

投资者情绪与审计收费

——基于审计师执业风险视角

熊毅¹, 洪荳²

(1. 华中农业大学 经济管理学院, 湖北 武汉 430070; 2. 武汉理工大学 管理学院, 湖北 武汉 430070)

[摘要] 投资者情绪的涨落是资本市场中的常见现象, 其对审计收费决策的影响值得充分探讨。采用 2007—2018 年度我国 A 股非金融类上市公司为样本, 探索了投资者情绪与审计收费的关系。研究发现, 投资者情绪会正向影响审计收费, 且在经营风险较高和信息透明度较低的企业中, 这一效应更加显著。进一步研究显示, 高涨的投资者情绪会降低企业的资源配置效率, 也会降低高管薪酬契约的有效性, 从而引起经营风险和固有风险增加。此时审计师会采取增加审计成本投入和收取更高风险溢价的方式对冲风险, 上述行为导致审计收费的上升和审计质量的改善。研究结论丰富了投资者情绪经济后果和审计收费影响因素两方面的研究, 为事务所制定更加合理的审计定价策略提供了借鉴。

[关键词] 投资者情绪; 审计收费; 经营风险; 固有风险; 审计风险; 审计质量; 审计意见

[中图分类号] F239.43 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2021)03-0043-13

一、引言

资本市场上高涨或低迷的投资者情绪会导致公司股价系统性地偏离其基本价值^[1]。由于市场上存在明显的“迎合效应”^[2], 投资者情绪往往会对企业经营产生重大影响^[3]。不仅如此, 投资者情绪的涨落还可能加剧市场波动^[4], 甚至引发系统性金融风险。党的十九大报告指出, 防范系统性金融风险是坚决打好防范化解重大风险攻坚战的重要任务。采取有效措施合理引导投资者情绪, 以形成更加稳定的市场预期, 无疑是防范系统性金融风险的重要抓手。当今世界正面临百年未有之大变局, 我国也正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期, 结构性、体制性、周期性问题相互交织, 由此引发的外部环境不确定性进一步加剧了资本市场上投资者情绪的波动性。近年来, 我国资本市场中股价异常波动的现象时有发生。在这一大背景下, 进一步深入探讨投资者情绪对资本市场不同主体的影响机理, 无疑具有重要的理论意义和实际价值。

目前, 投资者情绪的经济后果不仅得到了政府部门的持续关注, 学者们也围绕这一问题展开了大量研究。现有证据表明, 投资者情绪对企业的影响具有两面性。一方面, 高涨的投资者情绪不仅会在短期内提高公司股价^[5], 还会推高资产价格^[1], 从而在一定程度上增强企业的外部融资能力; 另一方面, 在投资者情绪高涨的时期, 管理者为了维持乐观的估值水平, 通常会选择基于投资者情绪配置资源, 学者们将这种现象称为“迎合效应”^[2]。但现有证据表明, 盲目迎合投资者情绪往往会降低企业的资源配置效率, 加剧企业内部的资源错配^[2]。Baker 和 Wurgler 也指出, 高涨的投资者情绪会加剧管理层短视, 从而给公司日常经营带来不利影响^[1]。总体而言, 现有文献主要从股东和管理者的角度出发, 探讨了投资者情绪对公司股票价格和经营决策的影响^[6], 而较少关注投资者情绪是否会导致审计师执业风险和审计收费水平发生变化。

作为资本市场中重要的信息中介, 审计师需要对客户财务报告的可靠性提供合理保证, 其面临的执业风险与客户的财务决策和经营行为息息相关^[7]。我国的审计准则中也明确指出, 审计师在了解被审计单位时, 应该考虑经济环境、行业状况及其他外部因素。因此, 投资者情绪的涨落应能影响审计师的风险评估过程, 从而促使其调整审计定价决策, 以达到弥补成本和对冲风险的目的。然而, 目前这一方面的经验证据还比较匮乏, 投资者情绪与审计收费的关系尚待进一步厘清。

[收稿日期] 2020-12-18

[基金项目] 国家社会科学基金青年项目(20CJY008); 国家社会科学基金一般项目(19BJY023); 中央高校基本科研业务费专项基金项目(2662019QD027)

[作者简介] 熊毅(1987—), 男, 湖北武汉人, 华中农业大学经济管理学院讲师, 博士, 从事审计理论与内部控制研究, E-mail: hzau_xy@163.com; 洪荳(1976—), 女, 湖北浠水人, 武汉理工大学管理学院副教授, 博士, 硕士生导师, 从事资本市场与会计信息质量研究。

鉴于此,本文以2007—2018年我国A股非金融类上市公司为样本,借鉴易志高和茅宁的方法构建投资者情绪指数^[8],实证检验了投资者情绪与审计收费的关系。结果表明,投资者情绪会对审计收费水平产生显著正向影响。横截面检验显示,投资者情绪与审计收费的正相关关系在经营风险较高和信息透明度较低的企业中更加明显。随后的机制检验表明,高涨的投资者情绪不仅会降低企业的投资效率,还会降低高管的薪酬业绩敏感性,从而导致客户经营风险和固有风险的上升。面对高涨的投资者情绪引起的执业风险增加,审计师会采用增加审计成本投入和收取更高风险溢价的方式加以应对,上述行为导致了审计收费的上升和审计质量的改善。

本文的主要贡献体现在:首先,本文拓展了审计收费影响因素的相关研究。现有文献主要探讨了公司特征和审计师特征对审计收费的影响^[9]。然而,资本市场上投资者情绪的变化也是影响企业决策的重要外部因素^[2]。从审计师的角度看,投资者情绪的涨落会深刻影响其面临的执业风险水平,从而促使其调整审计定价决策,然而现有研究对此讨论得并不充分。Amin等采用美国数据研究了投资者情绪对审计师行为的影响^[10]。他们的研究表明,在投资者情绪高涨的时期,尽管审计风险有所增加,但审计师面临的诉讼风险明显下降,此时审计师为了取悦客户,会选择降低审计收费水平,也会减少出具非标意见的审计报告。但本文的研究发现,在中国特殊的制度背景下,投资者情绪会对审计收费产生显著正向影响,且这一效应存在明显的异质性。上述发现对现有文献具有一定增量贡献。其次,本文拓展了新兴市场环境下投资者情绪经济后果的相关研究。现有关于这一问题的研究大多以西方国家的资本市场为主要研究对象^[10],而我国作为世界第二大经济体,与西方国家在制度环境、股票市场流动性、产权结构和审计市场等方面存在显著差异。Firth等指出,与西方国家相比,中国资本市场具有个人投资者占比较多且卖空受到较大限制的鲜明特征^{[5]①}。因此,在中国资本市场中,投资者情绪对股票价格和公司决策的影响相对较大。此外,由于本地投资者占据绝大多数,中国资本市场受到外部投资者情绪的影响相对较小。因此,基于中国数据研究投资者情绪对审计收费的影响,能够明显降低不同资本市场之间的情绪传染对实证结果的干扰,增强研究结论的可靠性。最后,本文从审计师执业风险的角度探讨了投资者情绪影响审计收费的潜在渠道,并指出客户资源配置效率的下降和代理成本的增加是引起审计师执业风险上升的主要原因。目前,审计师执业风险的影响因素是较为热门的研究话题^[9],本文为这一方面的研究提供了新的经验证据。

二、理论分析与研究假设

近年来,随着行为金融学的兴起,投资者情绪对企业的影响受到了学者们的广泛关注^[11]。现有研究发现,信念和偏好异质的投资者往往是有限理性的^[1]。由于企业估值过程具有一定的主观性^[12],且资本市场中存在种种套利限制^[1],投资者情绪的波动会影响资本市场中的资金供给,并导致企业的股票价格系统性地偏离其内在价值^[3]。现有证据表明,投资者情绪引起的“迎合效应”会直接影响企业的资本成本^[13]、融资安排^[6]、资本结构^[12]和投资行为^[3]。总体而言,现有研究主要从股东和管理者的角度出发,探讨了投资者情绪对公司股票价格和经营决策的影响,但投资者情绪的涨落是资本市场中的常见现象,其对资本市场中其他主体的影响也不容忽视。Hribar等发现,高涨的投资者情绪会提高分析师业绩预测的乐观偏差,对于难以估值的公司,这一效应更加明显^[14]。然而,对于在中国特殊的制度背景下,投资者情绪是否会影响审计师的执业风险,进而影响审计收费水平这一问题,学者们尚未给出明确回答。

目前,关于审计收费影响因素的文献可谓汗牛充栋^[9]。然而,这些研究大多是基于客户特征和审计师特征的视角,而较少探讨资本市场中投资者高涨或低迷的情绪可能对审计师的定价行为产生何种影响。现有研究大多基于DeFond等的框架探讨审计收费问题^[7]。根据这一框架,审计师执业风险的高低是审计收费水平的决定性因素^[10],而审计师执业风险包括三个部分,即客户经营风险、审计风险和事务所营业风险。客户经营风险是指与客户的经营状况和盈利能力相关的风险;审计风险包括固有风险、控制风险和检查风险;而事务所营业风险则包括事务所面临的声誉风险、诉讼风险和监管风险。通常认为,审计师执业风险与企业的财务决策和经营行为息息相关^[7]。因此,投资者情绪的涨落应该会深刻影响审计师面临的执业风险水平,进而影响其风险评估过程和审计定价决策,但投资者情绪与审计师执业风险的关系并不明确。

①A股市场从2010年开始引入融资融券制度,但截至2018年年底,融资融券标的股数量为994支,不到上市公司总数的三分之一,融资融券余额仅占A股总流通市值的2.14%。

大量经验证据表明,投资者情绪可能正向影响审计师执业风险,因此,投资者情绪与审计收费正相关。一方面,高涨的投资者情绪可能导致客户经营风险的增加。Polk 和 Sapienza 发现,管理者往往会主动调整企业的投融资决策,以迎合投资者的非理性偏好^[2]。然而,投资者情绪对公司股价的影响往往存在均值回归现象,即投资者情绪的上升能对短期市场收益产生正向影响,而对长期市场收益产生负向影响^[12]。因此,基于投资者情绪配置资源往往会降低企业的投资效率^[15],引起企业内部的资源错配^[16],从而对企业价值造成损害^[17]。花贵如等基于中国情境的研究结果也表明,高涨的投资者情绪降低了融资约束对过度投资的抑制作用^[3]。总之,在投资者情绪高涨的时期,由于“迎合效应”普遍存在,企业资源配置效率有所下降,审计师面临的客户经营风险必然上升。此外,在投资者情绪高涨的时期,由于市场流动性上升,维持股价就成为管理者的重要目标^[18]。一旦股价无法维持,管理者将不得不面对自身薪酬水平的下降。更为严重的是,若公司股价处在相对低位,则可能引来“门口的野蛮人”,此时企业被收购的风险明显增加^[19]。因此,高涨的投资者情绪引发的巨大短期业绩压力可能导致管理者过度关注股票价格,而放松对企业日常经营活动的监管。褚剑等的研究表明,短期业绩压力会加剧管理层短视,导致企业经营偏离预定目标^[20]。同时,高涨的投资者情绪也会增加公司未来经营的不确定性。巴曙松和朱虹发现,投资者情绪对市场波动具有加剧效应^[4]。在投资者情绪高涨的时期,随着市场波动的加剧,企业经营面临的不确定性将有所上升^[21]。从审计师的角度看,市场上投资者情绪的逐步升温可能伴随着客户经营风险的增加。

另一方面,高涨的投资者情绪也有可能增大企业内部的代理成本,从而引起固有风险上升。Firth 等发现,受高涨的市场情绪影响,公司股票价格与经营业绩的相关性减弱,此时高管薪酬契约的激励作用必然有所降低^[5]。因此,在投资者情绪高涨的时期,股东往往难以有效激励和监督管理层。管理层出于自利的动机,有可能利用自身的信息优势实施机会主义行为,导致股东价值受损。Simpson 的研究结果表明,企业的盈余管理程度与投资者情绪正相关^[22]。他们指出,盈余管理可能是管理者迎合市场情绪的重要手段。在市场情绪高涨的时期,管理者可能会加快确认收入而推迟确认亏损,从而引起会计稳健性的下降。盈余管理程度的提升和会计稳健性的下降都会增大财务报告发生错报的可能性,导致固有风险增加。

面对自身执业风险增加,审计师通常可以采用两种策略加以应对。第一,审计师可以选择增加审计成本的投入。Bailey 等发现,面对高风险客户,审计师会执行更多的审计程序^[23]。Sharma 等的研究表明,审计成本的上升能显著降低固有风险^[24]。第二,如果单纯增加审计成本仍然无法将剩余风险降低到可接受水平,审计师还可以收取一定的风险补偿。Jiang 和 Son 发现,面对执业风险的上升,审计师会同时采用提升努力程度和收取风险溢价的方式加以应对^[25]。值得注意的是,审计成本和风险补偿的提高都会导致审计收费的上涨。

然而,也有一些证据表明,投资者情绪可能负向影响审计师执业风险,进而降低审计收费水平。首先,投资者情绪可能降低客户经营风险。在投资者情绪高涨的时期,投资者对公司未来现金流的预测会变得更加乐观。Dang 和 Xu 指出,高涨的投资者情绪往往伴随着股价的高企,此时公司的外部融资成本会相应降低^[26]。Bethke 等发现,投资者情绪会推高企业自有资产的市场价值,增强企业的外部融资能力,降低企业发生债务违约的可能性^[27]。黄宏斌等也认为,高涨的投资者情绪会缓解企业面临的融资约束,导致客户经营风险的下降^[28]。其次, Bennett 等发现,资本市场上的投资者情绪可能引发“反馈效应”,即理性的管理者能从公司股价中捕捉到有价值的信息,其所在公司的生产效率也会因此得到提升^[29]。对审计师而言,企业融资成本的降低和生产效率的提高都会引起客户经营风险的下降。最后,投资者的注意力是有限的^[1],而高涨的投资者情绪会放大有限注意力的负面影响,此时投资者难以迅速对市场上的大量信息做出反应,审计师面临的诉讼风险在短期内可能有所下降。综上,投资者情绪与审计收费的关系并不明确。鉴于此,本文提出如下对立假设 H_{1a} 和 H_{1b} 。

H_{1a} :在其他条件相同的情况下,投资者情绪与审计收费水平正相关;

H_{1b} :在其他条件相同的情况下,投资者情绪与审计收费水平负相关。

尽管所有企业都会受到投资者情绪的影响,但由于个体特征存在差异,具体到每个企业,其受到投资者情绪影响的程度必然有所不同。Baker 和 Wurgler 是较早关注投资者情绪横截面效应的学者,他们指出,投资者情绪对企业的影响程度主要取决于三个因素,即估值难度、套利限制和管理层机会主义^[30]。估值难度和套利限制的大小决定了企业股价与其内在价值的偏离程度,而管理层是否存在机会主义倾向则决定了企业会在多大程度上出于迎合投资者情绪的目的而改变自身的融资、投资和经营行为^[12]。Baker 和 Wurgler 发现,投资者情绪对规模较小、上市时间较短、股价波动性较高、非盈利、不分红以及高成长性企业的影响较大^[30]。他们对这一结果的解

释是,具有上述特征的企业同时满足估值难度大和套利成本高的条件。本文认为,企业自身的经营风险是影响投资者情绪与审计收费关系的重要因素。一方面,经营风险较高的企业通常难以通过主营业务创造稳定的盈利和现金流,其股票价值存在巨大的不确定性,这类企业本身更容易受到投资者情绪的冲击^[5];另一方面,在经营风险较大的企业中,管理者更有可能采取机会主义行为以迎合投资者情绪的变化,从而导致企业未来经营的不确定性进一步上升。而大多数审计师都是风险厌恶型的^[31],一旦投资者情绪的波动导致客户经营风险进一步增加,审计师就有可能通过增加审计成本和收取风险补偿的方式对冲风险,从而引起审计收费的上涨^[9]。鉴于此,本文提出如下假设 H₂。

H₂:相比于经营风险较低的企业,投资者情绪对审计收费的影响在经营风险较高的企业中更加明显。

Firth 等的研究表明,在中国特殊的制度背景下,企业信息透明度是影响投资者情绪横截面效应的又一重要因素^[5]。一方面,在中国资本市场上,个人投资者占比较多,且卖空和融资融券受到了较大限制,有关企业的有效信息难以迅速在股价中得到反映。在透明度较低的企业中,投资者与管理者之间存在着严重的信息不对称。由于缺乏准确的信息,投资者在对这类企业进行估值时将不得不更多地依赖主观判断^[5]。因此,低透明度企业的估值水平更有可能受到投资者情绪的影响。另一方面,高涨的投资者情绪会降低股票价格与经营业绩的相关性,导致高管薪酬契约的激励作用减弱,引起企业内部代理成本的上涨。这种负面影响在信息透明度较低的企业中更为显著。Skaife 等发现,在透明度较低的企业中,高管更有可能通过内幕交易进行寻租^[32]。从审计师的角度看,在信息透明度较低的企业中,投资者情绪的波动更有可能引起固有风险的同向变化。此时,审计师将适当调整收费水平加以应对。鉴于此,本文提出如下假设 H₃。

H₃:相比于信息透明度较高的企业,投资者情绪对审计收费的影响在信息透明度较低的企业中更加明显。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文选取了 2007—2018 年度我国 A 股上市公司为样本,文中主要数据来源于 CSMAR 数据库,机构持股比例和分析师跟踪人数来源于 Wind 数据库。研究样本的年度区间始于 2007 年,是考虑到我国 2007 年 1 月 1 日开始执行新的《企业会计准则》。同时,我国于 2006 年出台了新《公司法》,样本区间始于 2007 年能够使本文的研究在同一会计准则的框架下进行,又排除了其他外生事件的影响。另外,本文对样本进行了如下处理:第一,剔除金融类企业;第二,剔除 ST、*ST 等上市状态异常的企业;第三,剔除数据不全,资产负债率小于 0 及行业年度观测值小于 12 的样本。本文最终得到 23265 家公司-年度观测值,我们对所有连续型变量进行了首尾各 1% 的 Winsorize 处理。

(二) 投资者情绪的度量

本文借鉴 Baker 和 Wurgler^[30]及易志高和茅宁^[8]的思路,结合我国 A 股市场的特点和数据可得性,选取封闭式基金折价、换手率、IPO 数量、IPO 企业上市首日收益率、消费者信心指数和新增投资者开户数等六个变量作为基础指标,采用主成分分析法构建反映投资者情绪的综合指数。仿照易志高和茅宁的研究^[8],我们将换手率和新增投资者开户数进行滞后一期处理,并采用前五个主成分的加权平均值作为衡量投资者情绪的综合指数^[8]。主成分分析的结果显示,该指数的累计方差贡献率达到了 98.34%。鉴于该指数为月度数据,借鉴现有文献的做法,本文将每年的月度数据进行算数平均,得到衡量投资者情绪的年度数据^[10]。在此基础上,我们构建两个指标反映投资者情绪的高低:Sent 是一年中月度投资者情绪的算数平均值,Dsent 则为虚拟变量,当 Sent 大于等于其中位数时,Dsent 取值为 1;当 Sent 小于其中位数时,Dsent 取值为 0。

(三) 模型设定

为了检验研究假设 H₁,本文构建如下回归模型:

$$Infee = \beta_0 + \beta_1 Sentiment_{t-1} + \sum \beta \times Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量 Infee 为审计收费的自然对数;解释变量 Sentiment 表示投资者情绪,可分别取 Sent 和 Dsent。考虑到审计收费在预审之前已经确定,我们对投资者情绪作滞后一期处理^[33]。若 Sentiment_{t-1} 的回归系数 β₁ 显著为正,则假设 H_{1a} 成立;若 β₁ 显著为负,则假设 H_{1b} 成立。

DeFond 和 Zhang 指出,审计收费水平受审计师特征和公司特征的影响^[9]。鉴于此,在审计师特征方面,我们控制了审计师行业专长 (*Spec*)、事务所声誉 (*Big4*)、事务所变更 (*Change*) 和审计意见 (*Mao*);在公司特征方面,我们控制了公司规模 (*Size*)、业务复杂度 (*Inv*、*Rec*)、成长性 (*Growth*、*Mb*)、偿债能力 (*Lev*、*Cata*)、经营状况 (*Roe*、*Cfo*、*Loss*)、外部融资 (*Issue*) 和产权性质 (*Soe*)。由于投资者情绪仅随时间变化,故我们进一步控制了时间趋势 (*Trend*) 和行业固定效应^[34]。变量的详细定义和具体计算方法如表 1 所示。

为进一步检验研究假设 H₂,本文构建如下模型:

$$Infee = \beta_0 + \beta_1 Sentiment_{t-1} + \beta_2 Bus_Risk_{t-1} + \beta_3 (Bus_Risk_{t-1} \times Sentiment_{t-1}) + \sum \beta \times Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,*Bus_Risk_{t-1}*为虚拟变量,代表滞后一期的经营风险水平。考虑到公司的经营风险会受到投资者情绪的影响,且审计收费在预审时就已确定,为了得到一致的估计,我们对公司经营风险作滞后一期处理^[35]。现有文献表明^[36],企业的业绩和经营活动现金流的波动性越大,则其面临的经营风险也越高。相比于民营企业,国有企业有政府作后盾,在获得政府补贴和降低贷款成本方面具有明显优势,因此,国有企业对经营风险的抵御能力也更强^[37]。我们据此推断投资者情绪对审计收费的影响在业绩波动较大的企业、经营活动现金流波动较大的企业以及民营企业中更加显著。基于以上分析,本文分别采用 *Roa_vol*、*Cfo_vol*、*Nsoe* 等三个变量作为经营风险的代理变量。其中,*Roa_vol* 为前三年总资产报酬率的标准差,*Cfo_vol* 为前三年经营活动现金流量与期末总资产之比的标准差,*Nsoe* 反映公司的产权性质。当公司的 *Roa_vol* 或 *Cfo_vol* 大于等于样本中位数,或者公司的产权性质为非国有 (*Nsoe* = 1) 时, *Bus_Risk* 取 1, 否则取 0。 *Bus_Risk_{t-1} × Sentiment_{t-1}* 为投资者情绪与公司经营风险的交乘项, β_3 为研究假设 H₂ 的待检验系数,若 β_3 为正,则说明投资者情绪对审计收费的影响在自身经营风险较高的企业中更为显著。

为进一步检验研究假设 H₃,本文构建如下模型:

$$Infee = \beta_0 + \beta_1 Sentiment_{t-1} + \beta_2 Transparency_{t-1} + \beta_3 (Transparency_{t-1} \times Sentiment_{t-1}) + \sum \beta \times Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, *Transparency_{t-1}* 为虚拟变量,代表滞后一期的公司透明度。现有文献表明,公司的盈余质量越高,分析师跟踪人数越多,机构投资者持股比例越大,则公司透明度越高^[5]。鉴于此,本文采用可操纵性应计的绝对值 (*Absda*)、分析师跟踪人数 (*Coverage*)、机构持股比例 (*Institution*) 三个指标作为公司透明度的代理变量。其中,可操纵性应计采用修正的 Jones 模型进行计算。*Coverage* 表示每一个完整年度中,对企业做出盈利预测的分析师数量, *Institution* 表示全部机构持股比例之和。当公司的 *Absda* 小于样本中位数或者 *Coverage* 和 *Institution* 大于等于样本中位数时, *Transparency* 取 1, 否则取 0。考虑到公司透明度会受到投资者情绪的影响,我们对公司透明度作滞后一期处理。根据假设 H₃, β_3 为待检验系数,若 β_3 为负,则说明投资者情绪对审计收费的影响在透明度较低的企业中更为显著。

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量定义
因变量	<i>Infee</i>	审计收费的对数值
自变量	<i>Sent</i>	借鉴易志高和茅宁 ^[8] ,选取 6 个月度指标作为基础指标,采用主成分分析法计算得到反映投资者的综合指数, <i>Sent</i> 为同年内投资者情绪综合指数的算数平均数
	<i>Dsent</i>	虚拟变量,当 <i>Sent</i> 大于等于样本中位数时取 1, 否则取 0
控制变量	<i>Spec</i>	仿照陈胜蓝和马慧 ^[38] ,将区域与行业层面审计收费最高的事务所认定为具有行业专长。若事务所具有行业专长,则取 1, 否则取 0
	<i>Big4</i>	若企业聘请了四大会计师事务所则取 1, 否则取 0
	<i>Change</i>	若企业更换了会计师事务所则取 1, 否则取 0
	<i>Mao</i>	虚拟变量,当审计师出具了非标准意见则取 1, 否则取 0
	<i>Size</i>	企业总资产的对数值
	<i>Inv</i>	存货/总资产
	<i>Rec</i>	应收账款/总资产
	<i>Growth</i>	企业营业收入增长率
	<i>Mb</i>	(股票市值 + 负债账面价值)/资产总计
	<i>Lev</i>	负债总额/资产总额
	<i>Cata</i>	流动资产/资产总额
	<i>Roe</i>	净利润/股东权益平均余额
	<i>Cfo</i>	经营活动现金流量净额/总资产
	<i>Loss</i>	企业当年净利润小于 0 则取 1, 否则取 0
	<i>Issue</i>	若企业当年发生了增发或配股则取 1, 否则取 0
	<i>Soe</i>	虚拟变量,当企业的产权性质为国有则取 1, 否则取 0
	<i>Trend</i>	时间趋势项,等于实际年份 - 2006

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表 2 为主要变量的描述性统计结果。*Sent_{t-1}* 的最大值为 1.17, 最小值为 -0.72, 标准差为 0.55, 这说明我国

资本市场中的投资者情绪波动较大。 $Spec$ 的均值为 0.38,表明有接近 40% 的公司聘请了具有行业专长的事务所。而 $Big4$ 的均值仅为 0.06,表明四大在中国的市场份额较小。样本中有接近 15% 的企业更换了审计师。 Roe 的均值为 0.06,中位数为 0.07,说明大量上市公司的盈利能力尚待进一步提高。 $Loss$ 的均值为 0.09,说明大约有 9% 的企业处在亏损状态。

未报告的相关性矩阵显示, $Infee$ 与 $Sent_{t-1}$ 的相关系数为 0.084 (Pearson) 和 0.100 (Spearman),在 1% 的水平上显著; $Infee$ 与 $Dsent_{t-1}$ 的相关系数为 0.081 (Pearson) 和 0.091 (Spearman),也在 1% 的水平上显著。这一结果表明,投资者情绪与审计收费呈现显著的正相关关系,本文的研究假设 H_{1a} 得到初步证实。尽管部分控制变量呈现出较高的相关性,但所有变量的方差膨胀因子 (VIF) 都小于 5,说明本文构建的回归模型不存在严重的共线性问题。

(二) 多元回归分析

表 3 为假设 H_1 的检验结果。回归结果显示, $Sent_{t-1}$ 和 $Dsent_{t-1}$ 的系数均在 1% 的水平上显著为正,表明无论采用连续型变量还是虚拟变量度量投资者情绪,投资者情绪均与审计收费水平显著正相关。上述结果不仅具有统计上的显著性,还具有经济上的显著性。表 3 第(1)列的结果显示,投资者情绪每上升一个标准差,审计收费会提高 1.5%。总体而言,表 3 的结果支持了研究假设 H_{1a} ,说明随着投资者情绪的提升,审计收费水平呈现出上升趋势。

为考察投资者情绪与审计收费的关系在经营风险不同的企业之间是否存在差异,本文对模型(2)进行回归,结果如表 4 所示。列(1)—列(2)考察了前三年 Roa 的波动率对投资者情绪与审计收费关系的影响。结果表明, Bus_Risk_{t-1} 与 $Sent_{t-1}$ 交乘项的回归系数为正,且在 10% 的水平上显著, Bus_Risk_{t-1} 与 $Dsent_{t-1}$ 交乘项的系数也为正,但并不显著。列(3)—列(4)考察了经营活动现金流量波动率对投资者情绪与审计收费关系的影响,结果显示, $Bus_Risk_{t-1} \times Sent_{t-1}$ 和 $Bus_Risk_{t-1} \times Dsent_{t-1}$ 的系数均为正,且至少在 10% 的水平上显著;列(5)—列(6)考察了产权性质对投资者情绪与审计收费关系的影响,结果显示,投资者情绪对审计收费的影响在民营企业中更加显著。在列(1)—列(6)中, $Sent_{t-1}$ 和 $Dsent_{t-1}$ 的系数均显著为正,这说明即使在自身经营风险较低的企业中,投资者情绪的提升依然能够引起审计收费的上涨。总体而言,表 4 的结果说明当企业自身的经营风险较高时,投资者情绪对审计收费的影响更加明显。上述发现证实了研究假设 H_2 。

为检验投资者情绪与审计收费的关系是否受到企业透明度的影响,本文对模型(3)进行回归,结果如表 5 所示。列(1)—列(2)、列(3)—列(4)和列(5)—列(6)分别考察了可操纵性应计绝对值、分析师跟踪和机构持股对投资者情绪与审计收费关系的影响。结果显示,在列(1)—列(6)中, $Transparency_{t-1} \times Sent_{t-1}$ 和 $Transparency_{t-1} \times Dsent_{t-1}$ 的系数均为负,且至少在 5% 的水平上显著。这说明在盈余质量较差、分析师跟踪人数较少和机构持股比例较少的企业中,投资者情绪对审计收费的影响更加显著。上述结果表明,与个人投资者相比,机构投资者和分析师更加理性,其受到投资者情绪的影响也相对较小。总体而言,表 5 的结果显示,当企业的信息透明度较低时,投资者情绪对审计收费的正向影响更加显著。上述发现证实了本文的研究假设 H_3 。

Firth 等指出,在信息透明度较高的企业中,审计师面临的固有风险较低^[5]。对假设 H_2 和 H_3 的检验结果表明,当企业自身的经营风险和固有风险较高时,投资者情绪对审计收费的正向影响更为显著。

(三) 内生性问题

上文讨论了投资者情绪与审计收费的关系,如果两者关系受到内生性问题的干扰,则将导致 OLS 估计量不一致,本文的研究结论不可靠。Larcker 和 Rusticus 指出,反向因果和遗漏变量是导致内生性问题的主要原因^[39]。由于单个公司的审计收费变化难以影响资本市场中整体的投资者情绪,在本文的研究情境下,反向因果

表 2 描述性统计

变量	Obs	Mean	Median	SD	Min	Max
$Infee$	23265	13.55	13.46	0.67	12.21	15.98
$Sent_{t-1}$	23265	0.21	0.21	0.55	-0.72	1.17
$Dsent_{t-1}$	23265	0.62	1.00	0.49	0.00	1.00
$Spec$	23265	0.38	0.00	0.48	0.00	1.00
$Big4$	23265	0.06	0.00	0.24	0.00	1.00
$Change$	23265	0.14	0.00	0.35	0.00	1.00
Mao	23265	0.03	0.00	0.16	0.00	1.00
$Size$	23265	22.10	21.93	1.27	19.12	25.84
Inv	23265	0.16	0.12	0.15	0.00	0.73
Rec	23265	0.11	0.08	0.10	0.00	0.47
$Growth$	23265	0.19	0.12	0.46	-0.65	3.26
Mb	23265	3.75	2.78	3.40	0.68	26.75
Lev	23265	0.45	0.44	0.21	0.05	1.00
$Cata$	23265	0.56	0.57	0.21	0.08	0.97
Roe	23265	0.06	0.07	0.15	-1.04	0.34
Cfo	23265	0.04	0.04	0.07	-0.20	0.26
$Loss$	23265	0.09	0.00	0.29	0.00	1.00
$Issue$	23265	0.12	0.00	0.33	0.00	1.00
Soe	23265	0.43	0.00	0.50	0.00	1.00

表3 投资者情绪与审计收费

变量	因变量 = <i>Infee</i>	
	(1)	(2)
<i>Sent</i> _{<i>t</i>-1}	0.026 *** (5.26)	
<i>Dsent</i> _{<i>t</i>-1}		0.034 *** (6.06)
<i>Spec</i>	0.138 *** (24.91)	0.138 *** (24.94)
<i>Big4</i>	0.672 *** (43.30)	0.672 *** (43.25)
<i>Change</i>	-0.032 *** (-4.18)	-0.030 *** (-3.93)
<i>Mao</i>	0.106 *** (6.10)	0.105 *** (6.02)
<i>Size</i>	0.377 *** (104.30)	0.378 *** (104.16)
<i>Inv</i>	0.048 * (1.65)	0.051 * (1.76)
<i>Rec</i>	0.435 *** (12.75)	0.440 *** (12.89)
<i>Growth</i>	-0.002 (-0.24)	-0.003 (-0.44)
<i>Mb</i>	0.012 *** (13.20)	0.012 *** (13.49)
<i>Lev</i>	-0.075 *** (-4.09)	-0.078 *** (-4.22)
<i>Cata</i>	-0.087 *** (-4.36)	-0.091 *** (-4.57)
<i>Roe</i>	-0.089 *** (-3.24)	-0.092 *** (-3.36)
<i>Cfo</i>	0.110 *** (2.89)	0.117 *** (3.09)
<i>Loss</i>	0.047 *** (3.88)	0.047 *** (3.89)
<i>Issue</i>	-0.001 (-0.11)	0.001 (0.17)
<i>Soe</i>	-0.140 *** (-23.54)	-0.140 *** (-23.52)
<i>Trend</i>	0.025 *** (25.94)	0.025 *** (25.69)
<i>Constant</i>	4.996 *** (66.49)	4.967 *** (65.67)
行业固定效应	Yes	Yes
N	23265	23265
R ²	0.659	0.659
调整 R ²	0.659	0.659

注:括号内为经过公司与年度两维度聚类修正后的稳健性T值;***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著,下表同。

表4 投资者情绪、企业经营风险与审计收费

变量	因变量 = <i>Infee</i>					
	<i>Roa_vol</i>		<i>Cfo_vol</i>		<i>Nsoe</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Sent</i> _{<i>t</i>-1}	0.016 ** (2.34)		0.015 ** (2.17)		0.035 *** (5.79)	
<i>Dsent</i> _{<i>t</i>-1}		0.028 *** (3.54)		0.024 *** (2.92)		0.047 *** (6.77)
<i>Bus_Risk</i> _{<i>t</i>-1}	0.019 *** (3.42)	0.016 ** (1.97)	0.001 (0.23)	-0.007 (-0.80)	0.273 *** (42.10)	0.248 *** (26.32)
<i>Bus_Risk</i> _{<i>t</i>-1} × <i>Sent</i> _{<i>t</i>-1}	0.017 * (1.80)		0.019 ** (2.02)		0.020 ** (2.13)	
<i>Bus_Risk</i> _{<i>t</i>-1} × <i>Dsent</i> _{<i>t</i>-1}		0.009 (0.89)		0.019 * (1.75)		0.027 ** (2.51)
<i>Spec</i>	0.138 *** (24.95)	0.138 *** (24.98)	0.138 *** (24.92)	0.138 *** (24.94)	0.138 *** (24.91)	0.138 *** (24.92)
<i>Big4</i>	0.672 *** (43.40)	0.672 *** (43.33)	0.672 *** (43.33)	0.671 *** (43.27)	0.672 *** (43.31)	0.672 *** (43.27)
<i>Change</i>	-0.032 *** (-4.22)	-0.030 *** (-3.97)	-0.032 *** (-4.20)	-0.030 *** (-3.93)	-0.032 *** (-4.18)	-0.030 *** (-3.95)
<i>Mao</i>	0.104 *** (5.96)	0.102 *** (5.90)	0.106 *** (6.10)	0.105 *** (6.03)	0.106 *** (6.08)	0.104 *** (6.00)
<i>Size</i>	0.378 *** (104.27)	0.379 *** (104.09)	0.378 *** (103.78)	0.378 *** (103.66)	0.377 *** (104.26)	0.378 *** (104.15)
<i>Inv</i>	0.053 * (1.85)	0.057 * (1.96)	0.048 * (1.66)	0.051 * (1.77)	0.047 (1.62)	0.051 * (1.76)
<i>Rec</i>	0.443 *** (12.99)	0.448 *** (13.12)	0.437 *** (12.81)	0.442 *** (12.92)	0.433 *** (12.71)	0.439 *** (12.86)
<i>Growth</i>	-0.002 (-0.36)	-0.004 (-0.55)	-0.002 (-0.26)	-0.003 (-0.44)	-0.002 (-0.27)	-0.003 (-0.44)
<i>Mb</i>	0.012 *** (12.92)	0.012 *** (13.18)	0.012 *** (13.19)	0.012 *** (13.49)	0.012 *** (13.16)	0.012 *** (13.54)
<i>Lev</i>	-0.073 *** (-3.98)	-0.076 *** (-4.10)	-0.077 *** (-4.13)	-0.079 *** (-4.25)	-0.076 *** (-4.10)	-0.078 *** (-4.24)
<i>Cata</i>	-0.088 *** (-4.43)	-0.092 *** (-4.63)	-0.089 *** (-4.45)	-0.093 *** (-4.66)	-0.086 *** (-4.31)	-0.091 *** (-4.56)
<i>Roe</i>	-0.090 *** (-3.29)	-0.093 *** (-3.39)	-0.090 *** (-3.28)	-0.093 *** (-3.39)	-0.089 *** (-3.25)	-0.092 *** (-3.34)
<i>Cfo</i>	0.112 *** (2.96)	0.119 *** (3.15)	0.110 *** (2.91)	0.118 *** (3.11)	0.109 *** (2.89)	0.116 *** (3.07)
<i>Loss</i>	0.045 *** (3.69)	0.045 *** (3.69)	0.047 *** (3.87)	0.047 *** (3.87)	0.047 *** (3.86)	0.047 *** (3.87)
<i>Issue</i>	-0.000 (-0.03)	0.002 (0.24)	-0.001 (-0.13)	0.001 (0.16)	-0.000 (-0.01)	0.003 (0.33)
<i>Soe</i>	-0.139 *** (-23.26)	-0.139 *** (-23.26)	-0.140 *** (-23.45)	-0.140 *** (-23.45)		
<i>Trend</i>	0.025 *** (26.18)	0.025 *** (25.91)	0.025 *** (26.06)	0.025 *** (25.80)	0.025 *** (25.75)	0.025 *** (25.60)
<i>Constant</i>	4.965 *** (65.59)	4.941 *** (64.89)	4.988 *** (65.85)	4.964 *** (65.13)	4.996 *** (66.49)	4.959 *** (65.54)
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	23265	23265	23265	23265	23265	23265
R ²	0.659	0.660	0.659	0.659	0.659	0.659
调整 R ²	0.659	0.659	0.659	0.659	0.659	0.659

并非导致模型存在内生性的主要原因。尽管如此,Amin 等指出,可能存在同时影响投资者情绪与审计收费水平的遗漏变量,因此,遗漏变量引起的内生性问题不容忽视^[10]。为了进一步降低内生性问题对本文结论的干扰,我们在构建模型时,已经将投资者情绪和全部调节变量作了滞后一期处理。同时,本文还将采用如下三种方法进一步降低可能存在的遗漏变量对本文结论的影响。

第一,本文控制公司固定效应,回归结果如表6-1所示。结果显示,*Sent*_{*t*-1}和*Dsent*_{*t*-1}的系数均为正,且在1%的水平上显著,这说明本文结果并非由公司层面不随时间变量的遗漏变量所导致。

第二,本文在模型(1)的基础上构建了如下的差分模型:

$$\Delta Infee = \beta_0 + \beta_1 \Delta Sentiment_{t-1} + \sum \beta \times \Delta Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

模型(4)的全部变量均为模型(1)中变量的差分。鉴于差分模型的特殊性,我们在模型(4)中控制了行业固定效应,而没有控制时间趋势,回归结果如表6-2所示。结果显示, $\Delta Sent_{t-1}$ 和 $\Delta Dsent_{t-1}$ 的系数均显著为正,本文的研究结论依然保持稳健。

第三,我们采用工具变量回归的方法,以期获得一致的估计。刘斌等指出,天气状况一般不会直接影响审计收费水平,但会在一定程度上影响投资者情绪^[40]。这说明,天气状况同时满足工具变量的相关性和外生性要求。鉴于此,借鉴刘斌等人的研究^[40],本文采用滞后一期的深圳和上海这两座城市的年降雨量($Lprec_sh$ 、 $Lprec_sz$)作为投资者情绪($Sent_{t-1}$)的工具变量,回归结果如表6-3所示。结果显示,在第一阶段回归中, $Lprec_sh$ 和 $Lprec_sz$ 的系数均显著为负,这说明投资者所在地的降雨量能对投资者情绪产生负向影响。而在第二阶段回归中, $Sent_{t-1}$ 的系数依然在1%的水平上显著。表6的结果表明,内生性问题不是导致本文结论的主要原因。

(四)稳健性检验

为进一步增强研究结论的稳健性,本文进行了如下稳健性测试:

1. 剔除宏观经济因素的影响

本文选取了六个变量作为构建投资者情绪综合指数的基础指标,其中部分指标(如IPO数量和消费者信心指数等)容易受到宏观经济波动的影响。为排除宏观经济因素对结果的干扰,我们仿照Ge等的做法^[41],选取宏观经济景气指数(一致指数)、居民消费价格指数和生产者价格指数^①作为宏观经济指标,将六个衡量投资者情绪的基础指标与宏观经济指标作正交处理,提取残差作为新的基础指标,并采用主成分分析法构建新的投资者情绪综合指数,重新对本文主要结果加以检验。

表5 投资者情绪、企业信息透明度与审计收费

变量	因变量 = Infee					
	Absda		Coverage		Institution	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$Sent_{t-1}$	0.003 (0.35)		0.039*** (4.95)		0.041*** (6.27)	
$Dsent_{t-1}$		0.004 (0.49)		0.050*** (5.56)		0.052*** (6.75)
$Transparency_{t-1}$	0.004 (0.63)	-0.020** (-2.36)	0.029*** (5.01)	0.039*** (4.50)	-0.036*** (-6.21)	-0.025*** (-2.93)
$Transparency_{t-1} \times Sent_{t-1}$	-0.039*** (-4.14)		-0.020** (-2.04)		-0.032*** (-3.43)	
$Transparency_{t-1} \times Dsent_{t-1}$		-0.050*** (-4.66)		-0.024** (-2.16)		-0.031*** (-3.00)
$Spec$	0.138*** (24.94)	0.138*** (24.93)	0.138*** (24.95)	0.138*** (24.99)	0.138*** (24.99)	0.138*** (25.01)
$Big4$	0.671*** (43.25)	0.671*** (43.19)	0.671*** (43.28)	0.671*** (43.22)	0.673*** (43.52)	0.672*** (43.44)
$Change$	-0.032*** (-4.22)	-0.030*** (-3.96)	-0.032*** (-4.18)	-0.030*** (-3.91)	-0.031*** (-4.13)	-0.029*** (-3.85)
Mao	0.105*** (6.05)	0.104*** (5.97)	0.105*** (6.05)	0.104*** (5.97)	0.107*** (6.17)	0.106*** (6.09)
$Size$	0.378*** (104.17)	0.379*** (104.05)	0.375*** (103.16)	0.376*** (102.99)	0.382*** (103.46)	0.383*** (103.35)
Inv	0.049* (1.69)	0.055* (1.90)	0.049* (1.71)	0.052* (1.80)	0.045 (1.55)	0.049* (1.71)
Rec	0.435*** (12.77)	0.442*** (12.95)	0.433*** (12.71)	0.438*** (12.84)	0.432*** (12.72)	0.439*** (12.89)
$Growth$	-0.002 (-0.30)	-0.003 (-0.47)	-0.001 (-0.16)	-0.002 (-0.35)	-0.002 (-0.30)	-0.004 (-0.54)
Mb	0.012*** (13.17)	0.012*** (13.55)	0.011*** (12.74)	0.012*** (13.05)	0.012*** (13.73)	0.013*** (14.05)
Lev	-0.077*** (-4.16)	-0.079*** (-4.28)	-0.071*** (-3.83)	-0.074*** (-4.00)	-0.076*** (-4.11)	-0.078*** (-4.22)
$Cata$	-0.090*** (-4.51)	-0.096*** (-4.83)	-0.088*** (-4.44)	-0.092*** (-4.64)	-0.085*** (-4.28)	-0.090*** (-4.55)
Roe	-0.091*** (-3.32)	-0.094*** (-3.42)	-0.094*** (-3.42)	-0.097*** (-3.54)	-0.079*** (-2.89)	-0.082*** (-2.99)
Cfo	0.109*** (2.87)	0.117*** (3.08)	0.106*** (2.80)	0.114*** (3.00)	0.122*** (3.21)	0.130*** (3.42)
$Loss$	0.047*** (3.89)	0.047*** (3.90)	0.045*** (3.73)	0.045*** (3.73)	0.047*** (3.92)	0.048*** (3.95)
$Issue$	-0.001 (-0.12)	0.001 (0.18)	-0.000 (-0.05)	0.002 (0.21)	-0.000 (-0.06)	0.002 (0.26)
Soe	-0.140*** (-23.37)	-0.139*** (-23.33)	-0.139*** (-23.35)	-0.139*** (-23.35)	-0.131*** (-21.69)	-0.131*** (-21.61)
$Trend$	0.025*** (26.02)	0.025*** (25.80)	0.025*** (26.12)	0.025*** (25.83)	0.026*** (26.83)	0.025*** (26.38)
$Constant$	4.978*** (65.89)	4.963*** (65.31)	5.018*** (66.66)	4.978*** (65.40)	4.906*** (64.15)	4.870*** (63.23)
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	23265	23265	23265	23265	23265	23265
R ²	0.659	0.660	0.659	0.660	0.660	0.660
调整 R ²	0.659	0.659	0.659	0.659	0.660	0.660

①这三个指数均为月度数据,与投资者情绪基础指标的统计口径相一致。

表 6-1 内生性处理

Panel A 控制公司固定效应		
变量	因变量 = <i>Infee</i>	
	(1)	(2)
<i>Sent_{t-1}</i>	0.017 *** (6.14)	
<i>Dsent_{t-1}</i>		0.022 *** (6.76)
<i>Spec</i>	0.084 *** (17.24)	0.084 *** (17.30)
<i>Big4</i>	0.287 *** (19.58)	0.287 *** (19.54)
<i>Change</i>	-0.010 ** (-2.31)	-0.009 * (-1.95)
<i>Mao</i>	0.076 *** (6.72)	0.075 *** (6.65)
<i>Size</i>	0.364 *** (85.33)	0.365 *** (85.45)
<i>Inv</i>	0.133 *** (4.92)	0.135 *** (5.00)
<i>Rec</i>	0.350 *** (9.06)	0.357 *** (9.25)
<i>Growth</i>	0.003 (0.78)	0.002 (0.53)
<i>Mb</i>	0.005 *** (6.97)	0.005 *** (7.48)
<i>Lev</i>	-0.015 (-0.84)	-0.019 (-1.08)
<i>Cata</i>	-0.244 *** (-13.65)	-0.251 *** (-14.00)
<i>Roe</i>	-0.075 *** (-4.69)	-0.078 *** (-4.85)
<i>Cfo</i>	0.142 *** (5.54)	0.148 *** (5.78)
<i>Loss</i>	0.017 ** (2.31)	0.017 ** (2.34)
<i>Issue</i>	-0.009 * (-1.82)	-0.007 (-1.55)
<i>Soe</i>	-0.008 (-0.67)	-0.008 (-0.67)
<i>Trend</i>	0.024 *** (31.04)	0.024 *** (30.72)
<i>Constant</i>	5.340 *** (59.59)	5.310 *** (59.11)
公司固定效应	Yes	Yes
N	23265	23265
R ²	0.629	0.629
调整 R ²	0.564	0.564

表 6-2 内生性处理

Panel B 差分模型		
变量	因变量 = $\Delta Infee$	
	(1)	(2)
$\Delta Sent_{t-1}$	0.007 *** (3.49)	
$\Delta Dsent_{t-1}$		0.006 *** (2.63)
$\Delta Spec$	0.041 *** (7.32)	0.042 *** (7.36)
$\Delta Big4$	0.282 *** (7.93)	0.281 *** (7.90)
$\Delta Change$	-0.003 (-0.94)	-0.002 (-0.69)
ΔMao	0.012 (1.21)	0.012 (1.21)
$\Delta Size$	0.272 *** (18.36)	0.272 *** (18.36)
ΔInv	0.181 *** (3.83)	0.181 *** (3.82)
ΔRec	0.323 *** (5.72)	0.317 *** (5.62)
$\Delta Growth$	0.010 *** (2.95)	0.010 *** (2.89)
ΔMb	0.002 ** (2.34)	0.002 ** (2.25)
ΔLev	0.013 (0.42)	0.012 (0.39)
$\Delta Cata$	-0.168 *** (-6.18)	-0.168 *** (-6.18)
ΔRoe	-0.051 *** (-3.50)	-0.052 *** (-3.59)
ΔCfo	0.072 *** (3.72)	0.072 *** (3.75)
$\Delta Loss$	0.004 (0.80)	0.004 (0.79)
$\Delta Issue$	-0.009 ** (-2.51)	-0.009 ** (-2.49)
ΔSoe	-0.010 (-0.53)	-0.010 (-0.50)
<i>Trend</i>	—	—
<i>Constant</i>	0.037 *** (4.71)	0.038 *** (4.77)
行业固定效应	Yes	Yes
N	20064	20064
R ²	0.150	0.150
调整 R ²	0.149	0.148

表 6-3 内生性处理

Panel C 两阶段最小二乘法		
变量	第一阶段:	第二阶段:
	因变量 = <i>Sent_{t-1}</i> (1)	因变量 = <i>Infee</i> (2)
<i>Sent_{t-1}</i>		0.009 *** (3.43)
<i>Spec</i>	-0.038 (-0.77)	0.138 *** (24.99)
<i>Big4</i>	0.353 *** (3.30)	0.669 *** (43.14)
<i>Change</i>	0.583 *** (8.63)	-0.036 *** (-4.66)
<i>Mao</i>	0.502 *** (3.25)	0.101 *** (5.80)
<i>Size</i>	-0.436 *** (-15.38)	0.381 *** (97.79)
<i>Inv</i>	-1.244 *** (-4.72)	0.055 * (1.92)
<i>Rec</i>	-2.264 *** (-7.16)	0.449 *** (13.06)
<i>Growth</i>	0.176 *** (3.32)	-0.001 (-0.19)
<i>Mb</i>	-0.302 *** (-37.14)	0.014 *** (11.21)
<i>Lev</i>	1.742 *** (10.64)	-0.090 *** (-4.66)
<i>Cata</i>	1.952 *** (11.02)	-0.101 *** (-5.00)
<i>Roe</i>	0.214 (0.93)	-0.090 *** (-3.28)
<i>Cfo</i>	0.274 (0.78)	0.106 *** (2.79)
<i>Loss</i>	0.150 (1.38)	0.045 *** (3.70)
<i>Issue</i>	-1.119 *** (-15.30)	0.005 (0.57)
<i>Soe</i>	-0.086 (-1.59)	-0.140 *** (-23.41)
<i>Trend</i>	1.253 *** (123.02)	0.016 *** (5.26)
<i>Lprec_sh</i>	-0.002 *** (-12.41)	
<i>Lprec_sz</i>	-0.003 *** (-42.56)	
<i>Constant</i>	42.032 *** (67.97)	4.650 *** (35.35)
行业固定效应	Yes	Yes
N	23265	23265
R ²	0.549	0.659
调整 R ²	0.548	0.659

2. 剔除股价发生异动的年份

在本文的样本区间中, A 股市场发生了两次异动。在 2007 年和 2015 年的上半年, 上证指数和深成指数大幅上涨, 但在下半年又大幅下降。在股票市场大幅波动的时期, 投资者情绪往往能在更大程度上影响企业的经营决策和审计师的执业风险^[5]。为了检验本文主要的研究结果是否是由这两次股票市场的异动所导致, 我们在全部样本中剔除了 2007 年和 2015 年的观测值, 重新对本文主要结果加以检验。

3. 控制投资者情绪的波动

本文采用一年内投资者情绪月度指数的均值作为主要的解释变量, 然而, 一年内投资者情绪的波动幅度可能存在差异。我们预计, 投资者情绪的波动程度也有可能对审计师执业风险和审计收费水平产生影响。鉴于此, 我们在全部模型中加入投资者情绪的标准差 (*Sent_std*), 结果显示, 本文的主要结论并未发生变化。

4. 改变投资者情绪的衡量方法

借鉴饶品贵和徐子慧的做法^[37], 本文将 *Sent_{t-1}* 从低到高排序后分为五组, 然后标准化为 0-1 之间的变量

$Rsent_{i,t-1}$,该变量兼具连续变量和虚拟变量的优点。我们采用 $Rsent_{i,t-1}$ 作为主要的解释变量,重新对本文主要结果加以检验。

以上回归结果与本文主要结论保持一致,表明本文研究结果是稳健的。囿于篇幅,我们并未报告稳健性检验的具体结果,留存备索。

五、进一步研究

(一)影响机制检验

根据上文的理论分析,投资者情绪主要通过以下两种渠道影响审计收费:一是高涨的投资者情绪会降低企业的资源配置效率,审计师面临的客户经营风险随之增加;二是高涨的投资者情绪会降低企业业绩和股票价格之间的相关性,削弱高管薪酬契约的激励作用。此时企业内部的代理成本显著增加,审计师面临的固有风险随之上升。面对客户经营风险和固有风险的上升,审计师会采取提高审计收费的方式加以应对。下面分别对这两种可能的影响机制加以检验。

1. 投资者情绪与企业资源配置效率

在投资者情绪高涨的时期,管理者为了迎合投资者情绪,往往会选择增加投资^[2]。但企业的投资活动往往具有持续时间较长、不确定性较高的特点,高涨的投资者情绪只能在短期内推高股票价格,从长期看,投资者情绪对股票价格的影响存在均值回归现象^[12],因此,基于投资者情绪配置资源往往会导致企业投融资的“期限错配”。我们认为,在投资者情绪高涨的时期,企业的资源配置效率可能会有所降低,这是引起客户经营风险和审计收费上升的重要原因。为检验上述影响机制是否成立,本文建立如下模型:

$$Invest_efficiency = \beta_0 + \beta_1 Sentiment + \sum \beta \times Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

仿照 Richardson 的做法^[42],本文建立投资模型估计企业的正常投资水平,该模型残差的绝对值($Absinv$)表示企业实际投资水平与正常投资水平的偏离程度, $Absinv$ 越大,则认为企业资源配置效率越低。同时,我们将残差大于0的部分设为投资过度变量($Oinv$),将残差小于0的部分设为投资不足变量($Uinv$)。模型(5)中的被解释变量分别取 $Absinv$ 、 $Oinv$ 和 $Uinv$,主要自变量为投资者情绪,控制变量包括企业规模($Size$)、偿债能力(Lev)、成长性($Growth$ 、 Mb)、股权集中度($Shrcr$)、产权性质(Soe)等。其中, $Shrcr$ 为前三大股东持股比例之和,其余变量定义见表1。模型(5)的回归结果如表7所示。

由于需要估计正常投资水平,表7中的样本减少为14240个。表7的列(1)—列(2)为采用 $Absinv$ 衡量企业资源配置效率的回归结果。结果显示, $Sent$ 和 $Dsent$ 的系数均在1%的水平上显著为正,这说明企业资源配置效率随着投资者情绪的升高而降低。进一步地,我们根据投资模型的残差将全部样本分为投资过度(因变量 = $Oinv$)和投资不足(因变量 = $Uinv$)两组。

分组检验的结果表明,在投资过度组和投资不足组中, $Sent$ 和 $Dsent$ 的系数均显著为正,这说明随着市场上投资者情绪的升高,企业投资过度和投资不足的问题都显得愈发突出。由此可见,投资者情绪的升高会导致企业投资在更大程度上偏离正常水平,造成企业资源配置效率的下降和经营风险的提升。

表7 投资者情绪与企业投资效率

变量	因变量 = $Absinv$		因变量 = $Oinv$		因变量 = $Uinv$	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$Sent$	0.002 *** (4.20)		0.004 *** (4.21)		0.001 *** (2.85)	
$Dsent$		0.002 *** (3.23)		0.003 ** (2.23)		0.002 *** (3.51)
$Size$	-0.001 *** (-4.43)	-0.001 *** (-4.31)	-0.001 (-1.49)	-0.001 (-1.14)	-0.002 *** (-8.03)	-0.002 *** (-8.24)
$Shrcr$	0.000 * (1.92)	0.000 * (1.85)	0.000 (1.41)	0.000 (1.22)	0.000 ** (2.48)	0.000 ** (2.55)
Lev	-0.006 *** (-3.48)	-0.006 *** (-3.56)	-0.004 (-1.21)	-0.005 (-1.39)	-0.009 *** (-6.32)	-0.009 *** (-6.26)
Mb	0.000 (1.02)	0.000 (1.26)	0.000 (0.77)	0.000 (1.27)	-0.000 (-0.25)	-0.000 (-0.44)
$Growth$	0.007 *** (8.75)	0.007 *** (8.75)	0.009 *** (6.35)	0.009 *** (6.39)	0.003 *** (3.77)	0.003 *** (3.74)
Soe	-0.005 *** (-8.79)	-0.005 *** (-8.72)	-0.006 *** (-5.34)	-0.006 *** (-5.30)	-0.002 *** (-4.60)	-0.002 *** (-4.55)
$Trend$	-0.000 *** (-3.62)	-0.000 *** (-3.59)	-0.001 *** (-3.64)	-0.001 *** (-3.49)	-0.000 (-0.37)	-0.000 (-0.54)
$Constant$	0.067 *** (10.86)	0.066 *** (10.67)	0.063 *** (5.01)	0.058 *** (4.59)	0.081 *** (14.12)	0.081 *** (14.32)
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	14240	14240	5680	5680	8560	8560
R ²	0.055	0.055	0.052	0.050	0.084	0.085
调整 R ²	0.054	0.053	0.048	0.046	0.081	0.082

2. 投资者情绪与高管薪酬业绩敏感性

在现代公司制度中,由于企业所有权与经营权的分离,股东与管理者之间存在明显的代理问题,为管理者提供激励相容的薪酬契约是缓解代理问题的重要手段。然而,资本市场上投资者情绪的波动可能会降低企业业绩和股票价格的相关性,削弱高管薪酬契约的激励作用,导致企业内部代理成本的增加,进而引起固有风险和审计收费的上升。我们预计,若上述机制成立,则在投资者情绪高涨的时期,高管的薪酬业绩敏感性会有所下降。鉴于此,本文建立如下待检验模型:

$$Pay = \beta_0 + \beta_1 Sentiment + \beta_2 Roe + \beta_3 (Sentiment \times Roe) + \sum \beta \times Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

模型(6)的因变量 *Pay* 为前三名高管薪酬总和的对数值。 β_3 为待检验系数,若 β_3 为负,则说明高涨的投资者情绪会在一定程度上降低高管薪酬契约的有效性。借鉴现有文献,在模型(6)中,我们控制了企业的股价波动 (*Volatility*) 和公司治理水平 (*Dual*、*Indep*、*Boardsize*),其中,*Volatility* 为一年中股票收益率的标准差,*Dual* 为虚拟变量,若公司董事长和总经理为同一人则取 1,否则取 0。*Indep* 为董事会中独立董事人数占比,*Boardsize* 为董事人数的对数值,其余控制变量与模型(5)相同。

模型(6)的回归结果如表 8 所示。全样本回归的结果表明,*Dsent* × *Roe* 的系数在 1% 的水平上显著为负,但 *Sent* × *Roe* 的系数并不显著。进一步,我们按照 *Dsent* 的取值将全部样本分为两组。分组回归的结果显示,在 *Dsent* = 1 的组中,*Sent* × *Roe* 的系数显著为负;而在 *Dsent* = 0 的组中,*Sent* × *Roe* 的系数并不显著。这说明投资者情绪对高管薪酬业绩敏感性的影响具有非对称性,在投资者情绪高涨的时期,高管薪酬契约的激励作用有所下降,审计师面临的固有风险随之上升。

综上,本文的横截面检验和机制检验都证明,高涨的投资者情绪会导致客户经营风险和固有风险的上升,进而导致审计收费的上涨。

(二) 投资者情绪对审计延迟和审计质量的影响

面对投资者情绪变化导致的执业风险增加,审计师通常会采用增加审计成本投入和收取更高风险补偿的方法加以应对,上述两种应对策略都会导致审计收费的上涨^[9]。为了进一步对两者加以区分,我们借鉴现有文献的做法,采用审计报告日与资产负债表日间隔天数的自然对数 (*Delay*) 来衡量审计延迟,并将 *Delay* 作为审计成本的代理变量^[20]。投资者情绪与审计

成本的关系如表 9 中的列(1)—列(2)所示。结果显示,*Sent* 和 *Dsent* 的系数均在 1% 的水平上显著为正,说明在投资者情绪高涨的时期,审计师会投入更多的审计成本。接下来,我们将衡量审计成本的变量 *Delay* 加入模型(1)中,回归结果如列(3)—列(4)所示。结果表明,在控制了审计成本的增加后,*Sent*_{*t-1*} 和 *Dsent*_{*t-1*} 的系数依然显著为正,说明在投资者情绪高涨的时期,审计师会同时采用提高审计成本和收取风险补偿的方式应对自身执业风险的增加,从而引起审计收费的上涨。

另外,鉴于投资者情绪对审计质量的影响具有两面性,我们以财务重述 (*Restatement*) 作为审计质量的代理变量,

表 8 投资者情绪与薪酬业绩敏感性

变量	因变量 = <i>Pay</i>			
	全样本		<i>Dsent</i> = 1	<i>Dsent</i> = 0
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Sent</i>	-0.066*** (-7.49)		-0.105*** (-5.72)	-0.043* (-1.66)
<i>Dsent</i>		-0.046*** (-4.66)		
<i>Roe</i>	0.793*** (20.70)	0.981*** (17.22)	0.440*** (7.83)	0.992*** (16.21)
<i>Sent</i> × <i>Roe</i>	-0.006 (-0.09)		-0.558*** (-6.06)	0.120 (0.80)
<i>Dsent</i> × <i>Roe</i>		-0.290*** (-4.28)		
<i>Size</i>	0.296*** (64.64)	0.293*** (64.30)	0.291*** (50.77)	0.306*** (42.97)
<i>Lev</i>	-0.473*** (-18.66)	-0.461*** (-18.19)	-0.439*** (-13.52)	-0.534*** (-14.05)
<i>Growth</i>	-0.044*** (-4.58)	-0.045*** (-4.69)	-0.051*** (-4.86)	-0.042*** (-2.83)
<i>Volatility</i>	-0.452*** (-6.28)	-0.515*** (-7.29)	-0.486*** (-5.68)	-0.320** (-2.40)
<i>Mb</i>	0.024*** (15.62)	0.023*** (15.29)	0.024*** (14.36)	0.028*** (11.08)
<i>Soe</i>	-0.074*** (-7.96)	-0.073*** (-7.93)	-0.098*** (-8.25)	-0.036** (-2.58)
<i>Shrcr</i>	-0.001*** (-3.20)	-0.001*** (-3.01)	-0.001*** (-2.92)	-0.001 (-1.51)
<i>Dual</i>	-0.081*** (-8.65)	-0.082*** (-8.74)	-0.070*** (-5.72)	-0.099*** (-6.63)
<i>Indep</i>	-0.063 (-0.76)	-0.055 (-0.66)	0.046 (0.42)	-0.222* (-1.74)
<i>Boardsize</i>	0.167*** (6.38)	0.171*** (6.50)	0.174*** (5.08)	0.161*** (3.97)
<i>Trend</i>	0.063*** (45.56)	0.065*** (43.31)	0.065*** (39.12)	0.051*** (12.18)
<i>Constant</i>	6.923*** (62.29)	6.972*** (63.04)	6.953*** (48.25)	6.865*** (40.17)
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	23844	23844	14221	9623
R ²	0.384	0.384	0.400	0.341
调整 R ²	0.383	0.383	0.399	0.339

进一步考察了投资者情绪对审计质量的影响,回归结果如表9的列(5)—列(6)所示。结果显示, $Dsent$ 的系数显著为负,而 $Sent$ 的系数并不显著。上述结果说明在投资者情绪高涨的时期,随着审计成本的增加,审计质量有所改善。

六、研究结论

我国资本市场具有个人投资者占比较大且存在一定套利限制的特点,因此,投资者情绪的涨落会对企业的股票价格产生重大影响。理性的管理者会选择积极迎合投资者情绪,这一行为会影响审计师的执业风险,导致审计收费水平发生改变。鉴于此,本文以2007—2018年我国A股上市公司为研究样本,检验了投资者情绪与审计收费的

关系。研究发现:在投资者情绪较高的时期,审计师会选择提高审计收费;在经营风险较高和信息透明度较差的企业中,投资者情绪对审计收费的正向影响更加显著;在控制公司固定效应、建立差分模型和采用工具变量法缓解内生性后,主要结果保持不变。进一步的机制检验表明,高涨的投资者情绪会降低企业的资源配置效率,也会在一定程度上降低高管薪酬契约的有效性,面对由此引发的执业风险上升,审计师将采取增加审计成本投入和收取更高风险溢价的方式加以应对,上述行为会导致审计收费的上升和审计质量的改善。本文的发现丰富了投资者情绪经济后果和审计收费影响因素两方面的研究。

本文的研究结果具有较强的政策启示意义:首先,监管部门应该重视投资者情绪的涨落对审计市场的影响,且应采取一定措施合理引导投资者情绪,以形成更加理性的市场预期;其次,企业应积极降低自身经营风险,提升信息披露的透明度,并制定更加合理的薪酬契约,上述行为能够在一定程度上减小投资者情绪对自身经营决策和投融资行为的干扰;最后,审计师应根据资本市场上投资者情绪的涨落调整审计定价决策。

当然,本文还存在一定的局限性,具体而言:第一,本文构造的投资者情绪综合指数仅随时间变化,因此,可能存在一些仅随时间变化的遗漏变量;第二,本文的结论证明投资者情绪会正向影响审计收费,但由于事务所还有可能为企业提供非审计服务,仅采用审计收费可能无法全面反映企业与事务所的经济联系。更好地解决上述问题,将是未来研究的重要方向。

参考文献:

- [1] Baker M, Wurgler J. Investor sentiment in the stock market[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2007, 21(2): 129-151.
- [2] Polk C, Sapienza P. The stock market and corporate investment: A test of catering theory[J]. *The Review of Financial Studies*, 2009, 22(1): 187-217.
- [3] 花贵如,刘志远,许骞. 投资者情绪、企业投资行为与资源配置效率[J]. *会计研究*, 2010(11): 49-55.
- [4] 巴曙松,朱虹. 融资融券、投资者情绪与市场波动[J]. *国际金融研究*, 2016(8): 82-96.
- [5] Firth M, Wang K, Wong S. Corporate transparency and the impact of investor sentiment on stock prices[J]. *Management Science*, 2015, 61(7): 1630-1647.
- [6] McLean R, Zhao M. The business cycle, investor sentiment, and costly external finance[J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69(3): 1377-1409.
- [7] DeFond M, Lim C, Zang Y. Client conservatism and auditor-client contracting[J]. *The Accounting Review*, 2016, 91(1): 69-98.
- [8] 易志高,茅宁. 中国股市投资者情绪测量研究: CICI的构建[J]. *金融研究*, 2009(11): 174-184.
- [9] DeFond M, Zhang J. A review of archival auditing research[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2014, 58(2-3): 275-326.
- [10] Amin K, Eshleman J, Guo P. Investor sentiment, misstatements, and auditor behavior[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2021, 38(1): 483-517.
- [11] Naughton J, Wang C, Yeung I. Investor sentiment for corporate social performance[J]. *The Accounting Review*, 2019, 94(4): 401-420.
- [12] Baker M. Capital market-driven corporate finance[J]. *Annual Review of Financial Economics*, 2009, 1(1): 181-205.
- [13] Antoniou C, Doukas J, Subrahmanyam A. Investor sentiment, beta, and the cost of equity capital[J]. *Management Science*, 2016, 62(2): 347-367.
- [14] Hribar P, McNinn J. Investor sentiment and analysts' earnings forecast errors[J]. *Management Science*, 2012, 58(2): 293-307.
- [15] Arif S, Lee C. Aggregate investment and investor sentiment[J]. *The Review of Financial Studies*, 2014, 27(11): 3241-3279.
- [16] Fuchs W, Green B, Papanikolaou D. Adverse selection, slow-moving capital, and misallocation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2016, 120(2): 286-308.

表9 投资者情绪、审计延迟与审计质量

	因变量 = $Delay$		因变量 = $Inftee$		因变量 = $Restatment$	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$Sent$	1.631*** (6.34)				-0.003 (-0.63)	
$Dsent$		1.011*** (3.46)				-0.022*** (-4.54)
$Sent_{t-1}$			0.025*** (5.04)			
$Dsent_{t-1}$				0.033*** (5.87)		
$Delay$			0.002*** (11.62)	0.002*** (11.63)	-0.001*** (-5.26)	-0.001*** (-5.20)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	24051	24051	23145	23145	24051	24051
R ²	0.112	0.111	0.660	0.661	0.015	0.015
调整 R ²	0.111	0.109	0.660	0.660	0.013	0.014

注:表9中的控制变量同模型(1)。

- [17] Chiu C, Harris R, Stoja E, et al. Financial market volatility, macroeconomic fundamentals and investor sentiment[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2018, 92(4): 130-145.
- [18] Fang V, Tian X, Tice S. Does stock liquidity enhance or impede firm innovation? [J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69(5): 2085-2125.
- [19] Chemmanur T. Do Antitakeover provisions spur corporate innovation? A regression discontinuity analysis[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2018, 53(3): 1163-1194.
- [20] 褚剑, 秦璇, 方军雄. 经济政策不确定性与审计决策——基于审计收费的证据[J]. *会计研究*, 2018(12): 85-91.
- [21] Aboody D, Even-Tov O, Lehavy R, et al. Overnight returns and firm-specific investor sentiment[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2018, 53(2): 485-505.
- [22] Simpson A. Does investor sentiment affect earnings management? [J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2013, 40(7-8): 869-900.
- [23] Bailey C, Collins D, Abbott L. The impact of enterprise risk management on the audit process: Evidence from audit fees and audit delay[J]. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 2018, 37(3): 25-46.
- [24] Sharma D, Tanyi P, Litt B. Costs of mandatory periodic audit partner rotation: Evidence from audit fees and audit timeliness[J]. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2017, 36(1): 129-149.
- [25] Jiang W, Son M. Do audit fees reflect risk premiums for control risk? [J]. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2014, 30(3): 318-340.
- [26] Dang T, Xu Z. Market sentiment and innovation activities[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2018, 53(3): 1135-1161.
- [27] Bethke S, Gehde-Trapp M, Kempf A. Investor sentiment, flight-to-quality, and corporate bond comovement[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2017, 82: 112-132.
- [28] 黄宏斌, 翟淑萍, 陈静楠. 企业生命周期、融资方式与融资约束——基于投资者情绪调节效应的研究[J]. *金融研究*, 2016(7): 96-112.
- [29] Bennett B, Stulz R, Wang Z. Does the stock market make firms more productive? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2020, 136(2): 281-306.
- [30] Baker M, Wurgler J. Investor sentiment and the cross-section of stock returns[J]. *The Journal of Finance*, 2006, 61(4): 1645-1680.
- [31] Pittman J, Stein S, Valentine D. Audit partners' risk tolerance and the impact on audit quality[R]. Working Paper, 2019.
- [32] Skaife H, Veenman D, Wangerin D. Internal control over financial reporting and managerial rent extraction: Evidence from the profitability of insider trading [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2013, 55(1): 91-110.
- [33] Chen J, Duh R, Wu C, et al. Macroeconomic uncertainty and audit pricing[J]. *Accounting Horizons*, 2019, 33(2): 75-97.
- [34] Cohen D A, Dey A, Lys T. Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes-Oxley periods[J]. *The Accounting Review*, 2008, 83(3): 757-787.
- [35] Gormley T, Matsa D. Growing out of trouble? Corporate responses to liability risk[J]. *Review of Financial Studies*, 2011, 24(8): 2781-2821.
- [36] Erickson D, Hewitt M, Maines L. Do investors perceive low risk when earnings are smooth relative to the volatility of operating cash flows? Discerning opportunity and incentive to report smooth earnings[J]. *The Accounting Review*, 2017, 92(3): 137-154.
- [37] 饶品贵, 徐子慧. 经济政策不确定性影响了企业高管变更吗? [J]. *管理世界*, 2017(1): 145-157.
- [38] 陈胜蓝, 马慧. 会计师事务所行业专长、声誉与规模经济性的传递效应[J]. *审计研究*, 2013(6): 84-92.
- [39] Larcker D, Rusticus T. On the use of instrumental variables in accounting research[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 49(3): 186-205.
- [40] 刘斌, 胡菁蕊, 李涛. 投资者情绪、会计信息质量与股票收益[J]. *管理评论*, 2018(7): 34-44.
- [41] Ge R, Seybert N, Zhang F. Investor sentiment and accounting conservatism[J]. *Accounting Horizons*, 2019, 33(1): 83-102.
- [42] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2): 159-189.

[责任编辑:刘 茜]

Investor Sentiment and Audit Fees: Evidence Based on Auditor Engagement Risk

XIONG Yi¹, HONG Hong²

(1. School of Economics and Management, Huazhong Agricultural University, Wuhan 430070, China;

2. School of Management, Wuhan University of Science and Technology, Wuhan 430070, China)

Abstract: Fluctuations in investor sentiment will cause a firm's stock price to systematically deviate from its fundamentals. However, there is limited evidence on whether it affects the level of auditor engagement risk and audit pricing. Based on the data from 2007 to 2018, this paper attempts to extend the literature by investigating whether and how investor sentiment affects audit fees. The result shows that investor sentiment is positively associated with audit fees, and the fee increase during high sentiment periods is more pronounced for firms with higher business risks and for firms with lower information transparency. This paper also identifies two possible mechanisms through which investor sentiment affects audit fees: reduced investment efficiency and decreased sensitivity of managerial compensation to firm performance. Overall, our results suggest that auditors may invest more audit cost or charge a fee premium in response to higher investor sentiment in order to mitigate potential engagement risks, which leads to an increase in audit fees and audit quality. Our findings should be of interest to auditors who actively manage engagement risks and to regulators who are interested in mitigating the effects of investor sentiment on the real economy.

Key Words: investor sentiment; audit fees; business risks; inherent risks; audit risks; audit quality; audit opinion