

第6卷 第1期

(总第11期)

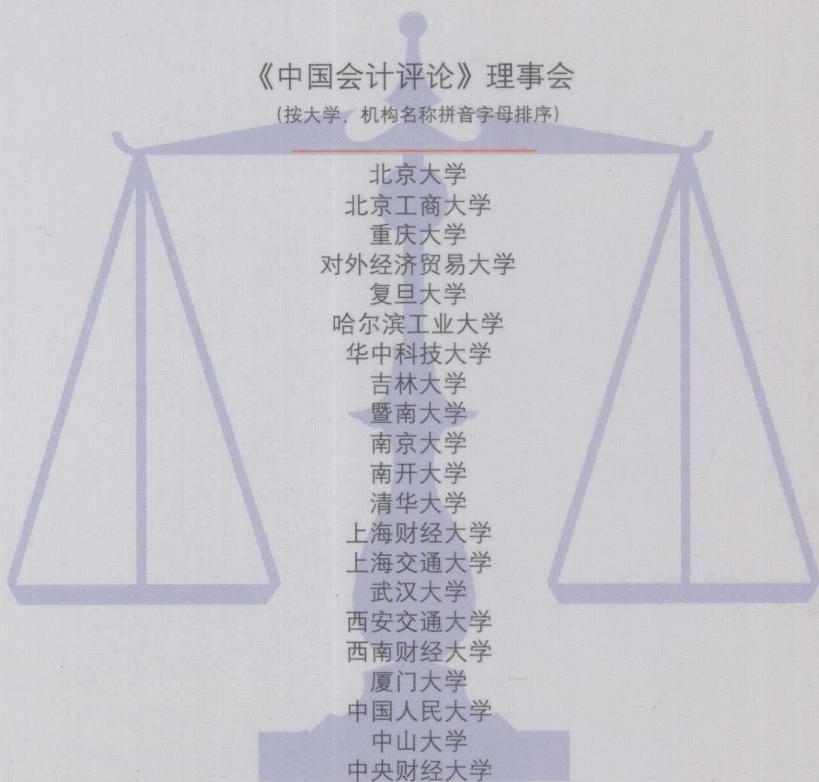
Vol.6 No.1

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音字母排序)



北京大学
北京工商大学
重庆大学
对外经济贸易大学
复旦大学
哈尔滨工业大学
华中科技大学
吉林大学
暨南大学
南京大学
南开大学
清华大学
上海财经大学
上海交通大学
武汉大学
西安交通大学
西南财经大学
厦门大学
中国人民大学
中山大学
中央财经大学

《中国会计评论》编委会

北京大学出版社

2008 · 3

图书在版编目 (CIP) 数据

中国会计评论. 第 6 卷. 第 1 期/王立彦主编. —北京:北京大学出版社, 2008. 3
ISBN 978-7-301-13626-3

I. 中… II. 王… III. 会计-中国-丛刊 IV. F23-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 051237 号

书 名: 中国会计评论(第 6 卷第 1 期)

著 作 责 任 者: 王立彦 主编

责 任 编 辑: 朱启兵 宋小华

标 准 书 号: ISBN 978-7-301-13626-3/F • 1875

出 版 发 行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
出版部 62754962

电 子 信 箱: em@pup.pku.edu.cn

印 刷 者: 北京中科印刷有限公司

经 销 者: 新华书店

787 毫米×1092 毫米 16 开本 8.5 印张 164 千字

2008 年 3 月第 1 版 2008 年 3 月第 1 次印刷

定 价: 30.00 元

International Price: \$ 30.00

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话: 010-62752024 **电子信箱:** fd@pup.pku.edu.cn

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音排序)

理事长

清华大学 陈小悦

理 事

北京大学	陆正飞
北京工商大学	杨有红
重庆大学	刘 星
对外经济贸易大学	汤谷良
复旦大学	洪剑峭
哈尔滨工业大学	王福胜
华中科技大学	张兆国
吉林大学	韩丽荣
暨南大学	熊 剑
南京大学	王跃堂
南开大学	刘志远
清华大学	陈 晓
清华大学	陈小悦
上海财经大学	孙 铮
上海交通大学	张天西
武汉大学	王永海
西安交通大学	田高良
西南财经大学	蔡 春
西南交通大学	肖作平
厦门大学	陈汉文
中国人民大学	戴德明
中山大学	魏明海
中央财经大学	孟 焰
《中国会计评论》编委会	王立彦

特邀理事

IASB 国际会计准则理事会	张为国
中国会计学会	刘玉廷
中国注册会计师协会	陈毓圭

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

名誉顾问

厉以宁/北京大学

梁允能/清华大学

葛家澍/厦门大学

主 编

王立彦/北京大学

副主编

陈 晓/清华大学 吕长江/复旦大学

刘 星/重庆大学 刘志远/南开大学

编 委(按编委姓名拼音排序)

陈 晓/清华大学 刘志远/南开大学

陈小悦/清华大学 吕长江/复旦大学

陈信元/上海财经大学 曲晓辉/厦门大学

耿建新/中国人民大学 王立彦/北京大学

刘 峰/中山大学 王平心/西安交通大学

刘 星/重庆大学

编辑部

吴联生/北京大学 肖 星/清华大学

朱启兵/北京大学出版社 (编务助理: 宋小华 林小驰)

地 址

北京市海淀区成府路 205 号 北京大学出版社 206 室

(邮编: 100871 电话: 010-62767312 传真: 010-62556201)

北京大学光华管理学院 北大资源大厦 1405 室

(邮编: 100080 电话: 010-62767992 传真: 010-62556215)

中国会计评论

第6卷 第1期

(总第11期)

2008年3月

目 录

编委会启事 (1)

文 章

- 中国 IPO 市场审计质量的成本效益自选择分析
——来自沪深股市的经验证据 蔡 春 赵 莎(3)
- 市场环境、民事诉讼与盈余管理 王彦超 林 斌 辛清泉(21)
- 对基于价值无差异的资产定价模型的实证检验
——兼解释股权高溢价之谜 孙力强 陈小悦(41)
- 关联交易、线下项目与盈余管理
——来自中国上市公司的经验证据 高 雷 宋顺林(61)
- 什么决定了盈余管理程度的差异:公司治理还是经营绩效?
——来自中国证券市场的经验证据 孙 亮 刘 春(79)
- 我国产险公司利用赔款准备金实现盈余管理的实证研究
..... 周晶晗 赵桂芹(93)

专 稿

- Information Economics and Accounting Measurements:
A Blueprint for Scholarly Research
..... Pierre Jinghong Liang (梁景宏) Xiaojun Zhang (张晓军)(109)

会议综述

- 估值理论的发展及其面临的问题
——第七届会计与财务问题国际研讨会“估值:前沿与挑战”观点综述
..... 傅元略 曲晓辉 邱月华(119)
- 致谢 (125)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

Vol. 6 No. 1

March, 2008

CONTENTS

Articles

- A Self-Selection Analysis on Costs and Benefits
of Audit Quality in IPO Market
—Evidence from Shanghai and Shenzhen Stock Market
..... Chun Cai and Sha Zhao(3)
- Institutional Environment, Civil Litigation and Earnings Management
..... Yanchao Wang, Bin Lin and Qingquan Xin(21)
- An Empirical Investigation for Value-Indifference-Based Asset Pricing Model
—With an Explanation for the Equity Premium Puzzle
..... Liqiang Sun and Xiaoyue Chen (41)
- Related Party Transactions, Below-the-Line Items and Earnings Management
—Empirical Evidence from Chinese Listed Companies
..... Lei Gao and Shunlin Song(61)
- What Determines the Degree of Earning Management Difference:
Corporate Governance or Performance?
—Empirical Evidence from the Chinese Securities Market
..... Liang Sun and Chun Liu(79)
- Empirical Analysis of Earnings Management by Manipulating
Claim Reserve for non-Life Insurance Companies in China
..... Jinghan Zhou and Guiqin Zhao(93)

Invited Papers

- Information Economics and Accounting Measurements:
A Blueprint for Scholarly Research
..... Pierre Jinghong Liang and Xiaojun Zhang(109)

Conference Summary

- The Overview of the 7th Annual Academic Conference
on Accounting and Finance: Valuation
..... Yuanlue Fu, Xiaohui Qu and Yuehua Qiu(119)

编委会启事

《中国会计评论》进入 CSSCI

据南京大学“中国社会科学研究评价中心”2007年12月28日公告,中文社会科学引文索引(CSSCI)指导委员会第七次会议于2007年11月25日在南京召开。会议根据中国社会科学研究评价中心提供的各学科期刊的总被引次数、2004—2006三年他引影响因子及其加权值数据,对拟入选CSSCI来源期刊进行了定性评价。经报教育部批准,共确定CSSCI来源期刊528种,CSSCI扩展版来源期刊152种(共计680种)、来源集刊86种。

“集刊类”选刊说明如下:本目录根据中文社会科学引文索引指导委员会第七次会议确定的集刊选刊的原则和方法遴选并报教育部批准确定,共收录19个学科类的来源集刊86种。来源集刊的种数,是根据该学科申报的集刊种数的一定比例而确定。各学科类按类名汉语拼音顺序排列,每类集刊按总被引次数与2005—2006两年影响因子的加权值高低顺序排序。《中国会计评论》位列经济学类集刊5种之首。

《中国会计评论》加入中国期刊网

2007年暑假中,《中国会计评论》加入“中国学术期刊网络出版总库(中国期刊网)”,并已收到“全文收录证书”。编辑部已经将既往出版的第1—9期期刊全部入网。并从第10期起每期及时向中国期刊网提交。

加入中国期刊网,将拓宽《中国会计评论》的交流渠道,所刊登的文章得以更广泛地被传播和引用。

中国期刊网的网址为:<http://www.edu.cnki.net/>

《中国会计评论》征集重要研究课题项目的研究报告

2007年第1期《中国会计评论》刊登了两位国家自然科学基金会计学科重点项目主持人撰写的研究进程报告“产权保护导向的会计研究:新近研究回顾”和“投资者保护研究综述:财务会计信息的作用”。刊出以后得到了国家自然科学基金会管理科学部的肯定和许多学者的正面反馈。

为此,编委会正式提出一项编辑政策:鼓励重要课题项目的研究团队向《中

国会计评论》投寄课题研究进行中的研究综述、阶段研究成果,以及课题项目完成以后的成果综述报告。这里所说的重要课题项目包括:国家自然科学基金、国家社会科学基金、教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目、教育部博士点基金等。

来稿请务必注明所承担重要课题项目的有关信息(课题项目名称、来源、研究期间、主持人、执笔人等)。

中国 IPO 市场审计质量的成本效益自选择分析

——来自沪深股市的经验证据

蔡 春 赵 莎*

摘 要 本文通过对 2001 年至 2004 年在上海、深圳证券交易所首次公开发行(IPO)的 296 只新股(A 股)的会计师事务所选择行为进行分析,旨在检验上市公司在新股发行过程中对会计师事务所选择的初始成本效益的权衡。以会计师事务所声誉作为审计质量的替代变量,并根据 2001 年至 2004 年各会计师事务所审计的发行公司的总家数排名、总资产排名以及会计师事务所自身的总资产排名等因素,对其赋予相同的权重,确定了 11 家会计师事务所为知名会计师事务所,其余为普通会计师事务所。自选择分析结果证明,发行公司在选择审计质量水平时,力图使抑价成本和审计收费成本之和最小,且依据自身规模和风险特性做出成本最小化决策。

关键词 IPO, 审计质量, 成本效益, 自选择分析

独立审计是一种降低代理成本的机制。大量西方经验研究发现,在 IPO 市场上对高质量审计师¹ 具有较大的需求,以便为投资者提供关于公司价值的信息(Simunic 和 Stein, 1987; Datar 等, 1991)和降低抑价(Beatty, 1989; Balvers 等, 1988)。这些研究都表明,当 IPO 公司特有风险上升时,选择高质量审计师能比选择低质量审计师带来更大的边际收益,然而,选择高质量审计师的边际成本也可能较大。国内关于审计市场的研究大多集中于考察供给方行为,本文以 2001—2004 年间在沪深两市上市的 296 家上市公司为研究样本,试图站在审计市场需求方角度,通过自选择分析检验成本效益因素对我国上市公司在 IPO 市场上的审计师选择行为的影响。研究结果发现,高质量审计可以降低由抑价和审计收费构成的总成本。随着上市公司与会计师事务所特征的变化,审计收费与抑价水平也在相应发生变化,上市公司表现出一种根据其自身特点进行成本最小化决策的行为。

* 西南财经大学会计学院。通讯作者:蔡春,邮编:610074, E-mail: c_cai@swufe.edu.cn。

¹ 本文所提及的“审计质量”代表审计师声誉的影响,本文假设审计师声誉越高,审计质量越高。

一、文献综述

Feltham 等(FHS,1991)检验了 Datar 等(1991)关于被审客户特有风险越高,越要求较高审计质量的命题,然而他们并没有发现公司特有风险与审计质量间的强相关性。FHS 认为这可能是出于公司特有风险对审计收费的影响,如果“八大”收取的风险溢价高于“非八大”,则增加的这部分成本可能高于选择“八大”带来的收益。这种现象表明上市公司对审计师的选择依赖于成本效益的权衡,并且审计质量与风险间的关系可能是非线性的。Hogan(1997)检验了 1990 年 1 月至 1992 年 3 月首次公开发行的 692 只股票,发现在 IPO 市场上,公司的审计师选择行为明显考虑了成本效益的权衡,并根据其自身的规模、风险因素做出成本最小化决策。

(一) 审计质量与审计定价

一旦企业决定向公众发行股票,就要选择会计师事务所(审计师)对招股说明书中的财务信息进行审计。审计师的鉴证可以降低所有者与投资者间的信息不对称程度,从而降低股票初始抑价给所有者造成的成本。Balvers 等(1988)、Beatty(1989)和 Datar 等(1991)的研究表明高质量的审计师能比低质量审计师更大程度地降低信息不对称。如果公司决定上市的决策增大了对高质量审计的需求,那么可能导致公司审计师变更。Menon 和 Williams(1991)观察到 IPO 前两年 6.4%的公司存在审计师变更,其中大部分都是变更为规模更大的会计师事务所。

IPO 公司选择低质量审计师的一种解释是聘请高质量审计师的成本可能高于收益。如果高质量审计师的风险溢价收费高于低质量审计师,则市场可能会选择低质量审计师。大量研究都认为审计成本由两个要素构成:“生产成本”和期望损失成本(Scott,1973;O'Keefe 等,1994;Dye,1995)。这些成本要素依赖于审计质量水平和客户特征,比如“生产成本”取决于客户规模和复杂性。而期望损失包括诉讼和修复声誉的潜在成本损失,这些成本随着诉讼风险的提高而增加(Bell 等,1994)。对于大会计师事务所来说,修复声誉的潜在成本将会高于小事务所,因此大会计师事务所对于高风险客户的收费也会更高。Clarkson 和 Simunic(1994)发现加拿大市场上的 IPO 审计师选择行为与 Datar (1991)模型的预测一致,即法律监管环境导致了审计供给方定价机制的形成。

（二）审计质量与 IPO 抑价

IPO 抑价的主要根源在于投资者、发行公司和投资银行间的信息不对称。从理论上讲,高声誉的主承销商和会计师事务所能提供高质量的信息,从而减少信息不对称引起的不确定性,并降低 IPO 抑价幅度。Beatty 和 Ritter(1986)指出,随着发行公司事先不确定性的增加,投资者遭受损失的可能性会增大。当投资者购买事先不确定性大的股票时,要求更大幅度的抑价。因此,发行公司事先不确定性越大,IPO 抑价幅度越大。Titman 和 Trueman(1986)认为,首次公开发行公司选择会计师事务所的行为就是在向潜在投资者传递公司价值信号。聘请不同类型的会计师事务所将影响 IPO 定价。高质量审计能为潜在投资者提供更为可靠和有效的会计信息,从而降低首次公开发行公司和投资者之间的信息不对称,进而降低新股抑价幅度。Simunic 和 Stein(1987)、Beatty(1989)、Feltham(1991)对 Titman 和 Trueman 的模型进行了实证检验,结果表明,选择高质量审计的新股发行公司的股票抑价程度显著降低。

国内关于审计质量与 IPO 抑价关系的研究相对较少。李常青和林文荣(2004)选取 1999 年 7 月 1 日至 2002 年 12 月 31 日在上海和深圳两交易所首次公开发行 A 股的 312 个公司作为样本,发现会计师事务所声誉并不能降低 IPO 抑价程度。陈海明和李东(2004)以 1996 年 1 月至 2003 年 3 月在沪市发行上市的 A 股为样本,发现中介机构声誉假说在我国并不完全成立,聘请中外合资和合作的知名会计师事务所作为主审计师的发行公司的新股发行抑价显著低于聘请普通会计师事务所的新股发行抑价,而聘请国内知名的十大会计师事务所作为主审计师的发行公司的新股发行抑价却显著高于聘请普通会计师事务所作为主审计师的发行公司的新股发行抑价。

（三）公司特有风险的衡量

Francis 等(1993)、O'Brien 和 Hodges(1993)发现公司规模与诉讼风险存在正相关关系,且某些高风险行业中的公司更易面临诉讼。Alexander(1991)也发现大公司更可能成为起诉的目标。Tinic(1988)认为总发行量和每股发行价格是对公司初始不确定性的替代指标。投机性的公司倾向于较小的发行量和较低的每股发行价格,而越是成熟的公司越是倾向于较大的发行量,因为这些公司的信息不对称程度较低。然而,小公司即便失败,也不足以使投资者提起诉讼。

在 IPO 研究中,还有其他一些变量被用来作为公司特有风险的替代变量,包括招股说明书中的风险因素个数、组合发行等。Simunic 和 Stein(1987)假设风险随招股说明书中的风险因素个数增加而增大,并发现了风险因素个数与审计师可靠性间的倒数关系。Schultz(1993)发现组合发行的抑价程度高于股票发行,也就是说组合发行的风险较高。Leland 和 Pyle(1977)认为在公司价值同等的条件下,风险随流通比例的增加而增大。Menon 和 Williams(1991)发行流通比例与承销商报酬正相关。

(四) 审计师与承销商角色

审计服务的价值依赖于承销商在多大程度上能取代其降低不确定性的作用。审计师与承销商所提供的服务有着明显的差别。审计师对财务报表的鉴证有助于投资者和承销商估计公司未来现金流,而承销商提供市场认证。承销商对于类似证券和潜在投资者的认识有助于确定发行价格。对于缺少财务信息的刚起步的公司来说,承销商的角色比审计师更为重要。Logue(1973)检验了美国 1965—1969 年间的 250 个新股样本,发现普通投资银行承销的新股定价偏低程度要大得多。Neuberger 和 Hammond(1974)采用 816 家新股作为样本,发现两类投资银行承销的新股上市后第一周的价格升水存在显著差异,知名投资银行承销的新股定价偏低程度明显小于普通投资银行。Beatty 和 Ritter(1986)、Carter 和 Manaster(1990)、Michael 和 Shaw(1994)的实证研究结果表明,知名投资银行承销的新股定价偏低程度小于普通投资银行。

在国内研究方面,刘江会等(2003)对承销商与 IPO 质量间的关系进行了研究,认为投资银行甄别 IPO 企业质量的认证功能是失效的。金晓斌等(2003)发现 1999 年后的 IPO 质量与投资银行的声誉存在明显的正相关关系。

在本文的实证检验中,承销商质量被引入作为控制变量,以与审计质量相区别,并分别考察了不同的承销商质量组,因为高质量的承销商往往会要求公司选择高质量审计,从而限制公司的审计质量选择。

二、研究假设与研究方法

(一) 审计质量的自选择问题

本研究假设发行公司在选择高质量审计时会对其收益(比如降低抑价幅度)和较高的审计收费进行权衡,以降低抑价与审计收费之和。由于这种选择是 IPO 公司自我行为的结果,是一个自选择的过程,本文主要采用 Maddala(1983)的自选择分析方法对上述假设进行检验,将审计质量作为一个同时影响

审计收费和抑价幅度的外生选择变量,以矫正自选择问题。²

TC_{1j} 代表当 j 发行公司选择知名会计师事务所时的总成本(抑价加审计收费除以收盘价), TC_{0j} 代表 j 发行公司选择普通会计师事务所时的总成本。按照成本效益原则,当 $TC_{1j} < TC_{0j}$ 时,发行公司会选择知名会计师事务所;而当 $TC_{0j} < TC_{1j}$ 时,发行公司会选择普通会计师事务所。假设 TC_1 和 TC_0 服从联合正态分布,并具有均值 (μ_1, μ_0) , 方差 (σ_1^2, σ_0^2) , 协方差 σ_{10}^2 。均值 μ_1 或 μ_0 分别代表当所有公司都选择知名会计师事务所或普通会计师事务所时的平均总成本。设 $Z = (\mu_0 - \mu_1) / \sigma$, $TC_1 = \mu_1 + u_1$, $TC_0 = \mu_0 + u_0$ (其中 u_0 是随机误差项), $\sigma^2 = \text{Var}(u_1 - u_0) = \sigma_1^2 + \sigma_0^2 - 2\sigma_{10}$, $u = (u_1 - u_0) / \sigma$ 。

发行公司正确选择知名会计师事务所时的平均总成本可以表述如下:

$$E(TC_1 | TC_1 < TC_0) = E(TC_1 | u < Z) = \mu_1 - \sigma_{1u} \left[\frac{\phi(Z)}{\Phi(Z)} \right], \quad (1)$$

其中, $\sigma_{1u} = \text{Cov}(u_1, u)$, $\phi(\cdot)$ 和 $\Phi(\cdot)$ 分别是标准正态分布的密度函数和分布函数。上式中的第二项是对选择偏差的修正,是截尾正态分布误差项(u_1)的期望值。与此类似,发行公司正确选择普通会计师事务所时的平均总成本可表述如下:

$$E(TC_0 | TC_0 < TC_1) = E(TC_0 | u > Z) = \mu_0 - \sigma_{0u} \left[\frac{\phi(Z)}{1 - \Phi(Z)} \right]. \quad (2)$$

由于 $\sigma_{1u} = \text{Cov}(u_1, u) = (\sigma_1^2 - \sigma_{10}) / \sigma$, 且 $\sigma_{0u} = \text{Cov}(u_0, u) = (\sigma_{10} - \sigma_0^2) / \sigma$, 并且方差项 $\sigma^2 = \sigma_1^2 + \sigma_0^2 - 2\sigma_{10}$ 大于 0, 则 $\sigma_{0u} - \sigma_{1u} < 0$, 表明选择行为与成本最小化一致。

参数 μ_i 和 Z 通过下面的 Probit 模型回归得出:

$$\begin{aligned} TC_i = & \gamma_{0i} + \gamma_{1i} \text{ALRATIO} + \gamma_{2i} \text{GAP} + \gamma_{3i} \text{INDCD5} \\ & + \gamma_{4i} \text{INVOWN} + \gamma_{5i} \text{LNASSETS} + \gamma_{6i} \text{LNOFFVAL} \\ & + \gamma_{7i} \text{PRESTIGE1} + \gamma_{8i} \text{PRESTIGE2} + \lambda_i W_i + \epsilon_i, \end{aligned} \quad (3)$$

其中:

i 当选择知名会计师事务所时为 1, 否则为 0;

TC 为抑价(收盘价减发行价)与审计收费之和除以收盘价;

ALRATIO 为发行公司资产负债率;

GAP 为上市时间间隔(天数);

² 本文假设高声誉会计师事务所具有较高的审计质量。根据中国证监会 2002—2005 年发布的研究报告《谁审计中国证券市场——证券期货相关审计市场分析(2001—2004)》,以审计总收入、证券收入、客户数、客户总资产、CPA 人数、有证券职业资格的 CPA 人数等几项指标为标准,审计总收入列入前 3 名,或证券收入列入前 3 名同时还有 1 项其他指标列入前 10 名,或有 2 项以上除收入外的指标列入前 10 名的会计师事务所被确认为知名会计师事务所,即:安永大华、岳华、上海立信长江、中瑞华恒信、浙江天健、信永中和、北京京都、深圳鹏城、毕马威华振、德勤华永、普华永道中天(由于国际“四大”在国内的合资所都被包括在内,因此在实际数据处理时,2002 年前聘请的安达信华强也被视为知名会计师事务所),其余为普通会计师事务所。

INDCD5 为发行公司所处行业为工业时为 1, 否则为 0 的虚拟变量;

INVOWN 为发行公司的 IPO 流通比例;

LNASSETS 为总资产的自然对数;

LNOFFVAL 为总发行价值的自然对数;

PRESTIGE1 为虚拟变量, 承销商排名为 1—10 时取 1, 否则取 0;

PRESTIGE2 为虚拟变量, 承销商排名为 11—30 时取 1, 否则取 0;

W_i 为对截尾正态分布误差项期望值进行修正的选择变量。

在方程(1)的情况下(选择知名会计师事务所)取 $W_i = -\phi(\beta'Z)/\Phi(\beta'Z)$; 在方程(2)的情况下(选择普通会计师事务所)取 $W_i = \phi(\beta'Z)/[1-\Phi(\beta'Z)]$, 其中 $\phi(\cdot)$ 和 $\Phi(\cdot)$ 分别是标准正态分布的密度函数和分布函数, $\beta'Z$ 由方程(4)所示的 Probit 模型预测得出。 $\lambda_i = \sigma_{\epsilon_i}$, 由回归方程估计得出。

发行公司资产负债率、上市时间间隔、行业变量、流通比例、总资产自然对数、总发行价值的自然对数、承销商声誉构成了对总成本造成潜在影响的控制变量。其中, 资产负债率、上市时间间隔、行业变量、流通比例、总发行价值的自然对数是对发行公司特有风险的衡量指标。³ 根据新股发行抑价理论, 发行公司风险越大, 公司未来盈利前景越具有不确定性, 与投资者的信息不对称情况越严重。因此, 作为衡量公司风险水平的一个重要因素, 资产负债率被引入作为代表投资者与发行人间信息不对称的因素之一。并且由于投资者对小盘股公司了解较大盘股公司少, 所以小盘股公司与投资者间的信息不对称程度更大(公司规模大小不同也可能造成类似的信息不对称情况)。因此, 本文将发行规模(总发行价值的自然对数)也作为代表投资者与发行人间信息不对称的因素。根据“上市时间间隔假说”, 如果新股定价时以当时二级市场的情况作为参考依据, 发行定价与上市之间的时间间隔越长, 未来股市状况的不确定性越大, 发行公司面临的风险也就越大, 因此上市时间间隔被用来作为代表这种不确定性的替代变量。根据“流动性需要假说”, 大量分散的小股东既可以增加公司的流动性, 又可以防止公司被收购的风险(Booth 和 Chua, 1996), 因此首次公开发行时的流通股比例被引入作为发行公司特有风险的替代变量之一。行业变量反映了行业风险对发行公司风险的影响, 是衡量公司风险的一个重要指标。⁴

³ 本文没有将招股说明书中的风险因素个数作为 IPO 公司特有风险的替代变量, 是由于在我国不同公司 IPO 招股说明书中关于风险因素的表述方式不统一, 很难通过直接计数来区分风险差异。

⁴ 本文研究发现, 仅引入工业行业变量时, 模型拟合效果最好, 因此在模型中仅保留 INDCD5 作为行业变量。

不同会计师事务所组别的总成本差异 $\beta'Z$ 可通过下述 Probit 模型进行估计:

$$\begin{aligned} \text{AUDQUAL} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ALRATIO} + \beta_2 \text{GAP} + \beta_3 \text{INDCD5} \\ & + \beta_4 \text{INVOWN} + \beta_5 \text{LNASSETS} + \beta_6 \text{LNOFFVAL} \\ & + \beta_7 \text{PRESTIGE1} + \beta_8 \text{PRESTIGE2} + u. \end{aligned} \quad (4)$$

其中 AUDQUAL 是虚拟变量,选择知名会计师事务所时取 1,否则取 0,其他变量定义同上。

在不同会计师事务所组别下,当 IPO 审计市场差异化且成本发生变化时,可以观测到一个选择偏差。发行公司对审计质量的成本最小化选择行为导致观测到的各审计质量组总成本分布服从截尾分布,回归方程(3)中 W 变量的系数显著性水平与成本的截尾分布一致,从而与选择偏差一致。如果这种自选择行为是符合成本最小化决策的,那么 $\sigma_{0u} - \sigma_{1u} < 0$ (或表述为回归方程中的系数 $\lambda_0 - \lambda_1 < 0$)。本文的研究假设即可表述为:

假设 1 发行公司的审计质量选择中存在自选择偏差($\lambda_0, \lambda_1 \neq 0$)。

假设 2 发行公司选择不同的审计质量组以使抑价和审计收费构成的总成本最小化($\lambda_0 < \lambda_1$)。

(二) 错误选择审计质量组的期望总成本

自选择分析的一个重要优势在于它可以用以估计发行公司错误选择其他会计师事务所类别时的成本 (Shehata, 1991; Maddala, 1991; Hogan, 1997)。当发行公司应选择知名会计师事务所而实际选择普通会计师事务所时的平均总成本可表示为: $E(\text{TC}_0 | \text{TC}_1 < \text{TC}_0) = E(\text{TC}_0 | u < Z) = \mu_0 - \sigma_{0u} [\phi(Z)/\Phi(Z)]$ 。当发行公司应选择普通会计师事务所而实际选择知名会计师事务所时的平均总成本可表示为: $E(\text{TC}_1 | \text{TC}_0 < \text{TC}_1) = E(\text{TC}_1 | u > Z) = \mu_1 + \sigma_{1u} [\phi(Z)/(1 - \Phi(Z))]$ 。也就是说,这些错误选择的期望成本是有条件的。而选择知名会计师事务所的无条件期望成本可表述为: $E(\text{TC}_1) = P(u < Z)E(\text{TC}_1 | u < Z) + P(u > Z)E(\text{TC}_1 | u > Z) = \mu_1$, 选择普通会计师事务所的无条件期望成本可表述为: $E(\text{TC}_0) = P(u > Z)E(\text{TC}_0 | u > Z) + P(u < Z)E(\text{TC}_0 | u < Z) = \mu_0$ 。可见,无条件期望成本是当所有发行公司都处于某审计质量组时的平均总成本。

三、样本选择与描述统计

(一) 研究样本

2001 年至 2004 年,沪深两市 A 股共有 301 只首次公开发行 (IPO) 的新股,其中“富通昭和”自 2003 年 9 月 4 日首次公开招股后至今仍未上市,剔除此样本及 4 个数据不全的样本后,共得到 2001 年 1 月至 2004 年 8 月在沪深

两市首次公开发行 A 股的 296 个样本(其中 2001 年 62 个,2002 年 70 个,2003 年 66 个,2004 年 98 个)。按照聘请知名/普通会计师事务所组别划分,共有 82 家 IPO 公司聘请知名会计师事务所,214 家 IPO 公司聘请普通会计师事务所。

对于承销商声誉划分,本文借鉴刘江会等(2003)的研究方法,采用 M-W 法⁵对我国承销商(1991—2004 年情况)进行排名,并以此作为承销商声誉等级的衡量指标。根据各承销商承销业绩排名情况,将我国承销商分成三个等级,业绩排名前 10 位的为高声誉等级承销商,业绩排名在 11 位至 30 位的为中声誉等级承销商,业绩排名在 30 位以后的为低声誉等级承销商。其中高声誉等级承销商样本 107 家,中声誉等级承销商样本 128 家,低声誉等级承销商样本 61 家。

IPO 数据来源于深圳国泰安公司 CSMAR 证券财务年报股票市场研究数据库及新浪财经网公布的 IPO 公司招股说明书和上市公告书。

(二) 描述统计

表 1 给出了抑价和审计收费等因素的描述统计结果。在选择高声誉等级承销商的 107 家 IPO 公司中,只有 36 家同时选择了知名会计师事务所,这初步说明,在我国承销商对 IPO 公司的会计师事务所选择行为影响并不明显。从表 1 可以看出,选择知名会计师事务所的 IPO 公司总发行价值的自然对数显著高于选择普通会计师事务所的公司。虽然两组样本未经发行数量调整的审计收费差异并不显著(此时的审计收费是一个单位值),但对 AUDCOMP 变量乘以一个发行数量后得到的两组调整后审计收费均值存在显著差异,描述统计结果显示知名会计师事务所的调整后审计收费均值显著高于普通会计师事务所。因此,审计收费的差异可能是由于发行规模差异引起的。这符合 Chaney, Jeter 和 Shivakumar(2004)的研究结果,他们发现当对自选择偏差进行控制以后,“五大”会计师事务所相对于“非五大”不存在审计收费溢价。表 1 亦反映出选择知名会计师事务所的发行公司 IPO 抑价显著低于选择普通会计师事务所的发行公司,且选择知名会计师事务所的发行公司总成本(审计收费与抑价之和)也显著较低。这与高质量审计能有效降低新股抑价幅度的理论假设相一致,且说明选择不同会计师事务所类型会有不同的成本,符合 IPO 公司会计师事务所选择的成本最小化假设。

⁵ Megginson 和 Weiss(1991)以各承销商在证券承销市场中的份额作为投资银行声誉的衡量指标(M-W 排名系统),市场份额越大的承销商其声誉也越高。

表 1 选取知名会计师事务所(知名)/普通会计师事务所(普通)的 IPO 公司描述统计

变量	均值		标准差		低声誉等级承销商		中声誉等级承销商		高声誉等级承销商		t 检验值
	知名 (n=82)	普通 (n=214)	知名	普通	知名 (n=12)	普通 (n=49)	知名 (n=34)	普通 (n=94)	知名 (n=36)	普通 (n=71)	
ALRATIO	0.379037	0.346632	0.182492	0.148667	0.369133	0.382307	0.365699	0.343002	0.394936	0.326818	1.57211103
GAP	18.73171	18.54206	7.183742	8.551177	17.33333	16.57143	17.64706	17.34043	20.22222	21.49296	0.178137
INDCD1	0.02439	0.004673	0.155207	0.068359	0.00	0.00	0.029412	0.00	0.027778	0.014085	1.516437
INDCD2	0.097561	0.046729	0.298546	0.211553	0.00	0.040816	0.088235	0.042553	0.138889	0.056338	1.639616
INDCD3	0.036585	0.028037	0.188897	0.165467	0.00	0.00	0.00	0.031915	0.083333	0.042254	0.382118
INDCD4	0.109756	0.149533	0.314509	0.357449	0.166667	0.142857	0.088235	0.117021	0.111111	0.197183	-0.88478
INDCD5	0.719512	0.752336	0.452002	0.432667	0.833333	0.795918	0.794118	0.787234	0.611111	0.676056	-0.57691
INDCD6	0.012195	0.018692	0.110432	0.135751	0.00	0.020408	0.00	0.021277	0.027778	0.014085	-0.38697
INVOWN	0.314441	0.338005	0.131697	0.100928	0.286283	0.337333	0.337768	0.351038	0.301797	0.321213	-1.64542
LNASSETS	7.788677	7.697545	0.528294	0.438434	7.772593	7.668576	7.753792	7.68037	7.826985	7.740275	1.509222
LNOPFVAL	4.677481	4.554373	0.383263	0.283059	4.498465	4.483866	4.697301	4.511427	4.718433	4.65989	3.01993*
PRESTIGE1	0.439024	0.331776	0.499322	0.471955	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00	1.721599
PRESTIGE2	0.414634	0.439252	0.495691	0.49746	0.00	0.00	1.00	1.00	0.00	0.00	-0.38141
UNDPR	0.392703	0.447069	0.180698	0.18911	0.351232	0.419402	0.405743	0.470766	0.394212	0.434791	-2.2405*
AUDCOMP	0.002785	0.002409	0.001881	0.001634	0.003385	0.002892	0.002584	0.002689	0.002776	0.001703	1.697354