 (0.74)		-0.221 (-0.29)
<i>PRICE</i>		5.455 *** (11.48)		3.935 *** (6.62)		6.884 *** (9.27)
<i>LEV</i>		0.123 (0.73)		-0.194 (-0.99)		0.471 * (1.68)
<i>ROA</i>		0.404 (1.04)		-0.372 (-0.85)		1.214 * (1.83)
<i>LARSH</i>		-0.098 (-0.75)		-0.269 * (-1.79)		0.125 (0.56)
<i>AGE</i>		-0.050 * (-1.88)		-0.055 * (-1.83)		-0.046 (-1.00)
<i>TURNOVER</i>		1.070 *** (10.57)		1.050 *** (8.82)		1.119 *** (6.69)
<i>LNDAYS</i>		0.486 *** (6.85)		0.450 *** (5.11)		0.499 *** (4.56)
行业		控制		控制		控制
观测值	1119	1119	589	589	530	530
Adjusted R <sup>2</sup>	2.03%	31.22%	0.47%	30.78%	0.11%	30.87%



限于篇幅,表5仅列出了异常审计费用为正时<sup>①</sup>,上市后12个月、24个月和36个月的累积超额收益与异常审计费用的回归结果。表中数据表明:异常审计费用与股票的长期市场表现显著正相关,即异常审计费用越高,公司股票的长期市场表现越好。财务杠杆越高的公司,长期市场表现越差;账面市值比与长期市场表现关系不稳定,而资产规模、第一大股东持股比例的回归结果与Fan等的研究一致<sup>[32]</sup>。正的异常审计费用与股票的长期市场表

表5 长期市场表现与异常审计费用(UAF > 0)

	CAR1(12个月)		CAR2(24个月)		CAR3(36个月)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
C	-0.141*** (-5.68)	0.037 (0.58)	-0.135*** (-4.18)	0.123 (1.53)	-0.110*** (-2.68)	0.212** (2.20)
UAF	0.084 (1.47)	0.108* (1.90)	0.131* (1.76)	0.151** (2.08)	0.165* (1.74)	0.195** (2.24)
ASSET		-0.020 -0.159*** (-1.13)		-0.072*** (-3.16)		(-5.83)
LEV		-0.256** (-2.25)		-0.427*** (-2.92)		-0.557*** (-3.20)
MB		-0.054 (-0.83)		0.126 (1.52)		0.293*** (2.97)
LARSH		0.000 (-0.38)		0.000 (-0.15)		0.001 (0.86)
行业 观测值	控制 589		控制 589		控制 589	588
Adjusted R <sup>2</sup>	0.20%	5.42%	0.35%	8.37%	0.34%	18.36%

现正相关,仍然源于会计师事务所的努力付出而获得高质量的信息。异常审计费用越高,信息质量越好,在上市时被高估的可能性和程度也越小,因而长期市场表现也越好<sup>[28]</sup>,H<sub>3</sub>得以验证。

另外,异常审计费用越高,信息质量越好,股票上市后的流动性也越高<sup>[29-30]</sup>,高的流动性带来好的市场表现。经计算,正的异常审计费用与股票上市后12个月、24个月和36个月的流动性均显著正相关,而负的异常审计费用与上市后的流动性不存在显著的相关性。参照温忠麟等的中介效应检验<sup>[34]</sup>,异常审计费用通过影响股票上市后的流动性进而影响上市后的长期市场表现<sup>②</sup>。

#### (四) 稳健性检验

第一,为了进一步验证结果的有效性,本文还采用基本琼斯模型和无形资产琼斯模型来估计可操纵性应计利润<sup>[26]</sup>,回归结果与采用修正的琼斯模型没有质的差异。就全样本而言,异常审计费用与审计质量的关系不显著;而正的异常审计费用与可操纵性应计利润的绝对值均在5%显著性水平上负相关,而负的异常审计费用与可操纵性应计利润的绝对值不存在显著的相关性。

第二,为了进一步验证会计师事务所的努力程度与审计质量的相关性,在模型构建上,我们不再划分子样本,而是将异常审计费用(UAF)替换为两个变量:HighUAF(异常审计费用为正的取原值,为负的取0)和LowUAF(异常审计费用为负的取原值,为正的取0),重复前面的回归分析<sup>[9]</sup>。实证结果表明:仅HighUAF的回归系数显著为负,LowUAF不显著。此外,我们参照Choi等的方法<sup>[11]</sup>,不划分样本,而是在原回归模型中引入虚拟变量POSUAF(异常审计费用为正时取1,否则取0)以及与UAF的交乘项,发现UAF的系数不显著,而交乘项的系数显著为负,即会计师事务所的努力付出能抑制公司的盈余管理行为。

第三,在首日抑价水平的衡量上,除了采用经等权平均法计算的市场收益调整外,我们还考虑了经总市值加权或流通市值加权的市场收益调整以及经沪深300指数调整,结果也没有质的差异。

## 六、研究结论与政策建议

外部投资者在公司首次公开发行前可获取的公开信息较少,与内部持股人之间存在严重的信息

<sup>①</sup>限于篇幅,文中未给出全样本和异常审计费用为负时的回归结果:全样本和异常审计费用为负时,异常审计费用与长期市场表现不存在显著的相关关系。数据结果可向作者获取。

<sup>②</sup>限于篇幅,关于中介效应检验的实证结果未放入文中,但可向作者获取。

不对称,因而在 IPO 时,外部投资者对公开信息的数量和质量都有更迫切的需求。财务信息作为公司价值相关性的重要组成部分和定价的重要参考依据,经会计师事务所鉴证后的财务信息质量高低将会极大地影响投资者对公司的价值判断和投资决策。本文以 2006—2012 年 A 股 IPO 公司为研究对象,从会计师事务所的角度入手,探讨异常审计费用与审计质量的关系,并在此基础上分析审计对 IPO 定价的影响。结果发现:对全样本而言,异常审计费用与可操纵性应计利润的绝对值、上市后股票的长期市场表现不存在显著的相关性,但与抑价水平显著负相关;当考虑异常审计费用的方向时,正的异常审计费用与可操纵性应计利润的绝对值、IPO 抑价水平均存在显著的负相关关系,与长期市场表现显著正相关,而负的异常审计费用与三者的关系不显著。这表明高质量的审计能在 IPO 环节提高会计信息质量,正的异常审计费用不但不会损害审计质量,反而能提高会计信息的质量。因此,高的审计收费不是会计师事务所对上市公司的经济依赖,相反是更多审计资源的投入和会计师事务所努力程度的体现。

近年来,监管部门虽然一直关注审计收费不足的问题,但 IPO 审计失败事件仍不断发生,本文的研究为监管部门在政策制定时提供了实证支持。监管当局应进一步加大对审计收费不足的关注以及对审计报告的检查力度,同时,完善审计失败的问责机制和相关法律的配套制度,将中介机构的勤勉尽责以及信息披露的把关责任落到实处。而会计师事务所作为独立的第三方中介机构,对提高信息质量和定价效率具有重要作用。作为资本市场的“守门人”,会计师事务所首先应加强自身的职业道德修养和专业胜任能力,做到客观独立;其次,在执业过程中应做到勤勉尽责,保持应有的职业审慎,对异常情况进行充分核查;最后,会计师事务所在同业竞争上,应根据成本来合理定价,避免恶性竞争而降低行业的整体执业水平,进而影响资本市场的定价效率。

本文探讨了异常审计费用与审计质量(以“可操纵性应计利润的绝对值”测度)的关系,并进一步分析了审计质量对 IPO 定价的作用。未来可在探究异常审计费用与可操纵性应计利润的关系时,进一步区分可操纵性应计利润的方向,即异常审计费用与向上的盈余操纵和向下的盈余操纵的关系。

#### 参考文献:

- [1] Chang X, Gygas A F, Oon E, et al. Audit quality, auditor compensation and initial public offering underpricing[J]. *Accounting & Finance*, 2008, 48(3):391-416.
- [2] Hoitash R, Markelevich A, Barragato C A. Auditor fees and audit quality[J]. *Managerial Auditing Journal*, 2007, 22(8):761-786.
- [3] Hribar P, Kravet T, Wilson R. A new measure of accounting quality[J]. *Review of Accounting Studies*, 2014, 19(1):506-538.
- [4] 陈杰平,苏锡嘉,吴溪. 异常审计收费与不利审计结果的改善[J]. *中国会计与财务研究*, 2005(4):1-28.
- [5] 方军雄,洪剑峭. 异常审计收费与审计质量的损害——来自中国审计市场的证据[J]. *中国会计评论*, 2008(4):425-442.
- [6] Blankley A I, Hurtt D N, Macgregor J E. Abnormal audit fees and restatements[J]. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2012, 31(1):79-96.
- [7] 郭颖文. 审计任期、异常审计费用和审计意见——来自 A 股上市公司的经验证据[J]. *会计与经济研究*, 2014(1):62-78.
- [8] Gupta P P, Krishnan G V, Yu W. Do auditors allow earnings management when audit fees are low? [R]. Working Paper, 2011.
- [9] Larcker D F, Richardson S A. Fees paid to audit firms, accrual choices, and corporate governance[J]. *Journal of Accounting Research*, 2004, 42(3):625-658.
- [10] Mitra S, Deis D R, Hossain M. The association between audit fees and reported earnings quality in pre-and post-Sarbanes-Oxley regimes [J]. *Review of Accounting and Finance*, 2009, 8(3):232-252.
- [11] Choi J H, Kim J B, Zang Y. Do abnormally high audit fees impair audit quality? [J]. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2010, 29(2):115-140.
- [12] Krauß P, Pronobis P, Zülch H. Abnormal audit fees and audit quality: Initial evidence from the German audit market[J]. *Journal of Business Economics*, 2015, 85(1):45-84.
- [13] 李明辉,沈真真. 异常收费与审计质量:来自中国资本市场的经验证据[J]. *管理工程学报*, 2016(2):166-174.
- [14] 刘峰,周福源. 国际四大意味着高审计质量吗——基于会计稳健性角度的检验[J]. *会计研究*, 2007(3):79-87+94.

- [15]郭照蕊. 国际四大与高审计质量——来自中国证券市场的证据[J]. 审计研究, 2011(1):98-107.
- [16]王良成,韩洪灵. 大所的审计质量一贯的高吗?——来自我国上市公司配股融资的经验证据[J]. 审计研究, 2009(3):55-66.
- [17]Titman S, Trueman B. Information quality and the valuation of new issues[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 1986,8(2):159-172.
- [18]Beatty R P. Auditor reputation and the pricing of initial public offerings[J]. *Accounting Review*, 1989,64(4):693-709.
- [19]Willenborg M. Empirical analysis of the economic demand for auditing in the initial public offering market[J]. *Journal of Accounting Research*, 1999,37(1):225-238.
- [20]胡旭阳. 中介机构的声誉与股票市场信息质量——对我国股票市场中中介机构作用的实证研究[J]. 证券市场导报, 2003(2):58-61.
- [21]陈俊,陈汉文. IPO 价格上限管制的激励效应与中介机构的声誉价值——来自我国新股发行市场化改革初期的经验证据(2001—2004)[J]. 会计研究, 2010(12):41-48.
- [22]王兵,辛清泉,杨德明. 审计师声誉影响股票定价吗——来自 IPO 定价市场化的证据[J]. 会计研究, 2009(11):73-81+96.
- [23]胡丹,冯巧根. 信息环境、审计质量与 IPO 抑价——以 A 股市场 2009—2011 年上市的公司为例[J]. 会计研究, 2013(2):78-85+95.
- [24]DeAngelo L E. Auditor size and audit quality[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 1981,3(3):183-199.
- [25]Pyle D H, Leland H E. Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation[J]. *Journal of Finance*, 1977,32(2):371-387.
- [26]Rock K. Why new issues are underpriced[J]. *Journal of Financial Economics*, 1986,15(1):187-212.
- [27]陈胜蓝. 财务会计信息与 IPO 抑价[J]. 金融研究, 2010(5):152-165.
- [28]Ducharme L L, Malatesta P H, Sefcik S E. Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits[J]. *Journal of Financial Economics*, 2004,71(1):27-49.
- [29]王春峰,孙金帅,房振明,梅世强. 上市公司会计信息质量对市场流动性的影响[J]. 证券市场导报, 2012(12):55-60.
- [30]Ellul A, Pagano M. IPO underpricing and after-market liquidity[J]. *Review of Financial Studies*, 2006,19(2):381-421.
- [31]黄梅,夏新平. 操纵性应计利润模型检测盈余管理能力的实证分析[J]. 南开管理评论, 2009(5):136-143.
- [32]Fan J P H, Wong T J, Zhang T. Politically connected CEOs, corporate governance, and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007,84(2):330-357.
- [33]于富生,王成方. 国有股权与 IPO 抑价——政府定价管制视角[J]. 金融研究, 2012(9):155-167.
- [34]温忠麟,张雷,侯杰泰,等. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报, 2004(5):614-620.

[责任编辑:刘 茜]

## Abnormal Audit Fees, Audit Quality and Initial Public Offering Pricing: Evidence from Chinese A-share Stock Markets

ZHU Hongqun, ZHU Lu

(School of Economic Management, Southwest Jiaotong University, Chengdu 610031, China)

**Abstract:** This study first explores the relationship between abnormal audit fees and audit quality, and then analyzes the impact of audit quality on initial public offering (IPO) pricing in the Chinese market using a sample of 1119 firms over the period from 2006 to 2012. The results of various regressions find that the association between abnormal audit fees and audit quality is asymmetric, depending on the sign of the abnormal audit fees. Also, the relationship between abnormal audit fees and IPO pricing is asymmetric. For the full sample, abnormal audit fees are irrelevant to audit quality and long-term performance but they are negatively related to IPO underpricing. Similarly, for observations with negative abnormal audit fees, abnormal audit fees are unrelated to audit quality and IPO pricing. By contrast, for observations with positive abnormal audit fees, abnormal audit fees are negatively associated with IPO underpricing, while abnormal audit fees are positively related to audit quality and long-term performance. Our findings suggest that abnormally high audit fees reflect audit efforts, which do not impair the audit quality. Therefore, regulators should pay more attention to the risks of negative abnormal audit fees.

**Key Words:** abnormal audit fees; discretionary accruals; IPO underpricing; long-term performance; audit quality; audit opinion; earnings management