

市场在关注审计师的职业声誉吗?¹

——基于“科龙电器事件”的经验与启示

朱红军¹, 吕伟², 何贤杰²

(1.上海财经大学会计与财务研究院; 2.上海财经大学会计学院, 上海市国定路 777 号 200433)

摘要: 本文以我国资本市场上引人瞩目的“科龙电器事件”作为切入点, 研究了我国的投资者是否关注审计师的职业声誉。研究结果显示, 当审计师的声誉受损时, 市场会对其审计质量产生怀疑, 并且通过股价机制体现出来。在本文研究的对德勤职业声誉造成严重影响两个事件点, 市场对经德勤和其他“四大”会计师事务所审计的上市公司都做出了负面的市场反应, 且投资者对两者的反应程度并没有显著的差别, 即市场把“四大”当作一个整体看待, 德勤的声誉受损对其他“四大”事务所具有负面溢出效应。进一步的研究还发现, 在声誉受损事件中, 对于不同公司, 投资者做出的负面市场反应并不相同, 当公司存在盈余管理的可能性越大, 市场的负面反应也越强烈。

关键词: 审计师声誉 审计质量 市场反应

中图分类号: F2 **文献标识码:** A

1 研究问题的提出

审计市场有别于一般产品市场的一个显著特征就在于审计服务本身难以观测, 其审计质量也难以衡量。经典的审计理论将审计质量定义为注册会计师发现并消除财务报告错误的能力, 并认为其取决于审计人员的专业胜任能力和独立性的联合作用。显然, 对于资本市场的普通投资者而言, 审计师的专业胜任能力和独立性都难以具体识别和定量分析。而审计师的声誉作为一种有效的质量鉴别机制, 在一定程度上成为了审计质量的一种标识性变量, 并继而成为审计服务定价的依据。

在一个理性的审计市场中, 具有良好声誉的会计师事务所通常被视为高质量审计的代名词, 经其审计的公司更易取得投资者的信赖, 也易获得较低的融资成本, 而其审计服务也往往能够获得一定的声誉溢价; 反之, 当其声誉受损时, 投资者就会对其审计质量产生怀疑, 并继而影响经其审计的公司的价值。“四大”或许是声誉机制在审计服务市场作用的最好体现者。基于成熟资本市场的一系列研究表明, 鉴于“四大”在审计领域的职业声誉要显著高于一般的中小事务所, 投资者普遍认为经其审计的客户公司的会计报表更加可信, 对这些公司投资时愿意支付更高价格, 同时“四大”也因此收取更高的审计费用。同样, 当曾经的“五大”之一的安达信由于深陷安然、世界通信等公司的财务丑闻而导致职业声誉严重受损后, 其审计质量也受到了投资者的普遍质疑, 经该所审计的其他公司的市场价值也显著下降, 并最终导致了安达信这一审计领域知名品牌的瞬间“倒塌”。职业声誉在成熟资本市场中对会计师事务所的重要性可见一斑。

事实上, 市场能否对事务所声誉的变化做出灵敏反应也是一个资本市场成熟程度的标志。由于审计市场在本质上仍是一个买卖“审计服务的产品市场”, 产品的供给在很大程度上取决于需求特征。如果市场机制能够对事务所声誉的建立或毁损给予一定的溢价或惩罚, 则会计师事务所就有足够的动力通过提高审计质量去建立或维持声誉。而高质量的审计无疑

将有助于提高证券市场会计信息的可靠性，更好地发挥其降低资本市场信息不对称性的作用，从而有利于降低市场的交易成本，提高资本市场的运行效率。基于此，我们将自然提出一个重要的问题：“我国的投资者能否对会计师事务所的声誉及其变化做出反应”？由于审计师职业声誉的建立通常需要一个比较长的周期，经验研究往往难以直接衡量投资者对事务所声誉逐步建立过程的反应。相反，审计师职业声誉的受损或下降，因其变化通常在较短的时间内发生，却可为我们研究市场是否关注他们的职业声誉提供一个很好的契机。显然，这种职业声誉的下降越突然，即越出乎投资者本来的期望，就越能为研究投资者反应与否及反应程度提供便利。这使我们自然地将目光聚焦于“四大”，因为在我国资本市场发展的相当长一段时间内，特别是国内事务所的审计质量广受质疑的阶段，无论是投资者还是政府的有关监管部门都对“四大”寄予了厚望，而有关部门更是将重点行业的审计和补充审计的重任授予“四大”²。然而，安然事件的教训也清楚地提醒我们，国际“四大”远没有人们想象的那么“高贵纯洁”。在国内资本市场上，一个尤为突出的案例就是德勤在科龙审计上的失败³。而这种市场对“四大”审计质量的巨大期望落差，也为研究国内的投资者对会计师事务所职业声誉变化的反应提供了有利的研究条件。

本文以“科龙电器事件”作为切入点，研究了德勤会计师事务所的职业声誉严重受损后，市场是否对经其审计的公司做出了负面的市场反应。同时，鉴于德勤是“四大”成员之一，既是“四大”品牌声誉的缔造者之一，亦是其受益者之一，并且投资者往往将“四大”作为一个整体看待，所以本文进一步研究了科龙事件对德勤的职业声誉影响是否也对其他的“四大”事务所存在负面溢出效应。

本文以下部分的安排如下：第二部分对科龙事件作一个简单的回顾，以便于确定对德勤声誉造成较大影响的几个事件点；第三部分为相关的文献回顾以及理论分析，主要介绍了审计师职业声誉的作用及投资者对事务所声誉受损的有关的文献，并继而提出本文要检验的假说；第四部分为本文的研究设计，定义了本文的研究样本、变量和模型；第五部分报告和分析了经验检验的结果；第六部分对全文进行总结。

2 “科龙电器事件”的简单回顾

科龙电器全称为广东科龙电器股份有限公司，曾是中国规模最大的制冷家电企业集团之一，其前身为珠江冰箱厂，1994年更名为科龙电器。该公司继1996年发行H股并在香港挂牌上市后，1999年又成功在深圳发行A股，同年更被“世界经济论坛组织”推举为1999年全球新兴市场100家最佳企业之一，2001年被《财富》杂志评选为中国上市公司百强企业。2001年10月，顾维军所属的顺德格林柯尔斥资5.6亿元，收购了科龙电器20.6%的股权。

科龙电器从1999年7月上市起，一直聘请安达信华强会计师事务所担任公司的审计师。2002年4月25日，科龙电器公布的2001年年报显示，其亏损超过15.55亿元，当年度的审计师安达信华强会计师事务所对科龙电器年报的审计报告中审慎地称“科龙电器的持续经营存在严重问题”。随后，科龙电器被深交所特别处理。2002年度，公司董事会以安达信华强会计师事务所将被合并为由，决定改聘德勤及其成员所为公司审计师。此后，仅用了一年时间，科龙电器便一举扭亏为盈，“ST科龙”2003年4月出具的2002年度会计报表显示其净利润达到了1.01亿元。2003年6月3日，深交所决定撤销对该公司股票实施的特别处理。2004年4月，科龙电器公布的2003年年报更是报告了巨额盈利。同年10月，国务院发展研究中心在进行深入调研后，发布了一份《科龙20年发展与中国企业改革路径》的调研报告，充分肯定了科龙电器的成功，顾维军本人也当选为2003年度经济人物，被誉为“用十亿元的资本杠杆撬动上百亿的企业”，但顾维军在资本界的动作却一直颇受争议。

一年后的2005年4月29日，科龙电器在其公布的2004年年报中称，公司在该年度

亏损 6416 万元，这与报告年度前三季度还盈利 2 亿多元的情况相差甚远，这个结果令公众对科龙电器的盈利能力及其报表的可信程度产生了极大怀疑。5 月 10 日，科龙电器公告称，由于涉嫌违反证券法规遭到了中国证监会的立案调查。当日，科龙股票大跌，最低报 1.01 元，跌 14%，科龙电器危机正式浮出水面，而德勤随后表示不会在第二天举行的股东大会上寻求连任审计师。此后的调查查明，2002 年至 2004 年三年间，科龙电器采取虚构销售收入、少提坏账准备、少计诉讼赔偿金等手段，致使上述三年分别虚增利润 1.2 亿元、1.14 亿元、1.49 亿元。2005 年 9 月，科龙电器发布公告，披露了其半年报中六项涉嫌违法违规事项，相关人员通过向不明第三方支付大额预付款、私刻公章开设账外银行账户、账外交易及关联交易等多种方式，共涉嫌侵占科龙电器资金 4.04 亿元。

另一方面，德勤对科龙电器 2002、2004 年报虽然出具了保留意见审计报告，但是保留意见内容均与科龙现金流无关，而对 2003 年报更是出具了无保留意见审计报告。2005 年 11 月，德勤在出具了保留意见审计报告后，辞去了审计师职务。2006 年 11 月 9 日媒体广泛报道，在庭审期间，顾维军突然宣称 2004 年有争议的 5.1 亿元销售收入是因为德勤逼迫所致。顾维军表示，他本身希望这笔销售收入不予确认，但德勤坚持要求科龙电器将 5.13 亿元有争议的销售收入给予确认，并由德勤出具保留意见的审计报告。这一庭审过程经多家媒体报道后，引起广泛关注，在整个“科龙电器事件”中德勤的声誉受到了严重的损害，其审计质量遭到了市场的广泛质疑。

图 1.1 列示了科龙电器在 2005 年度和 2006 年度的股价走势图，从中我们可以发现在“科龙电器事件”曝光和受到监管部门调查的两年期间，其股价基本上呈下降的趋势。尤其在“科龙电器”浮出水面的 2005 年度，这一现象更为明显⁴。而在 2006 年度，在顾维军庭审期间也有一个比较明显的下降趋势。而这也为我们在后文的研究中选择合适的点奠定了基础。另外，表 1.1 列示了“科龙电器事件”的各个重要事件发生的日期及对应的事件。

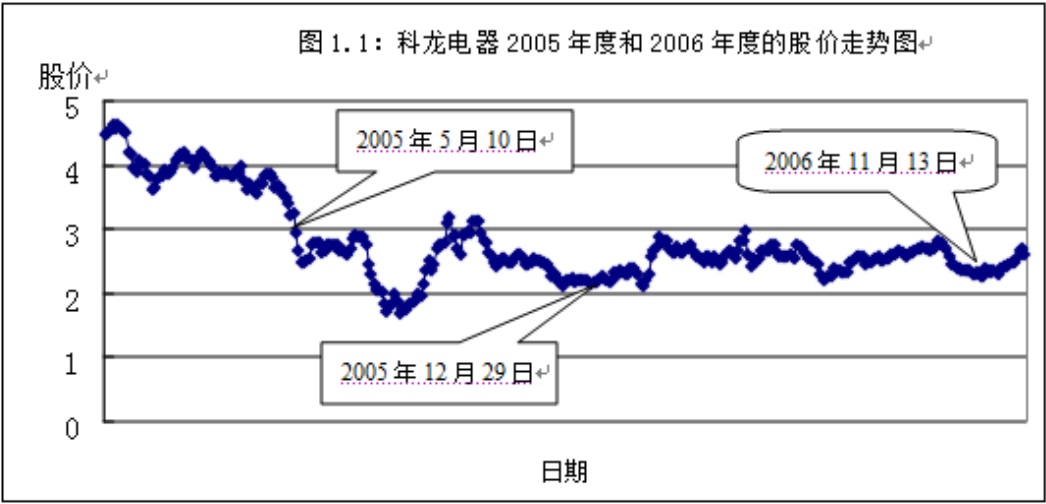


图 1.1 科龙电器 2005 年度和 2006 年度的股价走势图

时间	内容
2001 年 10 月	顾维军所属的顺德格林柯尔斥资 5.6 亿元，收购了科龙电器 20.6% 的股权。
2002 年 4 月 25 日	科龙电器公布的 2001 年年报显示，其亏损超过 15.55 亿元，当年度的审计师

	安达信华强会计师事务所对科龙电器年报的审计报告中审慎地称“科龙电器的持续经营存在严重问题”。
2002 年度	公司董事会以安达信华强会计师事务所将被合并为由，决定改聘德勤及其成员所为公司审计师。
2003 年 4 月	“ST 科龙”出具的 2002 年度会计报表显示其净利润达到了 1.01 亿元。
2003 年 6 月 3 日	深交所决定撤销对该公司股票实施的特别处理。
2004 年 4 月	科龙电器公布的 2003 年年报报告了巨额盈利。
2005 年 4 月 29 日	科龙电器公布的 2004 年年报显示公司在该年度亏损 6416 万元。
2005 年 5 月 10 日	科龙电器公告称公司由于涉嫌违反证券法规遭到了中国证监会的立案调查。
2005 年 9 月	科龙电器发布公告披露了其半年报中六项涉嫌违法违规事项。
2005 年 11 月	德勤辞去了科龙电器的审计师职务。
2006 年 11 月 9 日	媒体广泛报道，在庭审期间，顾维军突然宣称 2004 年有争议的 5.1 亿元销售收入是因为德勤逼迫所致。

表 1.1 “科龙电器事件”简要时间表

3 文献回顾、理论分析与研究假说

在现代所有权与经营权分离的公司中，契约无法臻至完整，代理问题难以避免。因此，一个有效运行的市场需要各种机制来减轻代理问题，降低市场交易的成本，而这正是审计市场发展最根本的推动力。经典的代理理论（Jensen 和 Meckling, 1976）认为高质量的审计能够提高企业报表的可信度，从而减轻代理问题，提高企业的整体价值。Watts 和 Zimmerman（1983）进一步指出，债权人、股东和经营者之间产生的一系列的委托代理关系会促使经营者通过借助高质量的审计以降低代理成本。然而，由于审计质量难以观测，无法相对可靠地予以量化。于是，市场需要一种更加直接和简单的方式来识别审计质量，而审计师的声誉作为一种有效的质量鉴别机制，在一定程度上成为了审计质量的一种标识性变量。

在资本市场中，投资者对作为审计质量标识的审计师职业声誉的关注最终会通过股价机制体现出来，而这又进一步决定了审计的收费。Balvers、McDonald 和 Miller（1988）以及 Beatty（1989）都发现 IPO 公司中聘请具有良好声誉的“八大”会计师事务所参与审计的公司，其发行折价要比非“八大”会计师事务所审计的公司小很多，这表明具有良好声誉的审计师能够降低其审计客户的资本成本，从而提高企业的价值。Graswell、Francis 和 Taylor（1995）的理论模型则证明了职业声誉越好的审计师能够收取越高的审计费用。

除此之外，更为直接的证据来自于对审计师职业声誉受损的研究。Chaney 和 Philipich（2002）研究了因安然事件造成安达信职业声誉损害后，市场对经其审计的公司的反应，结果发现当安达信宣告其存在审计过失时，其审计的除安然公司之外的其他 284 家公司的累积市场超额收益率（CAR）显著为负。当安达信宣布它对安然审计的关键资料丢失时，结果更加显著。这一结果证实了“安然事件”对安达信职业声誉造成了重大影响，同时投资者对声誉的关注进一步体现在被审计公司的股价中。Krishnamurthy、Zhou 和 Zhou（2002）的进一步研究则发现安达信的客户在更换审计师时选择“四大”或者非“四大”会有不同的市场反应，相对而言，如果接任的是非“四大”会计师事务所，公司的股价下降更加显著。Asthana、Balsam 和 Krishnan（2003）在 Chaney 和 Philipich（2002）一文的基础上进行了扩展，他们不仅研究了安达信的客户，还同时研究其他“四大”客户的市场反应，证明了在事件日，安达信职业声誉受损同样影响到了其他“四大”。上述研究的一个共同发现就是当作为曾经的“五大”之一的安达信职业声誉受损时，市场对其审计质量产生了怀疑，进而

对其客户以及其他“五大”的客户价值均产生了负面的影响。

国内的相关研究主要关注于投资者对银广厦事件给中天勤的职业声誉带来损害的市场反应。方军雄、许平和洪剑峭（2006）发现在银广厦事件曝光日和中天勤被中注协通告日前后，其审计的 55 家上市公司的累积市场超额收益率显著为负，但是在两个事件点的累积市场超额收益率分别仅为-0.37%和-0.57%。这一负面的市场反应程度要显著小于 Chaney 和 Philipich（2002）的研究结果。显然，如此小的累积市场超额收益率在经济意义上缺乏说服力，并且可能由于其他噪音事项的存在而使得研究结论不稳定。之所以发现如此弱的结果，一个可能的原因是当时正处于会计师事务所发展的不规范期，市场对国内会计师事务所的审计质量的期望本身就比较低，发生造假事件对其期望的影响较小，因此反应在股价上也比较缓和。

但是，在中国资本市场发展的相当长一段时间内，特别是国内会计师事务所的审计质量广受质疑的阶段，无论是投资者还是政府的有关监管部门都对“四大”寄予了厚望。而德勤在科龙电器审计上的失败，使得投资者对“四大”的审计质量产生了巨大的期望落差。基于以上分析，我们可以推断在科龙电器事件对德勤声誉造成较大影响的几个事件点，市场会对其职业声誉产生质疑，继而对其审计的公司做出负面的反应。同时由于投资者普遍地将“四大”作为一个整体看待，因此德勤声誉受损也将影响到其他“四大”的声誉，并对其审计的公司同样做出负面的反应。结合前述的科龙电器案例的分析，我们认为对德勤的声誉影响最大的两个事件点是 2005 年 5 月 10 日（科龙电器公告该公司因涉嫌违反证券法被中国证监会立案调查）和 2006 年 11 月 9 日⁵（媒体广泛报道顾维军在庭审期间宣称，2004 年有争议的 5.1 亿元销售收入是因为德勤会计师事务所逼迫所致），前者使得科龙事件正式浮上水面，市场对德勤的审计质量开始质疑，而后者更是从科龙电器前高管的角度对德勤的职业道德产生了巨大的不利影响，使其声誉遭受了严重的损害。基于此，我们提出如下两个研究假说：

假说 1a：当科龙电器公告证监会对其立案调查时，市场对由德勤审计的上市公司做出了负面的市场反应。

假说 1b：当科龙电器公告证监会对其立案调查时，市场对由其他“四大”审计的上市公司做出了负面的市场反应。

假说 2a：在顾维军宣称科龙电器的财务造假行为应当归咎于德勤时，市场对由德勤审计的上市公司做出了负面的市场反应。

假说 2b：在顾维军宣称科龙电器的财务造假行为应当归咎于德勤时，市场对由其他“四大”审计的上市公司做出了负面的市场反应。

此外，如前所述，审计师所提供的鉴证服务是解决信息不对称及代理问题的重要手段之一。当审计师的职业声誉受损时，其提供的鉴证服务受到质疑，市场将重新评价这些审计师所审计公司的财务报表的质量。无疑，当其客户的财务报表中有潜在的盈余管理的可能或涉及到较多的职业判断时，投资者的反应会更为强烈，也即这些公司将经历更为严重的负面的市场反应。在相关研究文献中，国外较多使用可操纵性盈余来衡量企业盈余的质量或盈余管理的程度（如 Jones，1991）。而在国内，一个比较特殊的现象是上市公司经常通过实质性的资产买卖来达到盈余管理的目的，而这在会计报表上又往往会反映在线下项目的操纵上（如 Haw 等，1998；Chen and Yuan，2004）。因此，基于这些关于中国资本市场盈余管理的已有研究成果，本文使用利润表中线下项目的比例作为公司潜在的盈余管理的可能性，或者盈余管理程度的替代变量，并提出本文的假说 3：

假说 3a: 当科龙电器公告证监会对其立案调查时, 由“四大”审计的上市公司净利润中线下项目比例越大, 市场对其负面反应越强烈。

假说 3b: 在顾维军宣称科龙电器的财务造假行为应当归咎于德勤时, 由“四大”审计的上市公司净利润中线下项目比例越大, 市场对其负面反应越强烈。

4 研究设计

4.1 样本选择

本文所有的股价和财务数据均来源于上海 WIND 咨询有限公司开发的 Wind 数据库, 新闻公告来自于深圳巨灵信息技术有限公司开发的中国财经资讯数据库, 并由作者整理而成。我们发现 2005 年度聘请德勤作为审计师的上市公司总共有 18 家 (不包括科龙电器), 其中沪市 11 家, 深市 7 家; 聘请“四大”(德勤、毕马威、普华永道、安永) 作为审计师的上市公司总共有 89 家 (不包括科龙电器), 其中沪市 64 家, 深市 25 家。因为本文在计算 CAR 时要用到事件日前 195 天数据, 所以我们剔除了由于上市时间较短不满足计算 CAR 值要求的样本公司, 以及部分数据缺失的公司。最终本文的样本公司为 81 家。

4.2 市场反应的衡量

本文参照 Chaney 和 Philipich (2002)、Krishnamurthy、Zhou 和 Zhou (2002) 以及 Asthana、Balsam 和 Krishnan (2003) 等的研究, 利用事件研究法来验证我们所要检验的前两个假说。具体地, 我们采用市场模型来计算样本公司的累积市场超额收益率, 这一方法与已有的上述国外文献保持一致, 以便于对照分析。

本文共选取了五个研究窗口, 分别为[-1, 0]、[0, 1]、[-1, 1]、[-2, 2]以及[-3, 3]。首先, 我们以[-200, -6]这 195 天的日个股收益率和日市场收益率用下式估计单个公司的 α 、 β 值:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \times R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中, $R_{i,t}$ 是第 i 只股票在第 t 天的日收益率, $R_{m,t}$ 是考虑现金红利再投资的第 t 天的日市场收益率, 如该股票属沪市, 则用沪市日市场收益率; 如该股票属深市, 则用深市日市场收益率。

第二步, 根据估计出的 α 、 β 系数, 计算事件期[-T, T]内股票的非正常报酬:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}] = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i \times R_{m,t})$$

其中, $AR_{i,t}$ 是股票 i 在第 t 天的超额报酬率, $E[R_{i,t}]$ 是根据市场模型估算的股票 i 在第 t 天的预期收益率。

最后, 可以计算出每家公司[-T, T]期间的累积非正常报酬率 (CAR):

$$CAR_i = \sum_{j=-t}^t AR_{j,t} \quad (t=-3, -2, -1, 0, 1, 2, 3)$$

此外, 我们引入如下的模型 (1) 来检验本文要验证的假说 3:

$$CAR = \alpha + \beta_1 * BTL + \beta_2 * LNBTM + \beta_3 * SIZE + \beta_4 * REVGROW + \varepsilon$$

在模型 (1) 中, CAR 代表各窗口期所计算出的累积市场超额收益率, BTL 表示利润表中线下项目⁶占净利润比率。LNBTM 等于企业账面价值与市场价值之比的自然对数, 账面价值取自研究事件前一年度的财务报告, 市场价值则由事件发生年度的月平均股价计算得出。Size 表示总资产的自然对数。Revgrow 代表主营业务增长率。LNBTM、Size 和 Revgrow

三个变量用来控制规模和成长性对 CAR 值的影响，这在相关的研究中（如 Chaney 和 Philipich, 2002; Doogar, Sougiannis 和 Xie, 2003）得到了比较广泛的应用。如果上述模型中，BTL 的系数 β_1 显著为负，则表明市场对声誉受损的公司做出负面的市场反应时，更关注的是盈余质量差的公司。

5 实证分析

图 5.1 和表 5.1 列示了科龙电器公告证监会对其立案调查的事件窗口期间的市场反应。从图 5.1 可以发现，经德勤审计的公司在事件日前二天开始经历显著为负的市场反应，并且这一情况在窗口期间一直持续，而市场对其他“四大”的客户负面反应则主要集中在事件发生的当日。表 5.1 进一步显示，经德勤审计的公司在我们所选取的五个窗口期间的累积市场超额收益率都显著为负，且都超过了-1.5%。特别的，在 [-3, 3] 的窗口期内，累积市场超额收益达到了-4.62%，具有比较明显的经济意义。这一结果表明，“科龙电器事件”的发生使得德勤的职业声誉受损，市场对其提供的审计服务质量产生了质疑，从而使其审计的其他公司也经历了负面的市场反应。此外，从表 5.1 还可以发现，除德勤以外的“四大”的客户在我们所选取的五个窗口期间也经历了负面的市场反应，并且在前面的三个窗口都显著为负，其累积市场超额收益率维持在 1% 左右，这一结果表明总体上德勤的声誉受损波及到了其他的三家国际会计师事务所，从而连带着对其他“四大”的客户价值产生负面的影响，并且这种反应主要集中在事件发生的当日。我们进一步把市场对德勤和其他“四大”的客户做出的负面市场反应的差异进行了检验，表 5.1 的结果显示两者并不存在统计上的显著差异。综合图 5.1 和表 5.1 的结果，我们可以认为，证监会对科龙立案调查，使得市场对德勤的审计质量产生了质疑，继而对经德勤和其他“四大”审计的上市公司做出了负面的市场反应，这验证了本文的假说 1。

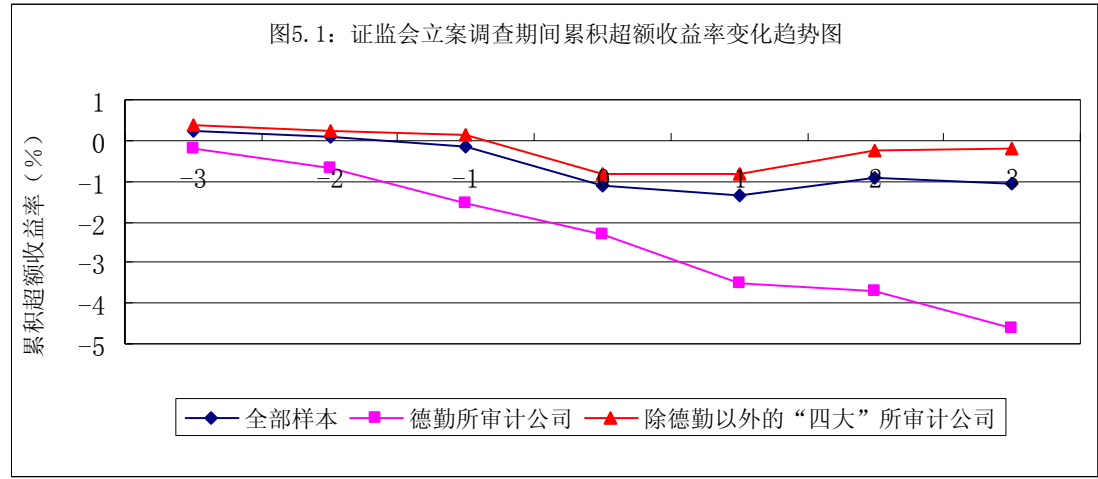


图 5.1 证监会立案调查期间累积超额收益率变化趋势图

事件窗口	全部样本公司	德勤所审计公司	非德勤四大所审计公司	德勤客户与非德勤四大审计客户比较	
				T 检验	Wilcoxon 检验
[-1, 0]	-1.21*** (-2.66)	-1.66* (-1.79)	-1.10** (-2.11)	0.97 (0.34)	-0.95 (0.34)
[0, 1]	-1.16*** (-2.69)	-1.97** (-2.12)	-0.95** (-1.98)	0.52 (0.6)	-0.71 (0.47)

[-1, 1]	-1.41*** (-2.44)	-2.83** (-2.12)	-1.06* (-1.66.)	1.19 (0.24)	-1.31 (0.18)
[-2, 2]	-1.19 (-1.49)	-3.51* (-1.80)	-0.62 (-0.72)	1.36 (0.18)	-0.99 (0.32)
[-3, 3]	-1.08 (-1.14)	-4.62* (-1.88)	-0.21 (-0.20)	1.67 (0.11)	-1.07 (0.28)

注：为便于观察分析，表中累积超额收益率数据均为百分比率数字。0 点为 2005 年 5 月 10 日。括号中数值为 T 检验统计量值。***，**，* 分别表示在 1%，5%，10% 的水平上显著。

表 5.1 证监会立案调查事件日各窗口期间累积超额收益率

类似地，图 5.2 和表 5.2 列示了本文的第二个事件点期间，即顾维军在法庭上宣称科龙电器的财务造假行为应当归咎于德勤事务所时的市场反应。从图 5.2 可以发现，在媒体广泛报道顾维军在法庭上宣称德勤应当为其行为负责，并承担 5.1 亿元虚构收入的责任的事件日，无论是德勤的客户还是其他“四大”的客户都经历了显著为负的市场反应，并且在随后的几天一直持续为负。表 5.2 进一步显示，在本文选择的事件窗口中，样本公司在其中的四个窗口经历了显著的负面市场反应，并且无论在经济意义还是统计意义上都非常显著。特别的，在 [-3, 3] 的窗口期，所有“四大”的客户累积获得了-3.75%的超额收益率，其中德勤的客户经历了-4.34%的超额收益率，而其他“四大”的客户亦经历了-3.61%的超额收益率。这一结果表明，顾维军突然宣称科龙电器造假系由德勤所逼这一突发事件，极大地改变了人们的预期，作为最熟悉内情的主要当事人公开披露事件内幕，使得市场参与者在“科龙电器事件”浮出水面后对德勤及其他“四大”的审计质量的质疑得到了进一步的验证，较大幅度地降低了“四大”的客户的价值。此外，表 5.2 的结果还显示市场对德勤和其他“四大”审计的公司的负面市场反应在统计上并没有显著的差别。综合图 5.2 和表 5.2 的结果，我们可以验证本文要检验的假说 2，即在顾维军宣科龙电器的造假行为应当归咎于德勤事务所的事件期间，市场对德勤继而“四大”的审计质量产生了进一步的质疑，导致经这些事务所审计的公司经历了显著的负面市场反应。

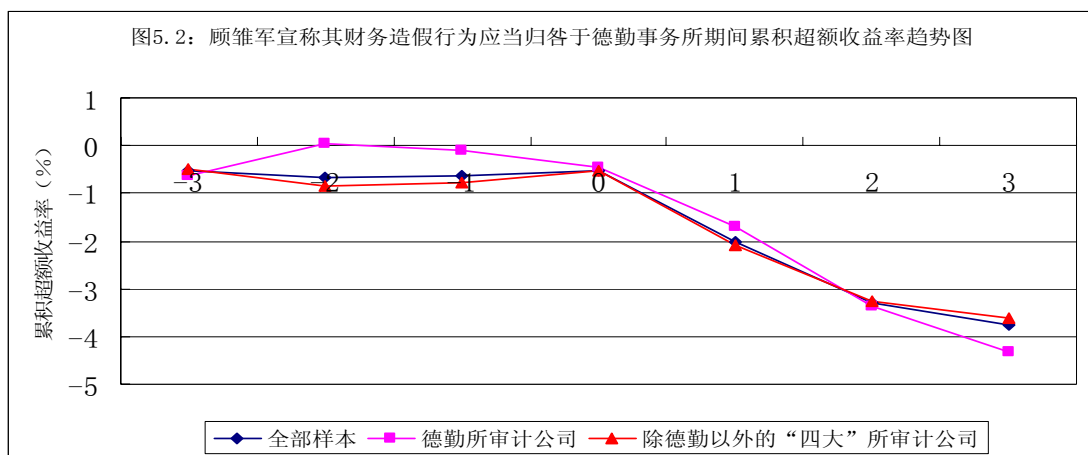


图 5.2 顾维军宣称其财务造假行为应当归咎于德勤事务所期间累积超额收益率趋势图

事件窗口	全部样本公司	德勤所审计公司	非德勤四大所审计公司	德勤客户与非德勤四大客户比较	
				T 检验值	Wilcoxon 检验

[-1, 0]	0.15 (0.25)	-0.48 (-0.63)	0.30 (0.40)	0.73 (0.46)	-0.66 (0.25)
[0, 1]	-1.37** (-2.25)	-1.59*** (-3.03)	-1.32* (-1.77)	0.29 (0.77)	0.77 (0.43)
[-1, 1]	-1.34** (-2.16)	-1.75** (-2.11)	-1.25* (-1.67)	0.45 (0.65)	0.22 (0.82)
[-2, 2]	-2.78*** (-3.96)	-2.70*** (-3.36)	-2.79*** (-3.29)	-0.08 (0.93)	0.46 (0.64)
[-3, 3]	-3.75*** (-4.94)	-4.34*** (-5.68)	-3.61*** (-3.9)	0.60 (0.55)	0.2 (0.84)

注：为便于观察分析，表中累积超额收益率数据均为百分比率数字。0 点为 2006 年 11 月 09 日。括号中数值为 T 检验统计量值。***, **, *分别表示在 1%, 5%, 10%的水平上显著。

表 5.2：顾维军宣称其造假行为应当归咎于德勤事务所事件日各窗口期累积超额收益率

表 5.3 和表 5.4 分别报告了本文对假说 3a 以及假说 3b 进行验证的结果。需要指出的是，由于前文的经验证据表明在本文所选取的对德勤的声誉造成损害的两个事件点，市场对经德勤和其他“四大”审计的公司都做出了显著的负面市场反应，并且投资者对两者的客户的反应程度并没有显著的区别，因此我们在验证假说 3 时，对所有的样本公司进行了回归分析。表 5.3 和表 5.4 的结果显示，在两个事件点的三个窗口期间，经“四大”审计的公司的线下项目占净利润比率与累积超额收益率都呈负相关，并且在 [-2, 2] 和 [-3, 3] 这两个窗口期间显著为负。这一结果表明，投资者对声誉受损的会计师事务所审计的公司做出负面市场反应时，也区分了不同公司的盈余质量。当公司存在盈余管理的可能性越大时，市场的负面反应更加强烈，这支持了本文所要验证的假说 3，也说明当投资者认为审计师的鉴证服务质量不高时将通过自己的经验判断对公司价值进行重新评估，而不是完全依赖于审计师的服务。

变量	窗口期					
	[-1, 1]		[-2, 2]		[-3, 3]	
Intercept	-14.79* (-1.67)		-9.66 (-0.80)		4.50 (0.31)	
BTL	-0.57 (-1.32)		-1.55*** (-2.63)		-1.87*** (-2.65)	
Lnbtm	3.46*** (2.59)		4.21** (2.29)		5.55** (2.52)	
Size	0.70* (1.86)		0.52 (1.00)		-0.03 (-0.04)	
Revgrow	-0.004 (-0.31)		-0.02 (-1.05)		-0.04 (-1.58)	
Adj-R ²	0.14		0.15		0.13	
R ²	0.18		0.19		0.18	

注：括号中数值为 T 检验统计量值。***, **, *分别表示在 1%, 5%, 10%的水平上显著。

表 5.3：证监会立案调查事件日各窗口期累积超额收益率回归分析结果

变量	窗口期		
	[-1, 1]	[-2, 2]	[-3, 3]
Intercept	-3.59 (-0.34)	-15.78 (-1.36)	-33.21*** (-2.74)
BTL	-0.47 (-1.11)	-0.83* (-1.81)	-1.01** (-2.10)
Lnbtm	-1.99 (-1.33)	-3.05* (-1.88)	-1.41 (-0.83)
Size	0.05 (0.11)	0.51 (1.01)	1.25** (2.34)
Revgrow	-0.006 (-0.24)	-0.03 (-1.15)	-0.004 (-0.14)
Adj-R ²	-0.01	0.06	0.11
R ²	0.03	0.10	0.16

注：括号中数值为 T 检验统计量值。***，**，*分别表示在 1%，5%，10%的水平上显著。

表 5.4 顾维军宣称其行为应当归咎于德勤事件日各窗口期累积超额收益率回归结果

6 结论与启示

本文以“科龙电器事件”作为切入点，研究了我国的投资者是否关注审计师的职业声誉。研究结果显示，总体上，当会计师事务所的声誉毁损时，市场会对其审计质量产生质疑，并继而对其客户做出消极的市场反应。我们发现，在科龙电器公告证监会对其立案调查和顾维军在法庭上宣称科龙电器的造假行为应当归咎于德勤这两个对德勤的声誉造成严重影响的事件点，市场对经德勤和其他“四大”审计的公司做出了负面的市场反应，并且投资者对两者的反应程度并没有显著的差别，即市场把“四大”当作一个整体看待，德勤的声誉受损对其他的“四大”具有负面溢出效应。进一步的研究还发现，投资者对声誉受损的会计师事务所审计的公司做出负面市场反应时，也区分了不同公司的盈余质量。当公司存在盈余管理的可能性越大时，市场的负面反应更加强烈。

本文的研究发现对正在逐步规范和完善的我国审计市场具有重要的启示意义。由于资本市场已经初步完成股权分置的改革，全流通的时代即将到来，这必然使得无论是企业的管理层还是普通的投资者更加关注企业的市场价值。而正如本文的结果表明，审计师职业声誉受损后会使得其客户的价值发生毁损，在理性的市场里，这必然导致其市场份额的丧失和审计收费的减少。对于会计师事务所的一个重要启示是，如果能够提高职业道德和执业质量，逐步建立自己的声誉就能获得投资者的认同，就能获得更高的市场份额和审计收入。反之，如果不重视自己的声誉，就会使其客户的价值受损，从而导致市场份额的流失和审计收费的减少。

参考文献

【1】方军雄、许平、洪剑峭，2006：《CPA 职业声誉损害经济后果性研究——来自银广夏事件的初步发现和启示》，《南方经济》第 6 期。

- [2] Asthana, S., Balsam, S., Krishnan, J., 2003. Audit Firm Reputation and Client Stock Price Reactions: Evidence from the Enron Experience, Working paper, Fox School of Business and Management. Temple University.
- [3] Balvers, R.J., McDonald, B., Miller, R.E., 1988. Underpricing of new issues and the choice of auditor as a signal of investment banker reputation. *Journal of Accounting Research* 63: 605-622.
- [4] Beatty, R., 1989. Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings, *The Accounting Review*, Vol. LXIV, Oct., PP693-709.
- [5] Chaney, P.K., Philipich, K.L., 2002. Shredded reputation: The cost of audit failure. *Journal of Accounting Research* ,40 (September): 1221-1245.
- [6] Chen K., and Yuan, H.Q., 2004. Earnings Management and Capital Resource Allocation: Evidence from China's Accounting-based Regulation of Rights Issues, *The Accounting Review*, Vol.79 number 3, pp645-665.
- [7] Doogar, R., Sougiannis, T., Xie, H., 2003. The Impairment of Auditor Credibility: Stock Market Evidence from the Enron-Andersen Saga, working paper.
- [8] Graswell, A., Francis, J., Taylor, S., 1995, Auditor Brand Name Reputations and Industry Specializations, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.20, PP297-322.
- [9] In-Mu Haw, Daqing Qi, Woody Wu, and Wei-Guo Zhang, 1998. Earnings Management of Listed Firms in Response to Security Regulations in China's Emerging Capital Market, Working Paper.
- [10] Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* (October): 305-360.
- [11] Jones, J., 1991. Earnings Management During Import Relief Investigations, *Journal of Accounting Research*, PP193-228.
- [12] Krishnamurthy, S., Zhou, J., Zhou, N., 2002. Auditor Reputation, Auditor Independence and the Stock Market Reaction to Andersen's Clients", Working paper, SUNY at Binghamton School of Management.
- [13] Lang, L., Stulz, R., Walkling, R., 1991. A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: the Case of Bidder Returns, *Journal of Financial Economics*, 1991, (29): 315-335.
- [14] Watts, R., Zimmerman, J., 1983. Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm: Some Evidence, *Journal of Law and Economics*: 613-633.

Does the Market Care Auditors' Reputation ?

---Evidence and implications from the Case of "KeLong Electric"

ZHU Hong-jun¹, LV Wei¹, HE Xian-jie¹

(1. Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: This paper examines whether investor in China care auditors' reputation based on the case of "KeLong Electric". The results show that when the auditors' reputation has been damaged, the public will undermine their quality, which in turn affect the market value of its client firms. At both of the event days when Deloitte's reputation was shredded, the clients of Deloitte, as well as the clients of the other "big four", experienced significantly negative market abnormal return. Moreover, there are no significant differences of abnormal return between the clients of Deloitte and the other "big four". This means there existing spillover effects among the "big four". Further analysis shows investor also care the characteristics of the shredded auditors. When the firm's earnings quality is lower, such as having the high probability of earnings management, they would experience more negative abnormal return.

Keywords: auditors' reputation; auditing quality; market reaction

作者简介:

朱红军: 上海财经大学会计与财务研究院

吕 伟: 上海财经大学会计学院

何贤杰: 上海财经大学会计学院

¹ 本研究成果得到上海财经大学会计与财务研究院的资助, 并且是教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“转轨经济中的公司治理与控制权收益”(06JJD630016)的阶段性成果。我们感谢 2007 中国会计学会学术年会部分与会学者和上海财经大学会计与财务研究院学术讨论班的各位参与者提出的宝贵建议。文中的一切错误与疏漏, 概由本文作者承担。

² 中国证监会曾于 2001 年初发文规定, 金融、证券类上市公司必须要由“国际知名会计师事务所”审计, 深圳市政府也同样做过类似的规定。

³ 虽然目前有关部门对德勤在科龙事件上的责任还没有完全的界定, 德勤方面也一再否认其审计失职, 但包括毕马威的调查报告等大量证据显示德勤在科龙造假案上负有不可推卸的责任, 并且这几乎已成为市场的共识。

⁴ 由于 2006 年 11 月 9 日(媒体广泛报道在庭审期间顾雏军突然宣称 2004 年有争议的 5.1 亿元销售收入是因为德勤逼迫所致)科龙电器在证券市场上没有交易, 我们在图中标识了与该事件点最接近的交易日 2006 年 11 月 13 日。

⁵ 由于我们在后文研究设计中选取的样本公司剔除了科龙电器, 因此科龙电器在该日没有交易并不影响本文的研究。

⁶ 本文中线下项目金额是指利润表中净利润和营业利润之差, 代表了公司非持续性的业务活动, 其中包括: 投资收益、补贴收入、营业外收支、以前年度损益调整以及财政返还等。