

走马观花？投资者访问是否影响审计收费

赵子夜¹

(1.上海财经大学会计学院 上海 200433)

摘要：中国证券市场首开投资者访问信息披露试验，引起多方关注。本文考察投资者访问是否通过改变公司的信息环境，并影响审计收费。检验结果表明，投资者访问有助于公司节约审计费用，其生效路径是信息透明度和公司治理水平因访问而改善，审计方的业务风险得以降低。进一步的，这一效应在机构投资者访问时表现得更为明显。在经济显著性方面，投资者的访问使得审计费用下降了6%。结论有助于我们理解，来自于投资者一方的监督努力，能够替代现有的监督机制的投入。

关键词：投资者访问；信息披露；审计费用；溢出效应

中图分类号： F239.0 **文献标识码：** A

一、引言

中国资本市场首开投资者访问信息披露实验，引发各界关注。一方面，就投资者访问的效果而言，该机制能否有利地保护投资者，取决于政策执行的水平。若执行不力，则投资者访问公司就可能只是流于“走马看花”的形式，若机制有效，则投资者实地访问公司就可能“满载而归”，获得有价值的信息，并对公司相关治理机制产生积极影响。另一方面，投资者保护是一个环环相扣的系统工程，投资者访问信息披露机制的推出可能会影响其他有关投资者的保护机制，从而产生溢出效应。审计活动作为资本市场正常运转的核心环节之一，对上市公司经营业务、财务信息等起到了不可替代的监督作用，也是投资者保护的一项重要机制。因此，投资者访问机制的推出对审计业务的溢出效应是本文考察的核心。以往的研究都是从公开信息角度研究审计费用的影响因素，本文则从投资者实地访问的角度探究此话题。一方面丰富了审计定价影响因素研究，另一方面对当前日益重要的投资者关系管理的研究提供了重要的补充。

探讨此话题，有两个重要问题需要厘清。首先，投资者为什么要访问上市公司？总的来说，本文认为原因可以归结两条，一是规避投资风险，二是获取信息优势。具体来说，（1）通过访问可以获得一些特殊的、公司未公开的内部信息（Hollander et al., 2010; Tang, 2013），且可以帮助投资者与公司管理层建立较为密切的关系，从而在竞争中获得“知识优势”（Holland and Doran, 1998; 孔东民等, 2015）；（2）面对面交流是一种特殊的信息获取渠道，它能够帮助投资者了解上市公司的战略（Barker, 1998; Roberts et al., 2006）、管理层的能

力 (Barker, 1998)、性格、管理层之间的人际关系以及公司治理质量,还能够使得投资者有机会去追溯管理层是否能如约实现其早期的业绩承诺 (Holland and Doran, 1998),客观上对公司起到一种监督作用,也有利于更好地保护好投资者自身权益 (Rao and Sivakumar, 1999)。

(3) 信息的获取不仅仅依赖于公司直接披露的股价敏感信息,而是通过“拼图式”的方式,将从会谈中、实地参观中以及其他渠道获得的碎片化信息进行整合,形成对公司新的预测与评估,进而做出投资决策 (Loomis, 1972; Holland and Doran, 1998)。(4) 访问中管理层的眼睛 (Roberts et al., 2006)、面部表情、声音特征或者语言内容可能影响投资者或其他参与者的反应 (Hollander et al., 2010; Rodier, 2010; Davis et al., 2012; Davis et al., 2015; Mayew and Venkatachalam, 2012)。甚至于,在会议中公司拒绝或者逃避回答问题也能成为一个信号。以苹果公司为例,在其 2008 年第三季度电话会议中,CEO 乔布斯缺席,引发外界对其健康问题的担忧,而在应对投资者针对乔布斯健康方面的提问时,公司以“健康是私人问题”为由,避而不答,由此引发投资者的强烈质疑,最终引起当天股价下跌 2.6% (Hollander et al., 2010)。

其次,投资者访问能够影响审计师决策吗?权小锋和陆正飞 (2016) 的研究表明,投资者关系管理降低了审计风险,对审计师出具非标准审计意见的概率产生了显著的负向影响。可见,投资者访问能够影响审计师的决策行为。但权小锋和陆正飞 (2016) 并未发现投资者关系的改善对审计费用有显著影响。而本文则证明,投资者访问改变了上市公司与投资者的信息沟通环境,进而影响到事务所对审计收费的考量。本研究 and 权小锋和陆正飞 (2016) 的结论并不矛盾,因为基于投资者关系的调研数据并非公开,从而审计师也未必能够直接感知,但投资者访问的数据则是由交易所规定强制披露,能够被市场各方充分感知,更容易导致审计费用的变化。因此,本研究的结论是在增加了市场各方都可以观测到访问数据的约束条件下才得以成立。

基于上述逻辑,我们对投资者访问和审计费用的关系和影响路径进行了系统性的测试,结果发现:首先,投资者访问显著降低了审计费用,PSM 配对测试的结果揭示,与没有被访问的公司相比,被访问的公司审计费用平均下降 6%;其次,投资者访问对审计费用的影响受到产权性质和访问类型的影响;最后,我们还发现投资者访问主要通过改善公司盈余管理和信息披露质量的路径降低审计费用。本文的研究结论表明,投资者访问的治理模式在集体诉讼机制不够完善的新兴市场,影响了审计师的审计收费,表明潜在的监管压力能够改变审计行为。

本研究的贡献主要在于,首先,据作者所知,本文是国内第一篇研究投资者访问与审计

费用关系的文献。由于投资者访问数据在美国不公开（Soltes，2012），以往关于投资者关系管理的研究大都是基于调查问卷数据基础上的间接实证证据，本文基于独特的投资者访问数据库研究了投资者访问对公司行为以及审计师决策的影响，这为投资者访问制度的实施效果提供直接的经验证据。其次，研究投资者访问对审计费用的影响，为审计定价的相关研究提供了一个新的研究视角。以往的研究大多是从公司内部的角度研究审计费用的影响因素，如内部控制（Hogan and Wilkins，2008）、公司规模（Simunic，1980）、经营风险（Morgan and Stocken，1998；Bell et al.，2001）、诉讼风险（Beatty，1993；Simunic and Stein，1996；Badertscher et al.，2014）等方面，本文则从投资者实地访问的外部监督角度探究此话题，丰富了审计定价影响因素的相关研究。第三，从政策效应的角度看，相关法规并未明确访问信息和监管处罚的直接对应关系，鉴于此，投资者访问机制能否发挥作用仍存在疑问。本文结论证明，投资者访问的治理模式在集体诉讼机制不够完善的新兴市场发挥了作用，它改变了上市公司与投资者的信息沟通环境，进而影响到事务所对于审计收费的考量。这说明除了监管层，公司外部潜在的监管压力也能够改变审计行为，因此本研究丰富了该系列的文献（Pistor and Xu，2005；陈冬华等，2008；赵子夜，2009；赵子夜和周静，2013）。最后，就投资者访问的经济后果而言，本研究证明了投资者访问对其他投资者保护机制溢出效应的存在。本文关于交流访问能够作为投资者信息获取渠道和监督手段，进而影响到审计师决策的研究，为政府监管机构制定公平披露准则提供有效的经验证据。

二、制度背景

投资者访问是一种特殊的投资者关系管理活动，为投资者提供了与公司管理层直接面对面以及实地考察公司的机会。但在早期，上市公司与投资者进行沟通的活动本质上是为了宣传公司和推销股票，那时候投资者只是公司单向信息传达的被动接受者。随着证券市场的繁荣，上市公司开始尝试利用各种渠道、手段、方法主动与投资者进行沟通。发展至今，以分析师电话会议、联网、路演、新闻发布会等作为主要沟通形式的投资者关系管理在发达国家资本市场已经发展为投资者保护的重要补充机制，但由于缺乏系统可比的强制性披露规范，研究者难以系统地采集沟通信息的内容。相比而言，我国监管层在开启投资者访问机制的同时，还要求公司对相关访问信息进行可比且一致的披露^①，这为相关研究提供了绝佳的条件。

中国的投资者访问实践经过一段酝酿期之后，逐渐实施。2000年6月28日，《中国证券报》发表《我们所理解的投资者关系》一文，引入“投资者关系”这一概念。随后，2001年

^① 深交所相关法规要求上市公司披露《投资者关系活动记录表》，投资者访问的类别、访问时间、地点、参与人员、访问内容等信息的披露都有规范性要求。具体的访问信息可参考附表《投资者关系活动记录表》。

发生的一系列财务舞弊丑闻使得投资者关系管理得到了高度关注。2003 年，证监会开始在上市公司中全面推行投资者关系管理，在当年 7 月发布《关于推动上市公司加强投资者关系管理工作的通知》，要求上市公司主动披露信息，建立投资者关系管理机构，将责任落实到人，以实现公司与投资者间有效沟通。随后，沪深证券交易所相继发布《上市公司投资者关系管理指引》、《上市公司投资者关系自律公约》等一系列规章制度，要求上市公司实施投资者关系管理，使投资者更全面地了解公司情况、营造及时互动的良好环境。同年 5 月，深市发布《中小企业板块上市公司特别规定》，对深市中小企业板块上市公司开展投资关系管理提出了明确的要求。2005 年 7 月 11 日，我国证监会发布的《上市公司与投资者关系工作指引》对投资者关系管理进行了具体阐述，为我国企业开展投资者关系管理提供了一个完善的框架。2007 年 3 月，证监会发布《关于开展加强上市公司治理专项活动有关事项的通知》，将公司开展投资者关系管理作为公司治理情况的一项评价指标。2009 年 10 月，深圳证券交易所出台《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》（深证上〔2009〕106 号）中，明确了对创业板上市公司开展投资者关系管理活动的要求。此后证监会出台的《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》（深证上〔2010〕243 号）、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》（深证上〔2010〕243 号）都要求“在业绩说明会、分析师会议、路演等投资者关系活动结束后，上市公司应当及时将主要内容置于公司网站或以公告的形式对外披露”（具体披露形式见附表《投资者关系活动记录表》）。

全面系统的投资者访问披露制度可参见 2012 年《深圳证券交易所创业板股票上市规则》的修订版，其中要求上市公司在自身网站开设投资者关系专栏，定期举行见面活动，及时回复投资者提出的问题，使投资者更了解公司情况。上海证券交易所于同年 6 月发布了《关于进一步加强上市公司投资者关系管理工作的通知》。这些规章制度的发布为投资者访问机制的发展奠定了基础。自 2012 年起，深圳证券交易所的上市公司开始系统且全面地披露投资者访问信息，具体访问频率见图 1。图中可以看出，从 2012-2014 年的三年间，在本文所用的有效样本中，被访问的公司的数量逐年攀升。这表明，投资者访问正受到资本市场越来越多的关注与重视。投资者访问制度的推行，无疑使得中国在促进市场透明方面前进了一大步（因为西方国家还没有公开），但在中国资本市场投资者保护制度不完善的背景下，投资者访问制度能否有效发挥作用需要检验。

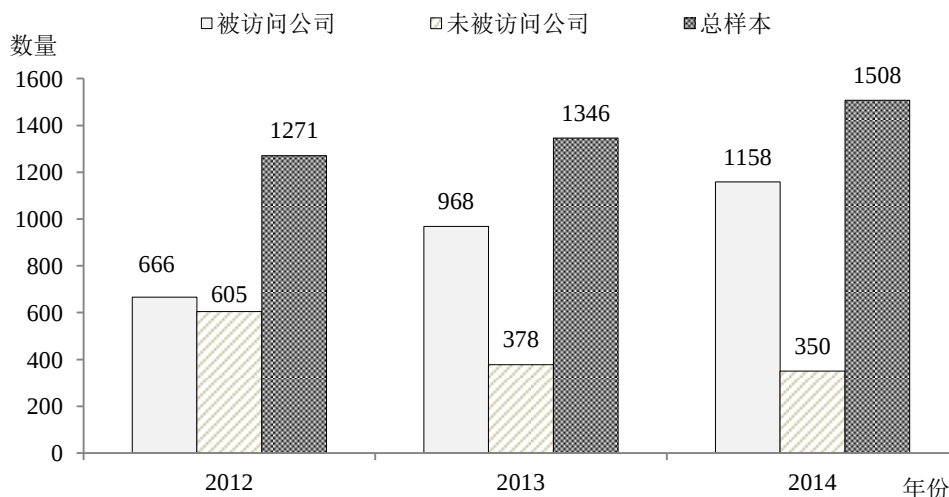


图 1 2012-2014 年访问上市公司数量统计

三、理论分析与研究假说

（一）投资者访问与信息透明度

近年来接待投资者实地访问逐渐成为投资者关系管理的重中之重，但鉴于数据的难以获得，当前鲜有投资者访问的研究，更多的文献是基于投资者关系管理的整体角度，这依然为我们研究投资者访问提供重要理论依据。经济学家 Spence（1974）研究指出，信息的传递是解决信息不对称问题的重要方法。投资者关系管理(IRM)是公司沟通信息的一部分(Gregory, 1997)，它在一定程度上被认为是信息不对称问题的解决办法（Craven and Marston, 1997）。有证据显示，投资者关系管理的实施导致公司提供的信息量增加（Bushee, 2006）。Strawser（1995）和 Botosan（1997）的研究亦肯定了加强信息披露、增加信息透明度的 IRM 管理方式。诸多研究都表明，上市公司投资者关系提高了投资者知情权，减少了上市公司与投资者之间的信息不对称（杨德明等，2006）。

在过去十多年里，投资者与上市公司高管互动会议的频率和重要性大幅上升（Roberts et al., 2006）。与西方资本市场监管制度不同的是，2006 年深交所在《上市公司公平信息披露指引》中强制性要求上市公司披露和报告投资者关系管理活动。投资者的实地访问以及访问后的强制信息披露，为提高上市公司信息透明度，减少市场与上市公司之间的信息不对称提供了很好的渠道。Cheng et al.（2016）以中国上市公司访问为研究对象，发现当有投资者或其他机构访问上市公司时，市场反应比较明显，尤其是当多人同时参与访问、有共同基金参与访问或上市公司信息环境较差时，这一现象更加明显。Solomon and Soltes（2015）基于某一家上市公司在 6 年间详细的投资者访问交流数据，发现进行访问交流的对冲基金在与上市

公司的管理层面谈之后做出了更多的知情交易。Lattemann（2005）的研究表明，面对面的沟通可以降低信息传递过程中“噪音”的影响。Bushee et al.（2011）研究在赞助商赞助的会议盛宴中上市公司高管与参会者之间的沟通交流，发现有高管参加交流的上市公司股票表现和交易量整体而言为正，但受会议盛宴的规模、所聚焦的行业等特点影响。Bushee et al.（2017）发现了类似的结论。这些研究都表明投资者通过直接的交流与访问可以获得信息增量，这减少了公司与投资者之间的信息不对称程度（Hollander et al., 2010）。

（二）投资者访问与公司治理

投资者访问活动是非常重要的投资者关系管理活动。投资者访问与公司治理的文献很少，但投资者关系管理与公司治理关系的相关文献可以提供启示。投资者关系管理作为公司治理机制之一，是公司与投资者之间信息交流、传递和分析的价值增值活动（马连福，2008）。但当前的文献大多是研究公司治理对投资者关系管理的影响（如 Westphal and Zajac, 1998; Craven and Marston, 1997; 林斌，2005），投资者关系管理对公司治理的影响却被忽视。

以往关于投资者关系的研究更多地从内部公司治理出发研究投资者关系管理的动机，将其作为外部公司治理因素的研究少之又少。这主要有两个原因，一是外部公司治理的重要性被忽视，二是外部治理环境因素众多，难以找到权威有效的衡量标准，从而使相关领域的研究价值大打折扣。Lattemann（2003）认为，股东与董事会之间的关系是“外部治理”问题，因此，投资者关系也属于外部治理范畴。当前不多的关于投资者关系管理对公司治理影响的研究为本文研究投资者访问提供了启示。Ellis（1985）总结了IRM的目标是帮助一个管理得当的公司赢得商业界和金融界对其能力和长期前景的恰当认可和信任度，以及帮助公司管理者履行其受托义务，使得无论是卖方投资者还是买方投资者都能够确信他们确实是在公平、合理地反映真实价值的价格上卖出或买进公司股票。Chang（2006）指出，投资者关系的作用就是监督管理层行为，避免来自政府和利益相关者的制度压力。Bebchuk（2002）认为，IRM能降低上市公司高管和股东之间的信息不对称程度，降低公司存在的代理问题及成本。Cao等（2016）的研究表明，投资者访问能够抑制公司的过度投资行为。杨德明和辛清泉（2006）发现上市公司投资者关系活动在一定程度上可以抑制代理成本。可见，投资者关系管理能够促进公司治理质量的提高（马连福，2006）。但也有不同的声音出现，国内肖斌卿等（2007）指出，IRM与公司治理存在着互补关系。杨德明等（2007）的实证检验结果表明，上市公司投资者关系对公司治理水平和会计业绩影响不显著。因此，对于投资者关系管理对公司治理的影响，当前的研究并非完全观点一致。但目前在我国一些上市公司存在“一股独大”的情

况下,让广大投资者尤其是中小投资者在充分知情的情况下,对公司决策拥有更大的发言权,引入投资者关系管理的理念不失为改善公司治理质量的积极举措(马连福、赵颖,2006)。

(三) 假说提出

大量研究文献表明,审计风险越高审计收费也越高(Simunic, 1980; Beatty, 1996; Pratt and Stice, 1994; Gul and Tsui, 1998; Bell et al., 2001; 李爽和吴溪, 2004)。反之,审计风险越低审计收费也会相应降低。基于前文对投资者访问与信息透明度和公司治理的讨论,本文认为,投资者访问让投资者获得了更多的知情权,提高了公司的信息透明度(Robert et al., 2006),同时投资者访问起到了对管理层的监督作用,因此有利于降低公司的经营风险,从而降低审计费用。相关的IRM的研究提供了相关的证据,如Higgins(1992)认为通过投资者关系管理与投资界进行坦诚的沟通可以避免“战略阻碍”的失败。Gregory(1997)认为,通过投资者关系创造一个正面的声誉,从而能够降低股东认为公司危险的程度。Conger(2004)的研究表明上市公司通过IRM在充分了解股东需求与夙愿前提下可以节省时间来识别公司可能存在的潜在风险,推动公司价值增值。权小锋等(2016)的研究表明,IRM能够显著抑制企业未来的违规倾向,且这种负向关系在控制内生性问题后依然存在。这些研究表明,良好的投资者关系管理能够降低公司的经营风险(包括潜在风险),这有助于降低审计师的审计风险。作为一种直接有效的投资者关系管理活动,投资者访问无疑在其中发挥着重要作用。

综上,本文认为,投资者访问从提高信息透明度、促进公司治理改善、帮助公司识别并降低经营风险三个方面影响审计收费。首先,投资者访问有助降低公司的信息不透明度(Gao et al., 2016),而公司信息不透明度的降低有助于降低审计风险。

其次,投资者访问起到外部监督的作用(Gao et al., 2016),促进公司治理的改善,提高财务报告质量(如降低盈余管理),降低审计风险^②。

再次,通过投资者访问,上市公司在充分了解股东需求与夙愿前提下可以节省时间来识别公司可能存在的潜在风险(Conger, 2004),避免战略失败(Higgins, 1992)。因此投资者访问有利于降低公司风险,从而降低审计师的审计失败风险,进而降低审计费用。

基于以上分析,本文提出如下假说:

假说 1a 投资者访问和审计费用负相关。

另一方面,质疑在于,即使投资者访问增加了信息披露程度,但审计师可能为了识别这

^② 关于公司治理与审计费用关系的文献,可以参考Hogan and Wilkins(2008),蔡吉甫(2007),潘克勤(2008)等文献,在此不再赘述。

些信息的真实程度需要付出额外的时间和精力去整理和分析，从而加大工作量，提高了审计收费。薛敏正等（2009）以台湾上市公司为研究对象，探讨了上市公司的信息透明度和审计收费之间的关联性。研究结果显示，审计收费与信息透明度间呈显著正相关，即当公司的信息透明度较高时，会计师的确需付出更多的努力及时间查核。为此，本文提出如下防御性假说：

假说 1b 投资者访问和审计费用正相关。

四、研究设计

（一）数据来源和样本

本文仅选取深圳证券交易所上市公司作为研究对象，以 2012-2014 年为研究时间窗口。选取理由是深交所明确要求上市公司在业绩说明会、分析师会议、路演等投资者关系活动结束后，应当及时将主要内容置于公司网站或以公告的形式对外披露^③，而上交所对此没有具体要求，因此无法观测到沪市上市公司的投资者访问数据。以 2012 年作为研究的时间起点，主要原因在于 CSMAR 数据库中的投资者访问数据主要是从 2012 年开始。本文的样本经过如下筛选：（1）剔除金融行业公司；（2）剔除财务数据缺失的公司。最后，总共得到 4125 个样本观测值。市场化指数数据来源于《中国分省份市场化指数报告（2016）》（王小鲁、樊纲、余静文），上市公司的信息披露考评数据来源于深圳证券交易所网站，其他变量数据均来自于 CSMAR 数据库。为剔除极端值的影响，本文对所有连续变量进行了 1% 的缩尾处理。

（二）研究模型和变量定义

为检验投资者访问的溢出效应和生效路径，我们构建下述模型：

$$LFEE = \alpha + \beta_1 VISIT + Control \quad variables \dots \dots \dots (1)$$

$$LFEE = \alpha + \beta_{Moderator=1} VISIT + Control \quad variables \dots \dots \dots (2.1)$$

$$LFEE = \alpha + \beta_{Moderator=0} VISIT + Control \quad variables \dots \dots \dots (2.2)$$

模型 1 检验投资者访问对审计费用的影响，如果投资者访问促进审计费用的收取，则变量 VISIT 的系数 β_1 正显著。反之，如果投资者访问降低了审计收费，则 β_1 负显著。模型 2.1 和 2.2 检验投资者访问的调节效应，我们根据产权性质、信息披露程度以及信息质量将样本分组，并观察投资者访问在两组样本中对审计费用的解释力是否存在差异。

1. 因变量和核心自变量

^③ 具体的要求参考《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》（深证上〔2010〕243 号）、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》（深证上〔2010〕243 号）、《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》（深证上〔2009〕106 号）。

LFEE 为期审计费用的自然对数。VISIT 为投资者访问变量，由四个分项指标构成，分别是：（1）投资者访问虚拟变量 VISIT，若在 t 期有投资者对上市公司进行实地访问，则取值为 1，否则为 0；（2）投资者访问总次数 LVISIT，即 t 期投资者（包括个人和机构投资者）对上市公司进行实地访问的总次数加 1 并取自然对数；（3）个人投资者访问次数 LNPER，即 t 期个人投资者实地访问上市公司的次数加 1 并取自然对数；（4）机构投资者访问次数 LNINS，即 t 期机构投资者实地访问上市公司的次数加 1 并取自然对数。

我们在调节效应测试中采用了信息披露程度和信息披露质量两个变量来刻画 INFORMATION，首先为信息披露程度 INFORANK，该变量数据来源于深圳证券交易所的网站披露的交易所对上市公司的信息披露程度的考评结果，分为 A（优秀）、B（良好）、C（合格）、D（不合格）四个等级。此外，我们也用了盈余管理变量 ABSDA 刻画会计信息质量并进行了测试，该变量为用修正 Jones 模型计算的可操控应计项目的绝对值。

2. 控制变量及其度量

根据审计费用研究的海内外文献，我们选取产权性质、股权集中度、是否国际四大、是否本土五大、审计费用依赖性、独立董事比例、董事会开会次数、市场化指数、审计意见、资产回报率、业绩性质、公司资产负债率、公司规模作为控制变量（李爽和吴溪，2004；朱小平和于谦，2004；张奇峰等，2006；Simunic，1980；Simunic and Wu，2009）。变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量名	定义
LFEE	上市公司审计费用的自然对数
VISIT	如果上市公司在第 t 期有至少一位投资者对其进行实地访问，则取值为 1，否则为 0
LVISIT	第 t 期投资者（包括个人和机构投资者）对上市公司进行实地访问的总次数
LNPER	公司在 t 期被个人投资者访问的次数加 1 后的自然对数
LNINS	公司在 t 期被机构投资者访问的次数加 1 后的自然对数
STATE	公司最终控制人为国有取 1，否则为 0
HER5	公司前 5 大股东持股比例的平方和
NBIG4	审计方为国际四大取 1，否则为 0
AFEEBIG5	审计方为按审计费用排名的本土 5 大取 1，否则为 0
DPEN	审计费用依赖性
INDEP	公司独立董事占董事会成员比例
LMEET	公司年度董事会开会次数的自然对数
MKT0	公司所在省份的市场化指数
OP	公司被出具非标准意见取 1，否则为 0
ROA	公司第 t 期的总资产回报率

LOSS	公司第 t 期亏损取 1，否则为 0
DE	公司第 t 期的资产负债率
SIZE	公司第 t 期期末总资产的自然对数

五、实证分析与结果讨论

（一）描述性统计

表 2 是主要变量的描述性统计。从表 2 可以看出，被解释变量审计费用取对数之后(LFEE)的均值为 13.3558，中位数为 13.3047。解释变量 VISIT 的均值为 0.6768，说明从 2012 到 2014 年的三年间有 67.68%的上市公司被投资者访问。解释变量 LVISIT 的均值为 1.9271，LNPER 的均值为 0.1444，LNINS 的均值为 1.9088。NBIG4 的均值为 0.0221，说明样本公司中被国际四大审计的比例为 2.21%，AFEEBIG5 的均值为 0.5312，说明有一半的样本公司被本土的五大会计师事务所审计。LOSS 均值为 0.0873，说明样本公司中有 8.73%的观测值盈利状态为亏损。

表 2 变量描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
LFEE	4125	13.3558	13.3047	0.4888	12.4292	14.9942
VISIT	4125	0.6768	1	0.4677	0	1
LVISIT	4125	1.9271	1.9459	1.6694	0	5.1985
LNPER	4125	0.1444	0	0.4461	0	2.3979
LNINS	4125	1.9088	1.9459	1.6637	0	5.1533
STATE	4125	0.2526	0	0.4346	0	1
HER5	4125	0.1651	0.13878	0.1127	0.0195	0.5622
NBIG4	4125	0.0221	0	0.1469	0	1
AFEEBIG5	4125	0.5312	1	0.4991	0	1
DPEN	4125	0.0128	0.0053	0.0185	0.0010	0.1100
INDEP	4125	0.3741	0.3333	0.0530	0.3333	0.5714
LMEET	4125	2.2815	2.3026	0.3073	1.6094	3.0910
MKT0	4125	9.3530	9.8700	1.8815	4.9800	11.8000
OP	4125	0.0286	0	0.1667	0	1
ROA	4125	0.0519	0.0424	0.0669	-0.1490	0.3388
LOSS	4125	0.0873	0	0.2823	0	1
DE	4125	0.3911	0.3646	0.2169	0.0363	0.9079
SIZE	4125	21.6167	21.4743	1.0605	19.4166	24.9416

注：表中变量定义同表 1。

（二）投资者访问是否影响审计费用

表 3 列示了投资者访问对审计费用的影响。表 3 中模型（1）的自变量为投资者访问总次数（LVISIT），该变量与审计费用在 1%的水平显著负相关。模型（2）的自变量为投资者访问虚拟变量（VISIT），其系数在 1%的水平显著为负，说明与没有投资者访问的上市公司相比，有投资者实地访问的上市公司，其审计费用显著下降。这验证了本文的假说 1a，即投

资者访问降低了审计师的审计收费。

这一结论在当前有关投资者访问是否能够切实保护投资者利益的争议环境下,具有重要的意义。业界的担心在于,在不完善的制度环境和低法律风险情况下,投资者访问可能流于形式,公司出于后续风险的考虑,可能尽量采用样板化的报告予以应对,而不会释放实质性的有价值的信息。如杨德明等(2007)的研究就表明,上市公司投资者关系管理对公司治理水平和会计业绩并无显著影响。相比之下,本文的研究结论从溢出效应的角度证明了投资者访问具有的积极经济后果,这印证了在全球的资本市场逐渐兴起的投资者关系管理活动的价值所在。

表 3 投资者访问是否影响审计费用

变量	(1)		(2)	
	LFEE		LFEE	
	系数	P值	系数	P值
LVISIT	-0.0117** (-2.421)	0.016		
VISIT			-0.0323** (-2.078)	0.038
STATE	-0.0804*** (-3.603)	0.000	-0.0794*** (-3.551)	0.000
HER5	-0.108 (-1.420)	0.156	-0.101 (-1.327)	0.185
NBIG4	0.554*** (7.581)	0.000	0.551*** (7.476)	0.000
AFEEBIG5	0.148*** (8.549)	0.000	0.148*** (8.541)	0.000
DPEN	5.348*** (8.847)	0.000	5.346*** (8.821)	0.000
INDEP	-0.0913 (-0.649)	0.516	-0.0926 (-0.658)	0.510
LMEET	0.0633*** (2.623)	0.009	0.0616** (2.546)	0.011
MKT0	0.0366*** (8.140)	0.000	0.0361*** (8.026)	0.000
OP	0.167*** (4.716)	0.000	0.164*** (4.624)	0.000
ROA	0.151 (1.154)	0.249	0.112 (0.864)	0.388
LOSS	0.0713*** (2.967)	0.003	0.0687*** (2.857)	0.004
DE	0.0621 (1.232)	0.218	0.0652 (1.294)	0.196
SIZE	0.298*** (24.92)	0.000	0.296*** (24.86)	0.000
Constant	6.834***	0.000	6.852***	0.000

	(27.17)		(27.34)
Industry	控制		控制
year	控制		控制
N	4125		4125
调整R ²	0.5502		0.5498

注：*、**和***分别代表在 10%、5%和 1%水平上显著，括号内为 t 值。表中所有的回归都经过公司维度的 cluster 调整，变量定义同表 1。

（三）个人和机构投资者访问溢出效应的差异

中国的资本市场被认为股权集中，中小股东能否保护自身利益值得关注。在监管方开启了个人投资者访问的通道后，个人投资者是否能影响公司治理，亟待经验证据的支持。大多研究表明，与个人投资者相比，机构投资者具有更加专业的知识分析能力，同时机构投资者也更愿意去上市公司进行调研，以获得非公开信息（Barker, 1998; Solomon and Solts, 2012; 余佩琨等, 2009）。因此，在中国投资者保护制度不完善的背景下，个人投资者对公司的监督作用难以实现，而机构投资者对上市公司进行访问所产生的溢出效应可能要更大。在实际中，大量研究表明，机构投资者确实可以通过与公司的接触获得信息优势。比如，早期的基于英国和美国分析师的调查研究就指出了隶属于证券公司的分析师与上市公司进行直接接触以获得更多信息的重要性（Arnold and Mozier, 1984; Chugh and Meador, 1984）。Frankel 等(1999)的研究表明，机构投资者利用电话会议所传达的信息进行了交易。Bushee 等(2003, 2004)等的研究也得到了类似的结论。

为了分析个人和机构投资者访问溢出效应的差异，我们做了实证检验，结果如表 4 所示。模型（1）的结果表明个人投资者访问次数并不影响审计费用，模型（2）的结果说明机构投资者访问显著降低了上市公司的审计费用，模型（3）将个人投资者访问次数（LNPER）和机构投资者访问次数（LNINS）同时纳入模型，其结果与模型（1）和（2）的结果一致，即个人投资者访问的溢出能力弱于机构投资者。这说明投资者访问机制的溢出效应主要是由机构投资者所引发，个人投资者访问对投资者保护环境并没有明显的改善作用。

表 4 个人和机构投资者的溢出能力差异

	(1)	(2)	(3)
变量	LFEE	LFEE	LFEE
LNPER	-0.0157 (-1.10)		-0.00584 (-0.40)
LNINS		-0.0122** (-2.53)	-0.0118** (-2.36)
STATE	-0.0750*** (-3.36)	-0.0806*** (-3.61)	-0.0805*** (-3.61)
HER5	-0.104	-0.108	-0.109

	(-1.37)	(-1.42)	(-1.44)
NBIG4	0.552*** (7.58)	0.554*** (7.58)	0.554*** (7.62)
AFEEBIG5	0.148*** (8.56)	0.148*** (8.55)	0.148*** (8.56)
DPEN	5.378*** (8.81)	5.345*** (8.84)	5.347*** (8.84)
INDEP	-0.0922 (-0.65)	-0.0918 (-0.65)	-0.0922 (-0.66)
LMEET	0.0608** (2.53)	0.0635*** (2.63)	0.0636*** (2.64)
MKT0	0.0356*** (7.97)	0.0367*** (8.15)	0.0368*** (8.18)
OP	0.168*** (4.73)	0.166*** (4.72)	0.167*** (4.72)
ROA	0.103 (0.79)	0.153 (1.17)	0.152 (1.17)
LOSS	0.0734*** (3.05)	0.0711*** (2.96)	0.0714*** (2.97)
DE	0.0743 (1.48)	0.0614 (1.22)	0.0608 (1.21)
SIZE	0.294*** (25.14)	0.298*** (24.94)	0.298*** (25.01)
Constant	6.873*** (27.48)	6.832*** (27.14)	6.831*** (27.15)
Industry	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制
N	4125	4125	4125
调整R ²	0.549	0.550	0.550

注：*、**和***分别代表在 10%、5%和 1%水平上显著，括号内为 t 值。表中所有的回归都经过公司维度的 cluster 调整，变量定义同表 1。

（四）产权性质的溢出效应差异

尽管国有企业和非国有企业在公司治理、内部控制等方面具有显著不同，但深圳证券交易所对深市的上市公司关于投资者访问制度的要求是一样的，如果投资者访问制度“强势有效”，那么投资者访问对审计费用的影响在国有企业和非国有企业中应该没有显著区别，即都能显著降低上市公司的审计费用。如果投资者访问制度“弱势有效”，那么投资者访问在国有企业和非国有企业中可能产生不同的经济后果。投资者访问制度到底是“强势有效”还是“弱势有效”需要实证检验。为检验产权性质对投资者访问溢出效应的影响，本文将上市公司样本分成两组分别进行回归。从表5可以看出，机构投资者访问在国有股样本中并不显著，而在非国有股样本中显著为负，说明产权性质影响了投资者访问的溢出效应。我们认为，相比于国有企业，非国有企业在公司治理和信息披露方面存在更多问题，因此投资者访

问对非国有企业监督效应更明显，从而产生显著的审计收费溢出效应。

表5 国有产权的调节效应

	(1)	(2)
变量	LFEE 国有样本	LFEE 非国有样本
LNINS	-0.0127 (-1.23)	-0.0118** (-2.26)
HER5	-0.392*** (-2.74)	0.0379 (0.44)
NBIG4	0.598*** (7.79)	0.524*** (4.69)
AFEEBIG5	0.0821** (2.24)	0.169*** (8.64)
DPEN	3.317*** (4.25)	6.179*** (7.94)
INDEP	-0.0328 (-0.11)	-0.123 (-0.80)
LMEET	0.0506 (0.90)	0.0684*** (2.70)
MKT0	0.0205** (2.17)	0.0400*** (8.04)
OP	0.274*** (3.55)	0.129*** (3.30)
ROA	0.214 (0.87)	0.162 (1.09)
LOSS	0.0335 (0.72)	0.0965*** (3.56)
DE	0.0273 (0.27)	0.0963* (1.72)
SIZE	0.348*** (16.49)	0.271*** (19.57)
CONSTANT	5.523*** (12.30)	6.805*** (22.29)
INDUSTRY	控制	控制
YEAR	控制	控制
N	1042	3083
调整R ²	0.624	0.5032

注：*、**和***分别代表在 10%、5%和 1%水平上显著，括号内为 t 值。表中所有的回归都经过公司维度的 cluster 调整，变量定义同表 1。

（五）进一步分析与内生性问题的说明

前文的结论揭示了投资者访问与审计费用的关系，但投资者访问具体是通过哪些渠道影响到审计费用并未给出验证。在假说 1 的理论分析中，我们认为投资者访问从提高信息透明度、促进公司治理、帮助公司识别并降低经营风险三方面影响审计收费。关于投资者访问帮

助公司降低经营风险的证明可以参考 Gao et al. (2016) 的研究，本部分内容主要从投资者访问帮助公司提高信息透明度、促进公司治理改善，进而影响审计费用这两方面进行检验。

1. 信息披露水平的调节效应

首先，我们检验投资者访问对信息披露程度的影响。在我们的模型中，被解释变量为信息披露程度（INFORANK），数据来源于深圳证券交易所官网，每年深圳证券交易所都会对深市的所有上市公司的信息披露程度进行考评，考评结果分为 A（优秀）、B（良好）、C（合格）、D（不合格）四个等级。我们将 A、B、C、D 四个等级分别赋值为 4、3、2、1 作为被解释变量。结果显示，（1）投资者访问次数与上市公司的信息披露程度显著正相关；（2）有投资者访问的上市公司比无访问的公司的信息披露程度显著更高。这说明投资者访问提高了上市公司的信息披露程度。限于篇幅，本文未列示详细结果^④。

进一步地，如果投资者访问通过提高公司信息披露程度影响审计费用，那么相比于信息披露程度高的公司，在信息披露程度差的公司中，投资者访问对审计费用的影响应该更加显著。鉴于模型 1 的主要结果来自于机构投资者，我们将调节效应的测试集中于机构投资者。我们按照信息披露考评等级将样本公司分为高信息披露程度组（评级为 A 的公司）和低信息披露程度组（评级为 B、C、D 的公司）进行检验，结果见表 6。

表 6 的回归结果不仅指出了投资者访问影响审计收费的路径，而且也对本文的内生性问题提供了解释。如果存在内生性问题，即只有那些信息披露好的公司才会选择更多地接待投资者访问，那么在信息披露程度差的上市公司中，投资者访问对其审计收费就应该没有影响。但从表 6 可以看出，恰恰在信息披露程度差的上市公司中，机构投资者访问次数与审计费用显著负相关，而在高信息披露程度组中，机构投资者访问次数与审计费用不相关。这说明，机构投资者访问通过提高低信息披露水平上市公司的信息披露程度这种路径降低了审计师的审计收费，这进一步验证了本文的假说 1a。

表 6 信息披露水平的调节效应

	(1)	(2)
变量	LFEE 高信息披露组	LFEE 低信息披露组
LNINS	-0.00497 (-0.51)	-0.0150*** (-2.90)
STATE	-0.0292 (-0.62)	-0.0990*** (-4.21)
HER5	-0.152 (-0.89)	-0.0704 (-0.89)

^④ 回归结果留存备案。

NBIG4	0.367*** (3.09)	0.663*** (8.72)
AFEEBIG5	0.101** (2.41)	0.153*** (8.28)
DPEN	5.713*** (3.31)	5.134*** (8.20)
INDEP	-0.919*** (-2.91)	0.0777 (0.54)
LMEET	0.0344 (0.68)	0.0697*** (2.62)
MKT0	0.0526*** (4.63)	0.0334*** (7.13)
OP		0.166*** (4.69)
ROA	-0.509 (-1.60)	0.249* (1.79)
LOSS	0.0934 (0.69)	0.0816*** (3.35)
DE	0.0471 (0.37)	0.0616 (1.19)
SIZE	0.329*** (11.87)	0.291*** (23.42)
CONSTANT	5.959*** (9.28)	6.439*** (23.35)
INDUSTRY	控制	控制
YEAR	控制	控制
N	785	3329
调整R ²	0.623	0.529

注：*、**和***分别代表在 10%、5%和 1%水平上显著，括号内为 t 值。表中所有的回归都经过公司维度的 cluster 调整，变量定义同表 1。

2. 盈余管理的调节效应

我们以盈余管理（ABSDA）作为公司治理质量的衡量指标，检验投资者访问对公司治理的影响。结果表明，投资者访问与 ABSDA 显著负相关，这说明投资者访问显著降低了上市公司的盈余管理程度，这也印证了投资者访问对上市公司高管的监督作用以及对公司治理的促进作用。限于篇幅，本文未列示详细结果^⑤。

进一步地，如果投资者访问通过促进公司治理改善影响审计费用，那么相比于公司治理好的公司，在公司治理差的公司中，投资者访问对审计费用的影响应该更加显著。其逻辑在于，高的盈余操纵会使得会计师事务所增加人力资源投入，具体表现为工作时间和每小时收费标准的增加，会计师事务所因此会要求较高的审计收费，并且只有当公司的盈余操纵迹象较明显时，公司治理状况与注册会计师工作时间和每小时收费标准才显著正相关（Johnstone

^⑤ 回归结果留存备索。

and Bedard, 2003)。反之，若投资者访问提高了上市公司的盈余质量，那么就会降低审计师的资源投入，从而使得审计收费降低。本文按盈余管理程度（ABSDA的中位数）将样本公司分为高盈余管理组和低高盈余管理组进行检验，结果见表7。结果表明，高盈余管理组中，机构投资者访问次数与审计费用显著负相关，而在低盈余管理组中，投资者访问次数、投资者访问虚拟变量都与审计费用不相关。以上的结论表明，投资者访问显著降低了上市公司的盈余管理程度，进而降低审计收费。

表 7 盈余管理的调节效应

	(1)	(2)
变量	LFEE 高盈余管理组	LFEE 低盈余管理组
LNINS	-0.0196*** (-2.98)	-0.0101 (-1.62)
STATE	-0.0834*** (-2.85)	-0.0864*** (-2.98)
HER5	-0.0801 (-0.79)	-0.104 (-1.05)
NBIG4	0.584*** (6.76)	0.533*** (5.56)
AFEEBIG5	0.151*** (6.67)	0.150*** (6.48)
DPEN	5.849*** (7.61)	4.619*** (5.68)
INDEP	0.0356 (0.19)	-0.0101 (-0.06)
LMEET	0.0753** (2.16)	0.0446 (1.50)
MKT0	0.0385*** (6.60)	0.0393*** (6.67)
OP	0.190*** (3.76)	0.150*** (3.06)
ROA	0.180 (1.12)	0.185 (0.77)
LOSS	0.0456 (1.42)	0.114*** (2.97)
DE	0.0900 (1.30)	0.0539 (0.77)
SIZE	0.303*** (18.80)	0.313*** (18.91)
CONSTANT	6.171*** (17.39)	5.930*** (16.79)
INDUSTRY	控制	控制
YEAR	控制	控制
N	1979	1979
调整R ²	0.560	0.555

注：*、**和***分别代表在 10%、5%和 1%水平上显著，括号内为 t 值。表中所有的回归都经过公司维度的 cluster 调整，变量定义同表 1。

（六）基于投资者访问的 PSM 匹配测试

最后，为检验投资者访问溢出效应的经济显著性，并降低潜在的内生性对本文的影响，我们针对投资者访问进行了 PSM 的倾向得分配对测试。考虑到根据前文的测试，机构投资者的溢出效应强于个人，我们将被机构投资者访问的公司作为处理（treat）组，未被机构投资者访问的公司作为对照组，然后采用了放回抽样的方法进行了配对测试。结果表明，TREAT 变量在配对测试的回归中的系数为-0.0596，P 值为 0.01，这说明，机构投资者的访问行为使得审计费用平均下降了 6%。

六、结论与启示

本文以2012-2014年深圳证券交易所上市公司为研究对象，检验了投资者访问对审计费用的影响。本文的检验结果支持了审计收费的替代假说，即投资者访问促进了公司信息的释放，替代了审计的鉴证功能，从而减少收费。结果表明，投资者访问显著降低了上市公司的审计费用，且投资者访问机制的审计收费溢出效应主要由机构投资者所引发，个人投资者访问对投资者保护环境并没有明显的改善作用。这提示我们，中国资本市场上中小投资者的投资者保护制度需要进一步完善。随后，我们检验了投资者访问在国有企业和非国有企业中的溢出效应差异，结果显示，机构投资者访问在国有股样本中并不显著，而在非国有股样本中显著，说明产权性质影响了投资者访问的溢出效应。相比于国有企业，非国有企业在公司治理和信息披露方面存在更多问题，因此投资者访问对非国有企业监督效应更明显，从而产生显著的审计收费溢出效应。此外，我们发现这种溢出效应在信息披露水平低或者盈余管理严重的公司更为明显，这反映出投资者访问机制的积极经济后果，也印证了在全球资本市场逐渐兴起的投资者关系管理活动的价值所在。最后，从经济显著性而言，与未被访问的公司相比，机构投资者的访问使得审计费用平均下降了6%。由于投资者保护是一个环环相扣的系统工程，因此，本研究还有助于我们理解，公司信息的沟通环境应该由哪些利益相关方来构建与维护，并进一步思考每个相关方应该承担的责任。

本文的研究结论对于监管层的启示在于：在集体诉讼机制不完善的新兴市场，由监管层所推行的外部治理模式能够直接影响其他治理机制的经济后果，例如本文研究的审计收费。从本文的结果来看，投资者访问机制促进了公司治理和信息披露水平，分担了审计方的监督压力，对完善资本市场的监督环境起到了积极的作用。文章所发现的投资者访问能够对降低审计费用产生溢出效应的结果，为政府监管机构制定公平披露准则提供了经验证据，对我国

资本市场进一步完善投资者保护机制具有启发意义。

附表：投资者关系活动记录表示例

证券代码：*****

证券简称：****

****股份有限公司**
投资者关系活动记录表

编号：

投资者关系活动类别	☐ 特定对象调研 ☐ 媒体采访 ☐ 新闻发布会 ☐ 现场参观	☐ 分析师会议 ☐ 业绩说明会 ☐ 路演活动 ☐ 其他
参与单位名称及人员姓名		
时间	20**年**月**日	
地点		
上市公司接待人员姓名		
投资者关系活动主要内容介绍		
附件清单(如有)		
日期	20**年**月**日	

参考文献

- [1]孔东民,刘莎莎,陈小林,邢精平.个体沟通、交易行为与信息优势:基于共同基金访问的证据.经济研究, 2015, 11: 106~119.
- [2]权小锋,陆正飞.投资者关系管理影响审计师决策吗?——基于A股上市公司投资者关系管理的综合调查.会计研究, 2016, 2: 73~80.
- [3]薛敏正,郭振雄,刘沂佩.信息透明度对审计收费之影响.中国会计评论, 2009, 2: 207~224.
- [4]张奇峰,张鸣,戴佳君.中国审计定价实证研究述评.会计研究, 2006, 6: 87~93.

- [5]赵子夜.监管保护下的审计业务量效应.中国会计与财务研究, 2009, 3: 60~91.
- [6]Bushee B. J., M. J. Jung, and G. S. Miller. 2011. Conference Presentations and the Disclosure Milieu. *Journal of Accounting Research*, 49 (5): 1163~1192.
- [7]Cao, S., G. Gong, and H. Shi. 2017. Private Information Acquisition and Corporate Investment: Evidence from Corporate Site Visits. Working Paper.
- [9]Conger, M. 2004. How a Comprehensive IR Program Pays Off. *Financial Executive*, 20(1): 30~34.
- [10]Cheng, Q., F. Du, X. Wang, and Y. Wang. 2016. Seeing is Believing: Analysts' Corporate Site Visits. *Review of Accounting Studies*, 21(4): 1245~1286.
- [11]Frankel, R., M. Johnson, and D. Skinner. 1999. An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium. *Journal of Accounting Research*, 37(1): 133~150.
- [12]Higgins, R. B., and B. D. Bannister. 1992. How Corporate Communication of Strategy Affects Share Price. *Long Range Planning*, 25(3): 27~35.
- [13]Holland, J., and P. Doran. 1998. Financial Institutions, Private Acquisition of Corporate Information, and Fund Management. *The European Journal of Finance*, 4(2): 129~155.
- [14]Hollander, S., M. Pronk, and E. Roelofsen. 2010. Does silence speak? An Empirical Analysis of Disclosure Choices during Conference Calls. *Journal of Accounting Research*, 48(3): 531~563.
- [15]Johnstone, K. M., and Bedard, J. C.. Risk Management in Client Acceptance Decisions. *Accounting Review*, 2003, 78(4): 1003~1025.
- [16]Solomon, D. H., and E. F. Soltis. 2015. What Are We Meeting For? The Consequences of Private Meetings with Investors. *The Journal of Law and Economics*, 58(2): 325~355.

Coming Back Empty-handed or with Fruitful Results:

The Spillover Effect of Site Visit on Audit Fee

Abstract: Extensive attention has been attracted after site visit channel was opened in the Chinese capital market. In this study, the interaction between site visit and audit will be explored. Based on the unique database from Shenzhen Stock Exchange, this paper examines the impact of site visit on the audit fees of listed companies. The results show that site visit helps to improve the information transparency of listed companies and promote the governance of listed companies, thus significantly reducing the audit fees of listed companies. In addition, this effect is more significant when site visit was conducted by institutional investors. In specific, comparing to the companies which has no institutional investors' site visit, the audit fee of contrastive companies were 6% lower in average. In-depth analysis shows that, the spillover effect was mainly found in companies with relatively lower information disclosure quality or more severe earnings management. This paper supplements the research on IRM both at home and abroad, and provides a new perspective of the research on the factors that affect the pricing of auditing. In addition, this paper provides empirical evidence for government regulators to establish fair disclosure guidelines.

Key words: site visit, information disclosure, audit fee, spillover effect