

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741



## 硕士学位论文

论文题目 融资融券业务对审计定价的影响研究

研究生姓名: 张瑞环

指导教师姓名、职称: 王学龙 教授

学科、专业名称: 会计学

研究方向: 审计理论与方法

提交日期: 2022年6月1日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 张瑞环 签字日期： 2022.6.6

导师签名： 王弘 签字日期： 2022.6.7

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 张瑞环 签字日期： 2022.6.6

导师签名： 王弘 签字日期： 2022.6.7

# **Research on the Impact of the Margin Business on Audit Pricing**

**Candidate : Zhang Ruihuan**

**Supervisor: Wang Xuelong**

## 摘 要

上海和深圳证券交易所于 2010 年 3 月 31 日相继开通融资融券交易系统,标志着融资融券交易正式进入试点运行阶段。2019 年 8 月 19 日,融资融券标的迎来了自两融业务开展以来的第六次扩容,标的股数量由 950 只扩大至 1600 只,市值占总市值的比重达 80%。十年来,两融标的证券范围和规模不断扩大,融资融券业务取得了长足的发展,我国证券市场日趋成熟。融资融券业务在影响证券市场的同时,对上市公司的信息披露行为和利益相关者也会产生直接或间接的影响。作为重要的外部利益相关者,审计师通过感知上市公司的风险对财务报表出具鉴证报告。已有文献表明融资融券业务会显著增加审计师面临的诉讼风险,那么其是否会进一步影响以及如何影响审计师的定价决策?现有研究尚缺乏关注。

本文基于融资融券逐步扩容的制度背景,选取 2007-2020 年沪深两市 A 股主板上市公司为样本,利用双重差分模型(多时点 DID)探究融资融券业务对审计定价的影响,并通过引入审计投入和审计风险溢价这两个变量探寻融资融券业务影响审计定价的作用路径,此外通过分析政策的动态效应,进一步分析了两融业务是否会对审计定价产生持续影响。

通过实证检验发现:(1)融资融券业务实施后,相比于非标的公司,被纳入融资融券标的范围的公司其审计定价显著提高。(2)上市公司成为融资融券标的公司后,审计师通过增加审计投入、提高审计风险溢价两条路径提高了审计定价。(3)动态效应分析结果显示,融资融券业务对审计定价的提高具有持续效应。(4)进一步研究表明融资与融券业务对审计定价产生的影响存在差异,融资融券业务对审计定价的“提价”作用更多的是源于融券卖空的压力。以上研究结果表明,上市公司成为融资融券标的增加了审计师的风险感知,审计师在评估被审计单位的风险时应将这一因素纳入考量,促使审计师在执业中保持职业怀疑,同时本文的结论也为两融政策的实施效果提供了新证据。

**关键词:** 融资融券 审计定价 审计投入 风险溢价

## Abstract

The Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges successively opened the margin trading system in March 31, 2010, which implies the margin trading officially entered the pilot operation stage. On August 19, 2019, the subject matter of margin lending and short selling ushered in the sixth expansion since the launch of the margin business, the number of subject shares expanded from 950 to 1600, and the market value of those underlying stocks accounted for 80% of the total market value. Over the past decade, the scope and scale of securities subject to margin business have been constantly expanding, margin business has achieved considerable development, and China's securities market has become increasingly mature. Margin business not only affects the securities market, but also has a direct or indirect impact on the information disclosure behavior of listed companies and stakeholders. As an important external stakeholder, auditors perform the assurance responsibility on the financial statements by perceiving the risks of listed companies. Existing literature shows that margin business will significantly increase the litigation risk faced by auditors, so will it further affect and how will it affect auditors' pricing decisions? Existing research is still lacking attention.

Based on the quasi-natural experiment of the gradual expansion of margin business, this paper selects A-share listed companies on the main

board of Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2007 to 2020 as samples to explore the impact of margin business on audit pricing by using the double-difference model (Time-varying DID). By introducing the two variables of audit input and audit risk premium, the paper explores the path of the impact of margin business on audit pricing. In addition, by analyzing the dynamic effect of the policy, the paper further analyzes whether the margin business will have a sustained impact on audit pricing.

The empirical testing suggests that: (1) After the implementation of margin business, compared with non-target companies, the audit pricing of the companies included in the target range of margin trading is significantly higher. (2) After the listed companies become the target enterprise of margin trading, the auditors improve the audit pricing by increasing the input of audit resources and increasing the audit risk premium. (3) The result of dynamic effect analysis shows that margin business has a sustained effect on the improvement of audit pricing. (4) Financing business and securities lending business will have different effects on audit pricing. The promotion effect of margin business on audit pricing is more from short selling pressure. To sum up, the fact that listed companies become the subject of margin trading increases auditors' risk perception, and auditors should take this factor into consideration when evaluating the risk of auditee, prompting auditors to maintain professional

skepticism in practice. Meanwhile, the research findings also furnish new evidence for the implementation effect of the margin trading and securities lending policy.

**Key words:** Margin business; Audit pricing; Audit input; Audit risk premium

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	1
1.1 研究背景 .....	1
1.2 研究意义 .....	4
1.3 研究方法及内容.....	4
1.4 可能的创新点 .....	7
<b>2 文献综述</b> .....	8
2.1 融资融券业务文献综述 .....	8
2.1.1 融资融券对证券市场的影响.....	8
2.1.2 融资融券对上市公司的影响.....	10
2.1.3 融资融券对审计的影响.....	11
2.2 审计定价影响因素文献综述 .....	12
2.2.1 审计成本因素.....	12
2.2.2 审计风险因素.....	14
2.3 文献述评 .....	15
<b>3 理论基础与研究假设</b> .....	17
3.1 理论基础 .....	17
3.1.1 信息不对称理论.....	17
3.1.2 风险导向审计理论.....	18
3.1.3 保险理论.....	19
3.2 研究假设 .....	20
3.2.1 融资融券业务对审计定价的影响.....	20
3.2.2 融资融券业务对审计定价的影响机制.....	22
3.2.3 融资融券业务对审计定价影响的动态效应.....	23
<b>4 研究设计</b> .....	25
4.1 样本选取与数据来源.....	25
4.2 变量定义 .....	25

4.2.1 被解释变量.....	25
4.2.2 解释变量.....	26
4.2.3 控制变量.....	26
4.3 模型设计.....	27
<b>5 实证结果与分析.....</b>	<b>29</b>
5.1 描述性统计.....	29
5.2 相关性分析.....	30
5.3 多元回归分析.....	32
5.3.1 融资融券业务对审计定价的回归结果.....	32
5.3.2 融资融券业务对审计投入的回归结果.....	33
5.3.3 融资融券业务对审计风险溢价的回归结果.....	34
5.3.4 融资融券业务对审计定价影响的动态效应分析.....	36
5.4 进一步研究.....	37
5.5 稳健性检验.....	39
5.5.1 样本调整检验.....	39
5.5.2 基于 PSM 的稳健性检验.....	40
5.5.3 安慰剂检验.....	41
<b>6 研究结论与政策建议.....</b>	<b>42</b>
6.1 研究结论.....	42
6.2 政策建议.....	43
6.3 研究局限与展望.....	44
6.3.1 研究局限.....	44
6.3.2 研究展望.....	44
<b>参考文献.....</b>	<b>45</b>
<b>致谢.....</b>	<b>52</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景

融资融券交易指符合条件的投资者在缴纳一定的保证金后，向具有相应资质的证券公司借入资金以购买标的证券或者借入标的证券后卖出的一种信用交易。其中融资交易是指当投资者看好某只股票且对其未来股价上涨持乐观态度时会融资买入该股票，待股价上涨达到心理预期时投资者便会卖出该股票并及时偿还融资的本息和，融券交易具体指投资者预期某只股票未来股价呈下行态势而向中介机构融券借入股票后卖出，待股价下跌至其心理预期时投资者便会买入该股票并归还给中介机构。中国两家交易所于 2010 年 3 月 31 日相继发布公告，首轮确定了 90 只标的股。自此，我国融资融券交易试运行工作正式启动，历经四年筹划的融资融券交易终落地，标志着我国股票市场二十多年来只能进行“单边”交易时代的终结，正式进入两融业务并存的“双边”交易时代。不同于其他国家，融资融券业务在我国的发展具有渐进式扩容的特点，如表 1.1 所示。这种多时点、分批次地将符合条件的股票纳入两融标的范围的方法，一方面可以缓冲融资融券交易对市场的冲击，确保证券市场稳定运行，另一方面便于监管机构进行管控，根据市场变化灵活调整应对。

图 1.1 展示了融资融券余额在 2010-2020 年间的变动情况。不难看出，在融资融券业务开展初期，规模较小，从 2012 年开始到 2015 年融资融券业务取得了飞速发展，从 2012 年的 895 亿元增长到近 1.2 万亿元的规模。然而 2015 年股灾的降临严重影响了投资者参与证券交易的热情，直接导致 2016 年融资融券余额跌至 9392 亿元，之后几年一直处于小幅震荡状态。直到 2020 年创业板注册制落地、新三板精选层两融试点稳步推进，两融交易产品日趋丰富，投资者热情高涨，在这些因素的共同驱动下，仅仅一年融资融券余额便达到近 1.62 万亿元，相比去年增长 58.8%。

表 1.1 融资融券标的扩容情况统计表

项目	日期	标的股数		
		深圳证券交易所	上海证券交易所	标的股总数
试点运行	2010 年 3 月 31 日	40	50	90
第 1 次扩容	2011 年 12 月 5 日	98	180	278
第 2 次扩容	2013 年 1 月 31 日	200	300	500
第 3 次扩容	2013 年 9 月 16 日	300	400	700
第 4 次扩容	2014 年 9 月 22 日	400	500	900
第 5 次扩容	2016 年 12 月 12 日	425	525	950
第 6 次扩容	2019 年 8 月 19 日	800	800	1600

资料来源：深交所、上交所官网

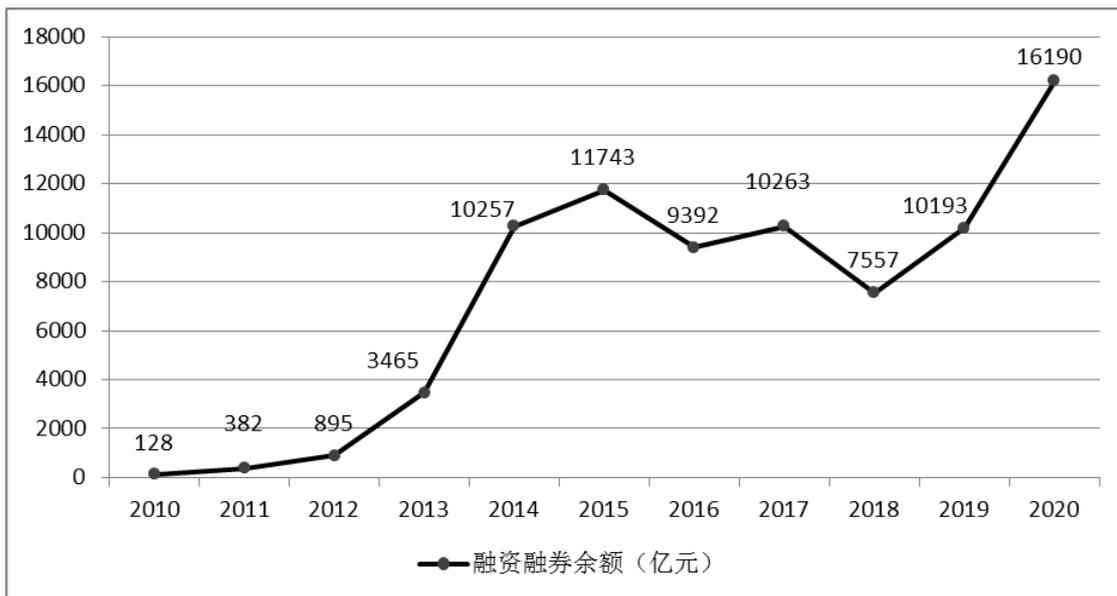


图 1.1 2010-2020 年融资融券余额

资料来源：深交所、上交所官网

历经十年的发展，我国融资融券交易机制虽然日渐成熟，但也存在着融资、融券发展严重失衡的问题。如图 1.2 所示，在 2010-2019 年融资额度占比每年都保持在 95% 以上，与此形成鲜明对比的是在这十年中融券额度占比始终不超过 5%，究其原因，一方面在于我国放松卖空管制才短短十余年，投资者对卖空操作缺乏了解，另一方面在于融券交易具有更强的杠杆效应，监管机构为规避风险

会通过限制券源、增加保证金比例等手段实施更为严格的管控。2019 年科创板开始交易、2020 年首批创业板注册制新股上市使得 2020 年融券余额大幅暴增，占比达 8.46%，创过去十年新高。

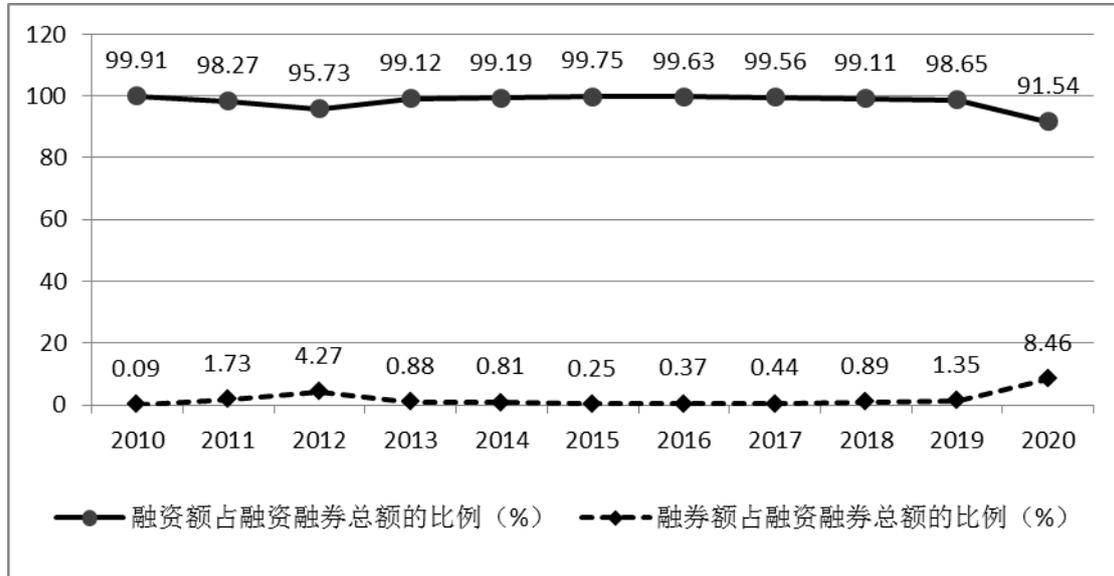


图 1.2 2010-2020 年融资和融券余额所占比重

资料来源：深交所、上交所官网

融资融券在改变投资方式、提高资本市场市场定价效率的同时也对上市公司的治理效应产生了深远影响。融资融券相关研究主要分为以下两方面：一是其对证券市场的流动性 (Sharif et al., 2015; 谢黎旭等, 2021)、波动性 (王帅, 2017; 王慧强和马晓彤, 2018) 和定价效率 (许红伟和陈欣, 2012; 吕大永和吴文锋, 2018; 林思涵等, 2020) 的影响；二是融资融券业务的公司治理效应 (陈晖丽和刘峰, 2014; 陆瑶等, 2018)。然而学术界对融资融券业务与审计之间的关系关注较少，已有的研究主要从融资融券业务对审计质量 (陈宇, 2019; 陈关亭等, 2019; 付荟芸, 2020)、审计意见 (张莎, 2018) 等方面展开，赵敬文 (2018) 虽然研究了融资融券业务与审计收费之间的关系，但对于其作用机制未做深入研究，而且未做长期的动态效应分析。基于此，本文以融资融券业务逐步扩容的准自然实验为背景，深入探讨融资融券业务与审计定价间的关系，在此基础上引入审计投入和风险溢价这两个变量，检验融资融券影响审计定价的作用机制是源于审计师投入的增加还是收取更高的风险溢价，此外本文通过动态效应分析，进一步探讨融资融券业务对审计定价的影响具有瞬时效应还是持续效应。

## 1.2 研究意义

理论意义：（1）目前学术界有关融资融券的研究大多围绕其对证券市场的影响和上市公司的经济后果而展开，本文从审计定价的角度，引入审计投入和审计风险溢价两个变量，较为深入地探讨了融资融券业务对审计定价的影响，丰富了两融业务经济后果的相关研究。（2）审计定价模型自 1980 年被提出已经过了四十年的时间，在此期间不断地被国内外学者予以补充完善。直到今天，随着市场环境发生日新月异的变化仍被各国学者所关注。融资融券业务作为新生业务，随着其规模的不断扩大，对市场环境和上市公司行为影响深远。根据本文所依托的风险导向审计理论，审计师应密切关注市场环境变化以全面评估审计风险，通过研究融资融券业务对审计定价的影响，能够在一定程度上对该理论予以丰富和完善。

现实意义：（1）本文从审计定价的角度佐证了融资融券对作为外部独立第三方的审计师的行为起到一定治理作用。审计师投入更多资源成本、收取更高风险溢价的举措能积极有效地约束管理层机会主义行为，从而更好的发挥审计应有的监督职能。（2）为有关部门制定审计准则和管控审计业务提供一定的借鉴，即在准则制定以及业务监管的过程中将融资融券等资本市场相关政策纳入考量。（3）随着我国资本市场的蓬勃发展和相关证券法规建设的日益完善，融资融券业务未来发展大有可为。本文的研究不仅提供了有关融资融券业务经济后果的新证据，而且对未来我国资本市场转型和两融交易的逐步完善有一定的借鉴价值。

## 1.3 研究方法及内容

本文综合运用了规范与实证二者相结合的研究方法对融资融券业务与审计定价间的关系进行探究。首先，在规范研究方面，本文通过搜集、整理和归纳国内外现有研究成果，探寻现有研究亟待发掘的空间，在文献综述的基础上，根据相关的理论分析提出本文的三个合理假设。其次，在实证分析方面，选取 2007-2020 年满足条件的上市公司作为回归样本，采用多时点 DID 模型，在相关性分析的基础上通过对设定模型进行回归验证了本文所提出的研究假设。最后，为佐证本文的实证结果，在稳健性检验部分本文采用样本调整检验、PSM 和安慰剂

检验的方法重新进行回归检验。

本文行文架构如下：

第一章：绪论。通过对融资融券业务的背景介绍和研究现状进行概述，引入本文的研究主题同时明确了本文的研究意义，在此基础上对文章的研究方法与思路进行构思，同时对可能的创新点进行总结。

第二章：文献综述。该部分主要围绕融资融券业务对上市实体产生的经济后果、对证券市场和审计师的影响以及审计定价的影响因素这几部分展开，按照观点对相关文献予以总结列示并在此基础上形成文献评述，寻找相关领域可能的突破点以引出文章主题。

第三章：理论基础与研究假设。本章首先结合本文的研究主题对信息不对称理论、风险导向审计理论、保险理论进行了介绍，接下来依托上述几大理论逻辑推导出本文的研究假设，并从审计投入和风险溢价两个角度对具体的作用机制进行探究。

第四章：研究设计。在沪深证券交易所官网手动搜集本文所需数据，在参考以往研究的基础上，根据本文的政策情境和研究假设设计相关模型，根据模型选区相关变量并作出定义。

第五章：实证检验与分析。通过描述性统计、相关性分析以及对所设定模型进行回归以验证本文假设的合理性，最后在稳健性检验部分通过重新界定样本、PSM 和安慰剂检验三种方法再次进行回归分析以验证前文所得出的结论。

第六章：研究结论与政策建议。基于第五章研究成果所得出的结论，从融资融券业务的监管主体——监管机构、实施主体——上市公司以及外部第三方——审计师的角度提出相关建议。

本文的研究框架如图 1.3 所示：

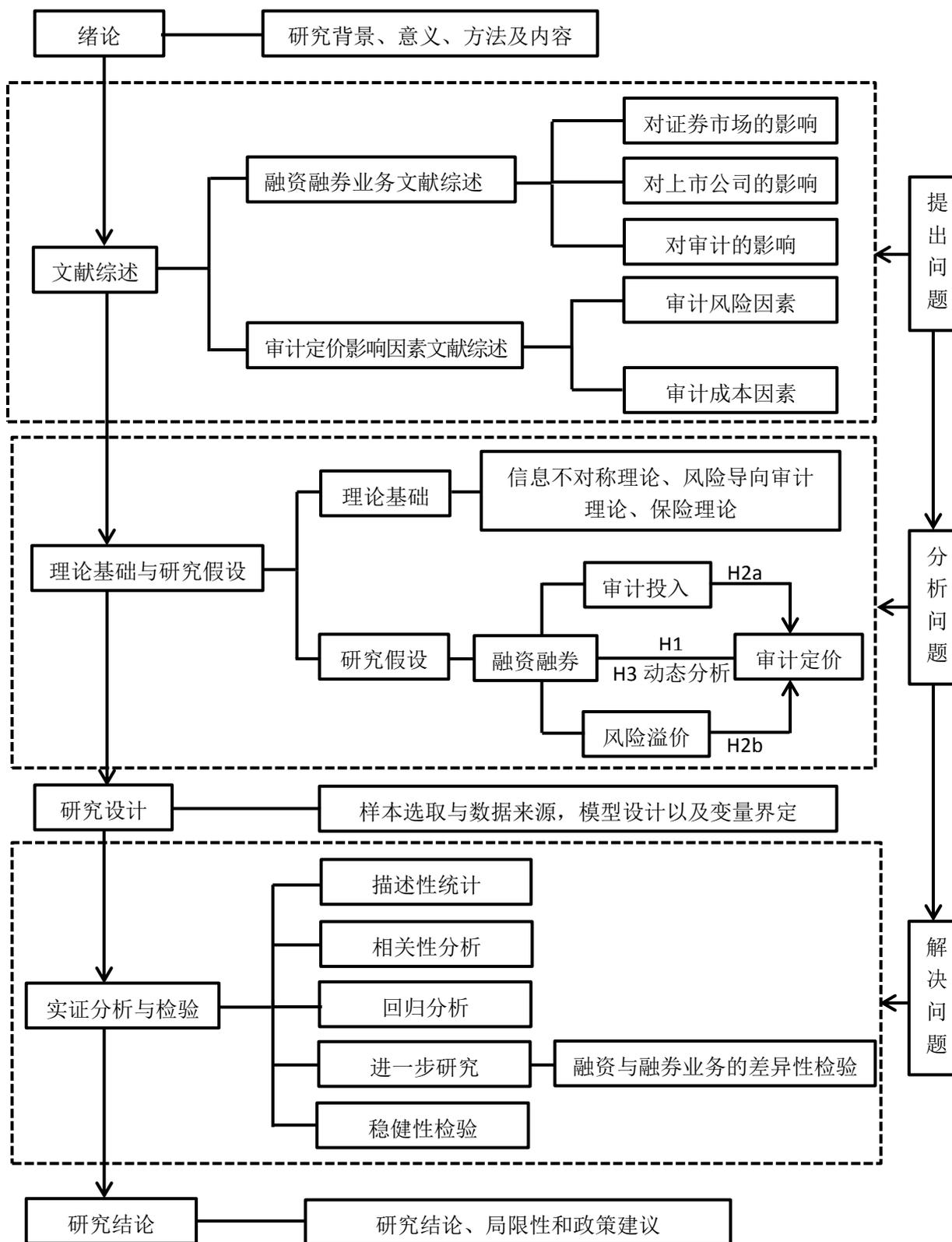


图 1.3 论文框架图

## 1.4 可能的创新点

本文的创新点主要体现在：

首先，拓展了有关融资融券业务对审计定价影响机制的研究。已有相关研究仅从审计师的绝对收费入手，研究不够深入。本文从审计定价的角度出发，将审计师努力程度和风险溢价两个变量引入模型以探究融资融券业务影响审计定价的作用机制，有助于深入理解融资融券业务对第三方中介机构的影响机理。同时，在进一步研究中，本文通过将融资与融券业务相分离探究了二者对审计定价的差异性影响，深化了两融业务影响审计定价方面的研究。

其次，鉴于我国融资融券业务独具渐进式扩容的特点，多时点、分批扩大融资融券标的范围的政策可能会随着时间的流逝产生不同于预期的政策效果。以往针对融资融券业务与审计二者之间关系的研究多属于静态分析，鲜少有关于政策实施动态效应监测的研究，本文通过利用事件研究法测试融资融券业务对审计定价影响效果的持续性，为这方面的研究提供更多的经验证据。

最后，截止 2020 年 12 月 31 日，A 股市场上可融标的股有 1331 只，相较于上次扩容标的股数增加了 40%。以往的研究样本无论是在容量还是时间跨度方面都较为有限，导致对融资融券业务所产生影响的识别存在局限性。本文将第六次扩容的标的股纳入研究范围，样本股数达 1331 只，时间跨度长达 14 年，无论是在样本容量还是时间跨度方面都能较大程度地保证本文研究结论的稳健性。

## 2 文献综述

### 2.1 融资融券业务文献综述

融资融券业务在国外的的发展已经有将近三百年的历史,这为国外学者深入研究融资融券机制提供了得天独厚的资源,因而相关研究较为成熟。我国融资融券政策从落地实施到现在也就二十多年的时间,相关研究多集中在其对证券市场和上市公司的影响方面,少有学者研究其对审计服务提供方的影响。

#### 2.1.1 融资融券对证券市场的影响

各国学者主要从定价效率、波动性以及流动性的角度探讨了融资融券业务对宏观证券市场的影响,大多数学者认为两融交易能够有效地提高股票的定价效率,且在提高市场的流动性、降低波动性方面产生积极影响,但也有部分学者对此持相反观点。

在融资融券影响市场的定价效率方面,国外大多数学者认为在禁止卖空阶段,市场中很多信息含量丰富的交易受到限制,股票价格难以充分、有效地反映市场信息,尤其是很多负面信息(Diamond and Verrecchia, 1987)。而在证券市场放松卖空管制之后,市场中的负面信息能更快的融入证券价格,卖空交易通过影响股价信息含量在很大程度上提高了市场定价效率(Bris et al., 2007)。我国融资融券业务试点初期,两融交易规模相对较小,相关研究均认为融资融券暂无法发挥应有的功能:廖士光(2011)分析了首批标的股在试点前后股价的变动情况后,发现,两融交易的价格发现功能尚未真正发挥,市场定价效率仍较低。随着时间的推移,两融交易规模日渐壮大,之后的研究陆续对融资融券交易的价格发现机制予以肯定,认为融资融券业务的推出有助于股价更为充分地反映市场信息(黄洋等, 2013),极大地提高了股票的定价效率,且这种正向的提高作用随着融券卖空量的增加而愈加显著(李志生等, 2015)。然而,鉴于融资融券的杠杆交易特性,有学者认为参与这项交易的投资者风险居高不下,在面临外部冲击时市场极易发生波动,导致股价脱离其内在价值(Haruvy et al., 2006)。在我国资本市场上,两融交易严重失衡,这种融资交易占主导地位的不对称现象一方面加剧了

股价被高估的风险（褚剑和方军雄，2016），另一方面显著降低了股价的非同步性（白俊和宫晓云，2018），最终导致市场定价效率降低。

在融资融券影响市场波动性方面，学者们各执一词。部分学者认为，作为一种信用交易，卖空交易助长了投资者关注上市公司非公开信息的热情，导致市场上投资者的负面情绪被放大，这种“追涨杀跌”的交易模式造成股价波动更为剧烈（Bris et al., 2006; Diether, 2009; Michel, 2009）。在我国，香港和台湾更早地实施放松卖空管制，Chang et al. (2007) 和陈思行 (2010) 分别对这两地资本市场上的融资融券交易进行研究，发现两融业务会促进标的股价格的波动。我国两融业务的发展采用渐进式扩容策略的目的在于减小融资融券业务对市场的冲击，避免市场发生剧烈波动。为检验这一政策目的有没有达到，学者通过对前四次扩容的政策效果进行研究发现试点初期融资融券业务的双向调节作用尚未显现，反而小幅强化了市场波动（姚磊和姚王信，2016）。与上述融资融券会加剧市场波动的观点相反，有学者认为当市场禁止卖空时，相关的坏消息流通不畅导致股价虚高，而放松卖空管制创造了一个更为稳健的市场环境，有助于降低市场波动性（陈国进和张贻军，2008; Chan et al., 2013）。学者对我国资本市场进行研究发现，融资融券政策的实施提高了标的股机构投资者占比（钟宁桦等，2021），而当机构投资者持股比例较高时，我国资本市场中投资者参与融资融券业务的交易模式呈现“高抛低吸”的特征，这在一定程度上抑制了股价波动（李锋森，2017）。

在融资融券影响市场流动性方面，国外学者从资金约束的视角进行探究发现：当参与两融交易的投资者资金充足时，融资融券业务有助于提高市场流动性，而且由于投资者从中介机构筹集的资金不稳定，两融业务对市场流动性的提高呈螺旋上升的特点（Brogaard et al., 2017）；当市场呈下行态势时，参与两融交易的投资者由于资金缺乏不得已进行头寸清算，导致市场流动性下降（Kyle et al., 2001）。杨德勇和吴琼（2011）利用上海证券交易所的经验数据来检验融资融券业务推出后的市场反应，研究发现不论是对个股还是市场整体，两融业务都在一定程度上促进了流动性的增加。进一步地，谢黎旭等（2021）的实证检验结果表明在沪深 A 股市场上，无论是融资业务还是融券业务对于市场流动性的提升都起到了积极作用，且对上海 A 股市场的影响更大，此外，由于融资交易在市场

中占主导地位，相较于融券交易其正向促进作用更显著。

## 2.1.2 融资融券对上市公司的影响

除了对证券市场产生的上述影响，国内外学者还证实了融资融券业务对微观企业的影响，包括盈余管理、信息披露质量和投融资行为等方面，以下将从这三个方面进行综述。

在盈余管理方面，Karpoff et al. (2010) 研究认为参与融券卖空的投资者绝大部分是专业投资者，相较于普通投资者他们更能识别出企业的盈余操纵和信息造假等行为。机构投资者这种“慧眼识珠”的能力让他们有动机做空标的公司股票，从而更进一步地对高管的盈余管理行为加以有效约束(顾琪和陆蓉, 2016)。上市公司被纳入融资融券标的范围后，会吸引更多的分析师对标的公司予以关注，对管理层的一系列机会主义行为予以监督(张璇, 2016)，改善公司盈余状况(陈晖丽和刘峰, 2014)。但在实证检验了融资和融券交易所产生的不同公司治理效应后，田利辉和王可第(2019)发现融资业务才是导致管理层短视的罪魁祸首，而融券业务虽能对这一状况予以改善，但是高昂的交易成本和失衡的交易规模等条件的限制使得其在改善管理层短视方面收效甚微。

在信息披露质量方面，已有研究主要从投资者、管理层和分析师三个方面论证了融资融券业务的信息治理效应。首先，从投资者的角度来讲，两融交易为投资者提供了利用标的公司负面信息获利的渠道，点燃了投资者揭露上市公司负面消息的热情(Diamond and Verrecchia, 1987)。这无形中增加了管理层因信息披露不完整、不及时和不合规等违规行为所带来的风险，促使管理层更为客观准确地披露信息(Christophe et al., 2010)。从管理层的角度讲，融资融券业务的推出增加了管理层不合规行为被暴露的概率，由此可能会导致公司面临集体诉讼、股价暴跌、破产清算和经理人失业等一系列问题(DeAngelis et al., 2017)，管理层受此威胁会主动披露非强制信息和负面信息(李春涛等, 2017; 李志生等, 2017)。此外，分析师会对融资融券标的公司给予更多的关注，这在一定程度上能改善信息不对称，促使管理层提高信息披露质量(彭文平和张姗姗, 2019)。

在投融资行为方面，靳庆鲁等(2015)指出融券标的公司大股东会加强对投资决策的监督并要求管理层及时作出调整。顾乃康和周艳利(2020)更进一步地

研究发现,卖空机制能明显改善标的企业过度投资的状况,降低投资水平,优化资源配置。褚剑等(2017)从银行信贷的角度出发对融资融券机制的积极影响予以肯定,文章实证检验结果表明,鉴于上市公司在成为两融标的后风险大为降低,银行会通过增加信贷额度、延长信贷期限、放松信贷担保的方式为标的公司提供更为宽松的信贷条件,使其能享受更为优惠的信贷政策。然而顾乃康和周艳利(2017)的研究表明,卖空机制通过规范企业的融资决策有效发挥事前威慑的作用,相比于非标的企业,标的企业的权益融资、债务融资水平显著降低,能做出更为理性的融资决策。

### 2.1.3 融资融券对审计的影响

近年来,学者们陆续将目光投向融资融券对审计服务提供方所产生的影响。上市公司在加入融资融券标的后,一方面受到的市场关注度会明显增加,与标的公司有关的负面信息的收集和挖掘会更充分、更深入,这种严苛的外部监管环境在一定程度上增加了审计师面临的诉讼风险(Griffin, 2003),为此审计师会采取更高的定价策略(黄超和黄俊, 2016),同时也使得审计师在年审工作中更容易对审计报告出具非标意见(张莎, 2018);另一方面大大增加了管理层隐藏负面信息、进行盈余操纵的动机,提高了审计师的工作难度(肖宁, 2018),审计师在对标的公司展开审计时,势必要实施更多的审计程序,增加人力、财力等资源投入,导致审计收费增加(赵敬文, 2018)。除此之外,张洪辉和章琳一(2018)的研究表明,卖空机制的引入降低了标的公司的盈余管理水平,从而提高了审计质量,且这种提高是源自审计师的需求。但陈关亭等(2019)却持不同意见,他们认为融券标的公司选择低质量会计师事务所的行为会向市场传递利空消息,可能导致公司被投资者看穿进而增加所面临的风险,所以标的公司审计质量的提高源于公司自身选择高质量会计师事务所的需求。也有学者通过实证检验肯定了融资融券制度作为一种外部治理机制所发挥的审计治理效应。王靖懿等(2019)认为卖空机制改善了因控股股东股权质押导致审计费用居高不下的现象,刘艳霞等(2020)发现审计师在年审期间的兼职行为在一定程度上有损审计质量,而融资融券业务的推出缓解了这一现象。

## 2.2 审计定价影响因素文献综述

审计定价,又称审计费用,是指缔结契约的审计服务供求双方所确定的审计服务的合理价格。审计定价是对审计服务供需双方及所处市场环境相关特征的综合考量,一方面体现了审计师向被审计方提供鉴证服务所付出的成本,另一方面也反映了审计师为保证鉴证服务质量而承担风险的大小。美国学者 Simunic 最早开创性地运用实证检验的方法确定了审计定价的影响因素,构建了基础的审计模型。此后各国学者在此基础上对审计定价模型不断进行补充和完善,到目前有关审计定价的研究已日渐系统化、成熟化。目前,有关审计定价的文献主要涉及审计成本和风险因素两个方面,因此本文主要从这两个方面对审计定价影响因素进行梳理归纳。

### 2.2.1 审计成本因素

审计成本主要考虑公司和事务所两个层面的影响因素,因此本文将从公司和事务所层面展开文献综述。

#### (1) 公司层面

在公司层面,主要考虑公司整体规模与业务复杂度两方面的影响因素。国内外学者在公司规模与审计定价的关系方面形成了相对一致的结论:即公司规模越大,审计定价越高。国外学者 Simunic (1980) 在其开创性地提出的审计定价模型中将公司规模列为审计定价最重要的影响因素。在这之后,罗栋梁 (2002)、伍利娜 (2003)、韩厚军和周生春 (2003)、王善平和李斌 (2004)、徐筱凤和李寿喜 (2004) 等中国学者的研究也证实了这一结论。但是在公司规模的衡量方法上,学者们存在着不同的见解,其中最为常见的是以年末资产总额来衡量公司规模 (Anderson and Zeghal, 2012),此外,也有学者以销售收入作为公司规模的替代变量或者分别探究流动资产、净资产等对审计定价的正向影响 (Firth, 1985)。

业务复杂度在审计定价模型中的关键地位得到了学者们的普遍认可, Tony Brinn (1994) 的研究表明,审计师在做出定价决策时会将业务复杂度作为第一重要的因素纳入考量。Williams (2001) 具有前瞻性地提出了未来科技进步的抵消作用,他认为未来发达的审计技术会弱化甚至抵消业务复杂度对审计费用的正

向影响。业务复杂度的衡量一般有三种方法：存货占资产总额的比重、应收账款占资产总额的比重以及子公司数量。有不少学者分别以应收账款和存货占比作为被审计方业务复杂度的替代指标，并通过实证检验证实了二者对审计定价的显著促进作用（徐筱凤等，2004；Taylor and Baker，2016）。但李斌等（2004）认为应收账款和存货占比大可能意味着被审计单位面临着信用期过长、产品滞销等状况，其实证结果也表明应收账款和存货占比对审计定价没有正向促进作用。此外，罗栋梁（2002）、刘斌等（2003）、Francis（2004）和 Simunic（2014）等学者的研究表明被审计方的子公司数量与其审计费用之间存在着显著的正相关关系。然而 Firth（2005）和 Koh（2010）认为被审计方在子公司数量较多的情况下，各子公司在公司规模、内部治理以及业务风险等方面差别较大，研究结果并不支持子公司数量与审计定价成正比的观点。

## （2）事务所层面

在事务所层面，主要考虑事务所规模与审计师个人特征两方面的影响因素。DeAngelo（1981）通过研究证实大规模的事务所往往意味着更强的专业能力和更高质量的审计服务，这就使得占有更大市场份额的会计师事务所定价博弈中拥有更多的话语权，从而说服上市公司支付更高的审计费用（伍利娜，2003）；同时，上市公司为了提高其财务报表可信度往往也愿意为获得高质量的审计服务投入更多成本（漆江娜等，2004）。朱红军和章立军（2002）等学者通过将事务所规模与审计费用之间关系的研究应用于不同的国家和市场反复论证了上述结论。

审计师作为对财务报表出具鉴证报告的主体，其个人特征会直接影响对被审计方的风险感知和审计业务的实施，进而影响到最终的审计费用（Taylor，2011）。Goodwin and Wu（2014）认为具有行业专长的审计师所拥有的竞争优势为会计师事务所在协商审计定价时争取到了更大的话语权，使得事务所凭借其优势地位收取更高的审计费用（张铁铸等，2014）。韩维芳（2016）将签字注册会计师分为项目负责人和复核审计师，分别研究其个人经验对审计收费的影响，研究表明只有复核审计师的以往经验会提高审计定价阶段的谈判能力，进而提高审计收费。此外，Mgbame et al.（2012）还发现审计师的性别、年龄、专业、学历等也会对审计收费产生重要影响。

## 2.2.2 审计风险因素

有关审计风险因素主要考虑被审计方内部特征和外部市场环境两个方面。

### (1) 公司内部特征

在公司内部特征方面,现有研究主要关注公司治理和经营风险方面的因素对审计定价的影响。良好的公司治理机制在缓解代理问题的同时,通过改善内部控制运行的有效性还能规范管理层和员工行为,对管理层的机会主义行为加以有效监督,降低了财务报表被粉饰的风险,从而影响会计师事务所的审计收费(张旺峰等,2011)。目前的研究主要从股东、高管以及董事等方面探索公司治理对审计收费的影响。国有企业在大股东持股比例适中、股权结构较为分散的情形下,审计费用会维持较低水平;在非国有企业中,董事长兼任 CEO 的情形下,审计方收取的年审费用更低(蔡吉甫,2007)。张俊瑞(2017)、翟胜宝等(2017)认为存在大股东股权质押的公司其业务风险和审计风险显著增加,导致注册会计师增加审计投入、提高审计定价。倪小雅(2017)验证了股权激励在提升高管工作积极性、降低报表错报风险进而降低审计收费方面的积极作用。汤泰劫等(2020)认为在国有企业中,非国有股东委派董事参与公司治理能够通过缓解代理问题和减少集团审计降低审计收费。刘佳伟等(2021)研究认为被审计方在缺乏实际控制人的情形下,对管理层的监督约束力相对较弱,会增加审计工作的成本与风险,影响审计费用。

经营风险在审计定价的确定中占据关键性位置,被审计方面临的经营风险越大,相应的审计费用开支就越多(冯怡,2020)。公司未决诉讼(张俊瑞等,2015)、债务违约(文雯等,2020)、对外担保(张俊民和李会云,2022)等因素都会在一定程度上加大公司的经营风险,而被审计方经营风险又通过影响审计师的风险感知进而增加审计资源投入,提高审计定价(Karla,2000)。有效的内部控制能够对企业的各项经营风险及时地加以防范化解,从而减轻企业经营风险对审计定价的提升(葛新旗等,2019)。此外,被审计方针对企业经营风险采取的一系列管控措施在一定程度上会导致注册会计师在年审工作中采取更低的定价策略(Bailey et al.,2018)。Larasati(2019)以印尼市场的经验数据为依据进行实证检验,发现独立的审计委员会能遵照风险管理委员会的管控要求,对公司所面临的经营风险予以客观分析,在此基础上通过提高审计覆盖率水平来有效应对经营

风险，减少审计费用开支。

## （2）外部市场环境

外部市场环境方面，当前研究主要关注法律环境、市场监管和媒体关注层面的因素对审计定价的影响。Choi et al. (2008) 认为通常情况下，严格的法律环境会助长审计收费的增加。在法律环境良好的地方审计师往往会面临更大的审计风险，审计师一方面会增加审计资源投入，另一方面为尽可能降低未来诉讼风险所带来的损失，会提高审计溢价，这两方面皆证实了良好的法律环境对审计定价所产生的促进作用（王良成等，2010）。此外，赵彩霞等（2010）还认为健全的法律制度环境有利于加强社会公众的法制观念，推动政府绩效审计水平的提高。上市公司发生诉讼仲裁、行政处罚等事件暴露出公司存在较大的经营风险，审计师据此会要求更高的审计费用（李莫愁，2017）。殷红（2019）、米莉等（2019）、沈萍和景瑞（2020）关注了以问询函为代表的非行政性监管手段对审计定价决策的影响，研究表明审计师会将问询监管视为上市公司存在经营风险所释放的一种风险信号，从而在做出定价决策时予以特别关注。另有学者发现媒体监管作为一种外部治理方式也能对审计收费产生影响（吕敏康和冯丽丽，2017）。有关被审计方的负面报道披露的越多，审计师出于谨慎越有可能出具非无保留意见，但若被审计方负担的审计费用足以弥补未来审计失败可能带来的损失，则审计师权衡利弊之下不会出具非无保留意见（刘运国，2019）。李伟等（2019）发现上市公司实际控制人荣登富豪榜这一外生事件会通过盈余管理和媒体关注两条路径增加审计费用。此外，作为外部监督主体之一的机构投资者能够对市场产生良好的治理效应，机构投资者通过审计师的风险感知与努力程度施加影响，导致审计费用降低（Routledge，2020）。

## 2.3 文献述评

本文通过对国内外学者关于融资融券业务经济后果以及审计定价影响因素两方面的研究成果进行梳理归纳，可以发现：

我国两融交易逐步扩容的发展方式赋予了学者们洞察该项政策实施效果的机会，有关融资融券业务的研究目前正处于探索阶段，与国外文献的研究结论大致相近。总体而言，国内外学者主要从宏观资本市场和微观企业行为两个方面探

讨其产生的经济后果。现有研究大多认为融资融券业务的引入有利于企业信息更充分地反映到股价中，提高股票的定价效率；增加市场中的证券交易量，提高证券市场流动性；稳定市场环境，降低证券市场波动性，同时能减少管理者的盈余管理行为、改善企业信息披露质量、规范投融资行为。但是融资融券作用的发挥与市场成熟水平、投资者的素质以及两融交易的比例和规模等影响因素息息相关，这也就是相关研究存在分歧的原因所在。

审计定价模型自 1980 年由美国学者 Simunic 提出至今，各国学者一直没有停止对其进行补充完善的脚步。早期研究多聚焦于公司层面（如公司规模、业务复杂程度、公司内部特征）和事务所层面（如事务所规模和审计师个人特征），之后随着这两方面研究的日趋成熟和外部环境的冲击影响，研究者更多地将目光投向市场监管、媒体关注等外部环境因素的影响。无论是从哪个角度出发，有关审计定价影响因素的研究最终都归于审计成本和风险溢价两个方面，即不同变量是通过审计成本和风险溢价的作用路径来影响审计定价。

有关融资融券业务与审计师行为的研究目前相对较少，虽然我国已有学者研究发现融资融券业务会提高审计收费，但这些学者的研究却止步于此，仅仅是对当年审计收费影响的静态分析，鲜有学者对审计定价的作用路径以及政策的动态效应予以分析。总而言之，本文认为这一方面的研究还有待挖掘。基于此，本文认为，上市公司成为融资融券标的后，已被学者证实在影响管理层机会主义行为的同时还会引起外部投资者和监管机构的关注，审计师在作出定价决策时是否会考虑这些潜在因素所带来的风险呢？如果是，究竟是通过提高审计努力程度还是收取更高风险溢价的方式来影响审计定价？再者，这种影响具有瞬时效应还是持续效应呢？本文将在理论分析的基础上结合实证结果给出进一步的解答。

## 3 理论基础与研究假设

### 3.1 理论基础

#### 3.1.1 信息不对称理论

有效资本市场理论认为,在资本市场上与资产有关的信息能及时、有效地传递给市场参与者,帮助他们建立或迅速调整对该资产的预期。然而,所谓的有效资本市场只是停留在理论层面的一种完美假定,信息不对称理论对此提供了解释。在实际情况下,信息在资本市场中的流动并非是完全及时、透明的,各市场参与者所掌握的信息的数量和质量不尽相同,这取决于他们自身所具有的专业能力、获取信息的渠道以及在资本市场中所扮演的角色。市场参与者所获取的信息存在差异,据此可以将参与主体分为拥有更多信息量的优势主体和信息量相对匮乏的劣势主体。信息优势主体凭借其拥有的信息资源尽可能为自己谋取利益,这往往在一定程度上侵害了信息劣势主体的利益,信息劣势主体为减少对自身利益的侵害通常需要付出一定的资金成本来换取更多的信息。

在现代企业两权分离的经营模式下,作为管理者的职业经理人接受企业所有者的委托,直接参与企业的经营管理并作出相关决策,因此管理者对企业的经营状况了如指掌,而股东只能通过管理者披露的信息来了解公司的经营状况,相较于管理者股东则处于信息劣势方的地位。作为信息优势方的管理者为谋取私利有动机隐藏不利消息,选择性披露相关信息甚至做出财务舞弊、粉饰报表等严重损害股东利益的行为。另外从投资者的角度讲,在管理者存在机会主义行为的情况下,投资者获取到的信息可能是经管理者加工、粉饰之后的,难以了解到公司的真实情况,无法做出有效的投资决策。根据既有研究,外部审计是缓解信息不对称的主要途径,注册会计师通过对企业的财务报告进行鉴证与评价,能有效监督管理者的行为并保护其他利益相关者的合法权益。

虽然有研究表明作为一种外部治理机制,融资融券机制通过降低盈余操纵、信息造假等手段发挥其外部监督作用。但是受市场成熟水平、投资者素质以及两融交易的比例和规模等因素的影响,我国融资融券制度难以有效发挥外部治理效应。同时,融券业务大大增加了公司负面消息被挖掘导致标的公司股票被卖空的

风险。在自利心理的驱使下,管理者可能会以更为隐蔽的手段实施机会主义行为,从而产生“道德风险”和“逆向选择”问题。审计师作为外部独立第三方,受企业所有者的委托对财务信息的真实性、可靠性进行评价,减少了股东、债权人以及其他利益相关者与企业管理层之间的信息不对称问题。

### 3.1.2 风险导向审计理论

审计师最早采用的审计模式为账项基础审计,即通过以证查账的方式对被审计单位的账表事项进行详密审查。随着被审计方业务复杂度的提高,审计师开始关注到设计合理、运行有效的内部控制对财务信息可靠性的显著提高,后来审计模式便演变为结合内控测试结果进行抽样审计的制度基础审计。在上世纪七十年代,管理层舞弊风气盛行,这种管理者凌驾于企业内部控制之上的状况导致审计师难以信赖被审计单位的内部控制。在此背景下,有学者开始探索以审计风险为核心的风险导向审计模式。

上世纪九十年代,毕马威会计师事务所研究小组联合学界专家开创性地提出BMP审计模式,该审计模式强调注册会计师应当从企业战略的角度对被审计单位的经营风险予以全面评估,而不是仅仅局限于对财务报表的审查。具体而言,风险导向审计指注册会计师从战略全局的视角对被审计单位的经营风险予以评估,在此基础上制定总体审计策略和具体审计计划并调配审计资源的一种审计方法。风险导向审计以对被审计单位的战略分析为逻辑起点,之后再结合企业所处环境和经营目标,对被审计单位的经营风险进行全面分析,据此评估被审计单位客观存在的重大错报风险,最后审计师依据重大错报风险的评估结果采取恰当的风险应对措施。审计风险除了受被审计方重大错报风险的影响,还取决于审计师执行审计程序所带来的检查风险。在对被审计方评估的重大错报风险水平较高时,审计师需要调配更多的审计资源以将检查风险降至可接受的低水平。

上市公司入选融资融券标的企业名单后,会受到来自监管机构、投资者等利益相关者的广泛关注,对作为外部独立监管者的审计师提出了更高的要求,无形中增大了审计师的监管压力,从而进一步对审计师决策产生影响。在成为两融标的公司后,管理者为实现自身利益最大化会以更隐蔽的手段实施机会主义行为,无疑增大了融资融券标的公司的重大错报风险,在此情形下,审计师为将检查风

险降至可接受的低水平，必然要实施更为严苛的审计程序，从而导致审计成本增加。此外，由于融资融券标的公司的重大错报风险更高，审计师出于对潜在诉讼风险以及损失赔偿的考虑，会向被审计方收取更高的风险溢价。

### 3.1.3 保险理论

保险理论由英国学者 Mcgee (1958) 提出，该理论阐释了审计师在审计中具有的鉴证人和保险人的双重身份，认为委托方在支付审计费用的同时，将被审计单位与财务信息相关的鉴证风险部分转嫁给审计师，从而缓解了企业的压力。由于审计的固有限制，审计师很难在有限的时间内获取足够的证据，并识别出被审计单位所有与舞弊相关的风险，因此审计服务只是合理保证被审计方财务报表不存在由于舞弊或错误导致的重大错报，无法保证被审计方财务报表信息完全真实可靠。然而投资者对审计师的工作成果寄予厚望，他们认为审计师作为外部独立第三方，理应对被审计方所有的业务活动提供担保。若投资者因信赖经注册会计师审计的财务报表而导致利益受损，由于审计期望差距的存在，愤怒的投资者会向审计师追责，无论审计师是否勤勉尽责、严格按照准则的规定执行相关程序，投资者都会将投资失败的原因归咎于审计师的失职，投资者为弥补其遭受的损失，会向担任被投资方年审工作的事务所提起诉讼。事务所一旦因审计失败被提起诉讼，所面临的不仅仅是对投资者经济损失的赔偿，还有对事务所声誉受损的担忧，事务所多年苦心经营的形象声誉是更为重要的无形资产，一旦受损将会导致审计客户流失、市场地位下降，严重影响了事务所未来的生存与发展。鉴于此，审计师在做出定价决策时会以额外收取风险溢价的方式弥补潜在诉讼带来的损失。

就本文所研究的问题而言，受我国融资融券业务发展水平的限制，两融业务难以有效发挥其外部治理作用，甚至可能促使管理者的机会主义行为更具有隐蔽性。此外，作为一种信用交易，融资融券业务本身具有的高杠杆特性会放大投资者的损益，若投资失败，投资者很可能就其蒙受的损失对作为财务报告鉴证人的审计师提起诉讼，无论审计师是否勤勉尽责，都需承担相应的责任。由此可见，融资融券业务的开展会使审计师面临更高的潜在诉讼风险，从而进一步影响到其审计定价决策。综上，保险理论为本文探索融资融券业务与审计定价之间的关系奠定了重要的理论基础。

## 3.2 研究假设

### 3.2.1 融资融券业务对审计定价的影响

上市公司被纳入融资融券标的范围后,在影响标的公司股东和管理层行为的同时,也会改变投资者和外部监管者对标的公司的关注度和监管力度。基于以上理论,本文将从公司管理层、投资者和外部监管者的角度分析融资融券业务对审计定价的影响。

首先,从管理层的角度讲,在公司成为融资融券标的后管理层隐藏负面消息、进行业绩操纵的意愿会更强烈。融资与融券业务于 2010 年同时在我国资本市场开展,对于那些极具发展前景的标的公司,融资制度给予投资者借入资金买入标的公司证券的投资机会,这不仅有助于推动标的公司股价上涨,而且还能激励上市公司维护其良好的企业形象,使上市公司通过出售有价证券直接获利,这无疑极大地增强标的公司管理层通过选择性信息披露、盈余管理甚至业绩操纵等行为向市场释放良好信号的动力。根据融券交易的原理,诸如浑水等专业做空机构热衷于挖掘上市公司业绩披露及其他相关信息中的不实内容,对此加以调查后向社会发布公告,导致标的公司股价严重下跌,而投资者据此获利。融券交易这种高抛低买的获利特征加重了标的公司股价的下行负担,为防止股价下跌对公司和自身利益带来诸多不利影响,管理层有强烈的动机对负面信息进行隐藏,并以更为隐蔽的方式实施各种机会主义行为,从而导致审计师为获取真实财务信息需付出更多成本,同时也增加了被审计方财务信息错报未被及时发现的风险,为此审计师会要求更高的审计费用。但有部分学者认为融券交易给标的公司带来了较高的关注度(Karpoff and Lou, 2010),增大了管理层选择性信息披露、业绩操纵等不当会计行为暴露的风险,也增加了财务错报败露的可能性(Fang et al., 2013)。根据这些学者的观点,做空机制能发挥其外部治理效应,形成对上市公司的严厉监管。但我国融券交易目前存在着交易成本高昂、规模严重受限等卖空约束,无法对管理层的机会主义行为予以有效遏制,融券机制难以发挥其外部治理效应(田利辉和王可第, 2019; 武晨, 2020)。

根据信号传递理论,注册会计师审计被视为资本市场上一种主要的外部监督和担保方式,上市公司往往通过主动选择高质量审计机构向市场释放出公司财务

信息真实可靠的信号 (Pittman and Fortin, 2004)。融资融券标的公司股东为降低投资者对公司财务信息真实性和可靠性的怀疑而导致的股价崩盘或股票卖空风险,有动机通过增加审计支出聘请高质量的会计师事务所对本单位的财务信息执行鉴证业务,从而对财务报告的质量提供更高程度的保证 (陈关亭等, 2019),在一定程度上对管理层形成有效的约束和监督,改善了公司信息披露质量,向外界释放积极有利信号。

其次,从投资者的角度讲,融资融券业务的开展使得标的公司正负两方面的消息成为投资者的盈利工具,导致投资者对标的公司各类信息的敏感度增加,激励他们去挖掘上市公司相关信息。专业的机构投资者是融资融券交易参与的主力军,相较于一般投资者,他们往往在专业能力方面更胜一筹,能更为敏锐地捕捉到财务报表虚假信息,提高了审计师不当行为暴露的可能性,从而使审计师面临更大的压力 (钟宁桦等, 2021)。此外,参与融资融券这项新型信用交易的投资者在享受杠杆效应带来的高收益的同时,也要承受放大的损失风险。若投资者在交易中蒙受较大损失,而审计师在审计过程中又存在不当行为,根据保险理论,投资者可能会提起诉讼以将其遭受的部分损失转移给提供鉴证服务的审计师,除了承担赔偿责任外,审计师名誉也会沾上“污点”,甚至可能造成潜在客户流失、市场份额下降的严重后果。由此可见,对融资融券标的公司的审计在提高审计师违规成本的同时也大大增加了其声誉受损的风险 (赵敬文, 2018)。在此情境下,面临较高的诉讼风险和声誉受损的压力,审计师会通过增强自身努力程度谨慎执行审计业务,并通过增加审计成本、收取更高风险溢价的手段降低审计风险。

最后,从外部监管者的角度讲,融资融券标的公司会引起证券监督管理委员会等外部监管机构的极大关注,一旦发现公司股价异常波动,监管机构会要求公司立即暂停交易并就异常状况展开调查 (李志辉等, 2021),这无疑使标的公司面临更为严格的外部监管环境,从而导致公司面临更高的潜在诉讼风险,根据保险理论,随着被审计方诉讼风险提高,要求审计师进行损失赔偿的可能性也增大,审计师为了尽可能降低潜在诉讼风险所带来的赔偿损失,会提高审计定价,降低自身风险。据此,本文提出以下假设:

**假设 H1:** 其他条件不变,上市公司加入融资融券标的显著提高审计定价。

### 3.2.2 融资融券业务对审计定价的影响机制

本文在对审计定价影响因素的国内外文献进行整理后发现,各影响因素皆通过审计投入和风险溢价的作用路径影响审计定价。那么融资融券业务是基于哪条路径影响审计定价的呢?是通过增加审计投入还是提高风险溢价的方式产生影响,亦或者两者兼有,由于现有研究尚无法解答,本文将通过理论分析和实证检验的方式进行探讨。

融资融券业务推行后,公司股价下行将严重威胁到标的公司管理层的薪资待遇、社会声誉和职业前景,为了维护自身利益,他们有强烈的动机对那些有损企业价值的负面信息进行隐藏,或者以更为隐蔽的方式继续进行各种机会主义行为。这无疑增加了审计师获取标的公司真实财务信息的难度,尤其是在标的公司聚焦了来自投资者与外部监管机构众多目光的情形下,审计师必然会以更加勤勉的状态投身于审计工作,为防止声誉受损而增加自身努力程度。一方面通过增加审计资源投入为提高审计工作水平提供人力和物力支持,另一方面通过制定更为周密的审计工作计划,扩大审计范围,更多地运用实质性程序以有效应对管理层舞弊,确认上市公司信息披露是否真实可靠。

此外,为融资融券标的公司提供审计服务预示着审计师将面临更高的潜在诉讼风险与声誉受损风险。具体而言,在融资融券标的公司聚焦了来自投资者与外部监管机构众多目光的情形下,其出具的审计报告质量往往备受关注。而且进行融资融券信用交易的投资者既有动力也有能力揭露企业的各种不当行为,又加之该项交易兼具杠杆交易特性,导致审计失误被暴露的可能性大大增加,审计师面临的潜在诉讼风险和偿债压力剧增,同时进一步增加了声誉受损的风险。因此,审计师在对融资融券标的公司进行风险评估时,为防止因审计失败引发诉讼风险和赔偿损失,须根据自身的风险承受能力将审计风险降至可接受范围之内,并收取更高的风险溢价以弥补将来可能遭受的经济和声誉损失。

综上,本文认为对于融资融券标的公司,审计师为降低潜在诉讼风险与声誉受损风险,会通过增加审计投入和收取更高风险溢价的方式来提高审计定价。据此,本文提出以下假设:

假设 H2a: 其他条件不变,上市公司加入融资融券标的显著增加审计投入。

假设 H2b: 其他条件不变,上市公司加入融资融券标的显著提高审计风险溢

价。

### 3.2.3 融资融券业务对审计定价影响的动态效应

随着融资融券在我国的持续推行,其交易规模在日渐扩大的同时对市场的影响也愈发显著,探究该项政策影响的动态效应对于之后的政策调整意义重大。融资融券业务在我国从准备到推行至今,各阶段都呈渐进式扩容特点,我国证监会、国务院等相关机构在 2005 年就已经在积极筹备融资融券业务相关事宜,直到 2010 年融资融券业务在我国才正式进入试点运行阶段,初期有 90 只股票被列为标的股,之后经历了 2011 年、2013 年、2014 年、2016 年、2019 年陆续六次大规模扩容,截止到 2020 年 12 月 31 日,标的股数达 1331 只,占 A 股市场总股数的 32.1%,目前仍具有较大的扩容空间。融资融券这种渐进式扩容的政策所产生的影响可能是瞬时的,也可能是持续性的,探索融资融券所产生的政策效应为规划下一次扩容和调整该业务的未来发展方向提供了重要线索。

针对有关政策问题的研究,学者们普遍支持政策具有动态效应的观点。在行政管理学理论下,政策目标的实现并非是一蹴而就的,而是随着政策的持续执行在动态发展的过程中逐步、分阶段实现的。在这一背景下,不同政策的实施效果往往不尽相同,可能会产生瞬时效应、持续效应或者滞后效应等,这与政策的具体类型和市场环境密切相关。根据现有学者的研究,同样作为宏观调控手段,货币政策通常存在较小的响应时滞,具有立竿见影的作用(寇明婷和卢新生,2011),而财政政策多存在滞后效应(后小仙等,2021)。那么融资融券制度会对审计师行为产生怎样的动态效应?已有学者利用事件研究法论证了融券制度对审计质量的持续促进作用(周川,2019),其是否会对审计定价产生持续影响?本文将进一步讨论。

动态视角下,对于融资融券业务对审计定价所产生的影响,本文认为可能存在持续效应,也有可能只产生瞬时效应。一方面,有学者通过实证检验证明融资融券业务所引起的市场反应会随着时间的推移逐步减小。李丹等(2016)分三批检验了融券机制对分析师乐观性预测偏差的影响,结果表明抑制作用只出现在前两批,到第三批影响已不显著。在公司入选融资融券标的名单初期,对作为市场第三方的审计师能产生较强的“震慑”作用,随着审计师对标的公司风险认知的

提高以及标的公司内部治理的增强,融资融券对审计定价的促进作用会被削弱甚至消失。另一方面,也有学者认为融资融券的政策效应会随着时间的推移逐步显现。姚磊和姚王信(2016)运用多期 DID 模型考察了融资融券前四次扩容对证券市场流动性和波动性的影响,发现融资融券政策效应的实现需要一个曲折的过程。目前我国融资融券业务仍处于不断发展和完善阶段,受投资者素质、市场成熟水平以及融资与融券交易比例等因素的影响,融资融券业务尚存在着很大的发展空间,业务活跃程度有待提高,无法对上市公司和审计师产生较大影响。随着融资融券交易规模不断扩大,业务活跃程度不断提高,该机制的政策效应将逐步凸显。基于此,本文提出以下两种相反假设:

**H3a:** 其他条件不变,融资融券对审计定价的影响具有瞬时性。

**H3b:** 其他条件不变,融资融券对审计定价的影响具有持续性。

## 4 研究设计

### 4.1 样本选取与数据来源

我国于 2006 年开展会计制度改革,在 2010 年首次上线两融业务。因此本文选取 2007-2020 年沪深两市 A 股上市公司作为研究样本,既能保证数据的同质性,还能保留融资融券政策实施前的样本,便于进行政策实施前后的对比。同时删除了以下样本:(1)金融保险业公司;(2)ST、\*ST 类公司;(3)数据缺失的公司;(4)被调出融资融券标的名单的公司。最终保留了 14674 个有效数据。本文从沪、深交易所网站手工整理得到融资融券标的公司相关数据,其他财务、审计数据均来自 CSMAR 数据库。为消除极端值的干扰,本文对所有连续型变量按 1% 的标准进行缩尾处理。

### 4.2 变量定义

#### 4.2.1 被解释变量

(1) 审计定价 (Lnfee)。亦称审计费用、审计收费,本文参考李伟 (2015) 和周中胜等 (2020) 的做法,以上市公司年报中审计费用的自然对数值来衡量审计定价。

(2) 审计投入 (AI)。参照翟胜宝等 (2017) 衡量审计投入的方法,本文以资产负债表日与审计报告出具日之间间隔天数的自然对数值来衡量审计投入。

(3) 审计风险溢价 (Da/Em)。由于审计师主要的风险来源于审计失败的诉讼风险,因而作为审计定价组成部分的审计风险溢价可以被视为诉讼风险的函数,而诉讼风险的大小与被审计单位管理层的盈余管理行为密切相关,且审计师承担诉讼风险仅限于管理层进行正向盈余管理的情况下,在管理层为了达到一定目的进行向下盈余管理的情形下,诉讼风险可视为零。因而本文参照戴捷敏和方红星 (2010) 的做法,采用修正 Jones 模型和 DD 模型计算的可操控性应计利润作为审计风险溢价替代指标。具体模型如下:

①修正的 Jones 模型:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (4.1)$$

在模型 (4.1) 中,  $TA_{i,t}$  和  $\Delta REV_{i,t}$  分别表示公司  $i$  在第  $t$  期的应计利润总额和销售收入增长额,  $A_{i,t-1}$  和  $\Delta PPE_{i,t}$  分别表示公司  $i$  在第  $t-1$  期和第  $t$  期期末的资产总额与固定资产额。在对模型 (4.1) 回归后将其系数带入模型 (4.2) 中, 便可得到本文要求的可操纵性应计利润  $Da_{i,t}$ 。

$$Da_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} - \beta_2 \frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \beta_3 \frac{\Delta PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (4.2)$$

若  $Da_{i,t}$  大于零, 取其原值作为审计风险溢价, 否则审计风险溢价取值为零。

②DD 模型:

$$TA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{i,t-1} + \alpha_2 CFO_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t+1} + \alpha_4 \Delta REV_{i,t} + \alpha_5 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4.3)$$

在模型 (4.3) 中,  $TA_{i,t}$  和  $CFO_{i,t}$  分别表示公司  $i$  在第  $t$  期的应计利润总额和经营活动现金流量,  $\Delta REV_{i,t}$  则表示公司  $i$  在  $t$  期和  $t-1$  期主营业务收入的差值,  $PPE_{i,t}$  则是  $i$  公司在第  $t$  期固定资产的原值, 将模型 (4.3) 进行回归, 取其残差便可得到审计风险溢价在 DD 模型下的的另一计量指标  $Em$ 。同理, 若  $Em$  大于零, 取其原值作为审计风险溢价, 否则审计风险溢价取值为零。

## 4.2.2 解释变量

融资融券标的变量 ( $Short_{i,t}$ )。虚拟变量, 如果上市公司  $i$  在  $t$  年度是融资融券标的公司, 且加入标的的名单的时间超过三个月, 则在该年度  $Short$  取值为 1, 否则为 0, 在 2010 年融资融券业务正式开展之前  $Short_{i,t}$  取 0。

## 4.2.3 控制变量

参照刘启亮 (2014)、周中胜 (2020) 等的研究, 本文对影响审计定价的其他因素予以控制。从公司和事务所两个方面选取了以下变量作为控制变量: 公司规模 ( $Size$ )、资产负债率 ( $Lev$ )、业务复杂程度 ( $Ir$ )、总资产收益率 ( $RoA$ )、

公司成长性(Growth)、盈亏状况(Loss)、股权制衡度(Share)、审计意见(Opinion)、事务所类型(Big4)。此外,本文还用个体固定效应哑变量控制那些公司层面的影响因素,以减小融资融券标的组和非标的组之间存在的系统性差异,同时还用年度固定效应哑变量控制年份差异的影响。具体变量定义见表 4.1

表 4.1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
审计定价	Lnfee	审计费用的自然对数
审计投入	Al	资产负债表日至审计报告对外报出日之间天数的自然对数
审计风险溢价	Da	修正 Jones 模型计算的可操纵性应计利润为正取原值, 否则为 0
	Em	DD 模型计算的可操纵性应计利润为正取原值, 否则为 0
融资融券标的	Short	企业在当年为融资融券标的公司取 1, 否则取 0
公司规模	Size	年末资产总额的自然对数
资产负债率	Lev	负债总额/资产总额
业务复杂程度	Ir	应收账款与存货之和除以总资产
总资产收益率	Roa	净利润/总资产
公司成长性	Growth	年总资产增长率
股权制衡度	Share	第二至第十大股东持股比例总和
盈亏状况	Loss	本年发生亏损取 1, 否则取 0
审计意见	Opinion	被出具非标审计意见取 1, 否则取 0
事务所类型	Big4	当年由四大审计取 1, 否则取 0
个体	Firm	个体固定效应
年份	Year	时间固定效应

### 4.3 模型设计

双重差分模型通常用于检验某项政策实施前后对变量造成的影响,其核心思想是在控制处理组和对照组间系统性差异的前提下,将政策推行前后处理组间和

对照组间的差异进行对比分析,从而对政策的处理效应予以有效评估。由于融资融券业务在我国的发展具有渐进式扩容的特点,在本文的研究期间 2007-2020 年曾受到不止一次该政策的冲击,所以传统的双重差分模型不适用于本文的研究,因而本文参考张俊瑞等(2016)的做法,构建如模型(4.4)所示的多期 DID 模型来检验融资融券业务对审计定价的影响:

$$Lnfee_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Short_{i,t} + Control_{i,t} + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4.4)$$

为检验假设 H2a,构建模型(4.5)如下:

$$Al_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Short_{i,t} + Control_{i,t} + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4.5)$$

为检验假设 H2b,构建模型(4.6)如下:

$$Da_{i,t}/Em_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Short_{i,t} + Control_{i,t} + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4.6)$$

其中,Control 代表设定的控制变量, $\sum Firm$ 、 $\sum Year$ 分别表示控制了个体和时间效应。

为探索融资融券业务与审计定价的动态关系,本文借鉴 Dong et al.(2016)的做法,采用事件研究法重新设定模型,即在模型(4.4)的基础上通过引入体现融资融券业务动态趋势的虚拟变量来检验其对审计定价的动态影响。

$$Lnfee_{i,t} = \alpha_0 + \sum \alpha_k Short_{i,t}^k + Control_{i,t} + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4.7)$$

其中,变量 $Short_{i,t}^k$ 表示公司成为融资融券标的前后第 k 年的年度哑变量(其中, $k=\pm 3, \pm 2, \pm 1, 0$ )。k 值为 0 代表样本公司于当年成为融资融券标的,k 为正值代表样本公司是融资融券标的且样本年是该公司被纳入融资融券标的范围后的第 k 期, $Short_{i,t}^k$ 取 1,否则取 0;k 为负值代表样本公司是融资融券标的且样本年是该公司被纳入融资融券标的范围前的第 k 期, $Short_{i,t}^k$ 取 1,否则取 0。若 k 取负值时 $\alpha_k$ 不显著,说明融资融券业务实施前处理组和对照组的审计定价并无明显差异,若每期 $\alpha_k$ 都不显著说明该模型通过了平行趋势检验;而 k 取正值时 $\alpha_k$ 表示在融资融券业务实施后处理组和对照组审计定价的差异,若在后几期 $\alpha_k$ 仍能保持显著,说明融资融券对审计定价的影响具有持续性,否则就只具有瞬时影响。

## 5 实证结果与分析

### 5.1 描述性统计

表 5.1 是对本文模型中所涉及变量的描述性统计。统计结果显示：审计定价（Lnfee）的最小值为 12.43，最大值为 16.68，说明各上市公司的审计定价之间差别较大。审计投入（AI）的最小值为 3.497，最大值为 4.779，说明审计师在对样本公司进行审计时，所投入的审计资源存在较大差异。就审计风险溢价的两个衡量指标而言，Da 和 Em 的均值分别为 0.028 和 0.148，两者相差较大，且 Da 的标准差 0.065 和 Em 的标准差 0.444 之间同样存在较为明显差别，说明本文采用两种不同的方式来衡量审计风险溢价的做法很有必要，在一定程度上保证了研究结果的可靠性。融资融券标的变量（Short）的均值为 0.492，说明样本中融资融券标的公司占比为 49.2%，这一统计结果与之前的研究存在差异，原因在于以往文献较多研究融资融券前五次扩容，而本文将 2019 年 8 月 19 日第六次扩容新增的 650 只标的股纳入研究范围，无疑增加了样本中融资融券标的公司所占比重。

表 5.1 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Lnfee	14674	13.95	0.820	12.43	13.82	16.68
AI	14674	4.480	0.219	3.497	4.477	4.779
Da	14674	0.028	0.065	0	0	2.803
Em	14674	0.148	0.444	0.001	0.054	3.764
Short	14674	0.492	0.500	0	0	1
Size	14674	22.71	1.354	19.83	22.57	26.65
Lev	14674	0.458	0.201	0.057	0.462	0.920
Ir	14674	0.254	0.166	0.009	0.229	0.714
Roa	14674	0.050	0.058	-0.175	0.043	0.244
Growth	14674	0.242	0.753	-0.590	0.050	5.720
Share	14674	0.216	0.128	0.018	0.200	0.551
Loss	14674	0.071	0.257	0	0	1
Opinion	14674	0.017	0.129	0	0	1
Big4	14674	0.092	0.289	0	0	1

在控制变量方面，由表 5.1 可知，公司规模（Size）最大值和最小值分别为 26.65 和 19.83，标准差为 1.354，说明本文所选取的样本公司在资产规模方面差异甚大。资产负债率（Lev）最大值为 0.920，最小值为 0.057，平均水平为 45.8%，可以看出上市公司负债水平高低迥异，财务杠杆使用情况各不相同。业务复杂程度（Ir）最大值为 0.714，最小值为 0.009，意味着样本公司在业务复杂程度方面存在较大差异。公司成长性（Growth）的均值为 0.242，表明公司总资产规模总体处于不断扩增阶段。股权制衡度（Share）的均值为 0.216，说明样本公司股权较为集中，当前我国上市公司依然存在“一股独大”的情形。盈亏状况（Loss）方面，其均值为 0.071，只有少部分上市公司处于亏损状态。采用四大审计（Big4）的公司占比为 9.2%，表明大多数公司年审工作由非四大所完成。审计意见（Opinion）的均值为 0.017，表明审计师在发表审计意见时极为谨慎，仅少部分企业被出具了非标准审计意见。

## 5.2 相关性分析

本文模型相关变量的相关系数值如表 5.2 所示。从表中结果可以看出，融资融券标的变量（Short）与审计定价（Lnfee）的相关系数为 0.431，在 1%水平上显著，能初步证明假设 H1 成立。另外，可以看到融资融券标的变量（Short）与审计投入（AI）和审计风险溢价（Da、Em）的相关系数皆在 1%水平上显著，符合假设 H2a、H2b 的理论预期。控制变量方面，审计定价（Lnfee）与总资产收益率（Roa）、公司成长性（Growth）呈显著负相关关系，说明盈利能力越强、发展前景越好的公司审计定价越低；与公司规模（Size）、资产负债率（Lev）、业务复杂程度（Ir）、股权制衡度（Share）、是否四大审计（Big4）呈显著正相关关系，这与既往研究基本保持一致。除审计定价（Lnfee）与公司规模（Size）之间的相关系数为 0.797 外，其他变量的相关系数均不超过 0.7。本文进一步进行了 VIF 检验，结果如表 5.3 所示，变量的 VIF 值小于 5 且均值小于 2，说明本文模型所采用的变量不存在严重的多重共线性。

表 5.2 相关性分析

变量	Lnfee	Al	Da	Em	Short	Size	Lev	Ir	Roa	Growth	Share	Loss	Big4	Opinion
Lnfee	1.000													
Al	0.322***	1.000												
Da	0.035***	0.045***	1.000											
Em	0.075***	0.077***	0.102***	1.000										
Short	0.431***	0.615***	0.069***	0.078***	1.000									
Size	0.797***	0.280***	0.120***	-0.069***	0.427***	1.000								
Lev	0.326***	0.035***	0.050***	0.017*	0.063***	0.502***	1.000							
Ir	0.055***	0.024***	0.179***	0.088***	-0.022***	-0.016**	0.309***	1.000						
Roa	-0.083***	-0.109***	0.154***	0.013	-0.036***	-0.078***	-0.408***	-0.082***	1.000					
Growth	-0.030***	-0.049***	0.150***	0.120***	-0.074***	-0.001	0.012	0.018**	0.061***	1.000				
Share	0.133***	0.009	0.034***	0.029***	-0.025***	0.047***	-0.140***	-0.050***	0.151***	0.103***	1.000			
Loss	-0.008	0.052***	-0.080***	0.007	-0.008	-0.058***	0.137***	-0.028***	-0.530***	-0.027***	-0.064***	1.000		
Big4	0.490***	0.024***	-0.018**	-0.030***	0.143***	0.384***	0.115***	-0.063***	0.021**	-0.024***	0.097***	-0.027***	1.000	
Opinion	0.002	0.044***	-0.025***	0.004	0.006	-0.032***	0.088***	-0.010	-0.180***	-0.021***	-0.024***	0.185***	-0.012	1.000

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，下同。

表 5.3 主要变量的 VIF 值

Variables	VIF	1/VIF
Short	1.310	0.765
Size	2.050	0.467
Lev	2.060	0.487
Roa	1.710	0.586
Ir	1.180	0.849
Share	1.070	0.935
Growth	1.020	0.978
Loss	1.440	0.696
Opinion	1.050	0.949
Big4	1.200	0.837
Mean VIF	1.420	

## 5.3 多元回归分析

### 5.3.1 融资融券业务对审计定价的回归结果

表 5.4 是融资融券业务对审计定价的回归结果。表中结果显示调整后的  $R^2$  为 0.733，说明所采用的回归模型（4.4）对审计定价的拟合效果较好，审计定价（Lnfee）与融资融券标的变量（Short）之间的回归系数为 0.042 且在 1% 水平上显著，表明在控制其他变量的前提下，上市公司被纳入融资融券标的范围后审计定价显著提高，与前文的理论预测相一致，假设 H1 得到验证。说明审计师在作出定价决策时会考虑到融资融券业务所蕴含的潜在风险给审计师带来的不利影响，从而采取更为谨慎的措施以将审计师面临的审计风险降至可接受的低水平，比如增加审计投入或者收取更高的风险溢价，具体作用机制本文将在下文进一步探究。

控制变量方面，公司规模（Size）、业务复杂程度（Ir）、盈亏状况（Loss）、股权制衡度（Share）、是否四大审计（Big4）、审计意见（Opinion）与审计定价（Lnfee）呈显著正相关关系，这表明对于那些资产规模较大、业务复杂程度越高、亏损越严重、股权制衡度较高、经四大审计、被出具非标审计意见的上市公司，审计师往往会收取更多的年审费用；公司成长性（Growth）与审计定价（Lnfee）呈显著负相关关系，说明审计费用随着公司成长水平的提高而降低。

表 5.4 融资融券业务与审计定价

变量	Lnfee
Short	0.042*** (3.98)
Size	0.387*** (25.96)
Lev	-0.012 (-0.24)
Ir	0.177* (1.76)
Growth	-0.013*** (-3.17)
Roa	-0.164 (-1.42)
Loss	0.040*** (2.94)
Share	0.106* (1.78)
Big4	0.329*** (5.71)
Opinion	0.082*** (2.95)
Constant	4.824*** (15.12)
Firm	控制
Year	控制
N	14674
R <sup>2</sup>	0.733

### 5.3.2 融资融券业务对审计投入的回归结果

为检验融资融券业务对审计投入的影响，即验证假设 H2a 的有效性，本文按照模型（4.5）进行回归分析，得到回归结果如表 5.5 所示。

表 5.5 列示了融资融券业务对审计投入的回归结果。从表中数据来看，审计投入（AI）与融资融券变量（Short）的系数为 0.236 且在 1% 水平上显著，这验证了本文假设 H2a 的有效性。说明融资融券业务实施后，审计师会就该业务可能导致的管理层机会主义行为实施更多的审计程序，加大人力、财力等审计资源的投入。

控制变量方面，可以看出公司规模（Size）、业务复杂程度（Ir）、盈亏状况

(Loss)、审计意见 (Opinion) 与审计投入 (AI) 呈正相关, 说明对于公司资产规模较大、业务复杂程度越高、亏损越严重、被出具非标审计意见的企业, 审计师会投入更多的审计资源。另外, 总资产收益率 (Roa)、股权制衡度 (Share)、公司成长性 (Growth) 与审计投入 (AI) 呈负相关, 说明对于总资产收益率高、股权制衡力强、公司成长前景好的企业, 审计师付出的审计成本会更低。

表 5.5 融资融券业务与审计投入

变量	AI
Short	0.236*** (46.56)
Size	0.038*** (7.79)
Lev	-0.067*** (-3.41)
Ir	0.026 (1.03)
Roa	-0.289*** (-6.83)
Growth	-0.004** (-1.99)
Share	-0.014 (-0.54)
Loss	0.005 (0.75)
Big4	-0.025** (-2.04)
Opinion	0.018* (1.71)
Constant	3.426*** (32.75)
Firm	控制
Year	控制
N	14674
R <sup>2</sup>	0.568

### 5.3.3 融资融券业务对审计风险溢价的回归结果

为检验融资融券业务对审计风险溢价的影响, 即验证假设 H2b 的有效性, 本文按照模型 (4.6) 进行回归分析, 得到回归结果如表 5.6 所示。

从表中数据来看,无论采用哪种衡量方式,审计风险溢价(Da、Em)与融资融券变量(Short)均在1%水平上显著正相关,这验证了假设H2b的有效性。意味着审计师会感知到被审计单位成为融资融券标的公司所带来的潜在诉讼风险和声誉受损风险,并考虑其对审计定价合约产生的影响,要求更高的风险溢价。

另外,从表5.6的回归结果来看,绝大部分控制变量与审计风险溢价之间呈正相关关系,说明在上市公司被纳入融资融券标的的范围后,审计师在对标的企业做出定价决策时,并不会过分关注标的公司的具体情况,而是从宏观角度对被审计方作为融资融券标的企业存在的风险进行整体考量,为避免审计失败带来的诉讼风险和声誉损失,会提高对标的企业的审计风险溢价。

表 5.6 融资融券业务与审计风险溢价

变量	Da	Em
Short	0.006*** (2.88)	0.038*** (2.84)
Size	0.012*** (5.46)	0.019 (1.58)
Lev	-0.017** (-2.38)	0.215*** (4.01)
Ir	0.092*** (8.95)	0.248*** (2.70)
Share	0.000 (0.01)	0.222*** (3.42)
Loss	0.015*** (6.04)	0.037* (1.81)
Growth	0.010*** (4.05)	0.052*** (5.04)
Roa	0.292*** (12.71)	0.410*** (3.35)
Big4	-0.004 (-0.68)	0.005 (0.12)
Opinion	-0.002 (-0.43)	0.008 (0.24)
Constant	-0.267*** (-5.91)	-0.550** (-2.17)
Firm	控制	控制
Year	控制	控制
N	14674	14674
R <sup>2</sup>	0.079	0.124

### 5.3.4 融资融券业务对审计定价影响的动态效应分析

表 5.7 列示了融资融券业务对审计定价影响的动态效应回归结果, 从表中数据可以看出  $Short^{-3}$ 、 $Short^{-2}$ 、 $Short^{-1}$  三个虚拟变量的回归系数都不显著, 这表明在被纳入融资融券标的范围之前, 审计定价在标的组和非标的组之间并不存在较大差异, 且随着时间的推移并未出现显著差异, 通过了双重差分法下的平行趋势检验, 政策外因素对研究结果的影响得以排除。

上市公司在被纳入融资融券标的范围之后, 即从  $Short^0$  开始,  $Short^1$ 、 $Short^2$ 、 $Short^3$  的回归系数逐渐变得显著。  $Short^0$  的回归系数为 0.018, 在 10% 的水平上显著, 说明上市公司在加入融资融券标的组当年, 融资融券业务对审计定价的提升作用已开始显现, 不存在时滞性。此外,  $Short^1$ 、 $Short^2$ 、 $Short^3$  这三个虚拟变量的回归系数均为正, 且显著性逐步增强, 也就是说融资融券标的公司在被列入标的的名单之后的第一年、第二年、第三年, 审计收费呈持续增长的态势。可以看出随着时间的推移融资融券的政策效应逐步显现, 从而证明了融资融券对审计定价的提升具有持续效应。假设 H3b 得到验证, 并且拒绝假设 H3a。

表 5.7 融资融券业务对审计定价的动态影响

变量	Lnfee
$Short^{-3}$	0.016 (1.09)
$Short^{-2}$	-0.002 (-0.17)
$Short^{-1}$	-0.013 (-0.98)
$Short^0$	0.018* (1.80)
$Short^1$	0.022* (1.79)
$Short^2$	0.049*** (3.79)
$Short^3$	0.036*** (3.29)
Size	0.301*** (34.51)
Lev	0.515*** (18.01)
Ir	0.269*** (6.78)

续表 5.7

变量	Lnfee
Roa	-0.397*** (-5.15)
Growth	-0.028*** (-5.62)
Share	0.338*** (10.86)
Loss	-0.008 (-0.82)
Big4	0.658*** (48.32)
Opinion	0.155*** (5.88)
Constant	4.592*** (52.53)
Firm	控制
Year	控制
N	14674
R <sup>2</sup>	0.769

## 5.4 进一步研究

融资融券业务给予了投资者选择参与融资交易或融券交易的机会,但我国目前存在融资与融券交易发展严重失衡的情形,融资交易占比每年都在 90% 以上,而融券交易只占很小的一部分。田利辉和王可第(2019)、白俊和宫晓云(2018)、郝项超等(2018)通过将融资与融券交易分离进行检验,发现两融交易在公司治理和资产市场中产生的影响有所不同。据此,本文将通过实证检验分析融资与融券业务对审计定价的差异性影响。

本文参考田利辉和王可第(2019)的做法,分别采用年末融资余额与公司总市值之比(FI)、年末融券余额与公司总市值之比(SI)来度量融资与融券交易。参照郝项超等(2018)的做法,将融资与融券交易变量同时加入模型,以便在检验融资(融券)交易对审计定价的影响时控制融券(融资)交易可能产生的影响,进而构建出模型(5.1)进行回归分析。通过关注模型(5.1)中系数 $\alpha_1$ 和 $\alpha_2$ 的值来分析融资与融券交易对审计定价的差异性影响。

$$Lnfee_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Fl_{i,t} + \alpha_2 Sl_{i,t} + Control_{i,t} + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5.1)$$

表 5.8 融资和融券交易对审计定价影响的差异性检验

变量	Lnfee
FI	0.087 (0.38)
SI	0.039*** (10.99)
Size	0.414*** (57.15)
Lev	0.059 (1.34)
Ir	0.008 (0.18)
Roa	-0.941*** (-6.77)
Growth	-0.026*** (-2.80)
Share	0.529*** (10.14)
Loss	0.024 (0.83)
Big4	0.575*** (29.41)
Opinion	0.081* (1.72)
Constant	4.511*** (24.97)
Firm	控制
Year	控制
N	6022
R <sup>2</sup>	0.707

根据表 5.8 的回归结果，融券交易变量（SI）的回归系数在 1%水平上显著为正，融资交易变量（FI）的回归系数为 0.087，虽然为正但不显著。回归结果表明融资与融券交易对审计定价产生的影响存在差异，融券交易下，管理层卖空压力增加所引起的一系列公司行为和市场反应使得审计师感知到更高的诉讼风险，促进了审计定价的提高；而融资交易并未对审计定价产生显著影响。由此可知，融资融券业务对审计定价的“提价”作用更多的是源于融券卖空的压力。可能的解释是在“压力假说”下，融券卖空即便交易量较小，但只要公司成为卖空标的，融券卖空交易就会刺激企业的真实盈余操纵行为，使管理层转向更为隐蔽

的真实盈余管理活动（熊家财等，2020）。对此，审计师会及时采取相应措施应对可能增加的审计风险，如增加审计成本投入、收取更高的风险溢价等。因此，应进一步加强融券业务的规范协调发展，完善卖空机制的公司治理职能。

## 5.5 稳健性检验

### 5.5.1 样本调整检验

自2010年融资融券正式试点运行以来，陆续有上市公司被纳入融资融券标的范围，但是2010年至2020年之间也有部分公司被调出标的名单，无论上市公司被纳入融资融券标的范围时间长短，都可能对审计师的定价决策产生影响。为此，本文将截止2020年12月31日曾被剔除标的名单的124只股票纳入样本中重新进行回归分析。

表 5.9 样本调整检验结果

变量	Lnfee
Short	0.073*** (6.65)
Size	0.392*** (104.00)
Lev	0.025*** (5.85)
Ir	0.135*** (3.11)
Growth	-0.000** (-2.29)
Roa	0.014 (0.71)
Share	0.245*** (7.55)
Loss	0.139*** (8.88)
Big4	0.711*** (47.03)
Opinion	0.215*** (7.97)
Constant	4.687*** (53.43)
Firm	控制
Year	控制
N	16038
R <sup>2</sup>	0.701

表 5.9 的回归结果显示，审计定价（Lnfee）与融资融券标的变量（Short）的系数为 0.073，在 1% 的水平上显著为正。说明对调整后的样本进行检验后，回归结果并未发生实质性改变，进一步证明了本文结论的可靠性。

### 5.5.2 基于 PSM 的稳健性检验

上述回归结果表明融资融券标的公司的审计定价要高于非标的公司，然而内生性问题的存在可能会对这一结果产生干扰。《融资融券交易实施细则》规定只有具备一定条件的上市公司才有资格入选融资融券标的的名单，可见融资融券标的的公司和非标的公司存在规模、股本等方面的固有差异，这些差异有可能会造成这样一种现象：融资融券标的公司在被纳入标的的范围之前就已经表现出高于非标的企业的审计定价，而与融资融券业务的开展无关。

表 5.10 PSM 回归结果

变量	Lnfee
Short	0.050*** (4.23)
Size	0.389*** (21.86)
Lev	-0.011 (-0.18)
Ir	0.032 (0.47)
Growth	-0.024*** (-3.86)
Roa	-0.241** (-2.27)
Share	0.085 (1.16)
Loss	0.026* (1.86)
Big4	0.051* (1.83)
Opinion	0.258*** (4.64)
Constant	4.865*** (12.66)
Firm	控制
Year	控制
N	10201
R <sup>2</sup>	0.657

为消除可能存在的内生性并对融资融券的政策效应予以准确评估,本文采用倾向性得分匹配法(PSM),以公司规模(Size)、资产负债率(Lev)、业务复杂程度(Ir)、总资产收益率(Roa)、公司成长性(Growth)、盈亏状况(Loss)、股权制衡度(Share)、审计意见(Opinion)、事务所类型(Big4)、公司及年份虚拟变量作为匹配变量,依照1:1近邻匹配的原则为融资融券标的公司匹配与之特征相似的非标的公司,之后利用双重差分模型检验标的组和非标的组的审计定价是否存在差异,以验证融资融券业务的实施效果,最终得到回归结果如表5.10所示。根据表中结果,在对其他可能的影响因素予以控制后,融资融券变量对审计定价的结果并未发生显著改变,进一步证明了本文结果的稳健性。

### 5.5.3 安慰剂检验

为了排除随机因素而非融资融券机制影响审计定价的可能性,本文采用将处理组随机化的方法进行安慰剂检验。具体而言是基于各样本公司加入融资融券标的名单的实际时间,从样本相应年份随机抽取对应的加入融资融券标的名单的公司作为实验组,其他未加入融资融券标的名单的公司作为控制组,进行循环500次的自抽样回归,得到如图5.1所示的P值-系数散点图。其中水平虚线 $P=0.1$ ,散点位于该虚线以下代表系数至少在10%水平下显著,反之则不显著。从图中来看,散点集中在系数等于0附近呈正态分布且远离真实系数值0.04,多数散点都位于 $P=0.1$ 的水平虚线以上,说明所构建的随机试验组回归结果在10%水平下不显著,说明融资融券制度产生的影响并非是随机的,进一步支持了本文结论。

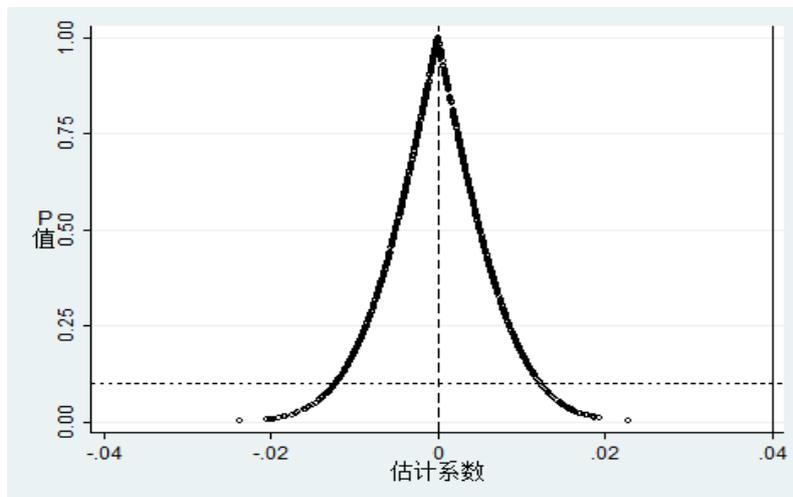


图 5.1 P 值-系数散点图

## 6 研究结论与政策建议

### 6.1 研究结论

本文以近年来我国开展的融资融券交易为研究背景，通过构建多时点 DID 模型对 2007-2020 年沪深 A 股上市公司样本数据进行回归分析，探索了融资融券这一新型信用交易对审计定价的影响及作用路径，并测试了动态视角下融资融券业务对审计定价影响的持续性。此外，鉴于我国目前两融交易发展严重失衡，融资与融券可能对审计定价产生不同影响，因此本文通过将两融业务相分离探究了融资与融券业务对审计定价的差异性影响。最终得到如下结论：

(1) 其他条件不变的情形下，对于被纳入融资融券标的范围的上市公司，审计师在做出定价决策时会采取较高的定价策略，机制检验表明这种对审计定价的提升作用源于审计投入的增加和风险溢价的提高。表明融资融券机制对审计师行为产生了一定的治理效应。一方面，上市公司被纳入融资融券标的的这一事件不仅使管理层更有动机进行更为隐蔽的机会主义行为，同时也导致外部监管机构和投资者对标的公司的监管力度大大增加，这在加重审计师工作负担的同时也对其工作质量提出了更高的要求。为此审计师在标的公司的年审工作中将增加审计投入，扩大审计范围，增进自身努力程度以对标的公司财务信息的真实性与可靠性提供合理保证；另一方面，审计师会感知到被审计单位成为融资融券标的的公司所带来的潜在诉讼风险与声誉受损压力，在做出审计定价决策时充分考虑到这些潜在风险的影响，出于风险补偿的目的，审计师会向标的公司收取更高的风险溢价。

(2) 融资融券对审计定价的提高作用不存在滞后性，能够持续发挥作用。融资融券政策效应的实现将历时弥久。目前我国融资融券业务仍处于不断发展和完善阶段，受投资者素质、市场成熟水平以及融资与融券交易比例等因素的影响，当前融资融券交易量较小，业务活跃程度有待提高，难以对上市公司和作为外部第三方的审计师产生较大影响。未来随着标的范围逐渐扩大，融资融券在交易规模不断壮大的同时业务活跃程度也会逐步提高，促使融资融券机制逐渐发挥作用，政策效应将持续显现。

(3) 本文进一步检验了融资与融券分别对审计定价的影响，结果表明融资与融券业务会对审计定价产生差异性影响，融券交易会显著提高审计定价，而融

资交易并未对审计定价产生显著影响。这说明融资融券业务对审计定价的“提价”作用更多的是源于融券卖空的压力，即在“压力假说”下，融券卖空即便交易量较小，但只要公司成为卖空标的，融券卖空交易就会刺激企业的真实盈余操纵行为，使管理层转向更为隐蔽的真实盈余管理活动。管理层卖空压力增加所引起的一系列公司行为和市场反应使得审计师感知到更高的诉讼风险，促进了审计定价的提高。

## 6.2 政策建议

融资融券业务的推行有利于激发资本市场活力，提高资本场所流通信息的透明度，但是融资融券机制预期效果的实现离不开良好的市场环境和相关部门的积极引导。鉴于目前我国资本市场的发展不够成熟，相关政策法规仍有待完善，融资融券机制并未产生预期的外部治理效应，反而使作为外部第三方的审计师面临的更高的诉讼风险和审计风险，并通过增加审计投入、提高风险溢价的途径进一步促进审计定价的提升。因此，针对上述结论，本文主要从融资融券业务的监管主体——监管机构、实施主体——上市公司以及外部第三方——审计师的角度提出相关建议。

(1) 监管部门应积极引导两融业务规范、协调发展。我国目前尚存在着融资融券机制不健全，投资者盲目跟风、投机行为盛行，监管不到位等一系列问题，为改善这一现状，监管机构有责任完善融资融券相关法律法规，通过加大违规行为的惩处力度为融资融券业务的健康发展提供有力的法律保障。本文通过动态效应分析发现，随着时间的推移融资融券的政策效应逐渐凸显。但是截止到 2020 年 12 月 31 日，可融标的股只占 A 股总股数的 32.1%，其中融资业务占两融业务总量的比例就高达 90% 以上，融券业务活跃度不足，这严重影响了融券卖空效用的发挥。因此建议相关监管部门进一步降低融券准入门槛，促进融资融券业务协调、平衡发展，使其更好地发挥应有的治理效应。

(2) 上市公司应加强财务规范建设，及时主动履行信息披露义务。本文研究并未发现融资融券机制在上市公司会计稳健性和公司治理方面产生积极作用，反倒是通过刺激管理层的机会主义行为增加了审计师工作难度和审计风险，导致审计定价提高。究其原因，制度变化并不能对市场主体行为的改善产生立竿见影的效果，而是存在一定的时滞性，而且融资融券机制尚处于前期发展不健全的阶

段，上市公司迫于股价下行的压力，会选择隐藏不利于公司发展的负面信息，但这种饮鸩止渴的做法毕竟不是长久之计，上市公司要想获得长足发展，应该完善自身发展，加强自身财务规范建设，及时主动地向利益相关者披露真实信息。

(3) 审计师应强化风险意识，提升自身专业胜任能力。作为外部独立第三方，审计师承担着鉴证与评价上市公司财务报告信息质量的重要职责。融资融券业务激发了投资者挖掘上市公司负面信息获利的动机，助长了潜在的投资风险，同时也增大了管理层对负面信息的隐藏力度。为保证审计质量，避免潜在诉讼风险引发的审计失败，审计师在遵守相关准则的前提下，应当强化审计风险意识，对上市公司风险作出客观、全面的评估，对自身风险承受能力保持清醒的认知。根据对被审计方风险评估的结果，通过增强自身努力程度，提高专业胜任能力保证审计工作保质保量完成。

## 6.3 研究局限与展望

### 6.3.1 研究局限

(1) 本文所采用的融资融券标的的数据均从证券交易所官网手动搜集，在样本期间有大量公司曾反复进出融资融券标的的名单，在手动整理过程中可能会存在一定的遗漏与偏差，对研究结果产生影响。

(2) 虽然本文为研究动态效应，选取了 2007-2020 年较长时间跨度的样本区间，将 2019 年第六次扩容的标的股纳入研究范围，但由于无法获得未来更为长远的数据，无法对这次大规模扩容标的股的长期动态效应进行深度探索。

(3) 受篇幅限制，本文未将更多的变量纳入研究模型进行分组检验，研究内容不够全面、结论有待细化。

### 6.3.2 研究展望

(1) 未来随着融资融券规模的不断扩大，我国融资融券制度的日渐完善，可以继续利用更为充足的样本数据对两融业务的公司治理效应、审计治理效应进行研究。

(2) 未来可考虑将公司内、外部治理方面的变量入研究模型，通过更为细致的分组检验进一步细化和充实这方面的研究。

## 参考文献

- [1] Brinn T., Peel M J. Audit Fee Determinants Of Independent & Subsidiary Unquoted Companies In The Ukan Exploratory Study[J].British Accounting Review,1994,26(2):101-121.
- [2] Bris A, Goetzmann W, Zhu N. Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets around the World[J]. Financial Review,2006,15(2):129-158.
- [3] Brogaard J, Hendershott T, Riordan R. High frequency trading and the 2008 short-sale ban[J]. Journal of Financial Economics,2017,124(1):22-42.
- [4] Chan S J, Kim W, Dong W L. Short selling by individual investors: Destabilizing or price discovering? [J].Pacific-Basin Finance Journal,2013,21(1):1232-1248.
- [5] Chang E C, Cheng J W. Short-Sales Constraints and Price Discovery: Evidence from the Hong Kong Market [J].Journal of Finance,2007,62(5):2097-2121.
- [6] Choi J H, Kim J B., Liu X B. Audit Pricing, Legal Liability Regimes and Big Premiums: Theory and Cross-country Evidence[J].Contemporary Accounting Research,2008,25(1):55-99.
- [7] Christina Bailey, Denton Collions. The Impact of Enterprise Risk Management on the Audit Process: Evidence from Audit Fees and Audit Delay[J].Auditing:A Journal of Practice & Theory,2018,37(3):25-46.
- [8] Christophe S, Ferri M, Angel J. Short Selling and the Weekend Effect in Nasdaq Stock Returns[J].Financial Review,2010,44(1):31-57.
- [9] Chu L, Simunic D A. Transaction Costs and Competition among Audit Firms in Local Markets[J].Social Science Electronic Publishing,2014.15(8):175-198.
- [10] DeAngelis D, Grullion G. The Effects of Short-Selling Threat on Incentive Contracts: Evidence from An Experiment[J].Review of Financial Studies,20-17,30(5):1627-1659.
- [11] Deangelo L. The Auditor Client Contractual Relationship: An Economic Analysis[J].The Accounting Review,1981,22(5):379-412.
- [12] Diamond D, Verecchia R. Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information[J].Journal of Financial Economics,1987,18(2):277-311.
- [13] Diether K B, Lee K H, Werner I. Short-Sale Strategies and Return Predictability[J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(2):575-607.

- [14] Dong Y, Lio Z. Does information Processing cost affect firm-specific information acquisition? Evidence from XBRL adoption[J].*Journal of Financial and Quantitative Analysis*,2016,51(2):435-462.
- [15] Dyah Ayu Larasati, Melinda Cahyanging Rati. Independent audit committee, risk management committee and audit fees[J].*Cogent Business & Management*,2019,6(1): 170-224.
- [16] Firth M. An Analysis of Audit Fees and Their Determinants in New Zealand[J].*Auditing :A Journal of Practice & Theory*,1985,4(2):23-37.
- [17] Francis J R. The effect of audit firm size on audit prices: A study of the Australian Market[J].*Journal of Accounting & Economics*,1984, 6(2):133-151.
- [18] Goodwin J D. Is the effect of industry expertise on audit pricing an office-level or a partner-level phenomenon?[J].*Review of Accounting Studies*,2014,19(4):1532-1578.
- [19] Griffin P. A League of Their Own? Financial Analysts' Responses to Restatement and Corrective Disclosure[J].*Journal of Accounting*,2003,(4):479-517.
- [20] Karla M. Johnstone. Client-Acceptance Decisions: Simultaneous Effects of Client Business Risk, Audit Risk, Auditor Business Risk and Risk Adaptation[J].*Auditing: A Journal of Practice & Theory*,2000,22(4):1-25.
- [21] Karpoff J M, Lou X. Short Sellers and Financial Misconduct[J].*Social Science Electronic Publishing*,2010,65(5):1879-1913.
- [22] Kyle A, Xiong W. Contagion as a wealth effect of financial intermediaries [J].*Journal of Finance*,2001(4):1401-1440.
- [23] Haruvy E, Noussaiar C N. The Effect of Short Selling on Bubbles and Crashes in Experimental Spot Asset Markets[J].*Journal of Finance*,2006,61(1):1119-1157.
- [24] Low L C, Tan H N. The Determination of Audit Fees: An Analysis in the Singapore Context[J].*Journal of Business Finance & Accounting*,2010,17(2):285-295.
- [25] Mgbame C O, Izedonmi F I O, Enofe A. Gender Factor in Audit Quality: Evidence from Nigeria[J].*Research Journal of Finance and Accounting*,2012, 3(4):81-87.
- [26] Menon K, Williams D D. Long Term Trends in Audit Fees[J].*Auditing :A Journal of Practice & Theory*, 2001,20(1):115-136.
- [27] Michael J., Alex Frino., Michael S, Peter L. Short Sales Are Almost

- Instantaneously Bad News Evidence from the Australian stock exchange[J].The Journal of Finance,1998,12(6):57-83.
- [28] Routledge J. Institutional investors, stewardship code disclosures and audit fees[J].Asian Review of Accounting,2020,29 (1):61-78.
- [29] Simunic D A. The pricing of audit services: theory and evidence[J].Journal of Accounting Research,1980,18(1):161-191.
- [30] Taylor M E, Baker R L. An Analysis of the External Audit Fee[J].Accounting & Business Research,2016,12(45):55-60.
- [31] Taylor S. Does audit fee hemogeneity exist: Premiums and discounts attributable to individual partner[J].Auditing: A Journal of Practice & Theory,2011, 30(4):249-272.
- [32] Teresa Anderson, Daniel Z éghal. The Pricing of Audit Services: Further Evidence from Canadian Market[J].Accounting & Business Research, 2012,24(5):195-207.
- [33] 白俊, 宫晓云. 融资融券制度提高还是降低了股价非同步性? [J]. 南方经济, 2018(11):47-66.
- [34] 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 (03):65-71.
- [35] 陈关亭, 朱松, 王思敏. 卖空机制与审计师选择——基于融资融券制度的证据 [J]. 审计研究, 2019(05):68-76.
- [36] 陈国进, 张贻军. 股市崩盘现象研究评述[J]. 经济学动态, 2008(11):76-80.
- [37] 陈晖丽, 刘峰. 融资融券的治理效应研究——基于公司盈余管理的视角[J]. 会计研究, 2014(09):45-52.
- [38] 陈思行. 证券信用交易制度对股市波动性的影响——基于台湾市场的实证研究[J]. 世界经济情况, 2010(09):47-51.
- [39] 褚剑, 方军雄, 于传荣. 卖空约束放松与银行信贷决策 [J]. 金融研究, 2017(12):111-126.
- [40] 褚剑, 方军雄. 中国式融资融券制度安排与股价崩盘风险的恶化 [J]. 经济研究, 2016, 51(05):143-158.
- [41] 戴捷敏, 方红星. 控制风险、风险溢价与审计收费——来自深市上市公司 2007 年年报的经验证据 [J]. 审计与经济研究, 2010, 25(03):46-53.
- [42] 冯怡. 经营风险、内部控制对审计费用的影响研究——基于上市公司样本数

- 据的分析[J]. 价格理论与实践, 2020(05):149-152.
- [43] 葛新旗, 冯怡. 经营风险、内部控制与审计费用——基于上市公司 2015-2017 年的数据经验[J]. 投资研究, 2019(06):58-68.
- [44] 顾琪, 陆蓉. 金融市场的“劣汰”机制——基于卖空机制与盈余管理的研究[J]. 财贸经济, 2016(05):60-75.
- [45] 顾乃康, 周艳利. 卖空的事前威慑、公司治理与企业融资行为——基于融资融券制度的准自然实验检验[J]. 管理世界, 2017(02):120-134.
- [46] 顾乃康, 周艳利. 卖空制度、企业投资与资源配置效率[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2020, 60(01):198-207.
- [47] 韩厚军, 周生春. 中国证券市场会计师报酬研究——上市公司实证数据分析[J]. 管理世界, 2003(02):15-22.
- [48] 韩维芳. 审计师个人经验、行业专长与审计收费[J]. 会计与经济研究, 2016, 30(06):91-108.
- [49] 郝项超, 梁琪, 李政. 融资融券与企业创新:基于数量与质量视角的分析[J]. 经济研究, 2018, 53(06):127-141.
- [50] 后小仙, 马融, 郑田丹. 突发事件冲击与财政政策效应的动态评价[J]. 当代经济研究, 2021(04):93-104.
- [51] 黄超, 黄俊. 卖空机制、诉讼风险与审计收费[J]. 财经研究, 2016(05):77-87.
- [52] 黄洋, 李宏泰, 罗乐. 融资融券交易与市场价格发现——基于盈余公告漂移的实证分析[J]. 金融市场, 2013(02):75-81.
- [53] 靳庆鲁, 侯青川, 李刚, 谢亚茜. 放松卖空管制、公司投资决策与期权价值[J]. 经济研究, 2015, 50(10):76-88.
- [54] 寇明婷, 卢新生. 货币政策调整的股票价格瞬时效应研究——基于 A 股市场高频数据的实证分析[J]. 山西财经大学学报, 2011, 33(01):40-48.
- [55] 李春涛, 刘贝贝, 周鹏. 卖空与信息披露:融券准自然实验的证据[J]. 金融研究, 2017(09):130-145.
- [56] 李丹, 袁淳, 廖冠民. 卖空机制与分析师乐观性偏差——基于双重差分模型的检验[J]. 会计研究, 2016(09):25-31.
- [57] 李锋森. 融资融券对股市波动的影响机制研究——基于投资者交易策略视角

- [J]. 南方金融, 2017(07):44-63.
- [58] 李莫愁. 审计准则与审计失败——基于中国证监会历年行政处罚公告的分析[J]. 审计与经济研究, 2017, 32(02):56-65.
- [59] 李伟, 缪晴, 唐洋, 王小倩, 乔玉辉. 富豪榜会影响审计收费吗? ——基于上市公司的经验证据[J]. 南京审计大学学报, 2019, 16(06):29-38.
- [60] 李伟. 不确定性环境下会计稳健性对审计收费、审计意见的影响[J]. 审计研究, 2015(01):91-98.
- [61] 李志辉, 王博, 孙沁茹. 融资融券与市场操纵:加剧还是抑制[J]. 财经科学, 2021(06):1-11.
- [62] 李志生, 杜爽, 林秉旋. 卖空交易与股票价格稳定性——来自中国融资融券市场的自然实验[J]. 金融研究, 2015(06):173-188.
- [63] 李志生, 李好, 马伟力, 林秉旋. 融资融券交易的信息治理效应[J]. 经济研究, 2017, 52(11):150-164.
- [64] 廖士光. 融资融券交易价格发现功能研究——基于标的证券确定与调整的视角[J]. 上海立信会计学院学报, 2011(01):67-76.
- [65] 刘斌, 叶建中, 廖莹毅. 我国上市公司审计收费影响因素的实证研究——深沪市 2001 年报的经验证据[J]. 审计研究, 2003(01):44-47.
- [66] 刘佳伟. 企业无实际控制人与审计收费[J]. 审计研究, 2021(03):51-61.
- [67] 刘启亮, 李蕙, 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, (06):81-88+97.
- [68] 刘艳霞, 祁怀锦, 于瑶. 融资融券制度的审计治理效应——基于签字注册会计师同期兼职行为的视角[J]. 财经问题研究, 2020(10):99-107.
- [69] 刘运国, 江仪洵. 负面新闻、异常审计费用与非标审计意见[J]. 财会通讯, 2019(33):3-9.
- [70] 罗栋梁. 上市公司审计费用决定因素的一般性研究[J]. 证券市场导报, 2002(12):28-32.
- [71] 吕敏康, 冯丽丽. 媒体报道、职业能力异质性与审计质量[J]. 审计研究, 2017(03):74-81.
- [72] 米莉, 黄婧, 何丽娜. 证券交易所非处罚性监管会影响审计师定价决策吗? ——基于问询函的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2019, 34(04):57-65.

- [73] 倪小雅, 戴德明, 张东旭. 股权激励与审计收费——来自中国的经验证据[J]. 审计研究, 2017(01):69-77.
- [74] 彭文平, 张姗姗. 融券卖空、分析师跟踪与企业信息披露质量[J]. 南京审计大学学报, 2019, 16(03):46-54.
- [75] 漆江娜, 陈慧霖, 张阳. 事务所规模·品牌·价格与审计质量——国际“四大”中国审计市场收费与质量研究[J]. 审计研究, 2004(12):60-66.
- [76] 沈萍, 景瑞. 年报问询函、审计定价与审计延迟[J]. 南京审计大学学报, 2020, 17(02):1-10.
- [77] 汤泰劼, 吴金妍, 马新啸, 宋献中. 非国有股东治理与审计收费——基于国有企业混合所有制改革的经验证据[J]. 审计研究, 2020(01):68-77.
- [78] 田利辉, 王可第. “罪魁祸首”还是“替罪羊”? ——中国式融资融券与管理层短视[J]. 经济评论, 2019(01):106-120.
- [79] 王靖懿, 夏常源, 傅代国. 放松卖空管制、控股股东股权质押与审计费用[J]. 审计研究, 2019(03):84-92.
- [80] 王良成. 法律环境、事务所规模与审计定价[J]. 财贸经济, 2010(04):69-75.
- [81] 王善平, 李斌. 我国上市公司审计收费影响因素的实证分析——来自深市上市公司的经验证据[J]. 财经理论与实践, 2004, 25(02):68-71.
- [82] 文雯, 冯晓晴, 宋衍衡. 公司债券违约与审计师风险应对[J]. 会计与经济研究, 2020, 34(04):3-23.
- [83] 伍利娜. 审计定价影响因素研究——来自中国上市公司首次审计费用披露的证据[J]. 中国会计评论, 2003(01):113-128.
- [84] 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.
- [85] 武晨, 王可第. 卖空机制真的可以抑制公司违规吗? ——基于中国式融资融券的实证分析[J]. 云南财经大学学报, 2020, 36(10):62-75.
- [86] 肖宁. 卖空机制对审计收费的影响[D]. 首都经济贸易大学, 2018.
- [87] 熊家财, 胡琛, 郭雪静. “按下葫芦浮起瓢”——基于应计与真实盈余管理视角的融券卖空治理效应研究[J]. 会计论坛, 2020, 19(01):60-72.
- [88] 徐筱凤, 李寿喜. 什么影响了上市公司年报审计费用? ——基于普华永道中天审计客户的实证分析[J]. 世界经济文汇, 2004(06):65-75.

- [89] 姚磊, 姚王信. 融资融券渐进式扩容的政策效应研究——基于多期 DID 模型与 Hausman 的检验[J]. 国际金融研究, 2016(05):85-96.
- [90] 殷红. 年报问询监管、审计风险与审计定价——基于锚定效应理论的视角[J]. 中国注册会计师, 2019(12):22-29+3.
- [91] 翟胜宝, 许浩然, 刘耀淞, 唐玮. 控股股东股权质押与审计师风险应对[J]. 管理世界, 2017(10):51-65.
- [92] 张洪辉, 章琳一. 融券制度与审计质量——基于准自然实验分析[J]. 经济管理, 2018, 40(01):172-190.
- [93] 张俊民, 李会云. 接受关联担保与审计收费——基于违规风险和过度负债的机制检验[J]. 审计与经济研究, 2022, 37(01):33-41.
- [94] 张俊瑞, 白雪莲, 孟祥展. 启动融资融券助长内幕交易行为了吗? ——来自我国上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2016(06):176-192.
- [95] 张俊瑞, 余思佳, 程子健. 大股东股权质押会影响审计师决策吗? ——基于审计费用与审计意见的证据[J]. 审计研究, 2017(03):65-73.
- [96] 张莎. 融资融券业务对审计师行为的影响研究[D]. 湖南大学, 2018.
- [97] 张铁铸, 沙曼. 行业专长、业务复杂性与审计收费[J]. 南京审计学院学报, 2014, 11(04):83-94.
- [98] 张旺峰, 张兆国, 杨清香. 内部控制与审计定价研究——基于中国上市公司的经验证据[J]. 审计研究, 2011(05):65-72.
- [99] 赵彩霞, 张立民, 曹丽梅. 制度环境对政府绩效审计发展的影响研究[J]. 审计研究, 2010(04):22-28.
- [100] 赵敬文. 卖空机制与审计收费——基于双重差分模型的实证检验[J]. 金融发展研究, 2018(11):77-83.
- [101] 钟宁桦, 唐逸舟, 王姝晶, 马惠娴. 融资融券与机构投资者交易占比[J]. 管理科学学报, 2021, 24(01):1-18.
- [102] 周川. 卖空机制提高了审计质量吗? ——基于准自然实验的研究[D]. 上海交通大学, 2019.
- [103] 周中胜. 关键审计事项披露与审计费用[J]. 审计研究, 2020(06):68-76.
- [104] 朱红军, 章立军. 审计费用的特征及其分析——来自沪市上市公司的经验证据[J]. 证券市场导报, 2003(12):34-39+79.

## 致 谢

时至今日，在键盘上敲下最后一个篇章也意味着求学生涯即将告一段落，回想从研究生录取的那一刻到如今即将踏入社会的短短三载，竟是我人生最充实、丰富的一段时光。期间最大的收获便是学会了与自己和解，不再为辜负别人的厚望而负重前行，浮世三千，自己作为芸芸众生中的一员，无能为力的事数不胜数，唯有活在当下，尽自己之所能，爱身边所爱之人。

在研究生这三年时间里，最为遗憾的是自己没有平衡好学术与考证，导致专业积累不足，学术沉淀不够，所以从开题至今进行论文写作的这段日子，似乎每一个阶段我都走得异常艰难，常常心有余而力不足，难以将自己的想法输出转化为文字。但好在自己能克服焦虑，每天坚持一点点努力输出，最后还算顺利完成了论文写作。我要特别感谢在此期间导师对我的理解、包容和鼓励，在选题阶段我前后换过好多次题目，导师并没有责怪我的任性反而是鼓励我树立自信，在之后的论文修改中导师也不厌其烦地给了很多宝贵的意见。深知自己不算是一个听话的学生，也很庆幸自己能遇到这样一位和蔼的导师，研一第一次开会时老师关于终身学习读书的那番话至今仍影响着我，再次感谢老师这三年来学业方面的悉心指点和为人处世方面的谆谆教诲。

感谢陪伴我走过这三年研究生生活的朋友和同学，这段开心玩乐、努力奋斗的日子我将永远铭记。感谢父母一直以来对我的鼓励支持、对我任性的包容，以并不富裕的物质条件供我完成学业。感谢从开题到答辩一直认真指导我论文的各位答辩老师、给予论文评阅意见的各位匿名评审专家。

韶华易逝，青春不复。求学二十余载，如南柯一梦，而今冬去春来，文罢业止，已然折柳惜别时。文虽已毕，行则尚远；往昔漫漫，非一己之力可至今日；道阻且长，唯心怀感恩方能致远。