

机构投资者调研与公司审计意见购买行为： 刺激效应还是抑制效应？

闫焕民*，朱紫玲，熊洪莉
(南昌大学经济管理学院，江西 南昌 330031)

摘要：公司管理层实施审计意见购买行为及其监管治理是审计学界与监管部门长期关注的重要问题。机构投资者调研作为投资者发掘公司内部信息并缓解信息不对称的一种非正式制度安排，会抑制还是刺激公司实施审计意见购买行为？本文基于我国上市公司的机构投资者调研数据，通过实证研究发现：机构投资者调研会刺激公司实施审计意见购买行为，参与调研机构数量越多、调研频数越高，被调研公司的审计意见购买动机越强，审计意见激进度也越高。进一步分析发现，在机构投资者调研的刺激效应下，公司主要通过选聘“中小”事务所实施审计意见购买，其目的是掩盖公司盈余管理及经营风险的“不利信号”。在缓解内生问题、排除替代性解释、考虑审计轮换制度影响等一系列稳健测试之后，上述结论依然成立。因此，建议会计师事务所应重视由机构投资者调研衍生的客户公司审计风险，市场监管部门应加强公司审计师选聘行为监管，提高机构投资者调研的外部治理效应。

关键词：机构投资者调研；审计意见购买；刺激效应；抑制效应

中图分类号：F239 **文献标识码：**A **文章编号：**1004-6062(2024)02-0104-017

DOI：10.13587/j.cnki.jieem.2024.02.008

0 引言

机构投资者调研是投资者参与公司治理的一种重要方式，通过发掘公司内部信息而提高信息披露质量，缓解信息不对称而提高市场投资效率。因此，机构投资者调研活动对公司经营活动、财务活动及股票市场反应等方面都会产生直接或间接的影响。众所周知，审计意见作为公司财务信息披露的最重要外部评价标准，向资本市场与社会公众传递着重要信号，并且市场投资者与监管部门对公司审计意见的关注度非常高，这导致公司管理层普遍潜在不同程度的审计意见购买动机，这一购买动机伴随着公司内外部运营环境的变化而变化。那么，机构投资者调研活动作为公司运营环境的重要外部影响因子之一，能够产生信息中介作用，提高监管部门及社会公众对上市公司的关注度，进而可能影响公司审计意见购买行为。然而，从理论上讲，机构投资者调研如何影响公司的审计意见购买行为，表现为抑制效应还是刺激效应，抑或二者兼之？这是一个悬而未决的重要问题，因为这意味着机构投资者调研活动能否通过信息渠道发挥“市场之手”的监督职能，但遗憾的是现有文献尚未涉猎这一问题。鉴于此，本文以我国深圳证券交易所 2013 年发布的《信息披露业务备忘录第

41 号——投资者关系管理及其信息披露》为研究契机，选取 2014 至 2018 年我国深交所上市公司作为研究样本，借鉴 Lennox^[1]的审计意见购买模型，实证考察机构投资者调研活动对公司管理层实施审计意见购买行为的影响。研究发现，机构投资者调研会刺激公司实施审计意见购买行为，换言之，参与调研机构数量越多、调研频数越高，被调研公司的审计意见购买动机越强，而且公司主要通过选聘“中小”会计师事务所实现审计意见购买之目的。

本文主要研究贡献有三：其一，从信息披露治理的角度，阐释了机构投资者调研影响公司管理层审计意见购买行为的内在作用机理，揭示了机构投资者调研对审计意见购买产生的“刺激效应”，而非“抑制效应”，解答了理论界与实务界的争议问题，同时丰富了机构投资者调研之经济后果方面的理论研究成果；其二，厘清了在机构投资者调研刺激效应下公司管理层实施审计意见购买的路径方式，揭示了审计意见购买之掩盖“不利信号”的行为动机，弥补了现有研究之不足，同时为公司审计意见购买行为动因之理论研究提供了新的经验证据；其三，“研究源于实践，回归于实践”，本文研究可为会计师事务所加强衍生审计风险管理、监管部门提高

收稿日期：2021-11-27

基金项目：国家自然科学基金项目(71662021、72062020、72372064)

* **通讯作者：**闫焕民(1986—)，男，山东阳信人；南昌大学经济管理学院会计系副教授，硕士生导师，管理学博士；研究方向：公司治理与审计。

机构投资者调研外部治理功能等方面提供科学依据与经验参考。

1 文献综述

1.1 关于机构投资者调研对公司财务行为的影响研究

机构投资者调研是指机构投资者通过电话交谈、实地参观、网络会议等形式,与公司内部管理人员进行互动交流的一种方式,是外部机构获取公司内部信息的重要途径之一。目前,关于机构投资者调研如何影响公司财务行为的文献研究较为丰富,结合研究主题,本文主要从以下三个方面进行归纳分析:

(1) 机构投资者调研对公司信息披露行为的影响。机构投资者调研不仅是一种重要的外部监管机制^[2],还是市场投资者获取公司内部信息的一个重要渠道^[3]。因为,机构投资者调研有助于深入挖掘公司内部私有信息,尤其是信息环境较差的公司信息披露效应更为明显^[4]。具体而言,机构投资者调研影响公司信息披露的作用路径主要有三个:其一,机构投资者通过实地考察公司生产流程、人员配置、办公秩序等,督促公司不断改善经营环境^[5],增加公司投融资策略等重要信息的披露^[6],提高公司信息透明度^[7],进而降低机构投资者与管理层之间信息不对称程度^[8],增强公司经营管理能力与核心竞争力,实现公司价值最大化^[9]。其二,机构投资者调研能够通过抑制公司盈余管理行为^[10]、机会主义行为及大股东的掏空行为^[11],提高会计信息披露质量^[12],改善公司的资本市场表现^[13]。其三,机构投资者对公司的调研活动能够充分发挥监督作用,约束管理层自利动机下的会计政策操纵行为,提高会计信息可比性^[14]。

(2) 机构投资者调研对公司避税行为的影响。作为外部重要的治理机制之一,机构投资者调研在缓解代理冲突、改善信息环境等方面起到了巨大的作用^[15],能够对公司避税行为产生抑制效应。其一,机构投资者通过调研与客户公司高层进行面对面交流,一方面能够增加机构投资者对公司私有信息的获取^[16],一方面可以观察管理者的语气、语调、神态及精神面貌,促使机构投资者对公司有进一步的认识和了解^[17],从而提高其识别公司避税行为的概率^[18],及时发现公司为避税而采取的隐蔽且复杂的交易活动^[19]。其二,机构投资者大多是具有专业能力的证券机构、基金公司以及保险公司等,他们可以凭借自身的专业优势对客户管理层实施监督^[20],促使公司加强内部控制、改善公司治理环境、抑制公司管理层自利动机下的复杂避税行为^[21]。

其三,机构投资者通过调研会实时公示公司信息,从而产生信息溢出效应,使得资本市场中的其他投资者能够了解公司的真实经营情况,加强社会公众对公司管理层的监督,进一步抑制管理层自利动机下的避税行为^[22]。

(3) 机构投资者调研对财务审计行为的影响。其一,从被审计公司角度,机构投资者调研在提高公司信息透明度^[7]、改善公司治理结构^[23]、提升公司市场价值等方面具有一定的促进作用。而且,机构投资者调研形成的外部监督能够促使公司出具真实可靠的财务信息报告,减少公司重大错报的概率同时提升审计质量。其二,从审计师角度,机构投资者在对客户公司实施调研的同时可能会引起审计师的部分感知,这种感知主要源于调研活动增加了机构投资者对公司内部信息的获取程度以及调研方式多样化引起的外部监督的强化^[24],进而促使审计师为保持客观独立性而采取更加谨慎的工作态度^[25]。

1.2 关于公司审计意见购买影响因素的研究

公司实施审计意见购买行为的影响因素较多,本文主要从公司内部与公司外部两个层面展开文献梳理。

(1) 公司内部层面。其一,公司财务状况, Schwartz 和 Menon^[26] 研究发现当公司面临财务困难或者濒临破产时,公司会选择更换审计事务所或审计师来改善公司经营困境,对于更换的审计事务所或审计师,公司通常会选择与自己意见相似的。秦帅和刘琪^[27] 利用审计意见购买模型,论证了诉讼风险与审计意见购买之间的关系,发现诉讼风险会增强公司审计意见购买的动机。因为当公司被出具“不清洁”审计意见且面临诉讼风险时,公司更换会计师事务所的成本远低于会计师事务所与公司解约造成的成本^[28],这就为公司管理层进行审计意见购买提供可能^[29]。其二,管理层特征,一方面,公司管理层自利动机,由于公司存在内外信息不对称及代理问题,所有权和经营权的分离使拥有经营权的管理层容易萌生实现自身利益最大化的动机^[30]。并且公司管理层权力越大其操纵空间越广,越容易通过审计意见购买来掩盖公司财务报告存在的重大错报或生产经营不佳的信息。另一方面,公司管理层风险偏好,管理层风险偏好越强,越容易采取降低公司盈余质量、进行盈余平滑^[31]等激进的会计政策。为了避免盈余管理行为被投资者和监管部门发现以及被出具非标审计意见导致公司投资规模明显降低从而严重影响公司稳健发展^[32],管理层会积极地采取审计意见购买行为,向资本市场传递公司经营利好消息,进

而维护公司形象。其三,内部控制,Ettredge等^[33]研究发现在管理层掌握公司内部控制存在缺陷的情况下,管理层可能会为了个人私利而选择与审计师合谋变更内控审计师并与变更后的审计师刻意隐瞒内部控制缺陷。其四,其他,薛爽等^[34]认为供应商与客户之间集中度越高,公司越有可能进行审计意见购买,特别是与供应商或者客户议价能力较低的公司,更能有效地增加审计意见购买的欲望。Bens等^[35]研究发现经历过财务重述的公司相比于非财务重述公司具有发展缓慢、规模较小、债务水平高等特征,不仅其审计质量更容易受到影响,其审计意见购买的动机也更强^[36]。

(2) 公司外部层面。其一,事务所层面,由于我国审计市场集中度过低、竞争过度、产品差异化程度低、发展缓慢,导致大部分事务所因害怕丢失客户而不敢说“不”^[37],由此提高了公司管理层审计意见购买的动机。其二,审计师层面,较长时期的审计任期有可能会损害审计独立性^[38],而独立性降低的同时也会使公司审计意见购买行为的可能性增大。相比于高级别审计师,低级别审计师有着更强的经济依赖,为了维持收入来源会积极地迎合客户需求或向客户屈服而出具有利于客户的审计意见,刺激公司进行审计意见购买^[39]。特别是审计师在对集团客户进行审计时,出于集团内部一系列的“连锁效应”,首次接受业务的审计师更容易被收买^[40]。但是,也有研究发现,目前高强度的监管和信息的公开提高了审计师了解公司潜在风险及盈余管理的能力,降低了管理层成功进行审计意见购买的可能性^[41]。其三,审计费用,唐跃军^[42]研究发现审计费用与不利审计意见呈负相关关系,与审计意见购买呈正相关关系,这就使得管理层有动机通过提高审计费用来实现审计意见购买。其四,分析师层面,分析师作为公司与外部投资者之间的信息中介^[43],能够通过跟踪调研“放大”公司的经营业绩和审计意见^[44],加剧管理层为自身私利而利用内外信息不对称进行审计意见购买来隐瞒其“负面消息”^[45]。其五,媒体监督,媒体报道在规范公司审计意见购买行为上也发挥着重要作用^[46],具体表现在降低公司内外信息不对称程度^[8]、约束经营者行为、减少公司代理成本^[47]等。媒体报道主要就是通过增加审计意见购买的成本和风险影响管理层决策,降低管理层审计购买行为的动机^[48-49]。尤其是负面信息的报道,可以有效地控制公司审计意见购买^[50]。其他方面,公司环境的不确定性越高,管理层越有可能通过改变真实利润来平滑业绩^[51],审计师也因此更有可能出具非标审计意见。外部监管部门、投资者以及社会公众对非标审计意见的关注

增加了公司的经营成本和生产压力,公司会主动寻求有利的审计意见^[52]。但是独立审计委员会的成立,不仅在一定程度上改善了上市公司的财务报告质量,还对拥有强烈避亏动机的管理层审计意见购买行为起到较好的制衡作用^[53]。

综上所述,机构投资者调研以及审计意见购买话题屡见不鲜,但目前尚无文献涉及机构投资者调研如何影响公司管理层的审计意见购买决策。故本文充分探讨机构投资者调研与审计意见购买行为在不同情境下的影响路径,有助于机构投资者加强调研工作任务、优化组织支持机制以及监管者完善审计执业监管政策。

2 理论分析与研究假设

理论上,机构投资者通过调研活动挖掘公司内部信息,能够缓解公司内外信息不对称程度。那么,机构投资者调研如何影响公司管理层的审计意见购买行为,可能的作用路径有二:一是刺激效应,二是抑制效应,具体阐述如下:

作用路径一:刺激效应。参与调研的机构投资者主要是证券投资公司、基金公司、保险公司、银行等相关的具有丰富专业知识的专家群体,他们调研的目的性及信息解读能力较强,能够及时发现公司隐蔽且复杂的交易活动,刺激自利的管理层在预感公司不良经营状况将要“公之于众”时积极进行审计意见购买来稳定人心、缓解当前公司下行压力。已有研究也发现,当公司收到非清洁审计意见后,有强烈意愿变更审计师并寻求能发表有利审计意见的继任审计师^[54]。具体而言:机构投资者调研通过信息渠道刺激公司管理层实施审计意见购买,这是因为机构投资者调研作为审计师获取信息的重要来源之一,可以增强公司信息披露、增进审计师对公司潜在风险的了解。一方面,机构投资者调研活动可以增加公司内部控制缺陷信息对外披露的概率,而内部控制缺陷信息会向利益相关者传递公司运营管理不佳的信号同时提高公司外部审计风险,因此机构投资者调研会刺激公司管理层“未雨绸缪”并实施审计意见购买行为。另一方面,机构投资者调研促使管理层的机会主义行为或公司经营的负面信息更容易被大众识别并向外界公布,进而引起资本市场的波动并加重投资者的负担,机构投资者的持续跟踪调研更是向市场传递不良讯号。在对风险客户进行审计时,审计师在外部监管之下为了降低审计风险成本更容易出具“非标”审计意见。为了避免因“非标”审计意见带来的负面影响,保持良好声誉并赢得相关投资者的进一步信任,公司管理层为降低不确定性而更有意愿进行审计意见购买。再者,机构投

资者通过调研活动掌握公司内部隐藏的“不利信息”可能性加大,甚至会直接影响到公司的一些重要财务及经营决策,比如为避免股权激励政策因被出具不良审计意见而终止时,公司会加快采取审计意见购买的步伐;管理层为了隐藏坏消息会相应的提高战略调整程度并积极采取审计意见购买决策^[55]。综上分析,提出待验假设 H1a:

H1a 限定其他条件,机构投资者调研会刺激公司管理层实施审计意见购买行为。

作用路径二:抑制效应。机构投资者在参与公司治理等方面能够发挥较大优势,具体表现在丰富的经验、专业的信息解读及分析能力、高度的独立性等。已有研究表明,机构投资者调研一方面能够积极主动的找寻增量信息提高公司信息含量,降低公司内外信息不对称程度,另一方面能给公司施加监督压力,抑制管理层的机会主义行为。具体而言:机构投资者调研能够通过监督功能抑制公司管理层实施审计意见购买,一方面,机构投资者调研促使公司信息对外披露,在较大程度上缓解公司外部信息劣势,有助于机构投资者及时识别公司管理层的机会主义行为并采取有效的治理和监督措施,督促公司改善内部控制、加强环境治理并适时调整投资策略。不仅如此,机构投资者调研信息的公开发布提高了社会公众的注意力,能够借助声誉机制抑或引入行政机制而加强公司治理,促使管理层在公众舆论压力之下规范行为、保持谨慎的职业态度,从而弱化管理层审计意见购买的动机。另一方面,机构投资者调研引起的外部监督增强了审计师对被审计公司风险的认知,考虑到审计失败带来的名誉和诉讼成本,审计师会增强风险意识并保持自身独立性,由此产生的“震慑效应”会降低审计师“配合”客户公司进行审计意见购买的概率。综上分析,提出待验假设 H1b:

H1b 限定其他条件,机构投资者调研会抑制公司管理层实施审计意见购买行为。

3 实证研究设计

3.1 样本选择和数据来源

本文选取 2014 至 2018 年我国深圳证券交易所 A 股上市公司作为初始研究样本,遵照研究惯例进行基础样本筛选程序(表 1),最终获得样本公司年度观测值 8137 个。其中,机构投资者调研数据来自 WIND 数据库,公司财务数据来自 CSMAR 数据库,审计师信息数据主要依据中国注册会计师行业管理信息系统整理获得。此外,为了缓解研究模型中变量极端值的干扰,对所有连续变量进行首尾 1% 分位的缩尾处理。

表 1 样本筛选

Table 1 Sample screening

年度区间:2014—2018 年	样本数量
初始样本:深交所 A 股上市公司	9497
剔除:行业性质特殊的金融保险类公司观测值	98
因公司财务指标数据缺失无法计算审计意见激进度的公司观测值	535
因上市首年而缺少上期年报审计意见的公司观测值	526
研究模型中变量数据缺失的公司观测值	201
最终样本	8137

3.2 模型构建与变量界定

(1) 模型构建

为了检验机构投资者调研如何影响公司审计意见购买行为,借鉴 Lennox^[1]、Chen 等^[56]及李昊洋等^[22]的研究经验,构建模型(1)与模型(2)。在模型(1)中,被解释变量是审计意见类型(MAO)与审计意见激进度(ARA),主要解释变量是机构投资者调研(Visit),其系数 α_1 反映机构投资者调研对公司审计意见的影响;XS 表示影响公司审计意见的控制变量组合,包括资产负债率(Debt)、净资产收益率(Roe)、盈利状况(Loss)、内部股权(DIRS)、外部股权(LARS)、现金流(CF)、公司规模(Size)、产权性质(Soe)、上期审计意见(LMAO)与事务所类型(Big4),Year 表示年度虚拟变量,Ind 表示行业虚拟变量,详见表 2。在模型(2)中,被解释变量是审计师变更(Aud_Chg),主要关注交乘项(Shop * Visit)的系数 β_3 ,若 β_3 显著为负,表示机构投资者调研越多的情况下公司更可能通过变更审计师实施审计意见购买;其他变量与模型(1)同理。

$$MAO_{i,t}/ARA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Visit_{i,t} + \sum XS_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Aud_Chg_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Shop_{i,t} + \beta_2 Visit_{i,t} + \beta_3 Shop * Visit_{i,t} + \sum XS_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varphi_{i,t} \quad (2)$$

(2) 主要变量界定

① 审计意见类型(MAO):公司当年获得非标意见时 MAO 取值为 1,否则取值为 0。

② 审计意见激进度(ARA):首先,借鉴 Gul 等^[57]研究经验构建审计意见预测模型(3),估算审计师为客户公司出具非标审计意见的概率 P_valu ;其次,审计意见激进度 $ARA = (P_valu - MAO)$,ARA 的数值越大,表示审计师“实际为客户出具非标意见的概率”越小于“本应该为客户出具非标意见的概率”,这意味着审计意见激进度越高,公司获得了

表 2 变量定义和说明
Table 2 Definition and description of variables

变量名称	变量标识	变量说明
审计意见类型	MAO	公司当年获得非标意见取值为 1, 否则为 0
审计意见激进度	ARA	ARA 数值越大, 公司的审计意见激进度越高, 详见上文
审计意见购买	Shop	公司通过变更审计师改善审计意见的情况, 详见上文
审计师变更	Aud_Chg	公司变更负责年报审计的会计师事务所时取值为 1, 否则为 0
调研机构数量	Visit_sum	调研机构个数加 1 并取自然对数
机构调研频数	Visit_num	机构调研次数加 1 并取自然对数
机构调研哑变量	Visit_dum	若公司被机构调研取值为 1, 否则为 0
财务状况	Debt	负债与总资产的比值
净资产收益率	Roe	净利润与净资产的比值
盈利状况	Loss	当年利润为负取值为 1, 否则为 0
内部股权	DIRS	高管持股比例
外部股权	LARS	持股比例大于 5% 的非高管持股之和
现金流	CF	每股经营活动现金流量净额
公司规模	Size	年末总资产的自然对数
产权性质	Soe	国企取值为 1, 否则为 0
上期审计意见	LMAO	公司上一年获得非标意见取值为 1, 否则为 0
事务所类型	Big4	公司聘请国际四大事务所取值为 1, 否则为 0
年度固定效应	Year	年度虚拟变量
行业固定效应	Ind	行业虚拟变量

更为“有利”的审计意见。

$$MAO_{i,t} = \theta_0 + \sum Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \delta_{i,t} \quad (3)$$

在模型(3)中, *Controls* 表示控制变量组合; *Size* 表示公司规模, *Debt* 表示资产负债率, *Inv* 表示存货比率, *Rec* 表示应收账款比率, *Other* 表示其他应收账款比率, *List* 表示上市年数, *Roa* 表示资产收益率, *Liq* 表示流动比率, *Loss* 表示是否亏损。

③机构投资者调研 (*Visit*): 分别采用公司年度的调研机构数量 (*Visit_sum*)、机构调研频数 (*Visit_num*) 与机构调研哑变量 (*Visit_dum*) 三个变量进行测度。

④审计师变更 (*Aud_Chg*): 公司变更年报审计的会计师事务所时, *Aud_Chg* 取值为 1, 否则取值为 0。

⑤审计意见购买变量 (*Shop*): 首先, 借鉴 LENNOX^[1] 获得的研究经验构建模型(4), 分别测算公司“变更审计师” (*Aud_Chg* = 1) 获得非标审计意见的概率值 $Pr(Q_u^1 = 1)$ 与公司“不变更审计师” (*Aud_Chg* = 0) 获得非标审计意见的概率值 $Pr(Q_u^0 = 1)$; 然后, 界定审计意见购买变量 $Shop = [Pr(Q_u^1 = 1) - Pr(Q_u^0 = 1)] * 100$, 若 *Shop* 为负值, 表示公司“变更审计师”相比“不变更审计师”非标审计意见的概率降低, 审计意见得到改善, 实现了审计意见购买之目的。

$$MAO_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 Aud_Chg_{i,t} + \sum XS_{i,t} + \sum Aud_Chg * XS_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \gamma_{i,t} \quad (4)$$

在模型(4)中, *XS* 表示影响公司审计意见的控制变量组合, 与模型(1)相同。

4 实证结果和分析

4.1 描述统计

表 3 报告了模型主要变量的描述性统计结果。(1)在审计意见方面, 审计意见类型 (*MAO*) 的均值为 0.040, 标准差为 0.197, 这表明研究样本中大约存在 4% 的公司会被出具非标审计意见; 审计意见激进度 (*ARA*) 的均值为 -0.003, 标准差为 0.163, 最大值和最小值分别为 0.321 和 -0.956, 数据分布较为合理。(2)在机构投资者调研方面, 机构调研哑变量 (*Visit_dum*) 的均值为 0.706, 约 70.6% 的公司被参与调研; 调研机构数量 (*Visit_sum*) 取对数后的均值为 2.090, 实际调研机构数量的均值为 8.085; 机构调研频数 (*Visit_num*) 取对数后的均值为 1.149, 实际机构调研频数的均值为 3.155, 这说明每年都存在大约 8 个公司被参与调研, 并且机构投资者每年大约会进行 3 次调研。(3)在控制变量方面, 盈利状况 (*Loss*) 的均值为 0.109, 产权性质 (*Soe*) 的均值为 0.190, 事务所类型 (*Big4*) 的均值为 0.029, 这些数值与已有文献相吻合。

表 3 描述性统计结果
Table 3 Results for descriptive statistics

变量名称	样本量	均值	标准差	下四分位数	中位数	上四分位数	最小值	最大值
MAO	8137	0.040	0.197	0	0	0	0	1
ARA	8137	-0.003	0.163	0.004	0.010	0.023	-0.956	0.321
Shop	8137	0.008	0.463	-0.024	-0.005	0.027	-2.604	2.322
Aud_Chg	8137	0.078	0.268	0	0	0	0	1
Visit_sum	8137	2.090	1.702	0	2.303	3.555	0	5.476
Visit_num	8137	1.149	0.966	0	1.099	1.792	0	3.434
Visit_dum	8137	0.706	0.456	0	1	1	0	1
Debt	8137	0.399	0.199	0.237	0.385	0.542	0.053	0.884
Roe	8137	0.055	0.139	0.026	0.065	0.114	-0.735	0.357
Loss	8137	0.109	0.311	0	0	0	0	1
DIRS	8137	0.131	0.168	0	0.034	0.242	0	0.636
LARS	8137	0.291	0.229	0.059	0.299	0.476	0	0.769
CF	8137	0.324	0.685	0.016	0.237	0.567	-1.842	3.138
Size	8137	21.993	1.105	21.216	21.879	22.634	19.860	25.449
Soe	8137	0.190	0.392	0	0	0	0	1
LMAO	8137	0.028	0.164	0	0	0	0	1
Big4	8137	0.029	0.167	0	0	0	0	1

4.2 相关性分析与 T 检验

表 4 报告模型主要变量 Pearson 相关性分析结果:(1)审计意见类型(MAO)与调研机构数量(Visit_sum)、机构调研频数(Visit_num)和机构调研哑变量(Visit_dum)均在 1%的水平上显著为负;(2)审计意

见激进度(ARA)与调研机构数量(Visit_sum)、机构调研频数(Visit_num)和机构调研哑变量(Visit_dum)均在 1%的水平上显著为正;这说明机构投资者调研频次与审计师出具非标审计意见的概率之间呈负相关关系、与审计意见激进度之间呈正相关关系。

表 4 Pearson 相关性检验
Table 4 Pearson correlation test

变量名称	MAO	ARA	Shop	Aud_Chg	Visit_sum	Visit_num	Visit_dum
MAO	1						
ARA	-0.884***	1					
Shop	-0.033***	0.073***	1				
Aud_Chg	0.083***	-0.058***	-0.081***	1			
Visit_sum	-0.153***	0.059***	-0.017	-0.058***	1		
Visit_num	-0.151***	0.063***	-0.017	-0.061***	0.880***	1	
Visit_dum	-0.162***	0.072***	-0.020*	-0.063***	0.792***	0.768***	1

注:***和*分别表示在 1%和 10%的水平上显著。

表 5 报告了样本均值 T 检验的结果:(1)在审计意见类型(MAO)方面,“被调研组”样本的均值是 0.020,“无调研组”样本均值是 0.090,组间差异在 1%水平上显著;(2)在审计意见激进度(ARA)方面,“被调研组”样本均值是 0.005,“无调研组”样本均值是-0.020,组间差异在 1%水平上显著。

表 5 均值 T 检验
Table 5 Mean value T test

变量名称	被调研组	无调研组	差异	T 值
MAO	0.020	0.090	0.070***	14.867
ARA	0.005	-0.020	-0.025***	-6.367

4.3 多元回归分析

表 6 报告了机构投资者调研对公司审计意见购买行为之影响的检验结果。(1)以审计意见类型(MAO)作为被解释变量,调研机构数量(Visit_sum)的系数为-0.264,机构调研频数(Visit_num)的系数为-0.528,机构调研哑变量(Visit_dum)的系数为-0.736,三者均在 1%的水平上显著为负。(2)以审计意见激进度(ARA)作为被解释变量,调研机构数量(Visit_sum)的系数为 0.004,机构调研频数(Visit_num)的系数为 0.006,机构调研哑变量(Visit_dum)的系数为 0.014,三者均在 1%的水平上显著为正。上述结果表明,机构投资者调研会降低公司被出

表 6 机构投资者调研与公司审计意见购买
Table 6 Institutional investors' site visits and audit opinion shopping

变量名称	审计意见 MAO			审计意见激进程度 ARA		
<i>Visit_sum</i>	-0.264*** (-4.769)			0.004*** (3.189)		
<i>Visit_num</i>		-0.528*** (-5.076)			0.006*** (3.338)	
<i>Visit_dum</i>			-0.736*** (-4.683)			0.014*** (3.562)
<i>Debt</i>	1.844*** (4.514)	1.818*** (4.448)	1.847*** (4.512)	0.064*** (5.924)	0.064*** (5.925)	0.064*** (5.912)
<i>Roe</i>	-2.724*** (-6.183)	-2.712*** (-6.147)	-2.718*** (-6.157)	0.035* (1.949)	0.036** (2.048)	0.037** (2.083)
<i>Loss</i>	1.018*** (4.634)	1.034*** (4.705)	1.058*** (4.809)	0.024*** (3.151)	0.024*** (3.174)	0.024*** (3.223)
<i>DIRS</i>	-0.845 (-1.260)	-0.777 (-1.160)	-0.882 (-1.316)	-0.021 (-1.397)	-0.021 (-1.420)	-0.022 (-1.441)
<i>LARS</i>	-0.656	-0.614	-0.636	-0.002	-0.002	-0.002
<i>CF</i>	1.018*** -0.243** (-2.046)	1.034*** -0.238** (-2.002)	1.058*** -0.259** (-2.169)	0.024*** 0.005* (1.708)	0.024*** 0.004* (1.686)	0.024*** 0.005* (1.820)
<i>Size</i>	-0.024 (-0.297)	-0.030 (-0.367)	-0.053 (-0.659)	-0.014*** (-6.530)	-0.013*** (-6.521)	-0.013*** (-6.484)
<i>Soe</i>	-0.890*** (-3.796)	-0.875*** (-3.734)	-0.859*** (-3.675)	0.018*** (3.591)	0.017*** (3.503)	0.017*** (3.543)
<i>LMAO</i>	3.530*** (18.101)	3.527*** (18.070)	3.537*** (18.142)	-0.384*** (-36.509)	-0.384*** (-36.504)	-0.383*** (-36.337)
<i>Big4</i>	-0.586 (-0.795)	-0.572 (-0.776)	-0.622 (-0.844)	0.009 (0.879)	0.008 (0.790)	0.010 (0.931)
<i>Cons</i>	-3.249* (-1.871)	-3.033* (-1.758)	-2.603 (-1.515)	0.253*** (5.637)	0.250*** (5.598)	0.242*** (5.485)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>R²</i>	0.316	0.316	0.317	0.148	0.149	0.148
<i>N</i>	8137	8137	8137	8137	8137	8137

注：***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著；括号内为 *t* 值。下同。

具非标审计意见的概率，同时增加审计意见激进程度，而且机构投资者数量越大或频数越高，审计意见购买现象越明显，即存在“刺激效应”，支持假设 H1a。

表 7 报告了机构投资者调研是否会刺激公司通过变更审计师实现审计意见购买之目标的检验结果。以审计师变更 (*Aud_Chg*) 作为被解释变量，审计意见购买 (*Shop*) 的系数显著为负，说明公司管理层确实存在通过审计师变更实施审计意见购买的行为。进一步地，交乘项 *Visit_sum * Shop*、*Visit_num * Shop*、*Visit_dum * Shop* 的系数均在 1% 的水平上显著为负，说明在机构投资者调研越多的情况下，越可能刺激公司管理层通过变更审计师实施审计意见购买，而且机构投资者调研数量越多或频数越

高，刺激效应越明显，支持假设 H1a。

5 拓展分析

5.1 公司实施审计意见购买的途径：“大所”还是“中小所”？

就会计师事务所的规模而言，相比中小型事务所，大型事务所在经营管理、制度规范、审计师职业道德要求等方面更加严格，故本文推测公司更倾向于通过聘用中小型事务所实施审计意见购买。为了验证这一猜想，本文将国际“四大”和国内“前六大”事务所视为“大所”，其他事务所视为“中小所”。表 8 报告了分组检验的结果：(1) 以审计意见类型 (*MAO*) 作为被解释变量，当会计师事务所为“中小所”时调研机构数量 (*Visit_sum*) 的系数是 -0.394 且

表7 机构投资者调研与公司通过审计师变更实现审计意见购买
Table 7 Institutional investors' site visits and audit opinion shopping through auditor change

变量名称	审计师变更 <i>Aud_Chg</i>			
<i>Shop</i>	-0.396***(-5.440)	-0.086(-1.016)	-0.014(-0.164)	-0.069(-0.813)
<i>Visit_sum</i>		-0.109***(-3.798)		
<i>Visit_sum * Shop</i>		-0.738***(-6.955)		
<i>Visit_num</i>			-0.217***(-4.230)	
<i>Visit_num * Shop</i>			-1.518***(-8.168)	
<i>Visit_dum</i>				-0.402***(-4.130)
<i>Visit_dum * Shop</i>				-1.942***(-7.150)
<i>Debt</i>	0.056(0.214)	0.025(0.098)	0.044(0.167)	0.028(0.107)
<i>Roe</i>	0.428(1.089)	0.525(1.318)	0.526(1.316)	0.500(1.262)
<i>Loss</i>	0.370**(2.191)	0.348**(2.052)	0.330*(1.932)	0.334*(1.959)
<i>DIRS</i>	-1.247***(-3.138)	-1.238***(-3.092)	-1.256***(-3.122)	-1.235***(-3.080)
<i>LARS</i>	-0.205(-0.769)	-0.253(-0.946)	-0.251(-0.935)	-0.240(-0.895)
<i>CF</i>	-0.031(-0.461)	0.023(0.334)	0.033(0.490)	0.015(0.230)
<i>Size</i>	-0.078(-1.601)	-0.045(-0.886)	-0.050(-0.981)	-0.059(-1.175)
<i>Soe</i>	0.133(1.144)	0.101(0.855)	0.115(0.979)	0.111(0.943)
<i>LMAO</i>	1.359*** (7.782)	1.280*** (7.302)	1.251*** (7.095)	1.223*** (6.926)
<i>Big4</i>	0.958*** (4.796)	1.012*** (4.907)	1.031*** (4.949)	0.984*** (4.776)
<i>Cons</i>	-1.360(-1.268)	-1.879*(-1.689)	-1.741(-1.567)	-1.499(-1.367)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制
<i>R²</i>	0.027	0.034	0.037	0.035
<i>N</i>	8137	8137	8137	8137

显著,当会计师事务所为“大所”时调研机构数量(*Visit_sum*)的系数是-0.183且显著,系数的组间差异检验也是显著的。(2)以审计意见激进度(*ARA*)作为被解释变量,当会计师事务所为“中小所”时调研机构数量(*Visit_sum*)的系数是0.006且显著,当会计师事务所为“大所”时调研机构数量(*Visit_sum*)的系数为0.002且显著,系数的组间差异检验也是显著的。(3)以审计师变更(*Aud_Chg*)作为被解释变量,*Visit_sum * Shop*的系数均在1%的水平上显著为负,系数的组间差异检验也是显著的。这就表明在机构投资者调研活动刺激作用下,公司管理层更可能通过“中小所”实现审计意见购买之目的。此外,以机构调研频数(*Visit_num*)与机构调研哑变量(*Visit_dum*)作为机构投资者调研的测度,研究结论是一致的,限于篇幅,未予展示。

5.2 在机构投资者调研情况下,公司实施审计意见购买的动机分析

5.2.1 公司掩盖经营风险信息的动机

从公司经营状况角度看,良好的经营管理可以增加利益相关者的信心,稳定公司在资本市场的表现。机构投资者调研作为市场传递公司内部信号的一个重要渠道,当公司出现“经营风险”时,容易引起投资者疑虑及市场波动。此时,公司管理层可

能通过审计意见购买粉饰财务业绩状况,以掩盖经营风险。为了验证这一推测,本文将研究样本划分为经营风险高、低两组,公司经营风险采用公司过去五年的资产收益率的标准差衡量(记为*RSK*),当公司*RSK*值高于样本均值时视为“经营风险高”组,否则视为“经营风险低”组。表9报告了分组检验的结果:(1)以审计意见类型(*MAO*)作为被解释变量,当公司经营风险高时调研机构数量(*Visit_sum*)的系数是-0.312,当公司经营风险低时调研机构数量(*Visit_sum*)的系数是-0.233,系数的组间差异检验是显著的。(2)以审计意见激进度(*ARA*)作为被解释变量,当公司经营风险高时调研机构数量(*Visit_sum*)系数是0.013,当公司经营风险低时调研机构数量(*Visit_sum*)系数是0.002,系数的组间差异检验是显著的。(3)以审计师变更(*Aud_Chg*)作为被解释变量,*Visit_sum * Shop*的系数均在1%的水平上显著为负,系数的组间差异检验也是显著的。这说明当公司经营风险高时,机构投资者调研压力更可能刺激公司管理层采取审计意见购买行为来隐藏公司经营风险信息,粉饰公司形象。此外,以机构调研频数(*Visit_num*)与机构调研哑变量(*Visit_dum*)作为机构投资者调研的测度,研究结论是一致的,限于篇幅,未予展示。

表 8 公司实施审计意见购买的途径分析
Table 8 Analysis on the way of audit opinion shopping

变量名称	审计意见 MAO		审计意见激进度 ARA		审计师变更 Aud_Chg	
	中小所	大所	中小所	大所	中小所	大所
<i>Visit_sum</i>	-0.394*** (-4.182)	-0.183** (-2.536)	0.006*** (3.177)	0.002* (1.633)	-0.153*** (-3.613)	-0.053 (-1.313)
组间检验	0.211* (0.060)		0.004* (0.083)			
<i>Shop</i>					0.074 (0.644)	-0.465*** (-3.357)
<i>Visit_sum * Shop</i>					-0.709*** (-4.432)	-0.625*** (-4.044)
组间检验					0.084** (0.049)	
<i>Debt</i>	0.313 (0.480)	2.810*** (5.046)	0.102*** (5.895)	0.039*** (2.851)	0.061 (0.163)	-0.051 (-0.134)
<i>Roe</i>	-3.859*** (-5.489)	-2.290*** (-3.779)	0.049* (1.771)	0.032 (1.389)	0.236 (0.432)	1.308** (2.155)
<i>Loss</i>	0.830** (2.545)	1.137*** (3.653)	0.025** (2.089)	0.025** (2.522)	0.387* (1.675)	0.320 (1.220)
<i>DIRS</i>	-0.592 (-0.574)	-1.175 (-1.296)	-0.025 (-0.998)	-0.015 (-0.821)	-1.433** (-2.434)	-0.747 (-1.327)
<i>LARS</i>	-0.219 (-0.313)	-1.103* (-1.695)	-0.006 (-0.321)	0.005 (0.334)	-0.280 (-0.711)	-0.036 (-0.094)
<i>CF</i>	-0.274 (-1.505)	-0.220 (-1.354)	0.005 (1.140)	0.004 (1.132)	-0.050 (-0.483)	0.149* (1.674)
<i>Size</i>	0.065 (0.525)	-0.079 (-0.715)	-0.017*** (-5.019)	-0.010*** (-4.071)	0.024 (0.313)	-0.024 (-0.334)
<i>Soe</i>	-0.965*** (-2.697)	-0.892*** (-2.730)	0.022*** (2.792)	0.014** (2.285)	-0.311* (-1.716)	0.537*** (3.303)
<i>LMAO</i>	3.322*** (11.139)	3.760*** (13.690)	-0.353*** (-21.968)	-0.408*** (-29.178)	1.301*** (5.304)	1.225*** (4.580)
<i>Cons</i>	-4.860* (-1.832)	-2.289 (-0.970)	0.337*** (4.557)	0.176*** (3.183)	-2.663 (-1.638)	-3.609** (-2.224)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>R²</i>	0.333	0.306	0.138	0.160	0.039	0.041
<i>N</i>	3432	4705	3432	4705	3432	4705

注：在组间系数检验中，括号外是系数绝对值差异，括号内为 P 值。下同。

5.2.2 公司掩盖盈余管理行为的动机

与上文同理，公司掩盖盈余管理信息也可能是管理层实施审计意见购买行为的动机之一。为了验证这一推测，本文将研究样本划分为盈余管理程度高、低两组，利用琼斯模型估算公司的可操纵性应计并以其绝对值作为盈余管理程度的替代度量（记为 *DA*），当公司 *DA* 值高于样本均值时视为“盈余管理高”组，否则视为“盈余管理低”组。表 10 报告了分组检验的结果：（1）以审计意见类型（*MAO*）作为被解释变量，当公司盈余管理程度高时调研机构数量（*Visit_sum*）的系数是 -0.316，当公司盈余管

理程度低时调研机构数量（*Visit_sum*）的系数是 -0.256，系数的组间差异检验是显著的。（2）以审计意见激进度（*ARA*）作为被解释变量，当公司盈余管理程度高时调研机构数量（*Visit_sum*）的系数是 0.006，当公司盈余管理程度低时调研机构数量（*Visit_sum*）的系数是 0.002，系数的组间差异检验是显著的。（3）以审计师变更（*Aud_Chg*）作为被解释变量，*Visit_sum * Shop* 的系数均在 1% 的水平上显著为负，系数的组间差异检验是显著的。这说明公司盈余管理程度越高，盈余信息质量越差，机构投资者调研活动越有可能刺激公司管理层实施审计

表9 公司实施审计意见购买的动机分析:掩盖经营风险
Table 9 Motivation analysis of audit opinion shopping: covering up operational risk

变量名称	审计意见 MAO		审计意见激进度 ARA		审计师变更 Aud_Chg	
	经营风险高	经营风险低	经营风险高	经营风险低	经营风险高	经营风险低
<i>Visit_sum</i>	-0.312*** (-3.176)	-0.233*** (-3.356)	0.013** (2.264)	0.002** (2.236)	-0.194** (-2.334)	-0.089*** (-2.836)
组间检验	0.079** (0.019)		0.011** (0.033)			
<i>Shop</i>					0.354*** (2.725)	-0.538*** (-4.343)
<i>Visit_sum * Shop</i>					-1.082*** (-4.697)	-0.494*** (-3.768)
组间检验					0.588* (0.082)	
<i>Debt</i>	2.326*** (3.827)	1.064* (1.785)	0.032 (0.721)	0.068*** (6.624)	-0.946* (-1.665)	0.401 (1.288)
<i>Roe</i>	-2.250*** (-3.718)	-5.325*** (-5.006)	0.048 (0.971)	0.032 (1.308)	-0.079 (-0.124)	0.730 (1.030)
<i>Loss</i>	0.474 (1.192)	0.814*** (2.697)	0.049* (1.679)	0.019*** (2.597)	-0.221 (-0.578)	0.358* (1.789)
<i>DIRS</i>	-0.167 (-0.136)	-0.694 (-0.818)	-0.058 (-0.729)	-0.015 (-1.083)	1.458 (1.489)	-1.797*** (-3.966)
<i>LARS</i>	0.700 (0.915)	-1.226** (-2.006)	-0.070 (-1.300)	0.008 (0.858)	1.263* (1.884)	-0.573* (-1.918)
<i>CF</i>	-0.173 (-0.918)	-0.250 (-1.570)	0.003 (0.265)	0.004* (1.648)	0.159 (1.056)	0.008 (0.096)
<i>Size</i>	-0.115 (-0.921)	0.113 (0.971)	-0.026*** (-2.891)	-0.011*** (-5.763)	0.088 (0.754)	-0.125** (-2.072)
<i>Soe</i>	-1.083*** (-2.896)	-0.781** (-2.524)	0.068*** (2.900)	0.010** (2.276)	-0.200 (-0.662)	0.177 (1.349)
<i>LMAO</i>	2.596*** (8.799)	3.972*** (15.366)	-0.328*** (-12.236)	-0.425*** (-33.093)	1.523*** (5.384)	1.204*** (4.706)
<i>Big4</i>	0.051 (0.045)	-0.972 (-0.936)	-0.001 (-0.025)	0.009 (0.953)	1.186** (2.142)	1.013*** (4.417)
<i>Cons</i>	-1.792 (-0.689)	-5.368** (-2.164)	0.546*** (2.938)	0.192*** (4.497)	-3.931 (-1.639)	-0.640 (-0.480)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>R²</i>	0.374	0.210	0.158	0.140	0.065	0.033
<i>N</i>	1021	7116	1021	7116	1021	7116

意见购买行为以掩盖公司盈余管理信息,达到粉饰公司业绩之目的。此外,以机构调研频数(*Visit_num*)与机构调研哑变量(*Visit_dum*)作为机构投资者调研的测度,研究结论是一致的,限于篇幅,未予展示。

6 稳健性测试

6.1 排除替代性解释

考虑机构投资者调研与审计意见购买之间是否存在非线性关系,结果如表11所示:(1)以审计意见类型(MAO)作为被解释变量,*Visit_sum*²的回归系数

为-0.006,不显著;*Visit_num*²的回归系数为-0.002,不显著。(2)以审计意见激进度(ARA)为被解释变量,*Visit_sum*²的回归系数为-0.001,不显著;*Visit_num*²的回归系数为-0.003,不显著。这就说明机构投资者调研与审计意见购买之间不存在U型关系。

6.2 缓解内生性问题

为了缓解由于变量遗漏、反向因果等因素可能导致的潜在内生性问题,本文开展测试如下:

(1) Heckman 两阶段模型

第一阶段,构建审计意见选择模型,在模型(1)

表 10 公司实施审计意见购买的动机分析：掩盖盈余管理
Table 10 Motivation analysis of audit opinion shopping: covering up earnings management

变量名称	审计意见 MAO		审计意见激进度 ARA		审计师变更 Aud_Chg	
	盈余管理高	盈余管理低	盈余管理高	盈余管理低	盈余管理高	盈余管理低
<i>Visit_sum</i>	-0.316*** (-3.783)	-0.256*** (-3.265)	0.006*** (2.895)	0.002* (1.944)	-0.120*** (-2.585)	-0.090** (-2.409)
组间检验	0.060* (0.059)		0.004* (0.081)			
<i>Shop</i>					0.094 (0.808)	-0.396*** (-3.061)
<i>Visit_sum * Shop</i>					-0.713*** (-4.701)	-0.663*** (-4.414)
组间检验					0.050** (0.034)	
<i>Debt</i>	1.669*** (2.833)	1.873*** (3.091)	0.072*** (3.569)	0.060*** (4.806)	0.847** (2.103)	-0.432 (-1.203)
<i>Roe</i>	-2.733*** (-4.439)	-2.376*** (-2.949)	0.027 (0.927)	0.034 (1.263)	0.623 (1.167)	0.338 (0.449)
<i>Loss</i>	1.014*** (3.059)	0.951*** (3.002)	0.021 (1.545)	0.029*** (3.253)	0.306 (1.148)	0.308 (1.310)
<i>DIRS</i>	-0.706 (-0.722)	-0.564 (-0.584)	-0.017 (-0.571)	-0.025 (-1.509)	-0.166 (-0.263)	-2.057*** (-3.881)
<i>LARS</i>	-0.570 (-0.852)	-0.482 (-0.723)	0.006 (0.304)	-0.006 (-0.500)	0.645 (1.481)	-0.812** (-2.330)
<i>CF</i>	-0.041 (-0.290)	-0.754*** (-3.229)	0.001 (0.147)	0.009** (2.213)	-0.040 (-0.487)	0.122 (1.043)
<i>Size</i>	-0.016 (-0.130)	-0.002 (-0.015)	-0.016*** (-4.087)	-0.013*** (-5.331)	-0.005 (-0.061)	-0.112 (-1.614)
<i>Soe</i>	-0.778** (-2.176)	-1.009*** (-3.097)	0.019* (1.915)	0.017*** (3.195)	-0.021 (-0.109)	0.239 (1.579)
<i>LMAO</i>	3.424*** (11.349)	3.691*** (13.466)	-0.366*** (-20.919)	-0.401*** (-29.312)	1.354*** (5.424)	1.228*** (4.686)
<i>Big4</i>	-0.286 (-0.269)	-0.684 (-0.661)	0.008 (0.369)	0.010 (0.865)	1.155*** (3.197)	0.943*** (3.595)
<i>Cons</i>	-3.645 (-1.411)	-3.714 (-1.515)	0.295*** (3.413)	0.241*** (4.691)	-3.462** (-1.982)	-0.061 (-0.041)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>R²</i>	0.360	0.240	0.146	0.146	0.037	0.039
<i>N</i>	2807	5274	2807	5274	2807	5274

控制变量的基础上,以机构调研哑变量(*Visit_dum*)作为被解释变量,进行 Probit 回归并计算逆米尔斯比率(*IMR*)。第二阶段,将 *IMR* 带入到原模型中重新进行回归,结果如表 12 所示:分别以审计意见类型(*MAO*)、审计意见激进度(*ARA*)作为被解释变量,调研机构数量(*Visit_sum*)的系数均在 1%的水平上显著,结论与前文一致。

(2) 工具变量法

为进一步缓解机构投资者调研与审计意见购买之间的潜在内生问题,首先,借鉴李春涛等^[10]的

研究经验,选取下一期机构投资者调研数作为工具变量;其次,借鉴李昊洋等^[22]的研究经验,选取年度行业平均调研数量作为工具变量,采用两阶段最小二乘法(2SLS)进行回归估计。为了方便理解,将下一期机构投资者调研数定义为 *NVisit_sum*,将年度行业平均调研数量定义为 *MVisit_dum*(本文主要关注下一期机构投资者调研数)。两个工具变量过度识别检验的 *P* 值分别为 0.481 和 0.466,工具变量满足外生性;其次,检验 *F* 统计值,结果显示均大于弱工具变量检验的临界值;同时,*Hansen J* 统计值结

表 11 非线性关系检验
Table 11 Nonlinear relationship test

变量名称	审计意见 MAO		审计意见激进度 ARA	
<i>Visit_sum</i>	-0.241(-1.446)		0.006*(1.811)	
<i>Visit_sum</i> ²	-0.006(-0.148)		-0.001(-0.796)	
<i>Visit_num</i>	-0.524**(-1.961)		0.014*** (2.589)	
<i>Visit_num</i> ²	-0.002(-0.017)		-0.003(-1.478)	
<i>Cons</i>	-3.256*(-1.874)	-3.032*(-1.757)	0.251*** (5.563)	0.249*** (5.575)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>Year/Ind</i>	控制	控制	控制	控制
<i>R</i> ²	0.317	0.317	0.148	0.148
<i>N</i>	8137	8137	8137	8137

表 12 Heckman 两阶段回归结果
Table 12 Heckman two-stage regression results

变量名称	审计意见 MAO	审计意见激进度 ARA
<i>Visit_sum</i>	-0.257***(-4.627)	0.003*** (2.969)
<i>IMR</i>	-1.682(-1.389)	0.109*** (3.467)
<i>Cons</i>	5.325(0.824)	-0.203(-1.458)
控制变量	控制	控制
<i>Year/Ind</i>	控制	控制
<i>R</i> ²	0.321	0.149
<i>N</i>	8137	8137

表 13 工具变量法回归结果
Table 13 Regression results of instrumental variable method

变量名称	审计意见 MAO	审计意见激进度 ARA
<i>Visit_sum</i>	-0.006***(-3.134)	0.010*** (4.956)
工具变量	<i>NVisit_sum</i> 、 <i>MVisit_dum</i>	<i>NVisit_sum</i> 、 <i>MVisit_dum</i>
<i>Cons</i>	0.011(0.173)	0.295*** (5.011)
控制变量	控制	控制
<i>Year/Ind</i>	控制	控制
<i>R</i> ²	0.262	0.112
<i>N</i>	7590	7590

果也支持变量,均满足外生性要求。表 13 第二阶段结果显示,调研机构数量(*Visit_sum*)的回归系数均在 1%的水平上显著,研究结果与上述一致。最后,本文还运用广义矩估计(GMM)和有限信息极大似然法(LIML)进行估计,结论仍然一致,但限于篇幅,未予列示。

(3) 倾向得分匹配法(PSM)

为进一步缓解潜在内生性问题,采用倾向得分匹配法(PSM)进行最邻近匹配来消除样本公司之间的差异,利用配对后的样本重新检验,所有控制变量的标准化偏差均小于 10%,各个控制变量在配对之后实验组和对照组之间不存在显著性差异,但被解释变量(MAO与ARA)依然存在显著差异,研究结论稳健。此外,本文以机构调研频数(*Visit_num*)作

为两阶段模型第二阶段回归的解释变量,基于审计意见购买变量(*Shop*)进行内生性检验的实证结果都是成立的,限于篇幅,相关结果未予列示。

6.3 其他稳健性测试

为了增强研究结论的可靠性,本文还进行了其他稳健性测试:(1)将机构投资者调研变量采用滞后一期处理,缓解反向因果导致的内生性问题;(2)借鉴 Newton 等^[58]、耀友福^[59]等文献方法,对估算审计意见购买变量进行替代测试;(3)考虑到央企实行会计师事务所五年强制轮换制度,剔除央企样本;(4)在研究模型中纳入公司信息透明度、信息披露质量相关的变量,控制公司信息披露差异可能产生的影响;(5)考虑国际“四大”事务所与“本土”事务所的管理模式差异因素。经过以上一系列稳健测试,结论依然成立,但限于篇幅,相关实证结果未予列示。

7 研究结论与启示

已有研究表明,机构投资者调研活动能够增强公司信息披露、提高公司信息透明度,并逐渐成为投资者参与公司治理的一种重要方式,进而对公司经营管理活动产生重要影响。同时,公司审计意见购买的监管与治理一直都是学术界和监管机构重点关注的话题之一,但目前尚无文献探究机构投资者调研活动如何影响公司审计意见购买行为。故此,本文选取 2014 至 2018 年我国深交所 A 股上市公司为研究样本,实证检验了机构投资者调研对公司审计意见购买行为的影响。研究结果表明,机构投资者调研活动会“刺激”公司管理层实施审计意见购买行为,使公司更少获得非标审计意见,审计报告激进度更高;进一步地,基于公司审计意见购买行为实施路径的分析发现,公司主要通过选聘“中小”事务所达成审计意见购买之目的;基于审计意见购买动机的分析发现,机构投资者调研对审计意见购买行为的驱动作用在经营风险较高或盈余

管理程度较高公司中更为显著,说明公司管理层在机构投资者调研活动的刺激效应下,实施审计意见购买的动机是掩盖公司盈余管理及经营风险的“不利信号”,达到粉饰公司报表之目的。

本研究还具有一定的政策启示:其一,证监会等监管部门应引导上市公司为机构投资者调研提供更多便利条件,引导公司管理层合理对待外部机构投资者调研活动,减少机构投资者开展调研活动的壁垒与不必要的信息搜寻成本,避免被调研公司管理层产生机会主义行为动机;同时,鼓励机构投资者通过实地调研活动的方式参与公司治理,引导公司完善内部控制机制,提高信息披露质量与信息透明度,促使机构投资者更好地发挥外部监督作用。其二,证监会、财政部、中注协等监管部门应加强针对上市公司审计意见购买行为的监管,尤其是密切关注公司管理层通过变更审计师的方式实施审计意见购买行为,合理提高审计师违法违规成本及惩戒力度,切实保障审计师职业独立性,充分发挥外部审计监督职能。其三,会计师事务所作为审计业务承接主体,应加强审计师执业行为监管,严格要求审计师遵守审计准则、职业道德与行业规范,避免审计师与客户公司的合谋行为,保障审计师执业质量;其四,通过探究机构投资者调研对公司审计意见购买行为产生的刺激效应,希冀引起学术界对该问题的重视,并且在未来开展一系列的深入研究工作,为资本市场监管制度的持续完善提供理论支持。

参考文献

- [1] LENNOX C. Do companies successfully engage in opinion-shopping? Evidence from the UK [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2000, 29(3): 321-337.
- [2] 潘俊,景雪峰,刘金钊. 投资者实地调研、业绩压力与企业避税[J]. *上海财经大学学报*, 2019, 21(5): 85-96.
- PAN J, JING X F, LIU J Z. Investors' site visit, performance pressure and corporation tax avoidance [J]. *Journal of Shanghai University of Finance and Economics*, 2019, 21(5): 85-96.
- [3] CHENG Q, DU F, WANG X, et al. Seeing is believing: Analysts' corporate site visits [J]. *Review of Accounting Studies*, 2016, 21(4): 1245-1286.
- [4] 黄泽先,曾令华,江群,等. 信息揭示与资本市场效率——信息有效与配置有效[J]. *经济学(季刊)*, 2008(2): 665-684.
- HUANG Z X, ZENG L H, JIANG Q, et al. Information revelation and capital market efficiency: Information efficiency and allocative efficiency [J]. *China Economic Quarterly*, 2008(2): 665-684.
- [5] 张勇,殷俊明. 投资者实地调研活动能够促进企业创新吗——来自深市上市公司的经验证据[J]. *山西财经大学学报*, 2018, 40(9): 94-109.
- ZHANG Y, YIN J M. Can investors' site visits promote firm innovation? Evidence from Shenzhen-listed companies [J]. *Journal of Shanxi University of Finance and Economics*, 2018, 40(9): 94-109.
- [6] HAN B, KONG D M, LIU S S. Do analysts gain an informational advantage by visiting listed companies? [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2018, 35(4): 1843-1867.
- [7] PARGUEL B, BENOÎT-MOREAU F, LARCENEUX F. How sustainability ratings might deter 'greenwashing': A closer look at ethical corporate communication [J]. *Journal of Business Ethics*, 2011, 102(1): 15-28.
- [8] 谭劲松,林雨晨. 机构投资者对信息披露的治理效应——基于机构调研行为的证据[J]. *南开管理评论*, 2016, 19(5): 115-126.
- TAN J S, LIN Y C. The governance role of institutional investors in information disclosure: Evidence from institutional investors' corporate visits [J]. *Nankai Business Review*, 2016, 19(5): 115-126.
- [9] 王垒,曲晶,刘新民. 异质机构投资者投资组合、环境信息披露与企业价值[J]. *管理科学*, 2019, 32(4): 31-47.
- WANG L, QU J, LIU X M. Heterogeneous institutional investor portfolio, environmental information disclosure and corporate value [J]. *Journal of Management Science*, 2019, 32(4): 31-47.
- [10] 李春涛,赵磊,余金馨. 走马观花 VS. 明察秋毫: 机构调研与企业盈余管理[J]. *财经问题研究*, 2018(5): 52-60.
- LI C T, ZHAO L, YU J X. Real or show: Institutional investigation and earnings management of listed companies [J]. *Research on Financial and Economic Issues*, 2018(5): 52-60.
- [11] 杨侠,马忠. 机构投资者调研与大股东掏空行为抑制[J]. *中央财经大学学报*, 2020(4): 42-64.
- YANG X, MA Z. Institutional investors' corporate site visits and its effect on restricting the tunneling behavior of large shareholders [J]. *Journal of Central University of Finance & Economics*, 2020(4): 42-64.
- [12] 王珊. 投资者实地调研发挥了治理功能吗? ——基于盈余管理视角的考察[J]. *经济管理*, 2017, 39(9): 180-194.
- WANG S. Does site visit play a governance role? A study on earnings management [J]. *Business and Management Journal*, 2017, 39(9): 180-194.
- [13] 孔东民,刘莎莎,陈小林,等. 个体沟通、交易行为与信息优势: 基于共同基金访问的证据[J]. *经济研究*, 2015, 50(11): 106-119, 182.
- KONG D M, LIU S S, CHEN X L, et al. Communication, trading behaviors and information advantage: Evidence

- from mutual funds' visiting on listed firms[J]. *Economic Research Journal*, 2015, 50(11): 106-119, 182.
- [14] 张勇. 投资者实地调研与企业会计信息可比性——来自深交所“互动易”平台的经验证据[J]. *证券市场导报*, 2018(5): 13-22.
- ZHANG Y. Investors' site visits and enterprise accounting information comparability: Empirical evidence from the 'interactive and easy' platform of Shenzhen Stock Exchange[J]. *Securities Market Herald*, 2018(5): 13-22.
- [15] 李维安, 李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于 CCGI^{NK} 的经验研究[J]. *南开管理评论*, 2008, 11(1): 4-14.
- LI W A, LI B. An empirical Study on the effect of institutional investors participating in corporate governance: Based on the data of 2004—2006 CCGI^{NK} [J]. *Nankai Business Review*, 2008, 11(1): 4-14.
- [16] JIANG X Y, YUAN Q B. Institutional investors' corporate site visits and corporate innovation [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 48: 148-168.
- [17] LU X W, FUNG H G, SU Z Q. Information leakage, site visits and crash risk: Evidence from China [J]. *International Review of Economics and Finance*, 2018, 58: 487-507.
- [18] 蔡宏标, 饶品贵. 机构投资者、税收征管与企业避税[J]. *会计研究*, 2015(10): 59-65, 97.
- CAI H B, RAO P G. Institutional investor, tax enforcement and tax avoidance[J]. *Accounting Research*, 2015(10): 59-65, 97.
- [19] 丁方飞, 范思妤, 陈如焰. 机构投资者实地调研能抑制企业税收规避吗? ——基于文本分析的证据[J]. *财经理论与实践*, 2019, 40(6): 98-105.
- DING F F, FAN S Y, CHEN R Y. Can institutional investors' site visits curb corporate tax avoidance? Evidence from textual analysis [J]. *The Theory and Practice of Finance and Economics*, 2019, 40(6): 98-105.
- [20] 涂建明, 曹雅琪. 机构投资者实地调研与上市公司财务信息质量[J]. *金融论坛*, 2021, 26(3): 71-80.
- TU J M, CAO Y Q. Institutional investor's field investigation and the financial information quality of listed firms[J]. *Finance Forum*, 2021, 26(3): 71-80.
- [21] 陈冬, 唐建新. 机构投资者持股、避税寻租与企业价值[J]. *经济评论*, 2013(6): 133-143.
- CHEN D, TANG J X. Institutional holdings, tax avoidance and firm value [J]. *Economic Review*, 2013(6): 133-143.
- [22] 李昊洋, 程小可, 姚立杰. 机构投资者调研抑制了公司避税行为吗? ——基于信息披露水平中介效应的分析[J]. *会计研究*, 2018(9): 56-63.
- LI H Y, CHENG X K, YAO L J. The site visit of institutional investors and corporate tax avoidance: Base on the mediating effects of information disclosure [J]. *Accounting Research*, 2018(9): 56-63.
- [23] 杨侠, 马忠. 机构投资者调研与上市公司内部控制有效性[J]. *中南财经政法大学学报*, 2020(1): 13-25, 158.
- YANG X, MA Z. Institutional investors' corporate site visits and the effectiveness of internal control[J]. *Journal of Zhongnan University of Economics and Law*, 2020(1): 13-25, 158.
- [24] HSIEH C C, HUI K W, ZHANG Y. Analyst report readability and stock returns [J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2016, 43(1-2): 98-130.
- [25] DEFOND M, ZHANG J Y. A review of archival auditing research[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2014, 58(2-3): 275-326.
- [26] SCHWARTZ K B, MENON K. Auditor switches by failing firms [J]. *The Accounting Review*, 1985, 60(2): 248-261.
- [27] 秦帅, 刘琪. 诉讼风险与上市公司审计意见购买——基于融资困境的视角[J]. *当代财经*, 2019(9): 121-133.
- QIN S, LIU Q. Litigation risk and audit opinion purchasing of listed companies: From the perspective of financing difficulties[J]. *Contemporary Finance & Economics*, 2019(9): 121-133.
- [28] CHOW C W, RICE S J. Qualified audit opinions and auditor switching[J]. *The Accounting Review*, 1982, 57(2): 326-335.
- [29] FRANCIS J R, MICHAEL P N, SEAVEY S. Does audit market concentration harm the quality of audited earnings? Evidence from audit markets in 42 countries [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2013, 30(1): 325-355.
- [30] 左晶晶, 唐跃军. 高管过度激励、所有权性质与企业国际化战略[J]. *财经研究*, 2011, 37(6): 79-89.
- ZUO J J, TANG Y J. Excessive top-management incentives, ownership property and corporate internationalization strategy [J]. *Journal of Finance and Economics*, 2011, 37(6): 79-89.
- [31] 戴德明, 毛新述, 邓璠. 中国亏损上市公司资产减值准备计提行为研究[J]. *财经研究*, 2005(7): 71-82.
- DAI D M, MAO X S, DENG F. Research on the asset loss provision withdrawing behavior of inferior listed firms in China[J]. *Journal of Finance and Economics*, 2005(7): 71-82.
- [32] 刘笑霞, 李明辉, 杨鑫. 非标准审计意见对上市公司投资行为的影响[J]. *管理工程学报*, 2021, 35(1): 79-91.
- LIU X X, LI M H, YANG X. The effect of modified audit opinion on company's investment [J]. *Journal of Industrial Engineering and Engineering Management*, 2021, 35(1): 79-91.
- [33] ETTREDGE M L, LI C, SUN L L. The impact of SOX section 404 internal control quality assessment on audit

- delay in the SOX era[J]. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2006, 25(2): 1-23.
- [34] 薛爽, 耀友福, 王雪方. 供应链集中度与审计意见购买[J]. *会计研究*, 2018(8): 57-64.
XUE S, YAO Y F, WANG X F. Concentration of supply chain and audit opinion shopping [J]. *Accounting Research*, 2018(8): 57-64.
- [35] BENS D A, GOODMAN T H, NEAMTIU M. Does investment—related pressure lead to misreporting? An analysis of reporting following M&A transactions[J]. *The Accounting Review*, 2012, 87(3): 839-865.
- [36] 李青原, 赵艳秉. 企业财务重述后审计意见购买的实证研究[J]. *审计研究*, 2014(5): 101-107.
LI Q Y, ZHAO Y B. Empirical study on audit opinion shopping after financial restatement [J]. *Auditing Research*, 2014(5): 101-107.
- [37] 杜兴强, 郭剑花. 审计师变更与审计意见购买：一项经验研究[J]. *山西财经大学学报*, 2008(11): 101-106, 112.
DU X Q, GUO J H. Auditor switching and audit opinion-shopping: An empirical research [J]. *Journal of Shanxi University of Finance and Economics*, 2008(11): 101-106, 112.
- [38] CAREY P, SIMNETT R. Audit partner tenure and audit quality [J]. *The Accounting Review*, 2006, 81(3): 653-676.
- [39] 李思飞, 刘恋, 王化成. 审计师行业专长、经济依赖性与审计质量——基于审计任期的视角[J]. *山西财经大学学报*, 2014, 36(5): 112-124.
LI S F, LIU L, WANG H C. Auditor industry specialization, economic dependence and audit quality—A perspective of auditing tenure [J]. *Journal of Shanxi University of Finance and Economics*, 2014, 36(5): 112-124.
- [40] 伍利娜, 王春飞, 陆正飞. 企业集团审计师变更与审计意见购买[J]. *审计研究*, 2013(1): 70-78.
WU L N, WANG C F, LU Z F. Auditor switch in a corporation group and opinion shopping [J]. *Auditing Research*, 2013(1): 70-78.
- [41] 宫义飞, 罗开心, 龙思楦. 异常审计费用、审计质量与股价崩盘风险[J]. *北京工商大学学报(社会科学版)*, 2021, 36(1): 56-67, 80.
GONG Y F, LUO K X, LONG S Y. Abnormal audit fees, audit quality and stock price crash risk [J]. *Journal of Beijing Technology and Business University (Social Sciences)*, 2021, 36(1): 56-67, 80.
- [42] 唐跃军. 不利意见、审计费用与意见购买[J]. *证券市场导报*, 2010(1): 40-47.
TANG Y J. Unfavorable audit opinion, audit fees and opinion shopping [J]. *Securities Market Herald*, 2010(1): 40-47.
- [43] 翟胜宝, 张雯, 曹源, 等. 分析师跟踪与审计意见购买[J]. *会计研究*, 2016(6): 86-93, 95.
ZHAI S B, ZHANG W, CAO Y, et al. Analyst tracking and audit opinion shopping [J]. *Accounting Research*, 2016(6): 86-93, 95.
- [44] BRAMMER S, MILLINGTON A. Corporate reputation and philanthropy: An empirical analysis [J]. *Journal of Business Ethics*, 2005, 61(1): 29-44.
- [45] JIRAPORN P, CHINTRAKARN P, KIM Y S. Analyst following, staggered boards and managerial entrenchment [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2012, 36(11): 3091-3100.
- [46] 张俊民, 宋婕. 媒体报道抑制管理层审计意见购买行为吗? ——基于信息效应与治理效应的实证检验[J]. *中央财经大学学报*, 2019(7): 64-78.
ZHANG J M, SONG J. Does media coverage inhibit managerial audit opinion-shopping? Empirical research on information effect and governance effect [J]. *Journal of Central University of Finance & Economics*, 2019(7): 64-78.
- [47] 罗进辉. 媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角[J]. *金融研究*, 2012(10): 153-166.
LUO J H. Corporate governance role of media reports: From the perspective of dual agency cost [J]. *Journal of Financial Research*, 2012(10): 153-166.
- [48] DYCK A, VOLCHKOVA N, ZINGALES L. The corporate governance role of the media: Evidence from Russia [J]. *Journal of Finance*, 2008, 63(3): 1093-1135.
- [49] 郑志刚, 丁冬, 汪昌云. 媒体的负面报道、经理人声誉与企业业绩改善——来自我国上市公司的证据[J]. *金融研究*, 2011(12): 163-176.
ZHENG Z G, DING D, WANG C Y. Negative media reports, manager reputation and enterprise performance improvement: Evidence from listed companies in China [J]. *Journal of Financial Research*, 2011(12): 163-176.
- [50] 周兰, 耀友福. 媒体监督、审计师变更与审计意见购买[J]. *管理工程学报*, 2018, 32(2): 159-170.
ZHOU L, YAO Y F. Media supervision, audit switch and audit opinion shopping [J]. *Journal of Industrial Engineering and Engineering Management*, 2018, 32(2): 159-170.
- [51] 申慧慧. 环境不确定性对盈余管理的影响[J]. *审计研究*, 2010(1): 89-96.
SHEN H H. The effect of environment uncertainty on earnings management [J]. *Auditing Research*, 2010(1): 89-96.
- [52] 仇立文, 张立民. 内部控制审计中存在审计意见购买行为吗? ——来自中国上市公司内部控制审计的经验证据[J]. *经济经纬*, 2019, 36(3): 118-125.
ZHANG L W, ZHANG L M. Does audit opinion shopping exist in the internal control audit? Empirical evidence from internal control audit of China's listed companies [J]. *Economic Survey*, 2019, 36(3): 118-125.

- [53] 左晶晶, 谢仍明, 唐跃军. 审计委员会治理、避亏动机与审计意见购买[J]. 证券市场导报, 2013(9):33-39.
ZUO J J, XIE R M, TANG Y J. Audit committee governance, motivation of avoiding loss and audit opinion shopping[J]. Securities Market Herald, 2013(9):33-39.
- [54] ETTREDGE M L, SCHOLZ S, LI C. Audit fees and auditor dismissals in the sarbanes-oxley era [J]. Accounting Horizons, 2007, 21(4):371-386.
- [55] 赵阳, 沈洪涛, 周艳坤. 环境信息不对称、机构投资者实地调研与企业环境治理[J]. 统计研究, 2019, 36(7):104-118.
ZHAO Y, SHEN H T, ZHOU Y K. Environmental information asymmetry, institutional investors' corporate site visits and corporate environmental governance [J]. Statistical Research, 2019, 36(7):104-118.
- [56] CHEN F, PENG S L, XUE S, et al. Do audit clients successfully engage in opinion shopping? Partner-level evidence [J]. Journal of Accounting Research, 2016, 54(1):79-112.
- [57] GUL F A, WU D H, YANG Z F. Do individual auditors affect audit quality? Evidence from archival data [J]. The Accounting Review, 2013, 88(6):1993-2023.
- [58] NEWTON N J, PERSELLIN J S, WANG D C, et al. Internal control opinion shopping and audit market competition [J]. The Accounting Review, 2016, 91(2):603-623.
- [59] 耀友福. 新闻媒体报道与内部控制意见购买[J]. 审计研究, 2018(4):111-119.
YAO Y F. Press coverage and internal control opinion shopping [J]. Auditing Research, 2018(4):111-119.

Institutional investors' site visits and audit opinion shopping behavior: Stimulating effect or inhibiting effect?

YAN Huanmin^{*}, ZHU Ziling, XIONG Hongli

(School of Economics and Management, Nanchang University, Nanchang 330031, China)

Abstract: As a primary external criterion for corporate financial information disclosure, the audit opinion delivers important signals to the capital market and social public. Consequently, investors and regulators highly value audit opinions. This induces corporate managers to engage in audit opinion shopping behavior. Additionally, the incentive to audit opinion shopping varies depending on the internal and external operational environment. Therefore, institutional investors' site visits are an important way to participate in corporate governance. They can serve as information intermediaries by revealing inside information and can raise the awareness of the regulators and the investing public to possibly affect managers' audit opinion shopping behavior.

However, there is little literature about how institutional investors' site visits affect audit opinion shopping behavior. On the one hand, the existing literature about the impact of institutional investors' site visits on financial behavior mainly focuses on information disclosure quality, earnings management, corporate value, and tax avoidance strategies. On the other hand, the existing research about the factors affecting audit opinion shopping behavior mainly focuses on the financial position of the corporate, managers' risk appetite, internal governance structure, auditor independence, audit fees, media coverage, and external supervision. Theoretically speaking, is the impact of institutional investors' site visits on audit opinion shopping behaviors thus shown by the inhibiting effect, or the stimulating effect, or both? This is an important question that has yet to be solved. As a result, this paper takes the "Information Disclosure Business Memorandum No. 41-Investor Relations Management and its Information Disclosure" issued by the Shenzhen Stock Exchange in 2013 as the research opportunity, and uses data of institutional investors' site visits in A-share listed corporates on the Shenzhen Stock Exchange from 2014 to 2018 as the research sample. Following the methods of Gul et al. (2013) and Lennox (2000), this paper develops the audit opinion prediction model and the audit opinion shopping model to empirically explore the impact of institutional investors' site visits and their outcomes along two possible paths: the stimulation path and the inhibition path.

The results are as follows: First, institutional investors' site visits decrease the probability of modified audit opinions while boosting audit report aggressiveness to encourage audit opinion shopping. Furthermore, the greater the number of participating institutions and the more frequent the surveys, the more obvious the phenomenon for managers to engage in audit opinion shopping by changing auditors. In a word, institutional investors' site visits can create a considerable incentive for managers to engage in audit opinion shopping activity, which is known as the "stimulating effect." Second, the analysis of how managers engage in audit opinion shopping reveals that managers prefer small-to-medium-sized accounting firms to achieve their purposes. This is because these accounting firms are less stringent than large firms in terms of operation management, regulations, auditor ethical standards, and legal compliance. Small-to-medium-sized accounting firms, therefore, are more easily "persuaded" to engage in audit opinion shopping activities. Third, the analysis of opinion shopping incentives reveals that the stimulating effect is particularly obvious in corporations with high operational risk or high levels of earnings management. Under the stimulating effect, the incentive for managers to engage in

audit opinion shopping is to conceal “adverse signals” about earnings management as well as operational risk, so they can whitewash disappointing financial statements, alleviate investors’ concerns, and maintain the corporate’s performance in the capital market. Finally, the research conclusions still hold after a series of robust tests regarding the mitigation of endogenous problems, the exclusion of alternative explanations, and the impact of auditor rotation systems.

This study makes three contributions by exploring the impact of institutional investors’ site visits on audit opinion shopping behavior. First, it provides answers to the controversy over this issue in theoretical as well as practical circles, and it expands theoretical research on the economic consequences of institutional investors’ site visits. Second, it clarifies how managers engage in audit opinion shopping under the stimulating effect, and it explores the managers’ incentive to conceal adverse signals. As a result, it fills a gap in existing research and provides new empirical evidence for theoretical research on the incentive of audit opinion shopping. Third, this research begins and ends in practice, so it provides a scientific basis and an empirical reference for accounting firms to strengthen derivative risk management and for regulators to improve external governance of institutional investors’ site visits.

Key words: Institutional investors’ site visits; Audit opinion shopping; Stimulating effect; Inhibiting effect

Received Date: 2021-11-27

Funded Project: The National Natural Science Foundation of China (71662021, 72062020, 72372064)

* Corresponding author