

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20210315.202

多个大股东与审计定价

——基于中国家族企业的研究

牛瑞阳¹, 陈琳¹, 李瑞涛², 谢光华¹

(1. 西北工业大学管理学院, 陕西西安 710072; 2. 重庆大学经济与工商管理学院, 重庆 400044)

摘要: 在传统公司治理环境中, 普遍存在的多个大股东所有权现象, 是上市公司重要的监督制衡结构。本文在家族企业多个大股东之间存在典型裙带关系的特定情境下, 从审计定价视角考察监督或制衡机制是否有效。基于2007—2017年沪深A股家族上市公司数据, 本文对家族企业中多个大股东的互动如何影响审计定价展开研究, 发现拥有多个大股东的家族企业审计收费显著更高。进一步研究发现, 家族企业多个大股东与审计收费之间的显著正相关关系主要存在于控股股东发生股权质押时以及市场化程度低的地区, 并且在市场化程度低的地区, 股权质押会显著增强多个大股东对审计费用的提升作用。机制检验表明, 盈余管理、送转股和股票策略性改名三种市值管理手段, 是多个大股东影响审计定价的具体路径。研究结果从审计定价角度揭示了家族企业多个大股东的合谋动机, 为多个大股东经济后果的文献提供了新“拼图”, 也为理解资本市场侵占中小股东利益事件中的审计失职现象提供了经验证据。

关键词: 家族企业; 多个大股东; 审计费用

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2021)06-0057-17

一、引言

多个大股东是全球资本市场普遍存在的一种所有权现象(Jiang等, 2018)。在传统公司治理语境中, 非控股大股东作为中小股东利益的重要守护者, 可以监督控股股东, 提升公司价值(Ghoul和Guedhami, 2009)。但是, 非控股大股东既有动机利用投票权来约束控股股东的掏空行为, 也有可能加入到控股股东掏空中小股东财富的行列(Cai等, 2015)。近年来, 家族企业中

收稿日期: 2020-07-28

基金项目: 国家自然科学基金面上项目(71872022; 72071006); 国家社会科学基金一般项目(17BGL143); 教育部人文社会科学研究规划项目(18YJA790064); 中央高校基本科研业务费资助项目(3102020JC04; 3102020XJS02)

作者简介: 牛瑞阳(1998—), 女, 西北工业大学管理学院博士生;

陈琳(1977—), 女, 西北工业大学管理学院教授, 博士生导师;

李瑞涛(1987—), 男, 重庆大学经济与工商管理学院博士生(通讯作者, ruitaoli@cqu.edu.cn);

谢光华(1988—), 男, 西北工业大学管理学院讲师。

大股东合力侵占中小投资者利益的事件频频映入大众眼帘。2015年,万邦达股东王氏家族前期持续公布利好消息,在股价飙升后的短短一个月内通过减持巨额股份,累计套现近60亿元,高居当年减持套现榜首。2019年,柏堡龙一度沦为控股股东陈氏家族的“提款机”,其疯狂减持套现行为被证监会立案调查。Faccio等(2001)的研究指出由于东亚公司的所有权主要由家族控制,多个大股东的存在不仅降低了分红,还与控股股东勾结,攫取个人私利。因而,在家族企业多个大股东之间存在典型裙带关系的特殊情境下,多个大股东的监督或制衡机制是否有效就很值得再做检验。

Maury和Pajuste(2005)研究发现,在家族控股股东控制的企业中,家族成员存在的强烈合谋动机不利于企业价值的提升。当前,我国资本市场制度不完善,大股东违法、违规的诉讼和处罚成本较低,对中小投资者的保护水平普遍较差,为家族企业多个大股东侵占外部股东利益创造了条件。家族控股虽然减少了第一类代理问题,但容易导致第二类代理问题的产生,即通过掏空等方式侵占外部股东利益,且上述现象在资本市场不健全时更为明显(吕怀立和杨婉丽,2015)。魏明海等(2013)发现,在中国家族企业中,控股家族可以通过集中的股权制度安排控制企业,并利用金字塔结构等方式使控制权超越现金流权,导致大股东有强烈的动机去侵占中小股东利益。如若家族企业需要操纵股价以实现家族内部利益,多个大股东之间的互动很可能会偏离监督制衡,转而走向合谋共同刺激股价上涨。我国股票市场流动性过度充裕且普遍存在非理性交易行为(郑振龙和孙清泉,2013),为家族企业多个大股东通过合谋的形式,采用迎合资本市场非理性情绪的市值管理手段(例如高送转、盈余管理、股票改名等),来刺激股价上涨创造了良好的条件。

然而,现有文献更多地关注大股东之间的监督或制衡机制,而对一些特定情境下多个大股东可能形成的合谋行为未予以足够关注。审计定价一直是审计理论和实务界关注的关键议题,内部大股东与外部投资者之间的委托代理问题对审计收费有着十分重要的影响,也为我们从企业外部探究家族企业大股东之间是否具有合谋动机提供了良好的视角。对于中国的家族企业而言,受集体主义文化及家庭信任关系的影响,为降低控股家族股权质押风险或帮助家族成员套取个人私利,寻求短期股票市场价值最大化,多个大股东之间很可能会形成股东联盟,采用市值管理手段损害中小投资者的利益。上述行为的发生,对于审计师而言,意味着失去其他大股东这一获取真实财务信息的重要渠道。更为重要的是,多个大股东串通合谋,热衷于迎合短期利益,炒作热点,采用盈余管理、高送转、股票策略性更名等机会主义行为进行市值管理,也将导致审计师面临一定程度的执业风险。投资者一旦在股价暴涨后买入并遭受损失,此时若审计机构存在失职行为,即便是客观工作失误,审计机构仍将承担诉讼成本和声誉损失。

审计风险是除审计成本之外影响审计收费的重要因素(Simunic,1980),审计机构评估到预期可能存在而又并非直接导致审计失败的审计风险事项,往往通过溢价收费补偿审计风险。在实践中,出于掩饰自己机会主义行为而选择“有利”审计师的事件在中国上市公司中屡见不鲜,家族企业出于“寻租”动机,也愿意支付给会计师事务所超额审计费用作为“准租金”。并且,审计师为了维持与客户的关系并持续获得超额利润,也可能会纵容其客户采用分类转移盈余管理的方式操纵盈余(Huang和Wang,2015)。鉴于此,本文试图从审计定价角度,解析家族企业中多个大股东所有权结构下的股东关系,并检验家族企业多个大股东对审计师行为的影响及其机制,捕捉家族企业大股东合谋侵占中小投资者利益的信号。

本文基于2007—2017年A股家族上市公司数据,探究了家族企业中多个大股东的互动如何影响审计定价。首先,研究发现,在家族企业中多个大股东公司的审计收费显著更高。其次,由于股权质押风险对家族利益的威胁很可能会刺激家族企业多个大股东之间形成合谋,较低

的市场化水平则为家族企业多个大股东合谋侵占中小投资者利益带来了便利,本文还考察了股权质押与地区市场化水平对家族企业多个大股东与审计定价关系的影响。研究发现,家族企业多个大股东与审计收费之间的显著正相关主要存在于控股股东发生股权质押时以及市场化程度低的地区;并且在市场化程度低的地区,股权质押会显著增强多个大股东对审计费用的提升作用。再次,机制检验发现,盈余管理、送转股和股票策略性改名三种市值管理手段,是多个大股东影响审计定价的具体路径。最后,我们用审计时滞和审计意见做了进一步的分析,排除了审计定价的上升是由于更高的审计成本这一替代性解释,进一步支撑了我们的研究假设。

在现有文献基础上,本文可能的研究贡献主要体现为:第一,已有对多个大股东的研究更多侧重于关注多个大股东之间的监督作用(Mishra, 2011;王运通和姜付秀, 2017;姜付秀等, 2018),而对多个大股东在家族企业中可能出现的合谋行为,相关的研究鲜有涉及。吕怀立和李婉丽(2015)从非效率投资视角揭示了家族企业大股东之间的合谋关系,本研究则将落脚点置于企业外部审计定价,考察了家族企业多个大股东可能存在的合谋动机,丰富了对多个大股东合谋理论的研究。第二,现有文献对多个大股东在公司价值(Maury和Pajuste, 2005)、投资效率(Jiang等, 2018)、企业创新(朱冰等, 2018)、崩盘风险(姜付秀等, 2018)等方面的经济后果展开了广泛的研究,然而上述文献更多从公司内部视角考虑多个大股东的经济后果,本文则将研究对象聚焦于家族企业,从外部审计的角度为多个大股东经济后果的文献提供了新的“拼图”。并且,审计机构常以风险溢价的方式来补偿其执业服务中面临的风险(DeFond和Zhang, 2014),本文研究家族企业多个大股东的合谋是否导致了更高的审计定价,还能够为审计定价理论中的风险补偿理论提供补充证据。

本文有一定的政策启示。首先,考虑到家族企业多个大股东存在合谋关系,投资者需要加强对非控股大股东与控股股东相勾结,通过盈余管理、送转股和股票策略性改名以操控股价行为的警惕,为监管部门规范上市公司的市值管理行为提供依据。其次,对于在中国资本市场中发生的大规模家族企业大股东掏空中小股东财富事件,外部独立审计失职也负有不可推卸的责任,会计师事务所收取高价审计费可能只是溢价收费以补偿审计风险,并未给中小投资者带来高质量的审计服务。本文对于监管部门规范审计机构执业操守,外部投资者认识股权质押下家族企业的审计定价具有一定的启示作用。

二、文献回顾、制度背景与理论假设

(一)文献回顾

1. 多个大股东研究视角

已有文献探讨了大股东互动而形成的利益博弈格局以及大股东的合谋行为对公司治理产生的影响。研究方向主要沿着三个分支展开,第一个分支是考察多个大股东的相互监督制衡,对公司治理效率和公司绩效等产生的影响。早期理论家通过模型演绎提出,多个大股东之间的控制权竞争会产生监督效应,从而有效遏制控制权私人收益(Gomes和Novaes, 2006)。沿着这一理论逻辑,一系列研究从公司价值(Maury和Pajuste, 2005)、风险承担(Mishra, 2011)、投资效率(Jiang等, 2018)等视角发现了多个大股东的监督效应。

第二个分支的文献是围绕多个大股东之间的冲突展开。大股东各自的目标、激励和效用函数都存在差异,并因此产生了博弈、摩擦甚至冲突(Edmans和Holderness, 2017)。Fang等(2018)考察多个大股东与高管超额薪酬的关系时发现,大股东持股越接近,高管的超额薪酬越高,大股东之间的摩擦和冲突导致高管从中“渔利”,赵国宇(2019)也得到了类似的结论。

第三个分支的文献则支持大股东的合谋假说。Cai等(2016)发现,多个大股东在持股规模接近的情况下,更容易合谋侵占公司利益,降低公司价值。Faccio和Long(2002)的研究则指出,亚洲的“裙带资本主义特征”会促使公司的其他大股东参与合谋。近年来,随着家族企业中大股东合力侵占中小投资者利益的事件频频映入大众眼帘,家族企业中存在着严重的第二类代理问题,引起了众多学者的关注。Maury和Pajuste(2005)研究发现,当多个大股东的身份为同一家族成员时,大股东之间会更倾向于合谋掏空公司,损害公司价值。魏明海等(2013)发现中国家族企业中股东之间存在典型的裙带关系,控股股东通过合谋来侵占外部投资者的利益,并对公司价值造成了损害。吕怀立和李婉丽(2015)的研究也表明,由于合谋侵占中小股东利益动机的存在,拥有多个大股东的家族企业,非效率投资更严重。

2. 市值管理与审计风险

已有研究指出盈余管理、高送转、企业更名是企业进行市值管理的常用方法(袁知柱等,2014;谢德仁等,2016;徐龙炳等,2018;郑志刚等,2018)。现有许多文献研究了企业市值管理行为引发的经济后果。公司盈余信息是投资者进行股票估值时最为重视的信息之一,当控股股东进行股权质押时,大股东往往在必要时会直接利用其对公司的控制权来促使上市公司通过向上的盈余操纵,进行市值管理(谢德仁和廖珂,2018)。盈余管理活动是审计师关注的重点之一,影响审计师对审计风险的判断。审计师为了维持与客户的关系并持续获得超额利润,可能会纵容其客户采用盈余管理的方式操纵盈余(Huang和Wang,2015)。

在上市公司股利分配的过程中,中国公司更倾向于分配股票股利,尤其是高送转。企业管理者虽然通过高送转行为所引发市场价值的高估实现了自身的利益,但是本质是迎合投资者的非理性需求,带来的是虚假的繁荣,损害了投资者利益(李心丹等,2014)。最终,高送转很可能会激发大股东与投资者之间的矛盾,为企业带来了潜在的诉讼风险。企业面临的诉讼风险越高,审计师未来面临的诉讼风险也越大(刘颖斐和陈小虎,2019)。

投资者往往对于企业基本面无关的信息产生过度反应,存在非理性行为(李广子,2011)。企业名字作为概括历史业绩、识别经营特征的标签,是企业形象的直接反映,会对投资者心理以及投资决策产生潜在影响(Tadelis,1999;陈其安等,2020),进而推动公司股价上涨。当企业长期拥有糟糕的产品或者是发生了严重的市场不端行为时,会促使企业采用公司更名这一低成本手段,实现与自身历史的切割(谢红军等,2017)。研究发现,公司改名对企业 and 投资者带来的收益是微弱和短暂的,不利于企业的长期发展,也不会给投资者带来长期超额收益(Bosch和Hirschey,1989;KOT,2011;陈其安等,2020)。因此,公司策略性更名这一市值管理行为将损害投资者利益,提升审计师对于审计风险的判断。

3. 多个大股东与审计收费

关于多个大股东与外部审计行为特征的文献主要集中于西欧证券市场。Ghoul等(2018)发现,多个大股东这一所有权安排是有效的内部监督机制,降低了事务所进行审计的外部监督需求,西欧拥有多个大股东的公司对高质量审计的需求显著更低。Adelopo等(2012)使用英国上市公司的样本发现,大股东数量与更低的审计收费显著负相关,并认为是监督效应的体现。然而,上述研究与本文的家族企业在股东间关系有很大不同,家族企业股东关系不仅有合作关系,更是有血缘关系的存在。正如刘舒颖等(2016)和于树江等(2020)所言,维持家族对企业的控制是家族实现一切情感目标的重要前提,家族管理者在制定发展策略时会衡量家族控制权的损益。亚洲集体主义文化与西方国家的个体主义文化有所不同,在中国证券市场上,受集体主义文化及家庭关系背景的影响,家族企业面临着严重的第二类代理问题,内部大股东与外部

投资者之间的委托代理问题对审计收费有着十分重要的影响。此时,家族企业多个大股东互动对外部审计产生何种影响?是一个有待实证检验并加以回答的问题。

(二)制度背景与研究假设

对于家族企业,家族控股很大程度上减少了第一类代理问题,然而却加剧了第二类代理问题。由于家族企业产权结构以及组织模式的特殊性,其主要控股股东集中于家族内部人员。亚洲地区普遍存在的集体主义文化更是增强了家族企业成员之间的行为一致性,促进了家族股东之间联盟的形成,导致合谋动机更可能出现在委托人与委托人之间(吕怀立和杨婉丽,2015; Sauerwald和Peng,2013)。Maur和Pajuste(2005)也发现在家族股东控股的企业中,其他家族成员由于存在强烈的合谋动机而不利于企业价值的提升。Cheng等(2013)也指出,当大股东之间存在关联关系时,股东更容易形成合谋,对中小股东进行掏空。家族企业的大股东之间通常不仅有在企业中的合作关系,血缘亲情的存在使得他们更加偏好“亲缘至上”原则,大股东之间的关联关系在家族企业中可能更为明显。因此,对于家族企业而言,由于其第二类代理问题较为突出,大股东之间关联性更强,当家族企业需要操纵股价以实现家族内部利益时,多个大股东之间的互动很可能会偏离监督制衡,走向合谋。

我国股市具有一些投机特征,在此背景下,投资者的交易动机更偏好于短期炒作(苏冬蔚和毛建辉,2019)。特别是在我国股票市场上,散户参与度非常高,然而受到其自身知识、能力和交易认知的限制,非理性交易行为非常普遍(李心丹等,2014),这加剧了我国股票市场中的“价格异象”。非理性交易者的行为偏差具有系统性,使其交易行为具有较强的可预测性(Griffin和Tversky,1992),导致企业会通过迎合投资者,利用其非理性因素来获取“巨大收益”。现有文献提供了大量经验证据,例如企业采取操纵盈余(袁柱柱等,2014;温日光和汪剑锋,2018)、策略性更名(徐龙炳等,2018;郑志刚等,2018)、高送转(谢德仁等,2016)等市值管理手段来迎合投资者预期或是影响投资者决策。因此,在这一背景下,如若家族企业需要操纵股价以实现家族利益,家族企业多个大股东可能会通过“合谋”的形式,采用迎合资本市场非理性情绪的市值管理手段来刺激股价上涨。

对审计机构而言,企业的市值管理行为失去了其他大股东这一重要的公司真实信息获取渠道,原本维护自身利益而发挥监督功能的其他大股东不再可靠。此时审计机构获得真实公司财务信息的难度加大,这将导致审计师执业时面临的信息风险增强。审计风险是影响企业审计收费的重要因素,当审计师判定客户公司的审计风险越高时,会提高审计收费作为风险补偿(张俊瑞等,2017)。特别是审计机构评估到预期可能存在而又并非直接导致审计失败的审计风险事项时,往往会通过溢价收费补偿审计风险。因此,家族企业大股东合谋利用多元化的手段进行市值管理以实现家族内部利益时,为审计机构带来了潜在的被责和声誉损失风险,甚至是监管处罚和诉讼赔偿,理性的审计机构就会提升其审计服务价格。并且,在家族企业中,多个大股东合谋刺激股价而采取多元化市值管理行为,也将导致其面临巨大的审计压力,为了掩饰机会主义行为,倾向于去寻找较为“有利”的审计机构。家族企业这一寻租动机也使得其愿意支付给会计师事务所超额审计费用作为“准租金”,最终与审计机构达成互惠互利的协议,致使企业支付了更多的审计费用。基于上述分析,本文提出如下假设:

假设1:在家族企业中,多个大股东公司的审计收费显著更高。

三、研究设计

(一)研究样本与数据来源

本文以2007—2017年A股家族上市公司为研究样本,数据来自国泰安和锐思数据库。考虑

到上市公司前十大股东中可能存在关联关系或签署一致行动人协议,对于此类关联或一致行动人大股东,参照现有研究,对这类股东进行合并处理,将其视为同一股东,以便能够准确合理地判定公司是否存在多个大股东。本文根据锐思数据库提供的前十大股东的关联关系数据,进行汇总、合并,以实现上述数据处理目标。

本文在数据筛选过程中主要剔除了以下样本:(1)金融行业以及经营状况异常的ST和*ST类的样本。(2)B股和H股公司。(3)第一大股东持股比例低于10%的公司。(4)存在数据缺失的样本观测值。并对所有连续变量在1%和99%分位进行了缩尾处理。

(二)研究模型

借鉴Attig等(2008)、Jiang等(2018)以及朱冰等(2018)的研究,本文建立模型(1)来检验家族企业多个大股东的存在对审计定价的影响。

$$LNFE E_{i,t} = \alpha + \beta_1MLS_{i,t}(MLSdegree_{i,t}) + \beta_2SIZE_{i,t} + \beta_3ROA_{i,t} + \beta_4LE V_{i,t} + \beta_5TOP1_{i,t} + \beta_6LOSS_{i,t} + \beta_7SEP_{i,t} + \beta_8AGE_{i,t} + \beta_9BOARD_{i,t} + \beta_{10}INDIRECTOR_{i,t} + \beta_{11}BIG4_{i,t} + \beta_{12}LOPINION_{i,t} + \beta_{13}LNV_{i,t} + \beta_{14}REC_{i,t} + \beta_{15}LINSUB + INDURSTRY + YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中,被解释变量LNFE E是审计定价,参考张娟等(2014)和朱春艳等(2017)的研究,采用上市公司年度报告披露的审计费用取自然对数来表示。解释变量包括上市公司是否存在多个大股东(MLS)、多个大股东合谋强度(MLSdegree),以持股超过10%作为大股东的判断标准(包括控股大股东和其他大股东)。若上市公司年度内存在2个及以上大股东,则设定MLS等于1,否则为0。本文参考吕怀立和杨婉丽(2015)的研究,定义了股东合谋强度(MLSdegree),其具体计算公式如表1所示,其中I为指示变量,衡量了其他大股东与控股股东性质是否相似,当非控股大股东与控股股东的类别相同时取值为1,否则为0;L1至L3分别指公司控股股东、第二和第三大股东的的所有权比例。MLS_5是以持股比例5%作为衡量标准判断企业是否存在多个大股东。ABFEE衡量企业支付的异常审计费用,参考张友棠(2019)异常审计费用的衡量方法,即:(第t年的审计费用/第t年的资产-第t-1年的审计费用/第t-1年的资产)/(第t年的审计费用/第t-1年的资产)。DA衡量了企业的盈余管理。DIVIDEND和CHANGE分别是衡量企业高送转和企业更名。对于控制变量的选择,借鉴张娟等(2014)、朱春艳等(2017)的研究,控制了公司财务特征、股权特征、董事会特征以及与审计定价有关公司特征的影响,如盈利能力(ROA)、公司规模(SIZE)、资产负债率(LEV)、第一大股东持股比例(TOP1)、两权分离度(SEP)、董事会规模(BOARD)、应收账款占比(REC)、“四大”审计(BIG4)以及子公司数(LNSUB)等,详细变量设定见表1。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

变量的描述性统计如表2所示。MLS指标的均值是0.245,我国家族上市公司约有24.5%的公司存在多个大股东,整体占比较高,这一结果,与王运通和姜付秀(2017)、朱冰等(2018)的发现一致。MLSdegree的均值是0.87,标准差是0.229。此外,本文机制检验使用的变量中,盈余管理(DA)的均值是0.074,标准差是0.077,表明在家族上市公司中,公司间盈余管理水平差异不大。上市公司年均每股送转股(DIVIDEND)的均值为0.197,最大值为3,这是由于部分上市公司实施了10股送转30股的分配方案。上市公司股票改名(CHANGE)的比例均值是3.5%,更名的企业样本相对较少。

表1 主要变量定义

变量	变量名	变量定义
<i>LNFE</i>	审计定价	审计收费的自然对数
<i>MLS</i>	多个大股东	存在2个及以上持股高于10%的大股东为1, 否则为0
<i>MLSdegree</i>	合谋强度	$3 \times L1 + 2 \times I \times L2 + 1 \times I \times L3$
<i>ABFEE</i>	异常审计费用	$(\text{第}t\text{年的审计费用}/\text{第}t\text{年的资产} - \text{第}t-1\text{年的审计费用}/\text{第}t-1\text{年的资产}) / (\text{第}t\text{年的审计费用}/\text{第}t-1\text{年的资产})$
<i>DA</i>	盈余管理	使用修正琼斯模型计算盈余管理, 并取绝对值
<i>DIVIDEND</i>	送转股比例	每10股的送股比例和每10股的转股比例之和
<i>CHANGE</i>	股票改名	公司股票改名事件
<i>SIZE</i>	公司规模	总资产的自然对数
<i>ROA</i>	总资产收益率	公司净利润除以公司总资产
<i>LEV</i>	资产负债率	公司总负债除以公司总资产
<i>TOPI</i>	第一大股东持股比例	第一大股东持股除以总股本
<i>LOSS</i>	是否亏损	若公司当年净利润亏损为1, 否则为0
<i>SEP</i>	两权分离	现金流权和控制权的分离程度
<i>AGE</i>	上市公司年龄	公司上市的年限
<i>BOARD</i>	董事会规模	董事会人数的自然对数
<i>INDIRECTOR</i>	独立董事人数占比	独立董事人数除以董事会人数
<i>PLEDGE</i>	股东质押	控股股东质押等于1, 否则为0
<i>LOPINION</i>	滞后一期审计意见	非标审计意见为1, 否则为0
<i>BIG4</i>	“四大”审计	“四大”审计为1, 否则为0
<i>LNV</i>	存货占比	存货除以公司总资产
<i>REC</i>	应收账款占比	应收账款除以公司总资产
<i>LNSUB</i>	子公司数	子公司数的自然对数

表2 描述性统计

变量名	观测数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>LNFE</i>	10636	13.567	0.753	9.210	13.459	18.993
<i>MLS</i>	10636	0.245	0.430	0.000	0.000	1.000
<i>MLSdegree</i>	10363	0.229	0.453	0.000	0.000	2.196
<i>ABFEE</i>	10636	0.205	0.459	0.000	0.124	16.883
<i>DA</i>	10636	0.074	0.077	0.001	0.050	0.425
<i>DIVIDEND</i>	10636	0.197	0.410	0.000	0.000	3.000
<i>CHANGE</i>	10636	0.035	0.183	0.000	0.000	1.000
<i>SIZE</i>	10636	21.655	1.031	18.865	21.568	26.501
<i>ROA</i>	10636	0.045	0.051	-0.186	0.042	0.200
<i>LEV</i>	10636	0.381	0.199	0.054	0.366	0.997
<i>TOPI</i>	10636	0.415	0.164	0.122	0.399	0.778
<i>LOSS</i>	10636	0.072	0.259	0.000	0.000	1.000
<i>SEP</i>	10636	0.077	0.089	0.000	0.041	0.535
<i>AGE</i>	10636	7.021	5.812	0.000	5.000	27.000
<i>BOARD</i>	10636	2.080	0.205	0.693	2.197	2.890
<i>INDIRECTOR</i>	10636	0.391	0.082	0.300	0.364	0.750
<i>PLEDGE</i>	10636	0.658	0.474	0.000	1.000	1.000
<i>LOPINION</i>	10636	0.019	0.137	0.000	0.000	1.000
<i>BIG4</i>	10636	0.016	0.127	0.000	0.000	1.000
<i>LNV</i>	10636	0.155	0.144	0.000	0.118	0.943
<i>REC</i>	10636	0.131	0.106	0.000	0.113	0.783
<i>LNSUB</i>	10636	2.267	0.978	0.000	2.303	6.347

(二)主回归分析

结合前文的理论分析,模型(1)的回归结果如表3所示。为了验证所提出的理论假说的正确性,本文借鉴王运通和姜付秀(2017)的做法,采取逐步引入控制变量的方式来进行回归。第(1)和(4)列中,只控制公司基本财务特征,MLS的系数和MLSdegree的系数为正,且均在1%水平上显著。第(2)和(4)列中,进一步引入其他公司特征,如董事会规模、公司年龄、第一大股东持股比例等,从回归系数来看,MLS和MLSdegree的系数分别是0.054和0.056,仍然通过1%水平的显著性检验。最后,在第(3)和(6)列中,引入了公司审计业务特征,如是否四大审计、上年度审计意见以及子公司数等,回归结果仍显著为正。从表3中第(1)至(3)列的回归结果可以看出,无论

表3 多个大股东与审计定价

	Dependent Variable=LNFEF					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
MLS	0.050*** (2.695)	0.054*** (2.733)	0.059*** (3.078)			
MLSdegree				0.051*** (2.913)	0.056*** (3.104)	0.059*** (3.336)
SIZE	0.353*** (26.975)	0.351*** (25.714)	0.289*** (21.373)	0.356*** (26.574)	0.352*** (25.250)	0.290*** (21.170)
ROA	-0.556*** (-3.389)	-0.256 (-1.223)	-0.249 (-1.224)	-0.570*** (-3.426)	-0.289 (-1.359)	-0.285 (-1.380)
LEV	0.051 (0.895)	0.020 (0.341)	-0.012 (-0.207)	0.060 (1.017)	0.025 (0.423)	-0.003 (-0.049)
TOPI		0.023 (0.346)	0.047 (0.759)		0.024 (0.362)	0.046 (0.742)
LOSS		0.082*** (2.637)	0.067** (2.198)		0.073** (2.356)	0.058* (1.895)
SEP		0.056 (0.542)	0.072 (0.736)		0.042 (0.405)	0.066 (0.666)
AGE		0.006** (2.524)	0.005*** (2.647)		0.006*** (2.828)	0.006*** (2.882)
BOARD		-0.007 (-0.126)	-0.016 (-0.300)		0.003 (0.059)	-0.002 (-0.034)
INDIRECTOR		-0.016 (-0.142)	-0.031 (-0.293)		0.007 (0.060)	-0.005 (-0.047)
BIG4			0.612*** (6.685)			0.616*** (6.503)
LOPINION			0.116*** (3.227)			0.114*** (3.019)
LNV			-0.054 (-0.716)			-0.065 (-0.855)
REC			0.158* (1.792)			0.150* (1.692)
LNSUB			0.121*** (10.359)			0.122*** (10.327)
CONSTANT	5.631*** (19.679)	5.644*** (18.825)	6.737*** (22.800)	5.577*** (19.127)	5.583*** (18.256)	6.695*** (22.416)
年度效应/行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.405	0.407	0.429	0.405	0.407	0.428
N	10636	10636	10636	10363	10363	10363

注: *、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,括号中数值为t值,以下同。

是否考虑控制变量,多个大股东与审计定价之间均呈现出显著的正相关关系,支持了本文的假设,即家族企业存在的多个大股东使企业支付了更高的审计费用。表3中第(4)至(6)列的 $MLSdegree$ 回归系数同样为正,且在1%的水平上显著,表明对于家族企业而言,大股东之间形成的合谋强度越大,企业支付的审计费用越多。家族企业多个大股东之间通过合谋损害中小投资者利益的机会主义行为做法很可能为审计机构带了更大的审计风险,审计师会进行更高的审计定价,致使企业支付了更多的审计费用。通过上述两个指标的检验,结果初步表明,多个大股东的存在导致家族上市公司的审计费用提高。

(三)内生性检验

1. 工具变量法

本文首先使用工具变量法来处理多个大股东的内生性问题。选用的工具变量分别是股票年度换手率($TRADING$)和其他大股东股权集中度($CONCENT$)。股票年度换手率越高,本身意味着二级市场流通股股东持股比例越高,大股东持股达到10%的概率更小。此外,流动性高的公司越有利于大股东退出,考虑到我国股市非理性波动,投机炒作时常导致股票高估,这也为大股东减持退出提供了条件。因而,流动性越好,存在多个大股东概率可能更小,而流动性本身与审计定价并无太大关系。另外,本文以第二至九名股东的持股比例之和除以第一大股东持股比例,得到其他大股东股权集中度($CONCENT$),这一数值越大,越有可能存在持股10%以上的非控股大股东。第一阶段,以 MLS 为被解释变量,引入工具变量 $TRADING$ 和 $CONCENT$,生成 MLS 的拟合值,代入第二阶段以审计定价为被解释变量的回归。表4中第(2)列 $MLS(instrumented)$ 的回归系数为0.134,在10%水平上显著,该回归系数值远大于表3中 MLS 在0.05左右的回归系数。另外,本文对工具变量的过度识别问题进行了检验,发现并不存在工具变量的识别问题。以上检验进一步支持了本文的假设。

2. 双重差分法

上市公司是否存在多个大股东会随年度变化而有所不同,因此,我们可以使用发生多个大股东进入和退出的样本,与大股东数量保持不变的样本进行对比,假设发生变更的时间受到模拟的外生冲击,观察非控股大股东进入和退出之后审计费用的变化。参照朱冰等(2018)、王运通和姜付秀(2017)的做法,结合不同公司其他大股东进入或退出年份不同,设定了多期冲击的双重差分模型(DID)来进行检验,模型设定如下:

$$LNFE E_{i,t} = \alpha_i + \alpha_j + \beta_1 POST1(POST2)_{i,t} + \gamma Control\ variable_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

上述模型中,使用固定效应回归, α_i 和 α_j 分别控制了个体固定效应和时间固定效应。本文将样本分为四组:(1)一直保持多个大股东的公司。(2)存在多个大股东的公司,某年度变为单个大股东。(3)一直保持单个大股东的公司。(4)存在单个大股东的公司,某年度变为多个大股东。需要指出的是,在本文研究期间,对同一公司发生多次大股东进入和退出的样本进行了剔除。解释变量 $POST1$ 是使用上述第(4)组作为处理组与第(3)组样本作为对照组来进行对比,即单个大股东公司变为多个大股东公司(一变多)后 $POST1$ 设为1,其他情况都为0。与此相似, $POST2$ 是指多个大股东公司变为单个大股东公司后等于1(多变一),其他情况为0。

表4中第(3)列和第(4)列的检验结果表明,单一大股东公司变为多个大股东公司之后,与一致保持单一大股东的公司相比,其审计费用显著更高,即第(3)列中 $POST1$ 的回归系数为0.073,且在10%水平上显著。而第(4)列中,我们并未检验出多个大股东公司变为单一大股东公司后审计费用显著降低。综合来看,通过模拟的双重差分检验,仍然支持审计机构对存在多个大股东的公司收取了显著更高的审计费用这一假设。

表4 内生性问题以及样本选择性偏差处理

被解释变量=LNFEF	工具变量法		双重差分法		PSM		Heckman
	1SLS	2SLS	一变多	多变一	(5)	(6)	(7)
<i>CONCENT</i>	0.122*** (10.421)						0.526*** (30.671)
<i>TRADING</i>	-0.102*** (-12.223)						-0.150*** (-10.221)
<i>MLS(instrumented)</i>		0.134* (1.945)					
<i>POST1</i>			0.073* (1.802)				
<i>POST2</i>				0.027 (0.658)			
<i>MLS</i>					0.053** (2.501)		
<i>MLSdegree</i>						0.052*** (2.713)	
<i>Imr</i>							-0.031 (-0.635)
<i>Control variables</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度效应/行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R^2	0.197	0.430	0.404	0.458	0.456	0.458	0.431
N	10294	10294	5920	1793	5024	4755	10632

3. 倾向得分匹配(PSM)法

为进一步缓解可能的遗漏变量导致的内生性问题,本文使用倾向得分匹配(PSM)配对后,再进行回归分析。参考王运通和姜付秀(2017)的研究,我们根据公司规模、资产负债率、总资产收益率、是否亏损、上市公司年龄以及经营性净现金流等影响公司出现大股东的特征,用最邻近匹配方法,设定卡尺(0.03)为标准进行匹配。本次PSM配对后,*MLS*和*MLSdegree*分别获得5024和4755个样本,PSM配对后的回归结果如表4所示。第(5)列中,*MLS*的回归系数为0.053,在5%的水平上显著,企业大股东与企业审计定价仍然显著正相关。第(6)列中,*MLSdegree*的回归系数为0.052,且在1%水平上显著。回归系数大小与全样本回归基本保持一致。为进一步检验样本是否存在选择性偏差问题,本文采用了Heckman检验,如表4中第(7)列的回归结果所示,在两阶段分析中的*Imr*值不显著,可以得出本次样本选择不存在明显的选择性偏差问题。

五、进一步分析

前文研究表明,存在多个大股东的家族企业向审计机构支付显著更高的审计费用,但是市值管理作用机制还有待进一步阐明。考虑到市场化发展程度可能会为大股东合谋带来便利,企业自身面临的股价压力可能也会驱动大股东之间形成合谋,首先,进一步分析了市场化程度、股权是否质押对不同样本产生的影响。其次,对于市值管理这一作用机制,本文选择了盈余管理、送转股以及策略性改名这三个中介因子,对大股东存在影响审计定价的具体机制做了检验。

(一)拓展分析

1. 地区市场化水平

家族企业多个大股东对企业审计定价的影响除了会受到公司行业特征的影响,较低的市

场化水平也可能会为家族企业多个大股东合谋侵占中小投资者利益带来便利。为进一步分析,不同外部市场环境是否影响多个大股东的行为,从而对审计溢价收费现象产生横截面的变化。我们根据樊纲《中国分省份市场化报告(2016)》中披露的市场化指数,将样本分为高市场化地区和低市场化地区两组,并进行分组检验。由表5的回归结果可以看出:在低市场化地区的分组中,MLS和MLSdegree的回归系数显著为正,说明在市场发展程度低的地区,多个大股东导致了企业更高的审计定价,进一步支持了我们的假设。而在高市场化地区的分组中,MLS和MLSdegree的回归系数则不显著,说明在市场化水平高的地区,外部的约束对大股东的合谋形成了一定的抑制,多个大股东对审计定价的影响作用受限。

表 5 多个大股东与审计定价:市场化水平差异的影响

被解释变量=LNFEET	高市场化地区		低市场化地区	
	(1)	(2)	(3)	(4)
MLS	0.030 (1.254)		0.086*** (2.896)	
MLSdegree		0.032 (1.435)		0.086*** (3.083)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
年度效应/行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.459	0.459	0.418	0.417
N	6290	6170	4346	4193

2. 股权质押

近年来,从我国上市公司控股股东爆发的股权质押危机来看,质押后的股价压力对上市公司控股股东的行为产生重要的影响。尤其是当股价下跌时,控股股东可能面临其质押的股权被平仓而带来控制权丧失的风险(孟庆斌等,2019)。该风险和压力很可能导致其行为偏离公司经营价值最大化的方向。为进一步分析控股股东的股权质押,是否导致控股股东更容易与其他大股东合谋去迎合市场,加剧审计风险,引发更高的审计收费,表6汇报了在控股股东是否进行股权质押的分组下,多个大股东与审计定价的回归结果。在控股股东发生股权质押的组别,MLS和MLSdegree的回归系数显著为正,表明当控股股东的股权发生质押后,多个大股东之间更容易合谋,有更强的动机进行市值管理,从而导致企业更高的审计定价。在控股股东未发生质押的组别,MLS和MLSdegree与审计定价的回归系数并不显著,表明当控股股东不发生质押时,家族企业多个大股东进行市值管理的动机有一定程度的减弱,多个大股东对企业审计定价的作用效果受到一定程度的限制,更进一步验证了本文的假设。

表 6 多个大股东与审计定价:控股股东股权质押的影响

被解释变量=LNFEET	发生股权质押		未发生股权质押	
	(1)	(2)	(3)	(4)
MLS	0.082*** (3.320)		0.023 (0.904)	
MLSdegree		0.083*** (3.446)		0.029 (1.316)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
年度效应/行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.392	0.391	0.470	0.470
N	6998	6824	3638	3539

3. 市场化和股权质押的双重影响

为进一步探究在市场为大股东合谋提供便利,大股东又同时面临股权质押的压力时,家族企业多个大股东对审计收费的影响,本文在市场化分组的基础上,研究股权质押与大股东的交互作用对企业审计定价的影响。从回归结果来看,在表7第(3)列和第(4)列低市场化地区的组别中,交乘项 $MLS \times PLEDGE$ 和 $MLSdegree \times PLEDGE$ 的回归系数均显著为正,表明市场化程度越低,大股东面临的法律成本和约束越少,为家族企业控股股东合谋进行市值管理降低股权质押风险提供了良好的环境,进而使股权质押增强了多个大股东对审计费用的提升作用。而在高市场化地区的企业,交乘项 $MLS \times PLEDGE$ 和 $MLSdegree \times PLEDGE$ 的回归系数则不显著。表明当企业市场化程度较高时,企业面临的约束和违规成本较大,家族企业控股股东合谋进行市值管理降低股权质押风险的动机受到了抑制,审计机构与家族企业多个大股东之间达成互惠互利协议的空间缩小,股权质押并没有显著增强多个大股东对企业审计定价的提升作用。

表7 不同市场化水平下多个大股东与股权质押对企业审计定价的影响

被解释变量=LNFEET	高市场化地区		低市场化地区	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>MLS</i>	0.003 (0.105)		0.040 (1.016)	
<i>MLSdegree</i>		0.014 (0.551)		0.044 (1.160)
<i>MLS</i> × <i>PLEDGE</i>	0.051 (1.331)		0.080*** (3.545)	
<i>MLSdegree</i> × <i>PLEDGE</i>		0.042 (1.154)		0.075* (1.879)
<i>PLEDGE</i>	0.067*** (2.969)	0.071*** (3.177)	0.085*** (2.609)	0.079** (2.510)
<i>Control variables</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
年度效应/行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
R^2	0.462	0.462	0.422	0.420
<i>N</i>	6290	6170	4346	4193

(二) 机制检验

通过对以上进一步分析虽然支持了本文假说,但是,仍然缺乏直接的市值管理机制检验的证据。因此,本文使用中介效应模型来检验多个大股东存在导致审计收费更高的渠道机制,借鉴温忠麟等(2004)的研究,中介效应模型设定如下:

$$LNFEET_{i,t} = \partial + \beta_1 MLS_{i,t} + \gamma Controlvariable_{i,t} + Industry + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$MED_{i,t} = \partial + \beta_2 MLS_{i,t} + \gamma Controlvariable_{i,t} + Industry + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$LNFEET_{i,t} = \partial + \beta_3 MLS_{i,t} + \beta_4 MED_{i,t} + \gamma Controlvariable_{i,t} + Industry + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

在中介效应分析中,本文选择了3个中介变量,来检验多个大股东影响审计定价的渠道机制,分别是盈余管理(*DA*)、送转股(*DIVIDEND*)以及策略性股票改名(*CHANGE*),如果是大股东合谋,通过迎合市场非理性情绪,使用上述手段刺激股价进行市值管理导致的审计费用上升,那么本文预期将观察到上述三个变量发挥显著的中介作用。

表8报告的是上述中介效应模型的检验结果。从表8的第(3)列可以看出 DA 的系数是0.153,在5%水平显著,同时 MLS 的系数仍显著为正,相比于第(2)列的结果略有减小,说明盈余管理(DA)在多个大股东导致审计收费水平上升中,发挥部分中介效应。同理从第(4)列至第(7)列的结果可以看出,送转股($DIVIDEND$)和股票策略性改名($CHANGE$)也发挥了部分中介

效应。从以上分析可以看出家族企业拥有多个大股东的公司更高的盈余管理水平、更多的送转股行为和股票策略性改名是导致审计费用更高的作用机制,验证了本文的市值管理假设。审计机构对多个大股东公司迎合市场投机炒作,进行市值管理注入“噪音”的风险收取溢价补偿,致使企业支付更高的审计费用。

表 8 多个大股东与审计定价:渠道效应检验

	主回归	中介效应1		中介效应2		中介效应3	
	<i>LNFEET</i>	<i>DA</i>	<i>LNFEET</i>	<i>DIVIDEND</i>	<i>LNFEET</i>	<i>CHANGE</i>	<i>LNFEET</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>MLS</i>	0.059*** (3.078)	0.006*** (2.788)	0.058*** (3.029)	0.026*** (3.036)	0.058*** (3.025)	0.022*** (4.574)	0.055*** (2.895)
<i>DA</i>			0.153** (2.172)				
<i>DIVIDEND</i>					0.040** (2.277)		
<i>CHANGE</i>							0.175*** (3.821)
<i>Control variables</i>	Yes						
年度效应/行业效应	Yes						
<i>R</i> ²	0.429	0.158	0.429	0.091	0.429	0.035	0.430
<i>N</i>	10636	10636	10636	10636	10636	10636	10636

(三)排除替代性解释

本文认为多个大股东与更高的审计定价的显著关联是会计师事务所补偿风险的溢价收费所致。然而,审计服务价格是审计资源投入和审计执业风险的函数(Simunic, 1980),为进一步排除审计收费是由于付出了更多的审计工作努力这一替代性解释。参照现有研究,本文选用审计时滞来表示审计工作投入。表9中第(1)和(2)列显示,*MLS*和*MLSdegree*的回归系数显著为负,并不支持审计收费的提升是由于会计师事务所投入更多的工作努力这一替代性解释。另外,通过使用审计意见作为被解释变量做进一步观察,同样并未发现多个大股东与非标审计意见有显著关联。主要是由于多个大股东迎合市场使用的是盈余管理、送转股和策略性股票改名等手段,并非直接引起重大审计风险的事项,因此并未观察到非标准意见显著更高。另外,本文同样做了多个大股东与事务所变更(*AICHANGE*)的关系研究,即从国际“四大”和国内“十大”变更为“小所”。从第(5)和(6)列的回归结果可以看出,多个大股东与事务所变更关系并不显著,即存在多个大股东的企业并不太愿意去变更为“小所”,其可能原因是变更小的会计师事务所表达的负面信号较为明显,该项分析进一步支持了本文的审计收费的提高可能是由于审计风险的提升这一假设。

(四)稳健性检验

为确保结论的稳健性,本文借鉴王运通和姜付秀(2017)的研究,使用多个大股东的数量(*MLSnum*)、以持股超过5%为标准设定的多个大股东哑变量(*MLS_5*)替代主回归分析中的自变量,做了稳健性测试。从回归结果可以发现,*MLSnum*和*MLS_5*的回归系数分别是0.053和0.070,且在1%水平上显著。表明在替换多个大股东衡量的指标和放松多个大股东的判定标准后,本文的假说仍然成立。张友棠等(2019)指出,随着异常审计费用的增加,审计师的独立性降低,为了维持与客户的关系,审计师会在一定程度上纵容风险较低且隐蔽性较强的企业行为。本文同样用异常审计费用做了稳健性检验,从表10中第(3)列和第(4)列的回归结果可以发现,*MLS*和*MLSdegree*与异常审计费用呈现出显著的正相关,表明家族企业多个大股东的合谋很大

程度上提升了企业支付的异常审计费用。以上稳健性表明,在考虑了用不同的方法衡量家族企业多个大股东以及企业的审计定价后,家族企业多个大股东对企业审计定价的促进作用依然存在。

表 9 多个大股东与审计时滞、审计意见和事务所变更

	Dependent Variable= <i>AUDITLAG</i>		Dependent Variable= <i>OPINION</i>		Dependent Variable= <i>AICHANGE</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>MLS</i>	-0.015*		-0.002		0.212	
	(-1.808)		(-0.506)		(0.056)	
<i>MLSdegree</i>		-0.013*		-0.001		0.169
		(-1.686)		(-0.376)		(0.087)
<i>Control variables</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度效应/行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>R</i> ²	0.256	0.278	0.266	0.252	0.3560	0.3542
<i>N</i>	10636	10363	10636	10363	9719	9486

表 10 稳健性检验

	Dependent Variable= <i>LNFEED</i>		Dependent Variable= <i>ABFEE</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>MLSnum</i>	0.053***			
	(3.228)			
<i>MLS_5</i>		0.070***		
		(4.131)		
<i>MLS</i>			0.042***	
			(3.407)	
<i>MLSdegree</i>				0.040***
				(3.146)
<i>Control variables</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
年度效应/行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>R</i> ²	0.429	0.429	0.024	0.025
<i>N</i>	10636	10636	10636	10363

六、结论、启示与研究展望

(一)结论与启示

本文通过将审计定价作为研究切入点,实证研究家族企业大股东合谋对企业审计定价的影响及其机制。研究发现:第一,家族企业大股东之间的合谋行为促进了企业支付更高的审计费用。第二,在不同市场发展程度下以及企业控股股东是否进行股权质押时,多个大股东对企业审计定价的促进效果不同。在市场化程度更好的地区,企业面临着更高的法律成本以及更大的约束,多个大股东对企业审计定价的促进作用更为显著。当控股股东面临质押压力时,企业进行市值管理的动机更强,多个大股东对企业审计定价正向影响也更为显著。第三,在拥有多个大股东的家族企业中,更高的盈余管理水平、更多的送转股行为和股票策略性改名是导致审计费用更高的作用机制,审计机构对多个大股东公司迎合市场投机炒作进行市值管理,注入“噪音”的风险收取溢价补偿,致使企业支付更高的审计费用。

本文的研究启示在于:首先,上市公司在规范市值管理行为时,应该保持对通过盈余管理、送转股和股票策略性改名以操控股价行为的警惕。其次,应当关注审计机构收取高价审计费的行为,并对审计机构进行更多的监督和规制,促使审计机构严格履行客观独立的审计行为准

则,使市场承担其作为外部监督机制应有的责任。再次,由于本文研究发现,地区的市场化水平可以在很大程度上影响家族企业多个大股东与审计定价之间的关系。因此,应进一步完善基础设施建设,促进市场经济的蓬勃发展,充分发挥市场对上市公司的监督作用,进而缓解家族企业中存在的第二类代理问题,减少家族企业大股东合谋侵占中小股东利益事件的发生。最后,投资者在关注企业审计定价的同时,也应关注企业是否存在股权质押行为,从而做出更加科学合理的决策。

(二)研究展望

本文阐释了家族企业多个大股东在公司治理中的行为逻辑和路径选择,主要考虑了金融市场对家族企业大股东行为产生的影响,与传统的基于公司财务、公司治理理论的研究范式有所不同。然而,现代上市公司是近百年来的现象,大股东的治理行为也将继续发展。未来研究需要联系我国现实情境,可以尝试基于大股东身份特征,考察何种多个大股东互动能够优化公司经营效率,结合我国混合所有制改革背景,这是有重要现实意义的研究。另外,也可以沿着多个大股东互动的逻辑,基于其迎合行为,观察相对理性的机构投资者和分析师会如何反应,研究机构投资者的行为特征,这对提升我国资本市场定价效率也有重要意义。此外,也可以考察多个大股东互动对上市公司违规、舞弊、盈余预测等信息披露特征的影响。

主要参考文献

- [1]陈其安,张慧,陈抒好.股指期货交易加剧了中国股票市场波动性吗?——基于投资者结构的理论和实证研究[J].中国管理科学,2020,28(4):1-13.
- [2]姜付秀,蔡欣妮,朱冰.多个大股东与股价崩盘风险[J].会计研究,2018,(1):68-74.
- [3]李心丹,俞红海,陆蓉,等.中国股票市场“高送转”现象研究[J].管理世界,2014,(11):133-145.
- [4]刘舒颖,孙嘉宝,朱沅.社会情感财富、制度压力与家族管理控制——基于香港上市家族公司的多案例研究[J].外国经济与管理,2016,38(7):3-23.
- [5]刘颖斐,张小虎.企业诉讼风险与审计收费——基于关键审计事项披露视角[J].审计与经济研究,2019,34(6):33-45.
- [6]吕怀立,李婉丽.多个大股东是否具有合谋动机?——基于家族企业非效率投资视角[J].管理评论,2015,27(11):107-117,191.
- [7]苏冬蔚,毛建辉.股市过度投机与中国实体经济:理论与实证[J].经济研究,2019,54(10):152-166.
- [8]王运通,姜付秀.多个大股东能否降低公司债务融资成本[J].世界经济,2017,40(10):119-143.
- [9]谢德仁,崔宸瑜,廖珂.上市公司“高送转”与内部人股票减持:“谋定后动”还是“顺水推舟”?[J].金融研究,2016,(11):158-173.
- [10]谢红军,蒋殿春,包群.官司、声誉与上市企业更名[J].经济研究,2017,52(1):165-180.
- [11]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,(3):65-73.
- [12]张友棠,熊毅,曾芝红.异常审计收费与分类转移盈余管理——经济租金还是审计成本[J].审计研究,2019,(2):82-90.
- [13]郑志刚,刘思敏,黄继承.我国上市公司策略性股票更名:战略转型还是高位套现?[J].金融研究,2018,(10):158-173.
- [14]Adelopo I, Jallow K, Scott P. Multiple large ownership structure, audit committee activity and audit fees: Evidence from the UK[J]. Journal of Applied Accounting Research, 2012, 13(2): 100-121.
- [15]Attig N, El Ghoul S, Guedhami O. Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East Asia[J]. The Journal of Financial Research, 2009, 32(4): 395-422.
- [16]Attig N, Guedhami O, Mishra D. Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity[J]. Journal of Corporate Finance, 2008, 14(5): 721-737.
- [17]Bosch J C, Hirschey M. The valuation effects of corporate name changes[J]. Financial Management, 1989, 18(4): 64-73.
- [18]Cai C X, Hillier D, Wang J. The cost of multiple large shareholders[J]. Financial Management, 2016, 45(2): 401-430.

- [19]DeFond M, Zhang J. A review of archival auditing research[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2014, 58(2-3): 275-326.
- [20]Edmans A, Holderness C G. Blockholders: A survey of theory and evidence[A]. Hermalin B E, Weisbach M S. The handbook of the economics of corporate governance[M]. Amsterdam: Elsevier, 2017.
- [21]Faccio M, Long L H P, Young L. Dividends and expropriation[J]. *American Economic Review*, 2001, 91(1): 54-78.
- [22]Fang Y L, Hu M, Yang Q S. Do executives benefit from shareholder disputes? Evidence from multiple large shareholders in Chinese listed firms[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 51: 275-315.
- [23]Griffin D, Tversky A. The weighing of evidence and the determinants of confidence[J]. *Cognitive Psychology*, 1992, 24(3): 411-435.
- [24]Huang Y S, Wang C J. Corporate governance and risk-taking of Chinese firms: The role of board size[J]. *International Review of Economics & Finance*, 2015, 37: 96-113.
- [25]Jiang F X, Cai W J, Wang X. Multiple large shareholders and corporate investment: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 50: 66-83.
- [26]Kot H W. Corporate name changes: Price reactions and long-run performance[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2011, 19(2): 230-244.
- [27]Mishra D R. Multiple large shareholders and corporate risk taking: Evidence from East Asia[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2011, 19(6): 507-528.
- [28]Pindado J, Requejo I, de la Torre C. Do family firms use dividend policy as a governance mechanism? Evidence from the Euro zone[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2012, 20(5): 413-431.
- [29]Sauerwald S, Peng M W. Informal institutions, shareholder coalitions, and principal-principal conflicts[J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2013, 30(3): 853-870.
- [30]Simunic D A. The pricing of audit services: Theory and evidence[J]. *Journal of Accounting Research*, 1980, 18(1): 161-190.
- [31]Tadelis S. What's in a name? Reputation as a tradeable asset[J]. *American Economic Review*, 1999, 89(3): 548-563.

Multiple Large Shareholders and Audit Pricing: Evidence from Chinese Family Companies

Niu Ruiyang¹, Chen Lin¹, Li Ruitao², Xie Guanghua¹

(1. *School of Management, Northwestern Polytechnical University, Xi'an 710072, China*; 2. *School of Economics & Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China*)

Summary: Multiple large shareholders (MLS) are a general ownership phenomenon in the global capital market. In the traditional context of corporate governance, non-controlling large shareholders are the key guardians of the interests of small and medium shareholders. They can not only supervise the controlling shareholders, but also enhance the value of companies. However, in recent years, the events that MLS of family companies unite to infringe the interests of small and medium investors are increasing. Therefore, in the special case of the typical nepotism of MLS in family companies, it is worth further testing whether the supervision and balance function of large shareholders still exists. Audit pricing has always been the focus of the audit theory and practice. The principal-agent problem between internal large shareholders and external investors has a crucial impact on audit pricing. Audit pricing also provides a good external perspective for us to explore whether there is any collusion motivation between large shareholders of family companies or not. Under the special circumstances of typical nepotism among the major shareholders of family companies, this paper examines whether the

supervision and balance function of MLS still exists from the perspective of audit pricing. Based on the data of Shanghai and Shenzhen A-share family listed companies from 2007 to 2017, we find that the existence of MLS stimulates a significant increase in audit fees. This phenomenon exists only when the controlling shareholders of family companies pledge their shares and the market is undeveloped. Moreover, the equity pledge will significantly enhance the promotion effect of MLS on audit fees in undeveloped areas. The channel effect test shows that MLS stimulates the stock price through earnings management, stock dividends and strategic stock change. These three ways can lead to the increase of audit risk and auditing institutions always choose to charge a premium to compensate the risk. This paper scrutinizes the possible collusion motivation of MLS in family companies from the perspective of audit pricing, which provides a new “puzzle” for the research of economic consequences of MLS. It also provides some empirical evidence for understanding auditors’ dereliction of duty regarding the encroachment on the interests of small and medium shareholders in the capital market. And through the research of whether MLS in family companies contribute to higher audit fees, this paper also provides a supplement for the risk compensation theory of the audit pricing theory. The policy suggestions of this paper are mainly reflected as follows: (1) As for the collusion among MLS in family companies, investors should strengthen the relevant protection consciousness. (2) In China’s capital market, there are so many accidents that large shareholders of family companies empty the wealth of small shareholders. The external independent auditor is indeed responsible for dereliction of duty. The research has certain enlightenment for the regulatory authorities to regulate the professional ethics of auditing institutions and protect the interests of external investors.

Key words: family company; multiple large shareholders; audit fees

(责任编辑:王 孜)