

共同机构投资者对审计费用的影响:合谋还是治理?

曹越,罗政东,张文琪

(湖南大学工商管理学院,湖南长沙 410006)

[摘要]共同机构投资者存在合谋观和治理观,其对审计费用的影响具有不确定性。以 2007—2020 年中国沪深 A 股上市公司为样本,实证考察共同机构投资者对企业审计费用的影响。结果显示:共同机构投资者与审计费用显著正相关,相较于无共同机构投资者的企业,有共同机构投资者的企业的审计费用平均高 3.30% 个标准差。机制检验结果表明:共同机构投资者为了使投资组合价值最大化,会与组合内企业形成合谋,增加企业真实盈余管理,提高组合内企业信息壁垒。进一步分析发现:分析师跟踪数量较多时,共同机构投资者导致审计费用增加更明显;而行业竞争程度低、高管持股以及短期偿债压力较小则会削弱两者的正向关系。研究的对象不再仅局限于单一企业和单一机构投资者,而是聚焦于投资组合整体,拓展了共同机构投资者的经济后果以及审计费用的影响因素研究。

[关键词]共同机构投资者;审计费用;真实盈余管理;信息壁垒;分析师跟踪

[中图分类号]F272.5 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2023)03-0022-13

一、引言

2020 年 10 月国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》,提出“上市公司是资本市场的基石,提高上市公司质量是推动资本市场健康发展的内在要求,是新时代加快完善社会主义市场经济体制的重要内容。”作为完善公司治理、提高信息质量的外部监管机构,机构投资者对保障上市公司质量发挥着不容忽视的作用。近年来,我国大力引导和鼓励机构投资者发展,各类机构投资者凭借资深的专业经历和资金实力迅速将自身规模发展壮大。为了分散风险、追求更高的投资回报,一些实力较强的机构投资者会同时投资多家公司,形成共同机构投资者,即同行业中的几家公司同时被一家机构投资者所持有。这会提高同行业公司之间的联系程度,也是鼓励机构投资者发展的必然结果。在美国,机构投资者同时持有同行业多家企业的比例从 1980 年低于 10% 上升至 2014 年 60%^[1],极易形成难以被人察觉的隐性垄断^[2],干扰资本市场的正常秩序。

随着中国资本市场的发展,同一机构投资者同时持有同行业多家企业的现象明显增多。据统计,在中国的上市公司中,有 34% 以上的公司前十大股东中包含共同机构投资者^[3]。关于共同机构投资者对企业产生的影响,学术界形成了两种不同的观点:推动企业合谋和改善公司治理。前者认为,为了追求投资组合价值最大化,共同机构股东会减少投资组合内企业间的竞争程度,如加强同行业公司企业合作、扩大市场份额^[2]、扭曲价格机制^[3]和签订低薪酬业绩敏感性的 CEO 合同^[4]等。后者认为,企业具有共同机构投资者有利于改善公司治理,如降低股价崩盘风险^[5]、减少财务重述^[6]和改善融资约束^[7]等。总的来说,现有研究并未就共同机构投资者对企业产生的影响形成一致结论。

关于共同机构投资者的研究为本文奠定了重要基础,但现有文献并未关注共同机构投资者会对审计产生何种影响。审计作为验证上市公司经营合法性、真实性的评估主体,与上市公司质量密切相关,审计收费更是实务界与学术界长期关注的课题。已有文献从公司规模^[8]、高管特征^[9,10]、事务所规模^[11]、声誉^[12]、行业专长^[13]、分析师关注^[14]和机构投资者持股^[15]等维度探讨了审计费用的影响因素。研究发现,机构投资者持股可以改善公司治理,降低审计费用^[15]。这实际上为机构投资者的治理观提供了经验证据。与董育军和杨昕怡^[15]两位学者

[收稿日期]2022-10-12

[基金项目]长沙市自然科学基金一般项目(kq2208044)

[作者简介]曹越(1981—),男,湖南常宁人,湖南大学工商管理学院教授、博士生导师,博士后,财政部全国会计领军人才,从事资本市场财税问题研究,E-mail:fengyun8415@126.com;罗政东(1999—),女,湖南益阳人,湖南大学工商管理学院硕士研究生,从事会计理论与实务研究;张文琪(1997—),女,湖南衡阳人,湖南大学工商管理学院博士研究生,从事会计理论与实务研究。

不同,本文的研究视角不再局限于单一企业和单一机构投资者,而是聚焦于在资本市场中处于重要地位的共同机构投资者,从合谋效应和治理效应分别分析共同机构投资者对审计费用产生的影响,实证检验共同机构投资者对审计费用的实质性影响究竟是合谋效应为主还是治理效应占主导。

共同机构投资者两种不同的行为(合谋和治理)会对审计风险和审计师投入产生相反的影响。审计风险和审计师投入是影响审计收费的重要因素^[16-17]。审计风险=重大错报风险×检查风险。其中,重大错报风险是指不因审计财务报表而改变,由企业自身特征及内部控制情况所决定的风险。根据《审计准则第1211号》的规定,企业经营风险越高,重大错报风险发生的可能性越大。共同机构投资者协同治理能降低企业经营风险^[5]、抑制盈余管理^[18],审计师在审计这类企业时,审计风险较小,且良好的公司治理有利于审计人员搜集充分的审计证据,审计师投入减少;反之,如果共同机构投资者和组合内企业合谋,就会利用自身优势粉饰公司业绩、降低信息质量^[19],此时,审计师在审计模糊程度更高的财报时,会感知到更高的风险,为确保审计质量,需要投入更多的时间和精力进行核查。那么,共同机构投资者到底是通过改善公司治理降低审计收费还是促进企业合谋加大审计难度使审计费用提高?这是值得研究的重要课题。

本文选取2007—2020年沪深A股上市公司作为研究对象,考察共同机构投资者对审计费用的影响。研究结果表明:共同机构投资者与审计费用正相关。共同机构投资者通过增加企业真实盈余管理行为和提高企业信息壁垒加大了审计难度,从而增加审计收费。进一步分析发现:分析师跟踪数量较多时,共同机构投资者使得审计费用增加的效果更明显;而行业竞争程度低、高管持股以及企业短期偿债压力较小时会削弱这一关系。上述结论在采用处理效应模型和工具变量法缓解内生性问题以及在运用倾向得分匹配法、更换变量衡量方式和安慰剂检验等稳健性检验后,仍然成立。

本文的贡献主要有:(1)在理论上,为共同机构所有权研究提供了新的经验证据。目前学界对共同机构所有权的研究结论尚未达成一致,存在协同治理效应和合谋效应两种观点。本文从协同治理和合谋效应两个层面阐述了共同机构投资者影响审计收费的内在逻辑。实证结果发现:共同机构投资者对审计费用的影响主要源于组合内企业合谋而不是协同治理。这一结论为共同机构所有权的合谋效应提供了新的证据。(2)在研究视角上,首次检验了共同机构投资者对企业审计费用的影响,并从增加真实盈余管理和提高企业信息壁垒两方面实证探讨了共同机构投资者提高审计费用的渠道机制。此外,现有文献大多是考察单一机构投资者对单一企业的影响^[20,21],有部分文献涉及交叉持股^[22]和连锁股东^[23]。本文则聚焦于共同机构投资者,拓展了共同机构投资者的经济后果文献。(3)在实践上,为审计师在执行审计程序过程中关注共同机构投资者的潜在审计风险提供了一个崭新视角。与其他共同股东相比,共同机构投资者有着更为明显的信息搜集和处理优势,可能对审计人员造成较大干扰,导致误判。因此,审计师在审计过程中关注共同机构投资者股东尤为重要,这有助于防范审计失败。

二、文献综述

(一)共同机构投资者

共同机构投资者是指同行业中的几家公司同时被一家机构投资者所持有。与投资单一公司的投资者相比,共同机构投资者有两个显著特点:(1)投资目标是投资组合价值最大化而不是某个特定企业价值最大化^[24-25];(2)在其他条件一致的前提下,共同机构投资者能掌握更为丰富的信息和资源^[19]。因而产生了共同机构投资者的三种行为:①整合效应,即共同机构投资者为追求投资组合最大化,会整合和协调组合内同行业企业的行动^[18];②信息枢纽,即共同机构投资者在同行业企业中传递丰富的信息和资源^[18];③规模经济,即同行业企业的经济共性有效降低了共同机构投资者的信息搜集和处理成本^[5]。已有研究主要围绕共同机构投资者的上述特点和行为展开,并就共同机构投资者对企业的影响形成了两种不同的观点:合谋观和治理观。

共同机构投资者的合谋观是指,为追求投资组合价值最大化,共同机构投资者会推动组合内企业达成合谋^[3,26]。现有文献侧重讨论共同机构投资者形成合谋的条件和合谋产生的经济后果。第一,在形成合谋条件方面:当共同机构投资者作为值得信赖的战略提议者或者企业间的信息传递者、是卡特尔发起人、能影响同业竞争公司实施相同的薪酬结构或设置市场进入障碍等上述任意一项条件满足时,被持股企业与其共同机构投资者之间都有可能达成合谋^[27];竞争企业之间存在共同机构投资者,共同机构投资者持有目标公司的所有权份额越大,其与企业之间越容易形成合谋^[28]。第二,在合谋产生的经济后果方面:一是降低竞争程度。共同机构投资

者与企业达成合谋可以减少组合内企业之间产品市场的竞争程度^[2]。使用航空公司数据的检验发现,共同机构投资者会模糊企业之间的边界,减少彼此之间的竞争,提高同行业产品市场价格,以获取“垄断利润”^[3];使用上市公司数据的研究也发现,存在共同机构投资者的企业更倾向于设计低薪酬业绩敏感性的 CEO 合同,以避免企业之间过度竞争^[4,29];同时,共同机构投资者交叉持股还会提高行业集中度^[30],增加竞争者进入壁垒。二是增加盈余管理和提高信息壁垒。为了减少外部竞争者对投资组合利益的侵占,共同机构投资者会推动相关团体内企业进行盈余管理^[18],降低盈余信息质量^[31],减少年报信息披露以隐藏企业真实的经营情况^[24],形成信息壁垒,使得竞争对手因无法掌握关键信息而导致决策失误。

共同机构投资者的治理观是指,共同机构投资者利用自身的天然优势在公司治理方面发挥协同治理作用^[32]。持协同治理效应观点的研究发现:一方面,相较于单一机构投资者,共同机构投资者可以获取多方信息和资源,掌握了更多细致具体的信息,有利于作为信息桥梁缓解企业之间的信息不对称、改善信息质量^[19]、抑制企业盈余管理^[18]、维系更加稳定的供应链关系^[33]、降低融资成本^[9],不但能提高并购的可能性,而且会增加并购绩效^[34]等。另一方面,作为企业重要的外部监管机构,当机构投资者在同一行业中同时持有多家企业的股份时,规模经济效应及多方信息来源的优势有助于提高共同机构投资者的监督意愿和监管效率^[1,35],充分履行监督职能,如在股东大会提案的投票中对 CEO 表达反对意见^[36],降低企业股价崩盘风险^[5]、提高企业产能利用率^[37]、减少财务重述^[6]等。

(二) 审计费用影响因素

审计费用是会计师事务所和审计人员提供专业服务所取得的报酬,是被审计单位和事务所协商后确定的审计产品价格。一般认为,审计费用由审计成本、审计风险和事务所正常利润^[16]构成,主要取决于审计师的工作负荷与审计风险两大因素^[17],当审计成本和审计风险较高时,相应的审计收费较高。现有对审计费用影响因素的研究基本是从被审计单位和事务所特征方面进行分析探讨。

基于被审计单位特征的研究发现,公司资产规模和其子公司持有量是影响审计收费的主要因素^[8],此外,信息披露^[38]、盈余管理^[16]、公司治理^[39]、业务复杂程度^[40]、高管特征^[10,41-42]以及企业创新^[43]等都会对审计费用产生一定影响。其中,普遍认为信息披露质量越差,审计费用越高^[44];盈余管理与审计费用呈正相关关系^[16];审计业务越复杂,审计收费越高^[45]。

在事务所层面,审计单位规模^[46]、事务所并购和声誉^[47]、审计行业团队专长^[13]、审计市场供需关系^[48]、审计师性别^[49]、审计行政处罚^[50]等都会对审计费用产生影响。事务所规模越大、声誉越高,审计收费越高,如四大和非四大之间收费存在显著差异^[46]。宋子龙和余玉苗将行业专长分为通过审计少量大规模客户形成的“产品型”行业专长和通过审计大量小规模客户形成的“低成本型”行业专长两种类型,发现具备“产品型”行业专长时,审计项目团队能获取更多的审计费用^[13]。而当事务所受到行政处罚后,审计收费将显著提高^[50]。

随着上述两方面的研究日臻完善,学者们开始把目光延伸到公司利益相关方对审计费用产生的影响:窦超等研究表明政府背景大客户的存在有助于降低审计费用;媒体负面报道越多,审计费用越高^[51];机构投资者持股与审计费用负相关^[15];分析师跟进能够有效缓解上市公司和信息使用者之间存在的信息不对称程度,从而减少审计费用^[14]。

(三) 文献评述

上述研究为本文奠定了重要基础,但仍有待进一步推进:一是对连锁股东探讨较多,而对共同机构投资者关注较少。企业的连锁股东可能同时存在多种类型,不同类型的股东之间是否具有相同的利益追求,能否形成一致行动有待商榷。聚焦于共同机构投资者则可以较好地缓解这一问题。相较于连锁股东,共同机构投资者股东有着更为接近的目标且容易为达成目标而采取一致行动。二是尚无学者探讨共同机构投资者对审计费用的影响。机构投资者和审计师作为资本市场的重要参与主体,都为确保上市公司质量发挥着不可忽视的作用,彼此间亦能相互制衡,当机构投资者在同行业持有多家企业成为共同机构投资者时会对审计产生何种影响值得探究。审计费用作为审计研究中经久不衰的话题,当企业出现共同机构投资者,究竟是改善公司治理降低审计费用还是合谋使审计费用提高?本研究可以为此提供经验证据。三是共同机构投资者的作用存在合谋观与治理观,实证结果未形成一致结论。本文将从审计费用维度拓展共同机构投资者合谋观的经验证据,为监管部门规范共同机构投资者行为提供参考。

三、理论分析

审计费用的影响因素包括审计成本、审计风险和事务所正常利润^[16],并主要取决于审计师负荷与审计风险两大因素^[17]。其中,审计成本是指审计人员执行审计程序、发表审计意见需要消耗的支出,执行审计程序是审计成本的主要来源;审计风险是指对含有重大不实事项的财务报表产生错误判断的可能性,是事务所和注册会计师未来可能发生的损失。因此,本文主要从审计师的审计成本和审计风险两方面入手,探讨共同机构投资者对审计费用产生的影响。共同机构投资者对企业的影响存在两种可能:促使企业合谋和改善公司治理。当促使组合内企业合谋时,共同机构投资者会利用自身优势进行业绩操控,粉饰报表,使审计师的审计成本和风险增加;当利用自身优势改善公司治理时,共同机构投资者会敦促企业披露充分的信息,减少经营风险,从而降低审计师的审计成本和风险。基于两种行为的不同影响,本文分别从共同机构投资者的合谋效应和治理效应两方面阐释其对审计费用的影响。

(一)合谋观

机构投资者持股的一个重要动机是自我价值(利己)的实现^[52]。根据经济学中的“理性人假设”,机构投资者对上市公司进行投资的最终目的是实现自身利益的最大化。当机构投资者为了分散风险,同时对同行业内多家企业进行投资成为共同机构投资者时,其目标就转变为追求投资组合价值最大化,而不是单个企业的投资价值最大化^[24]。对共同机构投资者来说,促使其投资组合中的同行业企业集体行动,减少竞争和冲突,是最大化其投资收益的有效方式^[23]。本文认为,共同机构投资者会促使组合内企业达成合谋,并通过构造真实盈余管理活动和提高企业信息壁垒来最大化自身利益,而这两种行为都将增加审计的成本和风险,从而导致审计费用增加。具体分析如下:

首先,共同机构投资者促使组合内企业合谋会增加企业之间的真实盈余管理活动,增大审计成本和审计风险,导致审计收费提高。一方面,共同机构投资者与投资组合内企业有动机和能力进行真实盈余管理。动机方面:就共同机构投资者而言,当其同时持股同行业多家上市公司时,为避免组合内企业之间的激烈竞争(如价格战、恶性竞争等),稳定投资组合内企业的业绩,甚至获取一定的“垄断利润”^[3],共同机构投资者会采取“建议”或者“不作为”等方式使投资组合企业联合一致进行盈余管理^[18,53-54]。对企业来说,当同业竞争较为激烈时,为了维护自身利益,稳定股价,企业有进行真实盈余管理的动机^[55];会计准则的日渐完善,使得应计盈余管理的空间越来越少,让企业更倾向于真实盈余管理^[56]。能力方面:一是共同机构投资者可以增加组合内企业之间的信任感,使其易于达成合谋进行真实盈余管理。在没有共同机构投资者时,企业之间更倾向于竞争,彼此间缺乏信任,而作为投资组合企业中的协调者,共同机构投资者可以增加企业间的信任感,以便于达成合谋进行销售及其他操控,改善公司业绩。二是共同机构投资者可以缓解企业间的信息不对称,降低组合内企业真实盈余管理的难度。与其他共同股东相比,机构投资者共同股东具备着不可比拟的优势——信息搜集、处理和分析能力,规模效应能让共同机构投资者掌握更为丰富的信息,作为企业间的信息枢纽,共同机构投资者可以缓解各企业间的信息不对称,从而有效降低组合内企业真实盈余管理的难度。三是专业的知识及资深的阅历让共同机构投资者帮助组合企业进行真实盈余管理难以被发现。相较于无共同机构投资者的企业而言,充分的信息、复杂的投资组合能让共同机构投资者的知识及经验有更多发挥的余地,这将大大增强真实盈余管理的隐蔽性。信任感的增加、难度的降低及隐蔽性的增强都将进一步推动组合内企业合谋进行真实盈余管理。另一方面,企业进行真实盈余管理会增加审计师投入和风险。真实盈余管理操控费用、销售和生,可以扭曲公司持续生产和经营行为的实际现状,通过改变现金流量进而影响企业业绩,但这种业绩的改善是一种“虚假”信号的传递,不仅会增加企业未来的经营风险,还将损害其他外部投资者利益。为了降低企业风险,便于投资者做出最佳决策,审计师会努力识别企业真实盈余管理^[57,58]。为了应对真实盈余管理对审计质量造成的影响,审计人员需要付出更多的精力以获取充分的审计证据,花更长的时间对可能涉及真实盈余管理的科目进行审查,使得审计成本增加。同时,真实盈余管理涉及的会计项目具有更大的不确定性,审计人员在审计时会感知到更高的审计风险,预期损失费用增加,企业真实盈余管理程度越大,越容易导致未来投资者诉讼,使事务所未来需要面临的诉讼风险增加。审计师为了确保总体审计风险达到可接受水平,就必须扩大实质性测试的范围,增加审计程序,这会显著增加审计人员的工作量,无法消除的风险也会通过溢价收费弥补。因此,企业合谋进行真实盈余管理会增加审计费用。

其次,共同机构投资者促使组合内企业合谋会提高组合内企业的信息壁垒、降低会计信息质量,提高审计的难度和风险,从而增加审计收费。一方面,为了保持信息优势,误导竞争对手投资决策,共同机构投资者与其持股企业会隐藏信息,提高企业信息壁垒。相较于无共同机构投资者的企业,有共同机构投资者的企业能享有更多信息。同行业中的企业有经济共性,共同机构投资者从一家企业中获得的信息和知识能更好地帮助他们分析其他持股公司,而且机构投资者还能接触企业的管理层和董事会,这不仅有助于降低共同机构投资者的信息搜集和处理成本,还能使共同机构投资者掌握更多较为准确又难以获取的私人信息,增强他们的信息优势。作为组合内企业的信息桥梁,共同机构投资者可以在合谋企业间分享信息,使得被同时持股的企业团体比没有共同机构投资者的企业享有更多有效信息。此时,为了保住自身的信息优势,共同机构投资者和相关企业会倾向于隐藏信息、披露低质量的会计信息^[18]。另一方面,信息壁垒高、信息质量差的企业,审计成本和风险会大幅上升^[59]。在审计的过程中,如果企业有意隐藏或粉饰报表,提供较低质量的信息,那么审计人员搜集足够的证据和做出正确的审计判断将变得更为艰难,事务所需要追加审计程序或者调用更高素质的审计人员以确保审计质量,审计成本随之提高。而且,企业信息越模糊,审计师就不得不越多地依赖高管提供的主观证据,这将在很大程度上阻碍审计师发现报表上存在的某项重大错报或漏报,提高事务所未来需要承担的潜在诉讼风险。相应地,审计人员会索取更高的溢价以求得成本和风险补偿。因此,企业间合谋降低会计信息质量将导致审计费用增加。

综上所述,共同机构投资者与投资组合内企业之间的合谋行为,会推动组合内企业实施真实盈余管理活动、提高企业信息壁垒以误导竞争对手决策和保持信息优势,从而最大化共同机构投资者的私利。审计人员在审计这些信息更为模糊、更具不确定性的企业时需要付出更大的努力、花更长的时间和承担更高的风险。因此,共同机构投资者可能使企业的审计费用增加。

(二) 治理观

也有研究表明,共同机构投资者与企业为追逐私利而进行合谋会损害公司自身价值,致使共同机构投资者长期而言无法达到投资组合价值最大化的目标。因此,共同机构投资者会利用自身的优势改善公司治理^[18],较好的公司治理有助于降低审计人员的审计成本和风险,从而降低审计收费。具体分析如下:

机构投资者的专业团队优势使机构投资者有较强的实力和意愿参与公司治理^[60],相较于单一机构投资者,共同机构投资者更具有得天独厚的治理优势。一方面,共同机构投资者的信息来源广、可验证性强,能有效敦促组合内企业及时披露全面、准确的信息。共同机构投资者可以从同行业内多家企业获取信息,这不仅有助于提高信息的准确度,还能从其他企业获取某一企业未披露的信息,让共同机构投资者及时发现并促使企业完善重大遗漏或不实事项的披露。另一方面,规模效应会增强共同机构投资者的监督意愿和监督能力。同行业中的企业有相似性,共同机构投资者对某一公司个体信息的搜集,可以外推至其投资的同行业其他公司,从而降低信息获取成本,增强共同机构投资者的监督意愿和监督能力。共同机构投资者对企业经营进行有效监督,有利于改善公司治理水平,如抑制企业关联方资金占用、参与公司治理内部机制^[61]。良好的公司治理有利于企业建立科学的规章制度,形成高质量的内控环境,这使得审计师更容易获取可靠的审计证据,审计事项的可验证性强,无需额外增加实质性程序或细节测试,审计难度降低,审计时长相应缩短,审计成本减少;同时,良好的公司治理可以助力企业合规运作,提高企业经营业绩和风险控制能力,避免陷入财务困境,这将有效降低公司经营风险,而且较好的内控制度可以促使企业披露充分的信息,有助于审计师发现报表中可能存在的重大错报、漏报,减少审计人员未来需面临的潜在诉讼风险。审计师只需付出较少的努力、实施较少的审计程序即可完成审计任务并将审计风险控制可在可接受水平,审计收费将减少。

综上所述,共同机构投资者可以运用其信息搜集和处理优势改善公司治理,督促企业及时、充分地披露信息,使审计人员更易于获取充分的审计证据,降低审计难度和成本。监督意愿的增强有助于抑制关联方交易等不良行为,能有效降低企业会计项目的不确定性和陷入财务危机的可能性,减少审计风险。低成本和低风险意味着低收费。由此,共同机构投资者也可能使企业审计费用降低。

上述分析表明,共同机构投资者既有可能促使组合内企业合谋增加真实盈余管理和提高信息壁垒,使审计师审计成本和风险增加,审计费用增加;亦可能改善公司治理,降低审计成本和风险,使审计收费减少。基于此,本文考察:共同机构投资者与审计费用之间呈现何种关系?共同机构投资者究竟在投资组合企业中发挥何种作用,合谋还是治理?

四、研究设计

(一) 样本选取

本文以中国沪深 A 股上市公司作为研究对象,考虑到 2007 年执行新的会计准则,选取 A 股上市公司 2007—2020 年作为样本区间,并对初始数据进行了如下处理:(1)剔除金融行业的样本公司;(2)剔除有数据缺失的样本。本文最终得到 27480 个公司-年度观测值,数据处理过程与现有文献基本一致^[18]。样本数据均来自国泰安(CSMAR)数据库。为了消除极端值的影响,本文对全部连续变量进行 1% 的缩尾处理。

(二) 变量定义

1. 被解释变量。在现有文献中,审计费用的衡量方式主要有如下几种:①当期审计费用取自然对数^[8,43,62-64];②公司审计费用总额^[65]或者公司审计费用经 CPI 调整^[13];③审计费用总额取对数除以资产总额的对数^[66];④审计费用乘以 1000 除以资产总额^[43]。按照大多数学者的做法,本文选取“上市公司年度审计费用总额的自然对数”作为审计收费指标(*lnfee*)。同时,参考李哲等^[43]的做法,本文用“审计费用乘以 1000 除以资产总额”用于稳健性检验。

2. 解释变量。共同机构投资者,即机构投资者在同行业内持有两家及以上上市公司的股份,企业在 *t* 年的任意季度内同时被同一家机构投资者持有则意味着在当年存在共同机构投资者。本文将机构投资者持股下限设为 5%,因为现有研究普遍认为持股 5% 及以上使机构投资者有动机参与公司治理,并有能力对企业行为产生影响^[67]。参照已有文献^[18,68],本文构造三个不同维度指标衡量共同机构投资者:①共同机构投资者虚拟变量(*coz1*),如果企业在季度内存在共同机构投资者取 1,否则取 0;②共同机构投资者持股比例(*coz2*),即一家上市公司当年拥有的共同机构投资者的持股比例之和;③共同机构投资者联结程度(*coz3*),为企业的共同机构投资者数量加 1 取自然对数。具体计算时,解释变量基于季度数据构建,只要共同机构投资者在某一年度的任意季度内持有上市公司股份,则认为本年度内企业存在共同机构投资者,并以季度数据平均值作为年度数据进行处理。其中,共同机构投资者联结程度(*coz3*)用于稳健性检验。

3. 控制变量。考虑其他因素对公司审计费用的影响,参考已有研究^[8,41,43],本文选取企业规模(*size*)、业务复杂程度(*arlnw*)、财务风险(*lev*)、资产报酬率(*roa*)、企业成长性(*grow*)、产权性质(*soe*)、是否四大(*big4*)、审计意见(*op*)、是否亏损(*loss*)以及事务所更换(*switch*)作为控制变量。同时,控制行业(*sic*)和年份(*year*)层面的固定效应。具体变量定义见表 1。

4. 模型设计。为检验共同机构投资者对审计费用的影响,本文建立如下多元回归模型:

$$\lnfee_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 coz_{i,t} + controls + year + sic + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,*lnfee_{i,t}*为第 *i* 家上市公司 *t* 年审计费用的自然对数,*coz_{i,t}*为共同机构投资者变量, α_1 为本文关注的主要系数。若 α_1 为正,则共同机构投资者使审计费用增加;反之,使审计费用减少。*controls* 为本文所选控制变量的集合,*year* 和 *sic* 分别为年份和行业固定效应。本文采用公司层面的聚类标准误。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量定义
被解释变量	审计费用(<i>lnfee</i>)	上市公司年度审计费用的自然对数
	审计费用(<i>fee</i>)	审计费用×1000/年末资产总额
解释变量	共同机构投资者虚拟变量(<i>coz1</i>)	企业存在共同机构投资者取 1,否则取 0
	共同机构投资者持股比例(<i>coz2</i>)	一家上市公司当年拥有的共同机构投资者的持股比例之和
	共同机构投资者联结程度(<i>coz3</i>)	企业共同机构投资者数量加 1 取自然对数
控制变量	公司规模(<i>size</i>)	公司年度总资产取自然对数
	业务复杂程度(<i>arlnw</i>)	应收账款净额和存货净额之和与总资产之比
	财务风险(<i>lev</i>)	企业总负债与总资产之比
	企业成长性(<i>grow</i>)	营业收入增长率
	资产报酬率(<i>roa</i>)	企业净利润与总资产之比
	产权性质(<i>soe</i>)	国有企业取 1,非国有企业取 0
	是否四大(<i>big4</i>)	四大取 1,非四大取 0
	审计意见(<i>op</i>)	标准无保留意见取 1,否则取 0
	是否亏损(<i>loss</i>)	企业亏损取 1,否则取 0
事务所更换(<i>switch</i>)	企业当年更换事务所取 1,否则取 0	

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

变量的描述性统计结果(具体数据未列示,有需要可向作者索取)表明:企业中存在共同机构投资者的比例约为 22% (5992/27480)。在存在共同机构投资者(*coz1* = 1)的组中,审计费用取对数的均值为 14.015;不存在

共同机构投资者 ($coz1 = 0$) 的组中, 审计费用取对数的均值为 13.686。显然, 具有共同机构投资者的企业审计费用更高, 且两者之间差异显著, 初步验证了共同机构投资者可以增加审计费用。除审计费用之外, 有共同机构投资者的企业公司规模更大、财务风险和资产报酬率更高、事务所转换更频繁、四大的聘请频率更高; 而无共同机构投资者的公司业务更复杂、成长性更高、发生亏损的概率更大。

(二) 主回归结果

表 2 报告了本文的主回归结果。列(1)和列(3)仅加入核心解释变量, 并控制行业和年份固定效应, 结果表明, 共同机构投资者的系数在 1% 的水平上显著为正; 列(2)和列(4)加入所有控制变量, 并控制行业和年份固定效应, 结果显示, 共同机构投资者与审计费用在 1% 的水平上显著正相关。以上结果一致表明: 与不存在共同机构投资者的企业相比, 存在共同机构投资者的企业审计费用更高。在经济意义上, 存在共同机构投资者的公司, 其审计费用比无共同机构投资者的公司平均高 3.30% ($0.062 \times 0.413/0.775$) 个标准差; 随着共同机构投资者持股比例的增加, 事务所审计收费相应增加, 且每增加 1% 的持股比例, 审计费用随之增加 3.93% ($0.002 \times 15.227/0.775$) 个标准差, 具有显著的经济意义。也就是说, 共同机构投资者可以增加审计费用。此外, 企业资产规模越大、经营发生亏损、资产负债率偏高或者所聘请的会计师事务所为四大等都将使审计费用增加, 与以往研究保持一致, 不再赘述。

(三) 稳健性检验

共同机构投资者会引起上市公司审计费用增加已经得到初步证实, 而结果可能存在内生性问题。一个潜在的内生性问题是机构投资者本身倾向于投资行业内发展较好、资产规模比较大的企业, 而这些公司的审计费用本身就相对较高, 即存在自选择偏差。另一个是遗漏变量, 可能存在一些没有被观测到的因素, 这些因素影响机构投资者投资组合的选择, 也影响企业的审计费用, 才导致了本文结果。为了控制上述内生性问题, 本文使用处理效应模型和工具变量法回归。此外, 为了排除一些可观测因素的干扰, 使结论更具可靠性, 本文采用倾向得分匹配法、更换变量衡量方式和安慰剂检验回归。

1. 处理效应模型

在实际中, 机构投资者在进行投资时存在着选股偏好, 可能更喜欢投资某种类型、某类行业中发展较好的上市公司。因此, 同行业中存在相似特征的企业可能更容易形成共同机构投资者, 审计费用也因为这些特征(如资产规模较大等)而变得较高, 即本文的结论可能是由上市公司具有的某些共同特征驱动的, 不是共同机构投资者引起的, 也就是可能存在自选择问题。为了尽量减少这一问题的影响, 本文参考杜勇等的做法^[18], 使用处理效应模型进行检验。具体选择方程如下:

$$coz1_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 controls_{i-1,t} + \mu_{i,t} \tag{2}$$

其中, $coz1$ 为是否存在共同机构投资者, $controls$ 为上市公司特征变量的集合, 选择滞后一期, 是因为机构投资者在作出是否投资的决策时一般会参考公司上一年度已披露的财务报表、内部治理等信息。

未列示的结果显示, 逆米尔斯比率 (imr) 估计系数在 1% 的水平上显著, 说明存在共同机构投资者的分布偏差, 因此, 检验自选择对基准回归结果造成的影响是必要的。在主回归结果中加入逆米尔斯比率 (imr) 后, 共同

表 2 主回归分析

变量	(1) lnfee	(2) lnfee	(3) lnfee	(4) lnfee
<i>coz1</i>	0.347*** (10.32)	0.062*** (3.53)		
<i>coz2</i>			0.011*** (10.69)	0.002*** (3.58)
<i>size</i>		0.359*** (48.82)		0.357*** (49.26)
<i>lev</i>		0.098*** (2.86)		0.101*** (2.95)
<i>roa</i>		-0.338*** (-4.27)		-0.330*** (-4.18)
<i>grow</i>		0.001 (0.18)		0.001 (0.20)
<i>arlnv</i>		0.015 (0.37)		0.017 (0.42)
<i>soe</i>		-0.092*** (-6.19)		-0.098*** (-6.55)
<i>op</i>		-0.164*** (-8.15)		-0.164*** (-8.17)
<i>big4</i>		0.706*** (18.77)		0.700*** (18.63)
<i>switch</i>		-0.026*** (-3.37)		-0.027*** (-3.44)
<i>loss</i>		0.045*** (3.26)		0.045*** (3.30)
<i>Constant</i>	13.015*** (188.90)	5.621*** (37.40)	13.012*** (189.78)	5.665*** (38.25)
Observations	27480	27480	27480	27480
R-squared	0.230	0.690	0.245	0.691
year FE	yes	yes	yes	yes
sic FE	yes	yes	yes	yes

注: Robust t-statistics in parentheses *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

机构投资者与审计费用仍然显著正相关,与前文结果保持一致。

2. 工具变量法

为了进一步缓解遗漏变量引起的内生性问题,本文借鉴王奎等^[69]的做法,选取上市公司的股票换手率(*turnover*)作为共同机构投资者的工具变量,运用两阶段最小二乘法重新检验共同机构投资者对审计费用的影响。股票换手率越高,表明股票交易越频繁,越难形成稳定的共同机构投资者。即股票换手率和解释变量共同机构投资者之间应呈负相关关系。而换手率是证券市场上的投资者行为,体现的是公司股票流通性与企业的审计费用没有直接联系。因此,使用上市公司股票换手率作为工具变量较为合理。

未列示的结果显示:工具变量与共同机构投资者显著负相关,表明流动性越大,越难形成稳定的共同机构投资者,工具变量满足相关性要求。检验后的F值均大于10,表明不存在弱工具变量的问题,且共同机构投资者的两个变量都在1%的水平上显著为正,与主回归结果保持一致。上述结果表明,在采用工具变量缓解内生性问题后,本文结论仍然成立。

3. 倾向得分匹配法(*psm*)

前文分组后的描述性统计结果显示,有共同机构投资者的企业公司规模更大、财务风险和资产报酬率更高、事务所转换更频繁、四大的聘请频率更高;而无共同机构投资者的公司业务更复杂、成长性更高、发生亏损的概率更大。本文发现的结果可能受到这些可观测因素的影响,为了减少公司和事务所特征差异给研究结论造成的干扰,本文采用倾向得分匹配法(*psm*)对主回归结果进行检验。匹配估计的思想是找到一个控制组的个体,使该个体与处理组个体在除自变量外的其他因素都相似,此时,即可通过自变量的差异解释因变量的差异。

按照是否存在共同机构投资者进行分组,将存在共同机构投资者的样本作为处理组,不存在共同机构投资者的样本作为控制组,将除核心解释变量之外的所有控制变量作为协变量进行倾向得分匹配。

未列示的倾向得分匹配后的回归结果显示:是否存在共同机构投资者(*coz1*)和共同机构投资者持股比例(*coz2*)的系数均在1%的水平上显著为正,说明在其他各方面基本相似的情况下,公司间审计费用的差异是由共同机构投资者引起的。即共同机构投资者可以增加企业审计费用的结论依然成立。

4. 更换被解释变量衡量方式

由于审计费用受公司自身规模的影响较大,为了消除企业规模造成的偏差,本文参考李哲等^[43]学者的做法,使用审计费用乘以1000再除以总资产作为审计费用的替代性指标重新回归。未列示的结果显示:共同机构投资者与审计费用显著正相关,该结论在审计费用标准化后依然稳健。

5. 更换解释变量衡量方式

企业的共同机构投资者数量加1取自然对数后可以用于衡量共同机构投资者联结程度(*coz3*),将其与审计费用进行回归。未列示的结果显示,共同机构投资者联结程度的系数在1%的水平上显著为正,说明共同机构投资者数量越多,对审计人员的干扰越大,审计收费也就越高。

6. 安慰剂检验

尽管前文对自选择偏差和遗漏变量等问题进行了控制,但不排除共同机构投资者与审计费用之间只是一个安慰剂效应,并无实质因果关系。为了确保本文的研究结论并不是一个巧合,我们使用安慰剂检验来消除这一疑虑。参考Cornaggia和Li^[70]的做法,本文先将样本中所有的共同机构投资者变量提取,再将这些变量全部打乱重新排序,最后将这些已打乱的样本重新放回进行回归。未列示的结果显示:共同机构投资者与审计费用之间并不具有显著的相关关系,表明安慰剂效应并不存在,共同机构投资者与审计费用之间是实质性关系,再次验证了本文结论的稳健性。

(四) 机制检验

基于基准回归的结果,本文继续考察共同机构投资者对审计费用的影响机制。由前述理论分析的逻辑可知,共同机构投资者与管理层合谋获取私利,主要是通过增加真实盈余管理活动、提高组合内企业信息壁垒来达到目的,两者都会使审计成本和审计风险增加,从而导致审计费用的增加。因此,拟对上述两个机制进行验证。

首先,为了影响股票市场对公司的理解,稳定投资组合内企业的业绩,增加管理者报酬,合谋企业会产生构造真实交易进行盈余管理的动机;存在同业竞争者时,真实盈余管理的动机更强;会计准则的完善,使得企业利用应计盈余管理进行操纵的空间越来越小,进而更多地转向真实盈余管理^[56]。真实盈余管理可以通过改变现

金流量改善公司业绩,但这种业绩的改善是误导投资者的,审计师在审计时会努力识别企业真实盈余管理以确保审计质量^[57]。此时,审计人员就不得不在审计时投入更多的时间和精力;不仅如此,企业进行真实盈余管理会增加事务所的预期损失和未来的诉讼风险^[10]。成本增加、风险溢价将导致审计人员提高审计收费。

因此,本文参考李宾和杨济华^[71]的做法衡量公司真实盈余管理:先利用模型计算出企业的异常经营活动现金流量、异常产品成本和异常可操控费用;再基于符号调整后的这三项指标计算出真实盈余管理(*rem*),该指标越大代表真实盈余管理程度越高。表 3 列(1)和列(2)的结果显示,真实盈余管理与共同机构投资者投资者的交乘项系数在 5% 的水平上显著为正,证明了共同机构投资者的存在会增加企业真实盈余管理,进而导致审计费用提高,支持本文推断。

其次,为误导外部竞争对手以获取更多的私利,共同机构投资者会提高投资组合内企业的信息壁垒,降低会计信息质量。共同机构投资者作为投资组合内信息的有效传递渠道,企业之间可以互通有无,增加合谋企业的有效信息。当机构投资者享有较多有效信息时,会更倾向于增大企业信息不对称程度以保持自身的信息优势^[72]。共同机构投资者相较于单一机构投资者掌握的信息更全面也更准确,因此,会有更为强烈的动机保持信息优势。企业提供的信息越模糊,意味着审计师审计的难度加大,需要通过外部验证的事项更多,这将增加审计成本;不确定的事项较多审计师就被迫依赖管理层的主观说辞,导致更难发现报表中存在的错报、漏报,审计人员面临的审计风险更高。高成本、高风险必将导致高收费。

因此,参考许楠等^[73]的做法,本文使用会计稳健性衡量会计信息质量(*c_score*)。*c_score* 基于 Khan 和 Watts 对原有 Basu 模型的改进计算得出。数值越大代表会计稳健性越高,信息质量越好。为了便于列示结果,本文在处理数据时将此变量与 -1 交乘,所以在此文中,会计稳健性指标数值越大代表会计信息质量越差。表 3 列(3)和列(4)的结果显示,会计信息质量与共同机构投资者的交乘项系数在 1% 的水平上显著为正,验证了共同机构投资者和企业合谋会隐藏消息降低信息质量进而导致更高的审计费用。

五、进一步分析

本文认为,共同机构投资者与组合内企业合谋的目的之一是抵抗外来竞争对手,以维持甚至争夺更多的利益。这也就意味着,当面临较为激烈的竞争时,组合内企业有较强的合谋动机,而当外部竞争并不十分激烈时,这种合谋的意愿会减弱;不仅如此,管理层更注重企业的长期价值时,合谋也难以达成,这会削弱共同机构投资者与审计费用之间的关系。此外,在前述分析验证中本文发现,共同机构投资者与企业合谋的重要机制之一是构造真实盈余管理活动,当组合内企业为避免未达到分析师预测造成股价波动时,真实盈余管理动机增强;而短期偿债压力较小时盈余管理动机较弱。因此,本文从以上四个方面开展进一步分析。

(一)行业竞争度

共同机构投资者与企业合谋的一个重要原因是抵抗外来竞争者,以维持自身市场份额甚至争夺更多的潜在利益。行业竞争度是市场势力的重要量化指标,是影响企业行为的重要因素^[35]。在市场竞争越激烈的行业中,企业受到的外部威胁更大,为了保持竞争优势,组合内企业与共同机构投资者合谋的动机较强;反之,当行业竞争较为缓和时,企业受到的外部压力较小,合谋的意愿也会降低。因此,本文推断,行业竞争程度低会弱化共同机构投资者与审计费用之间的正向关系。

表 3 机制检验

变量	真实盈余管理		会计信息质量	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	lnfee	lnfee	lnfee	lnfee
<i>coz1</i>	0.058 *** (8.01)		0.053 *** (2.96)	
<i>coz1_rem</i>	0.085 ** (2.38)			
<i>coz2</i>		0.002 *** (8.90)		0.002 *** (3.04)
<i>coz2_rem</i>		0.003 ** (2.37)		
<i>rem</i>	-0.151 *** (-10.27)	-0.152 *** (-10.55)		
<i>coz1_cs</i>			0.052 *** (5.66)	
<i>coz2_cs</i>				0.001 *** (3.53)
<i>c_score</i>			-0.005 (-1.13)	0.003 (0.65)
<i>Controls</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Observations</i>	25256	25256	23531	23531
<i>R-squared</i>	0.688	0.689	0.700	0.701
<i>year FE</i>	yes	yes	yes	yes
<i>sic FE</i>	yes	yes	yes	yes

注:Robust t-statistics in parentheses *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

为验证上述推断,本文用营业收入计算的赫芬达尔指数衡量行业竞争度。根据同行业同年度中位数划分样本,高于中位数的样本取1,代表行业竞争程度低组;低于中位数的样本取0,代表行业竞争程度高。结果如表4列(1)和列(2)所示,共同机构投资者与行业竞争度的交乘项系数分别在1%和10%的水平上显著为负,说明行业竞争程度越缓和,组合内企业面临的外部威胁越小,与共同机构投资者合谋的动机就会越弱,即行业竞争程度削弱了共同机构投资者与审计费用之间的正向关系。

(二) 高管持股

现有理论认为,高管持股能制约管理层自利行为^[74],使他们更注重企业的长期价值。管理层倾向于与投资组合内企业合谋的一个重要原因是获取私利,当高管持股后,他的激励发生了改变,进而能影响到管理者行为。若高管受到股权激励后更注重公司的长期发展而不再仅局限于短期利益,那么影响企业未来发展的盈余管理会减少,管理层也会更积极地进行信息披露,以满足投资者需求,降低企业资本成本。因此,本文预测,具有共同机构投资者的企业中如果存在高管持股现象,会抑制共同机构投资者与组合内企业间的合谋,并且高管持股比例越高,这种抑制效果越明显,进而削弱共同机构投资者与审计费用之间的正向关系。

参考张馨艺等^[74]对高管持股的衡量方式,本文以“全部董事、监事及高级管理人员持股之和与总股本之比”作为高管持股比例指标。将其与共同机构投资者交乘后,加入主回归模型进行检验,表4列(3)和列(4)的结果显示,共同机构投资者与高管持股的交乘项系数分别在5%和10%的水平上和审计费用显著负相关,说明高管持股能有效抑制共同机构投资者与组合内企业合谋,削弱共同机构投资者与审计费用之间的正向关系。

(三) 分析师跟踪

分析师可以有效抑制企业应计盈余管理,但管理层为了避免未达到分析师盈余预测而引起股价波动,会努力使公司的财务状况与分析师预期保持一致,转而采用更具隐蔽性的真实盈余管理^[75]。在存在共同机构投资者、真实盈余管理更难被外部监管者发觉的优势下,组合内企业会具有更强烈的合谋动机以避免管理层的真实盈余管理行为被分析师察觉,从而达到与分析师预期相近、稳定股价的目的。因此,本文推断,若组合内企业分析师跟踪数量越多,共同机构投资者与审计费用这一正向关系会越明显。

参考李春涛等^[75]的做法,本文将分析师跟踪定义为实际发布盈利预测报告的机构数目。如2020年共有28家机构对万科发表了482份研究报告,不管这些报告中涉及多少位分析师,仅按机构总数作为万科的分析师跟踪数量。结果如表5列(1)和列(2)所示,共同机构投资者与分析师跟踪数量的交乘项系数分别在5%和10%的水平上显著为正,说明分析师跟踪数量越多,越容易推动组合内企业与共同机构投资者合谋以迎合分析师的

表4 进一步分析

变量	行业竞争度		高管持股	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	lnfee	lnfee	lnfee	lnfee
coz1	0.074 *** (9.49)		0.071 *** (3.73)	
coz1_hhi	-0.058 *** (-3.40)			
coz2		0.003 *** (3.94)		0.002 *** (3.62)
coz2_hhi		-0.002 * (-1.92)		
hhi	0.038 *** (5.32)	0.038 ** (2.54)		
coz1_hold			-0.003 ** (-2.42)	
coz2_hold				-0.000 * (-1.92)
hold			-0.001 *** (-3.17)	-0.001 *** (-3.40)
Controls	yes	yes	yes	yes
Observations	27480	27480	27478	27478
R-squared	0.690	0.691	0.691	0.692
year FE	yes	yes	yes	yes
sic FE	yes	yes	yes	yes

注:Robust t-statistics in parentheses *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

表5 进一步分析

变量	分析师关注		短期偿债压力	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	lnfee	lnfee	lnfee	lnfee
coz1	0.035 * (1.76)		0.101 *** (4.38)	
coz1_a	0.004 ** (2.30)			
coz2		0.001 ** (1.97)		0.003 *** (4.06)
coz2_a		0.000 * (1.84)		
analyst	-0.002 * (-1.77)	-0.001 (-1.35)		
coz1_short			-0.103 *** (-3.60)	
coz2_short				-0.003 *** (-3.02)
short			0.026 * (1.70)	0.020 (1.31)
Controls	yes	yes	yes	yes
Observations	27480	27480	27480	27480
R-squared	0.690	0.691	0.691	0.692
year FE	yes	yes	yes	yes
sic FE	yes	yes	yes	yes

注:Robust t-statistics in parentheses *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

预期,进而增强共同机构投资者与审计费用之间的正向关系。

(四)短期偿债压力

根据债务契约假设,偿债违约压力较大的公司,管理层会进行更多的盈余管理^[76]。当短期偿债压力较大时,企业更需要也更迫切地想从外部(如银行等金融机构)获取资金,此时,为了减少融资约束以便在短期内获取充足的资金,管理层进行市值管理的动机变强,也就更倾向于与组合内企业合谋。因此,本文推测,当存在共同机构投资者的企业短期偿债压力较大时,企业进行真实盈余管理的动机增强,因而会更倾向于与共同机构投资者合谋,进一步增强共同机构投资者与审计费用之间的关系;反之,投资组合内企业的短期偿债压力较小时,会减弱共同机构投资者与审计费用之间的正向关系。

衡量企业短期偿债压力的指标为“流动负债与一年内到期的非流动负债之和减去经营活动产生的现金净流量”^[76],并按同年度同行业偿债压力水平的中位数进行分组,低于同年度同行业偿债压力水平中位数的为偿债压力较小组,short 取值为1,否则取值为0。回归结果如表5列(3)和列(4)所示,两个交乘项的系数都在1%的水平上显著为负,表明企业短期偿债压力越小,与共同机构投资者合谋的动机越弱,从而削弱了共同机构投资者与审计费用之间的正向关系。

六、研究结论与政策建议

共同机构投资者已经成为资本市场的重要参与者,其对企业的影响存在合谋效应和治理效应。注册会计师审计是维护资本市场秩序的重要制度安排,审计收费的多少又是审计质量高低的重要表征。共同机构投资者对审计费用的影响究竟是合谋效应为主还是治理效应占主导,这是学术界和实务界共同关心的重要命题。本文以2007—2020年中国沪深A股上市公司为样本,考察了共同机构投资者对审计费用的影响。研究结论如下:(1)共同机构投资者为追求自身利益最大化,会促使组合内企业合谋,增加企业审计费用,这一结论在缓解内生性问题后依然成立;(2)机制分析表明,共同机构投资者与组合内企业合谋,会增加企业真实盈余管理,提高企业信息壁垒,这使得审计人员的工作难度加大,日后面临的诉讼风险增加,审计收费随之增加;(3)进一步分析发现,共同机构投资者导致审计费用增加在分析师跟踪数量较多时更明显,而行业竞争程度低、高管持股和短期偿债压力小则会削弱两者之间的正向关系。上述结论表明,共同机构投资者增加审计费用的逻辑主要归因于合谋效应,为共同机构所有权的合谋观提供了新的经验证据。本文拓展了共同机构投资者的经济后果和审计费用的影响因素研究。

本文的政策建议有:一是共同机构投资者增加审计费用源于合谋效应占主导,建议会计师事务所将被审计的上市公司是否存在共同机构投资者以及共同机构投资者的持股比例作为审计定价的考量因素,即上市公司存在共同机构投资者,尤其是共同机构投资者的持股比例较高时,事务所需要付出更多的审计成本和承担更多的审计风险,应该通过提高审计收费来确保审计质量。二是共同机构投资者与上市公司之间的合谋行为表现为增加真实盈余管理活动和提高企业信息壁垒,建议证券监管部门对存在共同机构投资者的上市公司要强化会计信息质量检查,具体可以考虑加大对这类上市公司重大交易(尤其是异常交易)和信息披露质量的合理性、合规性审查与问询,抑制上市公司的合谋动机,切实保护投资者尤其是中小投资者的合法权益。三是高管持股可以显著削弱共同机构投资者与审计费用之间的正向关系,说明抑制共同机构投资者与上市公司之间合谋行为的重要举措之一就是实施股权激励和员工持股计划,使得管理者个人利益与公司长远利益保持一致。共同机构投资者增加审计收费主要源于合谋效应,这说明共同机构投资者更加关注短期利益。共同机构投资者未关注长远利益的原因可能是担心管理层机会主义等追逐私利行为引发的代理成本问题。实施高管股权激励和员工持股计划,让高管持股,可以降低代理成本,使得高管的利益、共同机构投资者的利益和上市公司的利益趋于一致,从而抑制合谋行为,为企业高质量发展奠定坚实基础。

参考文献:

- [1] Ramalingegowda S, Utke S, Yu Y. Common institutional ownership and earnings management[J]. Contemporary Accounting Research, 2021, 38(1): 208-241.
- [2] He J J, Huang J. Product market competition in a world of cross-ownership: Evidence from institutional blockholdings[J]. The Review of Financial Studies, 2017, 30(8): 2674-2718.
- [3] Azar J, Schmalz M C, Tecu I. Anticompetitive effects of common ownership[J]. The Journal of Finance, 2018, 73(4): 1513-1565.

- [4] Antón M, Ederer F, Giné M, et al. Common ownership, competition, and top management incentives[J]. *Journal of Political Economy*, 2017, 7(2): 511.
- [5] Jiang P, Ma Y, Shi B. Common ownership and stock price crash risk: Evidence from China[R]. *Australian Economic Papers*, 2022.
- [6] 杜勇, 胡红燕. 机构共同持股与企业财务重述[J]. *证券市场导报*, 2022(2): 67-79.
- [7] Chen Y, Li Q, Ng J, et al. Corporate financing of investment opportunities in a world of institutional cross-ownership[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 69(2): 41-102.
- [8] 窦超, 袁满, 陈晓. 政府背景大客户与审计费用——基于供应链风险传递视角[J]. *会计研究*, 2020(3): 164-178.
- [9] 蔡春, 谢柳芳, 马可哪呐. 高管审计背景、盈余管理与异常审计收费[J]. *会计研究*, 2015(3): 72-78.
- [10] 王晓亮, 王荻, 蒋勇. 高管团队学历异质性、真实盈余管理与审计收费研究[J]. *中国软科学*, 2019(9): 175-184.
- [11] Rushinek A, Rushinek S. The effect of audit firm size on audit prices[J]. *Omega*, 1990, 18(5): 511-520.
- [12] Gong Q, Li O Z, Lin Y, et al. On the benefits of audit market consolidation: Evidence from merged audit firms[J]. *The Accounting Review*, 2016, 91(2): 463-488.
- [13] 宋子龙, 余玉苗. 审计项目团队行业专长类型、审计费用溢价与审计质量[J]. *会计研究*, 2018(4): 82-88.
- [14] 周冬华, 赵玉洁. 分析师跟进能够降低审计费用吗——来自中国证券市场的经验证据[J]. *证券市场导报*, 2015(1): 13-18.
- [15] 董育军, 杨昕怡. 机构投资者持股对审计收费的影响研究[J]. *中国注册会计师*, 2017(9): 62-66.
- [16] 伍利娜. 盈余管理对审计费用影响分析——来自中国上市公司首次审计费用披露的证据[J]. *会计研究*, 2003(12): 39-44.
- [17] 王雄元, 王鹏, 张金萍. 客户集中度与审计费用: 客户风险抑或供应链整合[J]. *审计研究*, 2014(6): 72-82.
- [18] 杜勇, 孙帆, 邓旭. 共同机构所有权与企业盈余管理[J]. *中国工业经济*, 2021(6): 155-173.
- [19] Hennig J C, Oehmichen J, Steinberg P J, et al. Determinants of common ownership: Exploring an information-based and a competition-based perspective in a global context[J]. *Journal of Business Research*, 2022, 144(2): 690-702.
- [20] 梁上坤. 机构投资者持股会影响公司费用粘性吗? [J]. *管理世界*, 2018(12): 133-148.
- [21] 杨海燕, 韦德洪, 孙健. 机构投资者持股能提高上市公司会计信息质量吗? ——兼论不同类型机构投资者的差异[J]. *会计研究*, 2012(9): 16-23.
- [22] 杨松令, 王淼, 刘亭立. 交叉持股会降低股价崩盘风险吗? [J]. *当代金融研究*, 2018(1): 1-16.
- [23] 潘越, 汤旭东, 宁博, 等. 连锁股东与企业投资效率: 治理协同还是竞争合谋[J]. *中国工业经济*, 2020(2): 136-164.
- [24] Cheng X, Wang H H, Wang X. Common institutional ownership and corporate social responsibility[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2022, 136(2): 106-218.
- [25] O'Brien D P, Waehrer K. The competitive effects of common ownership: We know less than we think[J]. *SSRN Electronic Journal*, 2016, 81(1): 729.
- [26] Elhauge E. How horizontal shareholding harms our economy and why antitrust law can fix it[J]. *Harvard Business Law Review*, 2020, 10(2): 207.
- [27] Rock E B, Rubinfeld D L. Common ownership and coordinated effects[J]. *SSRN Electronic Journal*, 2020, 83(1): 201.
- [28] 于左, 张容嘉, 付红艳. 交叉持股、共同股东与竞争企业合谋[J]. *经济研究*, 2021, 56(10): 172-188.
- [29] Neus W, Stadler M, Unsorg M. Market structure, common ownership, and coordinated manager compensation[J]. *Managerial and Decision Economics*, 2020, 41(7): 1262-1268.
- [30] Gutiérrez G, Philippon T. Declining competition and investment in the US[J]. *National Bureau of Economic Research*, 2017.
- [31] 吴晓晖, 李玉敏, 柯艳蓉. 共同机构投资者能够提高盈余信息质量吗[J]. *会计研究*, 2022(6): 56-74.
- [32] Edmans A, Levit D, Reilly D. Governance under common ownership[J]. *The Review of Financial Studies*, 2019, 32(7): 2673-2719.
- [33] Freeman K. The effects of common ownership on customer-supplier relationships[J]. *SSRN Electronic Journal*, 2016.
- [34] Brooks C, Chen Z, Zeng Y. Institutional cross-ownership and corporate strategy: The case of mergers and acquisitions[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 48(1): 187-216.
- [35] Park J, Sani J, Shroff N, et al. Disclosure incentives when competing firms have common ownership[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2019, 67(2-3): 387-415.
- [36] He J J, Huang J, Zhao S. Internalizing governance externalities: The role of institutional cross-ownership[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 134(2): 400-418.
- [37] 杜勇, 孙帆, 胡红燕. 共同机构所有权与企业产能利用率[J]. *财经研究*, 2022, 48(10): 49-63.
- [38] 陈玥, 江轩宇. 会计信息可比性能够降低审计收费吗? ——基于信息环境与代理问题的双重分析[J]. *审计研究*, 2017(2): 89-97.
- [39] 蔡吉甫. 公司治理、审计风险与审计费用关系研究[J]. *审计研究*, 2007(3): 65-71.
- [40] Knechel W R, Rouse P, Schelleman C. A Modified audit production framework: Evaluating the relative efficiency of audit engagements[J]. *The Accounting Review*, 2009, 84(5): 1607-1638.
- [41] 何威风, 刘巍. 企业管理者能力与审计收费[J]. *会计研究*, 2015(1): 82-89.
- [42] Kim Y, Li H, Li S. CEO Equity incentives and audit fees[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2015, 32(2): 608-638.
- [43] 李哲, 黄静, 孙健. 企业创新新颖度与审计收费——基于上市公司专利分类数据的证据[J]. *会计研究*, 2020(8): 178-192.
- [44] 陈玥, 江轩宇. 会计信息可比性能够降低审计收费吗? ——基于信息环境与代理问题的双重分析[J]. *审计研究*, 2017b(2): 89-97.
- [45] Knechel W R, Rouse P, Schelleman C. A modified audit production framework: Evaluating the relative efficiency of audit engagements[J]. *The Accounting Review*, 2009, 84(5): 1607-1638.
- [46] Francis J R. The Effect of Audit firm size on audit prices[J]. 1984: 19.

- [47] Gong Q, Li O Z, Lin Y, Wu L. On the benefits of audit Market consolidation: Evidence from merged audit firms[J]. The Accounting Review, 2016, 91(2): 463-488.
- [48] 程璐, 陈宋生. 审计市场供需不平衡、事务所选聘与审计收费[J]. 会计研究, 2016(5): 87-94.
- [49] 施丹, 程坚. 审计师性别组成对审计质量、审计费用的影响——来自中国的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2011, 26(5): 38-46.
- [50] 刘笑霞. 审计师惩戒与审计定价——基于中国证监会 2008—2010 年行政处罚案的研究[J]. 审计研究, 2013(2): 90-98.
- [51] 刘启亮, 李蕙, 赵超, 廖义刚, 陈汉文. 媒体负面报道、诉讼风险与审计费用[J]. 会计研究, 2014(6): 81-88.
- [52] 刘龙峰, 杜勇. 机构投资者持股行为: 动机、影响因素与经济后果[J]. 财会月刊, 2018(2): 118-123.
- [53] Fields T D, Lys T Z, Vincent L. Empirical research on accounting choice[J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 31(1-3): 255-307.
- [54] Stolowy H, Breton G. Accounts manipulation: A literature review and proposed conceptual framework[J]. Review of Accounting and Finance, 2004, 3(1): 5-92.
- [55] 陆正飞, 王鹏. 同业竞争、盈余管理与控股股东利益输送[J]. 金融研究, 2013(6): 179-192.
- [56] 龚启辉, 吴联生, 王亚平. 两类盈余管理之间的部分替代[J]. 经济研究, 2015, 50(6): 175-188.
- [57] 蔡利, 毕铭悦, 蔡春. 真实盈余管理与审计师认知[J]. 会计研究, 2015(11): 83-89.
- [58] Greiner A J, Kohlbeck M J, Smith T J. Do auditors perceive real earnings management as a business risk? [J]. Available at SSRN, 2013.
- [59] 宋理升, 王爱国. 终极控股股东的政治关联、会计信息质量与注册会计师审计——来自民营上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2014, 29(3): 40-49.
- [60] 姚颀, 刘志远. 机构投资者具有监督作用吗? [J]. 金融研究, 2009(6): 128-143.
- [61] 李维安, 李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于 CCGI ~ (NK) 的经验研究[J]. 南开管理评论, 2008(1): 4-14.
- [62] 胡国强, 傅绍正, 朱锦余. 低层次公允价值计量导致更高审计收费吗? ——来自中国上市银行的证据[J]. 会计研究, 2020(5): 17-29.
- [63] 王建玲, 常钰苑. 强制性企业社会责任报告与审计收费: 一项准自然实验[J]. 管理评论, 2021(7): 249-260.
- [64] 叶丰滢, 龚曼宁. 审计收费价格管制与审计质量——基于双重差分模型的检验[J]. 会计研究, 2020(12): 171-179.
- [65] 张娟, 黄志忠. 高管报酬、机会主义盈余管理和审计费用——基于盈余管理异质性的视角[J]. 南开管理评论, 2014(3): 74-83.
- [66] 杨清香, 张晋, 杨洲舟, 等. 整合审计与审计费用: 基于规模协同与知识溢出的双重视角[J]. 会计研究, 2017(3): 82-89.
- [67] Koch A, Panayides M, Thomas S. Common ownership and competition in product markets[J]. Journal of Financial Economics, 2021, 139(1): 109-137.
- [68] 周冬华, 黄沁雪. 共同所有权与会计信息可比性——来自中国资本市场的经验证据[J]. 会计与经济研究, 2021(4): 3-22.
- [69] 王垒, 曲晶, 赵志超, 等. 组织绩效期望差距与异质机构投资者行为选择: 双重委托代理视角[J]. 管理世界, 2020(7): 132-153.
- [70] Cornaggia J, Li J Y. The value of access to finance: Evidence from M&As[J]. Journal of Financial Economics, 2019, 131(1): 232-250.
- [71] 李宾, 杨济华. 上市公司的盈余管理必然导致会计稳健性下降吗? [J]. 会计研究, 2017(11): 45-51.
- [72] 曹丰, 鲁冰, 李争光, 等. 机构投资者降低了股价崩盘风险吗? [J]. 会计研究, 2015(11): 55-61.
- [73] 许楠, 刘浩, 王天雨. 非创始人 CEO 与会计信息质量——基于 A 股创业板公司的经验研究[J]. 会计研究, 2016(8): 18-24.
- [74] 张馨艺, 张海燕, 夏冬林. 高管持股、择时披露与市场反应[J]. 会计研究, 2012(6): 54-60.
- [75] 李春涛, 赵一, 徐欣, 等. 按下葫芦浮起瓢: 分析师跟踪与盈余管理途径选择[J]. 金融研究, 2016(4): 144-157.
- [76] 许晓芳, 汤泰劼, 陆正飞. 控股股东股权质押与高杠杆公司杠杆操纵——基于我国 A 股上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2021(10): 153-170.

[责任编辑: 杨志辉]

The Impact of Common Institutional Investors on Audit Fees: Collusion or Governance?

CAO Yue, LUO Zhengdong, ZHANG Wenqi

(School of Industry and Business Management, Hunan University, Changsha 410082, China)

Abstract: Common institutional investors have collusion and governance view, and their impact on audit fees is uncertain. This paper takes Chinese A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2007 to 2020 as a sample to empirically examine the impact of joint institutional investors on corporate audit fees. The results show that there is a significant positive correlation between common institutional investors and audit fees, the audit fees with common institutional investors are higher on average by 3.30% standard difference. The mechanism test shows that to maximize the value of the portfolio, the common institutional investors will form collusion with the enterprises in the portfolio, increase the real earnings management behavior of enterprises, and improve the information barriers of enterprises in the portfolio. Further analysis shows that when the number of analysts tracking is high, the increase of audit fees caused by common institutional investors is more pronounced; however, the low level of industry competition, senior executives' shareholding and the low pressure of short-term debt repayment will weaken the positive relationship between the two. The object of this paper is no longer limited to a single enterprise and a single institutional investor, but focuses on the whole portfolio, expanding the research on the influencing factors of institutional investors and audit fees.

Key Words: common institutional investors; audit fees; real earnings management; information barrier; analyst tracking