

墨香会计学术文库

审计质量、分析师盈余预测 与资本市场效率

Audit Quality, Analysts' Earnings Forecasts
and Efficiency of Capital Market

• 李刚 著 •



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



墨香会计学术文库

审计质量、分析师盈余预测 与资本市场效率

Audit Quality, Analysts' Earnings Forecasts
and Efficiency of Capital Market

• 李刚 著 •

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press
大 连

© 李刚 2014

图书在版编目 (CIP) 数据

审计质量、分析师盈余预测与资本市场效率 / 李刚著. —大连 :
东北财经大学出版社, 2014. 7

(墨香会计学术文库)

ISBN 978-7-5654-1506-7

I. 审… II. 李… III. 审计质量-影响-资本市场-市场效率-
研究 IV. ①F239. 2②F830. 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 081837 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连日升彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 148mm×210mm 字数: 167 千字 印张: 6 1/2

2014 年 7 月第 1 版

2014 年 7 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 王 斌 责任校对: 孙 萍 赵 楠

封面设计: 张智波 版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-5654-1506-7

定价: 26.00 元

序

该专著的研究目标是实证分析信息中介对资本市场的作用。发育良好的资本市场能利用上市公司股票价格的信息传递功能合理优化配置资源和促进国民经济快速发展，但股票价格的这种引导资源配置作用的大小取决于其反映企业特质信息的能力大小。本专著的研究出发点正是在整理最近文献发现和有关理论分析基础上，采用 2000—2008 年的中国上市公司数据，合理选取与构建衡量中国资本市场资源配置效率的指标——上市公司股价信息含量 (R^2)，进而大样本检验影响股价信息含量的微观与宏观因素。本专著考察了审计师的审计质量与分析师盈余预测效率作为资本市场微观信息中介的职能发挥对股价信息含量的影响，以及中国特殊的地区制度背景作为宏观因素会对微观基础职能效率存在何种影响。

国内外的关于分析师的盈余预测研究涵盖了分析师数量、预测准确度、预测分歧度、预测的系统性乐观/悲观偏误、预测误差的分布以及预测误差的决定因素等多个维度，充分说明了这一领域的重要意义。对于分析师的跟进人数与盈余预测准确度和分歧度的影响因素，很多研究都是从公司特征和公司行为入手的，很多文献没有考虑到公司外部的制度背景因素和审计质量，尤其这些因素对不太成熟的转型经济体的分析师的作用。在目前的国内外研究中，分析师作为资本市场的信息中介，是否起到了对公司特质信息的传递作用呢？是否使公司股价更具信息含量，以此来增加市场效率？这个问题受到学者的广泛注意。国外的研究针对于成熟规范市场的背景制度，而我国证券市场的市场机制和发展阶段不同，其结论不一定适用于我国，或有待于进一步检验。目前国内的这方面研究较少，下面的问题没有涉及：审计师行为与分析师盈余预测及其交互项对股价信息含量有何影响？我国的地区制度差异是否影响上述二者微观中介的作用发挥？这些问题的回答有助于我们完整理解信息中介的作用和制约机制。

该专著的研究发现具体来说如下：

(1) 审计质量影响了上市公司的分析师跟进人数、分析师盈余预测准确度和分歧度，提高上市公司年报的审计质量对于证券分析师的行为有重要意义，它使分析师的信息挖掘和信息选择的效率提高。可以说，审计师高质量的审计服务降低了分析师的信息搜寻成本，提高了预测质量，更好地履行了信息中介的职能。(2) 通过研究审计师和分析师对上市公司股价信息含量的影响，我国审计师与分析师作为资本市场的信息中介使得公司基本面信息更多地包含在股价中，而且审计质量与分析师盈余预测行为的交互作用也使得上市公司股价信息含量提高，从而增进了证券市场资源配置的效率。(3) 通过对中国特有的地区制度背景——市场化进程的地区不平衡，来考察审计师与分析师对上市公司股价信息含量的影响，得出外部制度环境对审计师和分析师在资本市场上作用的发挥有着明显影响。

作者从微观和宏观视角实证检验了信息中介与股价同步性的关系，得出较为重要的研究发现，为转型国家的分析师、审计师对资本市场的客观作用提供了经验证据，同时中国制度背景差异是研究制度作用的最好试验场 (T. J. Wong, 2005)。本研究的政策含义很明确：提高微观市场信息主体的职能时，不能忘记更为基础的制度环境的改善。

李 爽

2014 年 3 月

前言

中国资本市场转型的方向是提高资源配置效率，一个成熟的资本市场也最善于以最简捷高效的方式自动筛选出最先进的发展模式，然而资本市场资源配置效率的高低取决于股票价格反映企业真实信息的能力（Tobin，1982）。审计师与证券分析师是资本市场重要的信息中介。审计师担负着对会计信息可靠性的鉴证职责；分析师引导理性投资，提高了市场的透明度，降低了资本市场的信息不对称，同为资本市场的微观基础。

本书通过对2002—2008年中国股票市场的数据分析，发现高质量审计供给、较多分析师跟进人数与较低分析师预测分歧度显著增加了股价特质信息含量（ R^2 ），有效地保障了我国资本市场的资源配置效率；同时，审计师与分析师职能的发挥受到宏观制度因素的制约，良好的地区制度环境对信息中介效率的提高具有放大器作用，显著地增加了高质量审计的供给、吸引了更多的分析师跟进和降低了分析师的预测分歧度；而差的地区制度环境则制约了信息中介效率的提高。

本书的研究结论对于促进提高我国资本市场资源配置效率的制度建设提供了一些思路：微观层面信息中介对于提高股价信息含量发挥着重要的作用，但是离不开更为基础的制度环境的改善。

作者

2014年3月

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究动机和意义	1
1.2 研究思路和方法	4
1.3 研究内容和结构安排	6
2 审计质量、分析师预测与股票价格同步性： 理论分析与制度背景	9
2.1 信息中介降低信息成本——交易成本理论	9
2.2 审计质量的需求理论	13
2.3 分析师相关理论	23
2.4 价格信息含量的相关理论	27
2.5 制度背景	36
2.6 本章小结	53
3 文献回顾	55
3.1 审计质量相关研究	55
3.2 分析师盈余预测的相关研究	59
3.3 审计质量与分析师预测	73
3.4 股价信息含量相关研究	73
3.5 文献综述对本研究的启示	80
4 审计质量、分析师行为与股价信息含量： 指标的构建	82
4.1 审计质量的衡量	82
4.2 审计质量的替代变量：事务所规模	83
4.3 股价信息含量的指标构建	89

4.4	市场化进程指数	94
4.5	本章小结	96
5	上市公司年报审计质量对分析师盈余	
	预测的影响	98
5.1	引 言	98
5.2	研究假说	100
5.3	研究设计	108
5.4	研究样本和描述性统计	115
5.5	研究结果和分析	122
5.6	稳健性检验	131
5.7	本章小结	138
6	审计质量、分析师预测行为与股价信息含量及	
	地区制度背景影响	139
6.1	引言：研究问题的提出	139
6.2	研究假设	141
6.3	研究设计	146
6.4	研究样本和描述性统计	149
6.5	研究结果和分析	155
6.6	稳健性检验	165
6.7	本章小结	173
7	研究结论与建议	175
7.1	研究结论	175
7.2	政策建议	178
7.3	创新点与局限性	181
	主要参考文献	183
	索 引	198

1 绪 论

1.1 研究动机和意义

2010 年政府工作报告指出，中国资本市场转型的方向是提高资源配置效率，今天中国的一个企业、一个产业甚至一个区域板块无论以什么样的方式发展都已经绕不开资本市场，一个成熟的资本市场也最善于以最简捷高效的方式自动筛选出最先进的发展模式^①。发育良好的资本市场能利用上市公司股票价格的信息传递功能合理优化配置资源，进而促进国民经济快速发展（Rajan 和 Zingales，1998；Beck，Levine 和 Loayza，2000），但股票价格的这种引导资源配置作用的大小取决于其反映企业真实信息的能力（Tobin，1982）。

主板、中小板扩容，创业板逐步完善，热议了十多年的股指期货和融资融券也在近年离投资者越来越近，就速度和数量而言，中国资本市场确实取得了骄人成就，但就资本市场的成熟性和完善性而言仍亟待改进。本书的研究出发点正是在文献整理、理论分析基础上，合理选取与构建衡量中国资本市场资源配置效率的指标——上市公司股价信息含量（ R^2 ）^②，进而分析影响股价信息含量的微观与宏观因素，考察了审计师^③的审计质量与分析师盈余预测效率作为资本市场微观信息中介的职能发挥对股价信息含量的影响，以及中国特殊的地区制度背景作为宏观因素会对微观基础职能效率存在何种影响。本书研究

① 赵晶．对 2010 年政府工作报告解读 [N]．经济参考报，2010-03-19.

② 第 4 章有具体的指标选取与构建过程。

③ 本书提到的审计师是指外部独立审计师，就是注册会计师。

框架如图 1-1 所示。

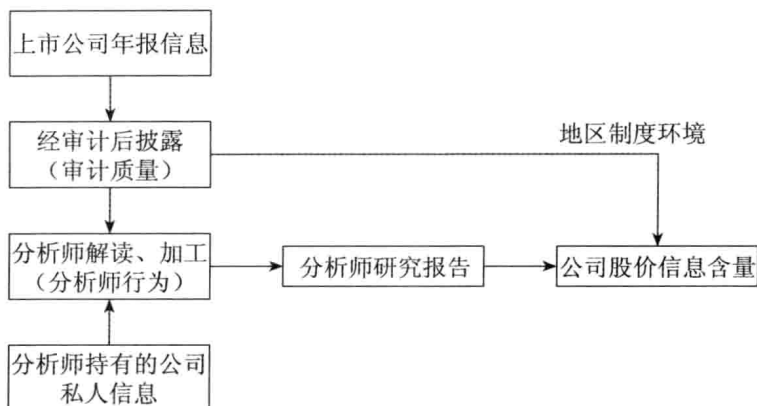


图 1-1 本书研究框架

中国资本市场“新兴加转轨”的特征是学界和业界的共识，“公平、公开、公正”的市场普适性原则还有待改善，公开是公平与公正的基本前提和保障，而公开的关键是信息流动的高效和透明（冯有富、董艳、袁泽波和杨仁眉，2009）。审计师与分析师是资本市场中最重要的信息中介，在信息是决定股价波动最主要因素的股市中，无疑对于资本市场上信息的“三公”原则起着基础性的作用，对资本市场资源配置的效率存在重大影响。然而，审计师与分析师对资本市场信息起着不同的作用，审计师是上市公司年报信息真实性的保护神，分析师则作为专业的财务会计信息使用者，通过挖掘、评价和解读上市公司信息，结合自身的专业知识和行业经验，为投资者提供反映公司内在价值的特质信息，提高了市场的透明度，增进了市场效率。上市公司发布的公开信息是证券分析师进行盈余预测最重要的信息来源（Schipper, 1991；Knutson, 1992），财务报告又是资本市场上最主要的公开信息来源，外部独立审计的作用在于保证财务报告关于公司运营、盈利和现金流状况以公认会计准则的标准来衡量是否准确与公正（Abdel et al., 1998）。从资本市场信息

流顺序来看,先是上市公司提供经审计师审计的财务报告,财务报告信息直接进入资本市场影响投资者决策,同时,分析师以财务报告信息作为最重要的信息基础,结合自己的私人信息作出分析师预测报告,从而影响投资者(主要为机构投资者)的决策。显然,审计师的工作质量高低(审计质量)是分析师的盈余预测质量的基础,二者在资本市场上信息中介职能的发挥几乎影响了资本市场所有投资者的决策过程,因此对上市公司股价信息含量的建设起了不可替代的作用。

本书主要研究发现及意义:

(1) 审计质量影响了上市公司的分析师跟进人数,以及分析师盈余预测的准确度和分歧度。提高上市公司年报的审计质量对于证券分析师的行为有重要意义,它使分析师的信息挖掘和信息选择的效率提高。可以说审计师高质量的审计服务降低了分析师的信息搜寻成本,提高了预测质量,更好地履行了信息中介的职能。

(2) 本书发现四大会计师事务所与十大会计师事务所^①对分析师行为的影响是显著的,说明规模大的会计师事务所对分析师传递了有用的信息,也从侧面提供了审计质量对于投资者决策有用性的经验证据,同时支持了中注协对于做大做强会计师事务所的战略选择。

(3) 通过研究审计师和分析师对上市公司股价信息含量的影响,本书发现我国审计师与分析师作为资本市场的信息中介使得公司基本面信息更多地包含在股价中,从而提高了股价信息含量,增进了资本市场资源配置的效率。

(4) 通过对中国特有的地区制度背景——市场化进程的地区不平衡的研究,考察了审计师与分析师对上市公司股价信息含量的影响,得出外部制度环境对审计师和分析师在资本市场的作用产生显著影响,也就是说,虽然微观层面因素对于提高股价信息含量发挥

^① 根据中国注册会计师协会的年度排名。

着重要的作用，但良好的制度环境却是微观因素职能发挥的决定基础。

1.2 研究思路和方法

本书从资本市场中信息流的先后顺序入手，使用审计质量代表审计师的工作努力程度，来考察审计质量的高低对分析师盈余预测行为的影响，进而分析这两个信息中介对资本市场的作用。本书总体上分为两个部分：其一，审计质量的相关指标是否能够影响证券分析师的盈利预测行为；其二，审计师的审计质量和分析师的盈利预测行为能否改善我国证券市场的信息环境，提高股价的信息含量。具体的研究思路如下：

首先，本书做了理论分析与制度背景介绍，目的是为后面实证研究奠定理论基础与提供研究背景。在指标构建中，主要探讨了审计质量的替代变量的选择问题，由于本书主要研究感知的审计质量，所以参阅了国内外文献，本书采用会计师事务所规模作为替代变量（根据中国注册会计师协会公布的会计师事务所的排名）。理论上规模大的会计师事务所具有较高的审计的集中度、更难被收买、能保持业务的连续性、较好的人才培养机制和质量控制系统等优势。

其次，本书考察了审计质量的高低对分析师盈利预测的影响。从信息的流动顺序来看，上市公司的年报先由审计师审计，再流向分析师及投资者，所以审计质量能够影响分析师行为。已有的研究也得出以下结论：上市公司公开披露的信息是分析师进行盈余预测的重要信息来源，胡奕明、林文雄和王伟璐（2003）通过对国内证券分析师的问卷调查，发现分析师对上市公司年报的利用程度最高而且分析师之间的意见较为一致（打分的方差最低）。还有一点，分析师的盈余预测过程的专业性、预测结果可以在数据库中查到，所以分析师的相关数据可以比较好地用于研究。本书主要研究

了审计质量对分析师跟进数量、盈余预测的分歧度及误差度的影响。本书使用了描述性统计、相关系数矩阵、非参数检验和多元回归分析等方法。

再次,本书从股票价格的同步性角度来考察审计质量与分析师盈利预测对上市公司信息环境的作用。Veldkamp (2006) 通过建立模型证明了股价波动的非同步性与投资者创造的公司层面的信息的正相关的假设,这样就为应用股价波动性(或非波动性)来有效测度股价信息含量提供了理论支持。在股价波动性的计算上,本书采用CAPM单因素模型分解法,不仅较好地衡量股价波动同步性的水平,而且可以反映股价波动中公司特质信息含量的高低。该度量方法在学术界得到了普遍应用(Durnev等,2003,2004; Piotroski 和 Roulstone, 2004; Chan 和 Hameed, 2006; Jin 和 Myers, 2006; 等等),国内如陈梦根和毛小元(2007),李增泉(2005),游家兴、张俊生、江伟(2006),朱红军、何贤杰、陶林(2007)等等。通过使用描述性统计、相关系数矩阵和多元回归分析方法,考察了审计质量影响分析师盈余预测行为,以及审计质量与分析师盈余预测行为一起对股价同步性的影响。本书还采用两阶段回归分析方法来控制内生性的影响,发现OLS回归与2SLS回归仅在系数的大小及显著性上有细微差别,故模型并未存在严重内生性问题。

最后,本书考虑了中国特有的地区制度背景对信息中介作用的影响,以市场化进程的地区不平衡角度来分析宏观制度对审计师和分析师的资本市场职能发挥的影响,使用了樊刚、王小鲁和朱恒鹏(2006)编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告》,该研究报告从政府与市场的关系、要素市场的发育、市场中介组织发育等五个方面对中国各省、直辖市、自治区的市场化程度进行了比较分析,表明我国各地区之间的制度环境和市场化进程存在显著的差异,相关文献发现这些制度环境的差异会直接导致地方企业之间行为的差别,如曾庆生(2004),夏立军和方轶强(2005),孙峥、刘凤委和李增泉(2005),Li、Meng 和 Zhang (2004), Fan、Wong 和

Zhang (2005)。由于《中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告》仅提供 1997—2006 年各省、直辖市、自治区市场化指数，但各省、直辖市、自治区排名顺序相对稳定，本书参考了李增泉 (2005) 的做法，根据公司注册地所在省、直辖市、自治区的市场化指数排名分为市场化进程高与市场化进程低两组，其中排名前 10 的省、直辖市、自治区为市场化进程高组，其他为市场化进程低组，分别使用多元回归方法得出制度背景对信息中介作用的显著影响。

综上所述，本书研究的内容是相互关联和层层递进的：首先是选取合适的审计质量的替代变量来代表审计师的工作质量。接下来是本书的一个重点，研究审计质量对分析师行为的影响，在此过程中，分析师行为包括分析师跟进的数量、盈余预测的分歧度及准确度。最后是本书的另一个重点，审计师与分析师对股票价格同步性的影响，并且结合制度背景因素对此进行分析。

1.3 研究内容和结构安排

本书共 7 章，本书框架和各章内容安排如下：

第 1 章是引言，概括介绍了研究动机和意义、研究思路和方法及研究内容和结构安排。

第 2 章是理论分析和制度背景分析，介绍了一些相关的基本概念和理论基础，着重阐述了资本市场会计信息流程和审计质量、分析师盈利预测与股价信息含量之间的关系，为后面的研究做理论上的挖掘与铺垫。在制度背景分析中，介绍了我国注册会计师的发展历程，说明独立审计质量在不断地提高，分析师的信息来源可信度在不断增强。分析师的逐步规范和执业能力的加强了对资本市场的发展起了积极的推动作用。资本市场的发展壮大和机制不断健全为分析师的发展提供了制度保障。但是，市场化进程的地区差异对审计师和分析师的信息中介职能的发挥有一定负面影响。

第3章是文献回顾,该部分涵盖审计质量的相关研究,包括审计质量相关研究的基础理论和审计质量与资本市场信息构建;分析师预测的相关研究,包括分析师预测的研究意义、分析师预测的影响因素和分析师与资本市场信息构建;分析师预测与审计质量;最后是股价同步性相关研究、公司特质信息与股价同步性。本章的主要目的是综述审计师和分析师对资本市场信息建设的重要性,为本书研究方向找到好的结合点,并且继承以前的研究,归纳本书回归方程的控制变量。

第4章是指标的衡量,审计质量采用的是会计师事务所规模,用中国注册会计师协会的前四大会计师事务所和前十大会计师事务所的排名。股价的信息含量采用的是 Roll (1988) 股价波动同步性的计算方法。市场化指标采用樊纲和王小鲁 (2006) 的市场化进程指数。

第5章是本书的重点也是创新点,选取了审计质量角度,用回归分析方法考察审计质量对于分析师盈余预测行为的影响,具体来说,分别从参与盈余预测分析师数量、盈余预测的准确度和分歧度这三个方面来考察。

第6章着重关注审计质量、分析师盈余预测对于股票价格同步性的影响,包括审计质量、分析师人数与股票价格同步性和审计质量、分析师盈余预测分歧度与股票价格同步性。本章还考察了市场化进程不平衡的制度背景下审计师与分析师对资本市场发挥的影响。

第7章是总结全书,概括主要研究结论,并提出针对审计师和分析师的可行性建议。同时探讨研究的不足和局限性,以及今后的研究方向。

本书1—7章的主体内容的逻辑关系如图1-2所示。

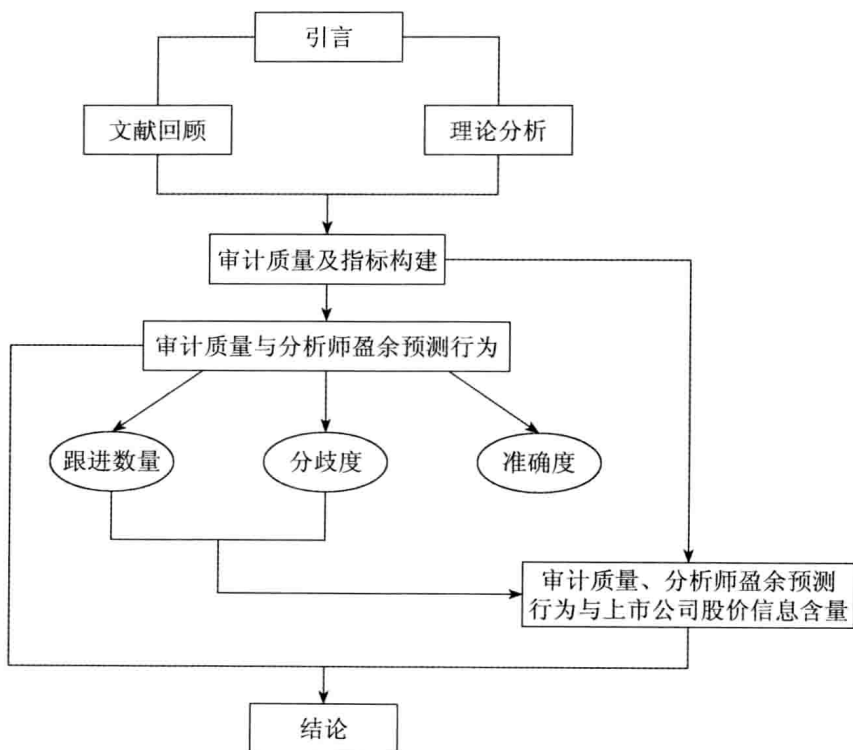


图 1-2 本书主体内容的逻辑关系

2 审计质量、分析师预测 与股票价格同步性： 理论分析与制度背景

2.1 信息中介降低信息成本——交易成本理论

2.1.1 交易成本理论概述

康芒斯最早提出“交易”这一概念，并将“交易”视为“运行中的机构”或“制度的基本单位”。罗纳德·科斯接受了康芒斯所提出的“交易”的概念，并认为交易活动是稀缺的，是要付出成本的，于是在1937年发表的《企业的性质》一文中首次提出了“交易成本”，指出市场的运行是有成本的，通过形成一个组织，并允许某个权威来支配资源，就能节约某些市场运行成本^①。这些交易成本包括发现谁希望进行交易、告诉人们交易的愿望和条件、通过讨价还价的谈判缔结契约、督促契约条款的严格履行等，由于这些成本极端地和充分地昂贵，至少会使许多在无需成本定价制度中可以进行的交易化为泡影。科斯的研究成果修正了新古典经济学交易成本为零的假设前

^① 科斯：《企业性质》[M]//盛洪：《现代制度经济学》，北京：北京大学出版社，2003：103-117。