

注册制下关键审计事项披露影响 机构投资者意见分歧吗？

——基于科创板 IPO 公司的经验证据

张子健, 李 佳, 谭 雪

(湖南师范大学 商学院, 湖南 长沙 410081)

[摘 要]注册制下向机构投资者询价是科创板公司 IPO 的重要环节。以 2019—2023 年科创板 IPO 公司为样本,实证检验了关键审计事项披露对机构投资者意见分歧的影响。研究发现:IPO 公司关键审计事项披露数量越多,机构投资者报价分歧越大,且询价新规促进了这种正相关关系。进一步分析发现:关键审计事项披露越详细或精确度越高,机构投资者意见分歧越大,而消极语调则降低了意见分歧;关键审计事项对机构投资者意见分歧的提升作用主要存在于由“十大”审计的 IPO 公司且境内机构投资者意见分歧更大。因此,监管部门应督促会计师事务所完善关键审计事项披露,鼓励机构投资者积极参与报价,以提高注册制下 IPO 定价效率。

[关键词]关键审计事项;机构投资者;询价意见分歧;注册制;首次公开发行;审计报告

[中图分类号]F239;F832.51 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2025)04-0044-11

一、引言

为鼓励和支持科技创新型企业,提升资本市场活力,2019 年中国证监会正式设立科创板并实行注册制,同年 7 月 22 日 5 家公司正式在科创板上市。科创板放松了对公司盈利条件和治理能力等方面的严格要求,如设立了多套上市标准,也不再要求企业连续三年盈利,使得真正拥有关键核心技术和科技创新能力的企业能够在科创板顺利上市。注册制下证券监管机构仅对申请上市企业的申报文件进行形式审查,不再对发行人的资质进行实质性审核,而将发行公司股票的价值判断交由市场来决定。尽管科创板为申请上市企业提供了多套科创属性的评价指标,创造了宽松的上市标准,为高成长性和创新型的企业提供了更多的上市机会,但也加大了 IPO(首次公开募股)定价的难度,使得新股的内在价值难以被正确评估,严重影响资本市场的定价效率。因此,科创板要求 IPO 公司加强信息披露,提高信息透明度,为投资者提供更加全面、细致的信息。

科创板打破 23 倍隐性发行市盈率限制,采取全面市场化询价的定价方式,即在定价过程中先由发行人和承销商向机构投资者进行初步询价,确定发行区间,然后以此为基础确定发行价格。因此,询价成为科创板新股发行定价的重要环节,而机构投资者在询价阶段的申报价差即意见分歧将直接影响新股发行价格。研究表明,科创板审核问询的实施有助于减少发行人与投资者之间的信息不对称,从而降低意见分歧,且回复函披露内容越详细、可视化信息越多或者文本可读性越高,投资者之间的报价差异越低^[1];券商跟投比例越高,其越有动机要求发行人增加招股说明书信息含量,降低

[收稿日期]2024-06-03

[基金项目]湖南省社会科学基金项目(23YBA045)

[作者简介]张子健(1979—),男,湖南华容人,湖南师范大学商学院讲师,博士,主要研究方向为审计理论与实务,邮箱:zujian0109@hunnu.edu.cn;李佳(1999—),女,湖南邵阳人,湖南师范大学商学院硕士生,主要研究方向为审计理论与实务;谭雪(1988—),男,湖南浏阳人,湖南师范大学商学院副教授,博士,主要研究方向为公司财务与审计理论。

了一级市场的信息不对称程度,从而降低机构投资者意见分歧^[2];投资者情绪越高,询价阶段的机构投资者报价亦越高^[3],而媒体信息也会向投资者传递不同的信号以影响投资者私人信息的获得,进而对其报价产生影响^[4]。机构投资者报价差异越大,IPO定价会偏高,相应的“三高”问题也越严重,降低股票长期投资回报^[5]。然而,研究发现,询价制度实施过程中,科创板的机构投资者报价出现明显的众数群聚现象,甚至部分机构投资者在IPO中给予相同报价,使得机构投资者报价所提供的信息含量降低,严重影响IPO定价效率^[6]。

传统的三段式审计报告侧重于标准的审计意见,无法向投资者提供更多额外有价值的信息。因此,国际审计与鉴证准则理事会对审计报告进行了改革,新增关键审计事项的披露,以提高审计报告的信息含量。我国财政部于2016年12月23日发布新审计报告准则,也要求在审计报告中增加关键审计事项的披露,且IPO公司从2018年1月1日起实施新审计报告相关准则。关键审计事项的披露可提升信息增量价值,缩小企业与报告使用者之间的信息差,提升创新质量^[7],且能够加强与投资者的信息互动,提升决策相关性,降低股价崩盘风险^[8];关键审计事项差异度越大,能为债券投资者提供越多有价值的增量信息,使其更全面地了解潜在投资风险和机会^[9],但关键审计事项披露的前后年度间的同质化水平越高,其持续增量信息越少^[10]。关键审计事项也会向机构投资者传递额外的风险增量信息,进而提高IPO抑价水平^[11];关键审计事项披露数量越多,公司面临的风险也越高^[12],增强投资者信号感知,从而影响其决策^[13];披露的风险信息越多,越有助于降低债务融资成本^[14]。此外,关键审计事项披露增加了审计风险,促使审计师加强监督,抑制盈余管理。然而,关键审计事项披露加重了审计师的法律责任,增加了审计师的声誉风险和诉讼风险^[15],且结论段的不同可能进一步影响审计师所承担的责任^[16]。因此,审计师可能会采取消极态度,不认真履行其审计责任,不能有效提升审计质量^[17]。

那么,招股说明书是投资者报价前能够接触到有关发行公司信息最详细的文件,具有重要的参考价值,其中关键审计事项披露内容能否影响机构投资者对新股价值的判断,从而对投资者之间的意见分歧也产生影响?另外,为进一步提高定价效率,降低投资者合谋报价的影响,中国证监会于2021年9月18日对IPO询价制度进行了调整和完善,即“询价新规”,调整了最高剔除比例,使得询价阶段更多的报价得以保留。确实,询价新规能显著抑制IPO定价偏误^[18],那么此次询价新规是否会对关键审计事项与投资者意见分歧之间的关系产生影响?为此,本文以2019—2023年科创板上市的IPO公司为样本,考察关键审计事项对机构投资者意见分歧的影响。

本文可能的研究贡献有:第一,从机构投资者意见分歧角度拓展了关键审计事项经济后果的研究。本文立足于我国注册制的全面实施背景,探讨了IPO公司招股说明书中的关键审计事项披露对机构投资者意见分歧的影响,具有一定的创新性。第二,本文的研究结论为我国证券市场全面推行注册制提供了参考价值。通过分析发现IPO公司关键审计事项加大了机构投资者意见分歧且询价新规进一步强化了两者之间的正相关关系,该研究结论为证券监管部门在推行注册制时完善IPO公司信息披露提供了借鉴,有助于完善市场化询价的新股定价制度,防止机构投资者合谋报价,从而提升IPO定价效率。第三,关键审计事项披露内容的详细度或语调等影响机构投资者意见分歧,故鼓励审计师充分披露关键审计事项能帮助投资者更好理解相关风险信息,合理评估IPO公司内在价值。

二、理论分析与研究假设

向机构投资者询价是科创板公司IPO的重要环节。信息披露是影响机构投资者报价的重要因素^[19],科创板的审核问询能够降低发行人与投资者之间的信息不对称。随着投资者对IPO公司信息了解越多,其报价越接近公司的内在价值,进而报价分歧越小^[1],但正面媒体信息会提高机构投资者的报价^[4]。在科创板IPO过程中,招股说明书是IPO公司向机构投资者传递相关信息的重要途径,而审计

报告中的关键审计事项反映了 IPO 公司的特质信息,且能在一定程度上吸引投资者的注意力^[20],因此,投资者也会注意到关键审计事项所披露的内容,并能够更迅速地关注相关信息,借此对新股价值进行评估和判断。关键审计事项段不仅包括审计师对事项内容的描述及其被视为关键审计事项的原因,还包括采取的审计程序,极大地丰富了审计报告的信息含量,能更好地帮助投资者识别 IPO 公司的重大风险,帮助投资者更好地进行相关决策。因此,招股说明书中包含的关键审计事项将影响投资者对公司内在价值的评估及其报价,进而对投资者意见分歧产生影响。

关键审计事项主要从两个方面影响投资者意见分歧。一方面,不同机构投资者因为对风险的敏感程度不同而使得机构投资者的意见分歧增大。根据意见分歧假说,风险和不确定性影响机构投资者对新股价值的评估产生分歧^[21]。关键审计事项是财务报告中最为重要的事项,而这些事项通常与重要错报风险、特别风险和涉及管理层重大判断等事项相关,这也是大部分事项被认定为关键审计事项的原因,因此关键审计事项在向投资者提供被审计单位相关事项信息的同时,也传递了风险增量信息,反映出企业可能存在的经营风险或者财务信息风险,甚至对被审计单位可能存在的重大错报风险起到警示作用,向投资者传递风险信号。不同机构投资者对于风险的偏好程度也存在差异:对于风险保守型机构投资者而言,关键审计事项披露数量的增多,使得他们更强烈地感受到了企业经营风险和财务信息风险,他们重视潜在未知风险,对可能存在的不确定因素存在排斥态度,倾向于采取保守的风险规避策略,所以为尽量避免风险带来的损失,降低对新股价值的预期,报价也会比较保守;相反,对于风险偏好型机构投资者而言,他们一般更加注重机会和优势,对风险的承受能力更强,敢于冒险,当他们感知公司的经营风险和财务风险较高时,反而认为这些风险信息蕴含着潜在的投资机会,并高度自信能抓住这些投资机会获取高额收益,从而倾向于采取更为激进的风险承担策略^[22],所以更愿意积极地参与报价。可见,不同机构投资者对风险的敏感程度不同,随着关键审计事项披露数量增多,机构投资者意见分歧亦随之增大。

另一方面,不同机构投资者对信息的理解能力以及新股的定价能力存在差异,使得机构投资者的意见分歧增大。在询价阶段,机构投资者需要根据公共信息以及自己所掌握的私人信息对 IPO 公司的内在价值进行主观上的判断和评估,然后对新股进行报价^[23],因此机构投资者所掌握的信息量以及对信息的理解程度也会对其报价产生影响。虽然关键审计事项是所有机构投资者都可以获得的公共信息,但机构投资者的教育经历以及投资经验不同,对于信息的处理和理解能力也存在差异,因此,即使面对同样的关键审计事项,不同的机构投资者也可能给予不同的主观解读,从而造成报价的差异。此外,科创板 IPO 公司的询价对象扩大到七类机构投资者,包括证券、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者和私募基金管理人,每类机构投资者对信息的理解能力存在差异,且这七类机构投资者获取私人信息的渠道也不相同,如相比于境外机构投资者,境内投资者可能会有更多的获得 IPO 公司相关信息的途径,帮助其评估 IPO 公司价值,从而形成报价的差异。

综上所述,关键审计事项披露数量越多,可能传递的增量风险信息越多,且机构投资者对于风险的感知程度、信息获取能力以及理解能力不同,使得报价产生差异,增加了机构投资者意见分歧。因此,本文提出如下研究假设:

H1:关键审计事项披露数量越多,机构投资者意见分歧越大。

在询价新规出台之前,注册制下 IPO 公司询价机构报价出现明显的众数集聚现象,甚至对于某家 IPO 公司报价相同的机构投资者占比高达 90% 以上,可见,众多投资者并未对公司价值进行合理的评估而是选择抱团压价,使得新股上市成了机构投资者谋取暴利的手段,究其原因过于严格的高剔除比例影响了 IPO 询价阶段下的竞争机制,出现了合谋报价的情况^[5]。为降低合谋报价的影响,2021 年 9 月 8 日中国证监会发布了询价新规,将最高报价剔除比例由之前的“不低于 10%”调整为“不高于 3%”。最

高报价剔除比例的降低,使得更多合理的报价得以保留,如果机构投资者仍采取抱团压价的策略,其报价将丧失成功入围的机会并失去配售资格,因此机构投资者会降低合谋报价的概率,更多地依靠自身对于公司内在价值的判断来进行报价。不同的机构投资者对信息的敏感程度和信息理解能力存在差异,相比于询价新规前,询价新规后机构投资者更大程度上依靠自身对关键审计事项内容的风险敏感性和理解程度对 IPO 公司内在价值进行评估,因而询价新规后机构投资者意见分歧增加。此外,询价新规后,报价入围的难度也增加,这对机构投资者的研判能力提出更高的要求,也会影响机构投资者对公司内在价值的评估:研判能力强的投资者能充分挖掘关键审计事项,使得报价趋于合理化,顺利获得配售资格,而研判能力低的投资者报价会偏离 IPO 公司内在价值,也将使得意见分歧增加。

综上所述,询价新规后,由于机构投资者合谋报价的概率降低以及机构投资者研判能力的差异,预期询价新规的出台将强化关键审计事项数量对机构投资者意见分歧的正相关关系。因此,本文提出如下研究假设:

H2:询价新规在关键审计事项数量与机构投资者意见分歧之间起到正向调节的作用。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以 2019—2023 年科创板 IPO 公司为样本。关键审计事项的数据通过手工收集并整理中国证监会公布的科创板 IPO 公司招股说明书获得,而机构投资者询价数据来自 Wind 数据库并经手工整理,其他数据均来自 Wind 数据库或 CSMAR 数据库,最终获得 437 个样本。为缓解异常值的影响,对所有连续变量进行上下 1% 缩尾处理。为提高回归结果的稳健性,本文的回归分析均基于稳健标准误进行。

(二) 变量定义

1. 被解释变量:机构投资者意见分歧(*divergence*),本文以所有机构投资者对同一 IPO 公司申报价格的标准差来衡量意见分歧^[4]。机构投资者报价分歧越大,则该值越大。

2. 解释变量:关键审计事项数量(*num*),本文以招股说明书中关键审计事项披露个数来衡量。

3. 调节变量:询价新规(*regulation*),为哑变量,询价调整前(2019 年 7 月 22 日—2021 年 9 月 18 日)上市的 IPO 公司取值为 0,询价调整后(2021 年 9 月 18 日以后)上市则取值为 1。

4. 控制变量:借鉴已有学者的研究^[1,4-5],控制企业规模(*size*)、资产负债率(*lev*)、净资产收益率(*roe*)、公司性质(*soe*)、董事长兼任总经理(*dual*)、第一大股东持股比例(*top1*)、信息披露费用(*infofee*)、发行前总股本(*total*)、发行费用(*feesize*)、询价等待时间(*inlength*)、询价对象数量(*innum*)、审计师声誉(*big10*)和承销商声誉(*uw*)等变量。

(三) 模型设计

本文采用模型(1)检验研究假设 H1,即关键审计事项数量对机构投资者意见分歧的影响:

$$divergence_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 num_{it} + controls_{it} + industry + year + \varepsilon \quad (1)$$

借鉴曹奥臣等的研究^[18],采用模型(2)检验研究假设 H2,即询价新规对关键审计事项数量与机构投资者意见分歧关系的调节效应:

$$divergence_{it} = \beta_0 + \beta_1 num_{it} + \beta_2 num_{it} \times regulation + regulation + controls_{it} + industry + year + \varepsilon \quad (2)$$

其中,模型(1)中若 α_1 为正,则说明关键审计事项披露数量越多,机构投资者意见分歧越大;模型(2)中 $num \times regulation$ 为关键审计事项数量与机构投资者意见分歧的交互项,若 β_2 显著为正,则说明询价新规起到正向调节的作用。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

本文对 437 家 IPO 公司披露的关键审计事项进行了分类统计,发现披露数量最多的事项为收入确认类事项,406 家 IPO 公司进行了披露(占比 94.86%),因收入在公司的关键绩效衡量指标中占有重要地位,管理层可能为实现所期望的业绩目标而进行操控,故大部分审计师选择将其确认为关键审计事项。数量居第二位的为资产减值类事项,有 259 家 IPO 公司进行了披露(占比 60.51%),因为减值类事项通常涉及金额较大、占资产总额比重较高,且往往涉及管理层重大判断,其计提方法也比较复杂,所以披露频率较高。位于第三位的事项为研发支出类事项,有 40 家 IPO 公司将其认定为关键审计事项(占比为 9.35%),因为科创板 IPO 公司更加注重技术创新和研发投入,这也符合科创板 IPO 公司的特点。

表 1 列示了主要变量的描述性统计。机构投资者意见分歧(*divergence*)均值为 3.951,标准差为 4.901,最大值为 26.665,说明机构投资者的报价存在较大差异。关键审计事项数量(*num*)均值为 1.952,标准差为 0.590,中位数为 2,说明各 IPO 公司间披露的关键审计事项数量相近。

(二) 基准回归结果

本文采用模型(1)检验关键审计事项数量对机构投资者意见分歧的影响,结果如表 2 所示:列(1)中,未控制行业和年份效应时,关键审计事项数量(*num*)系数在 10% 水平下显著为正;列(2)控制了行业和年份效应后,关键审计事项数量(*num*)系数在 5% 水平下显著为正。这表明关键审计事项披露数量越多,可能传递的增量风险信息也越多,而机构投资者对于风险的敏感程度以及信息的理解程度亦存在差异,从而使得机构投资者之间的报价差异增大,本文假设 H1 得到支持。

(三) 询价新规的调节作用

本文采用模型(2)检验询价新规在关键审计事项数量与机构投资者意见分歧之间的调节作用。因调节变量为虚拟变量,在引入解释变量与调节变量的交互项时,可能会存在多重共线性的问题,故本文将包含交互项的方程先进行中心化处理,再进行 OLS 回归,其结果如表 2 中列(3)和列(4)所示。列(3)中,关键审计事项数量(*num*)和询价新规(*regulation*)的系数分别在 10% 和 1% 的水平下显著为正,这表明关键审计事项数量与询价新规对机构投资意见分歧都起到显著的促进作用;列(4)中,关键审计事项数量(*num*)和询价新规(*regulation*)的交互项 $num \times regulation$ 在 10% 水平下显著为正,说明询价

表 1 描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>divergence</i>	437	3.951	4.901	0.105	2.086	26.665
<i>num</i>	437	1.952	0.590	1	2	4
<i>size</i>	437	20.630	1.616	11.624	20.578	24.322
<i>lev</i>	437	0.366	0.188	0.059	0.338	0.864
<i>roe</i>	437	0.135	0.263	-1.621	0.168	0.637
<i>soe</i>	437	0.119	0.324	0	0	1
<i>dual</i>	437	0.471	0.500	0	0	1
<i>top1</i>	437	0.372	0.171	0.074	0.339	0.894
<i>total</i>	437	9.516	1.020	8.006	9.206	12.633
<i>inftee</i>	437	6.163	0.100	5.933	6.156	6.470
<i>feesize</i>	437	9.158	0.499	8.216	9.099	10.430
<i>inlength</i>	437	4.724	0.601	2.639	4.796	6.064
<i>innum</i>	437	9.015	0.302	7.750	9.083	9.372
<i>big10</i>	437	0.725	0.447	0	1	1
<i>uw</i>	437	0.673	0.470	0	1	1

表 2 基准回归和调节效应

	基础回归		调节效应	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>num</i>	0.120 *	0.154 **	0.134 *	0.139 **
	(1.68)	(2.19)	(1.91)	(2.00)
<i>regulation</i>			0.770 ***	0.769 ***
			(4.76)	(4.70)
$num \times regulation$				0.235 *
				(1.73)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	9.491 ***	5.718 **	5.475 **	5.628 **
	(3.49)	(2.40)	(2.40)	(2.47)
<i>industry</i>	No	Yes	Yes	Yes
<i>year</i>	No	Yes	Yes	Yes
N	437	437	437	437
Adj. R ²	0.414	0.482	0.518	0.522

注: *、**、*** 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平上显著;括号内为 t 值。下同。

新规在关键审计事项数量与投资者意见分歧之间起到正向调节的作用,即询价新规强化了关键审计事项数量对机构投资者意见分歧的正向作用,支持了本文研究假设 H2。

(四) 稳健性检验

1. 工具变量法

在基础回归分析中得到关键审计事项数量提升机构投资者意见分歧的结论可能由于某些遗漏变量的存在,这些变量既会影响关键审计事项数量,也会影响机构投资者意见分歧,因此,本文采取工具变量法以解决内生性问题。具体地,采用会计师事务所审计风格(IV_num)作为工具变量,可由会计师事务所披露关键审计事项数量的均值得到。因会计师事务所在关键审计事项披露上具有独立的审计风格^[24],会计师事务所审计风格的差异也会对关键审计事项数量的披露产生影响,而机构投资者对事务所的审计风格知之甚少,故对投资者的报价不会产生直接影响,所以符合工具变量的外生性假设。回归结果如表3列(1)和列(2)所示。首先,工具变量的有效性检验显示F值大于10,因而不存在弱工具变量问题;其次,本文仅有一个工具变量,所以不存在过度识别问题。第一阶段结果显示工具变量(IV_num)与关键审计事项数量(num)在1%水平下显著正相关,第二阶段结果显示关键审计事项数量与机构投资者意见分歧仍然在10%水平下显著正相关,说明排除内生性问题后,基准回归结论依然成立。

2. 安慰剂检验

关键审计事项数量与机构投资者意见分歧的正相关关系可能是研究设计过程中某些偶然因素造成的,因此本文进行了安慰剂检验^[2]。首先采用Python对关键审计事项数量随机提取并打乱样本中的观察值,形成新的变量 num ,并随机一一匹配到样本中的每家IPO公司,然后重新进行回归。回归结果如表3列(3)所示,关键审计事项数量与机构投资者意见分歧之间不存在显著的正相关关系,表明关键审计事项数量与机构投资者之间的正相关关系并不是偶然因素造成的,故本文研究结论具有可靠性。

3. 替换被解释变量

本文以询价价差($spread$)作为机构投资者意见分歧的替代变量,即投资者申报价格的区间长度替代报价的标准差^[25]。回归结果如表4列(1)所示,在替换被解释变量后,关键审计事项数量依然显著增加了机构投资者的询价价差,表明基准回归研究结论依然成立,其结果具有可靠性。

4. 剔除上市前一年未盈利的样本

与核准制不同,IPO注册制申请上市的企业并没有严格的盈利要求,因此未盈利的企业也可以申请上市。根据意见分歧理论可知,新股的不确定性和风险易引起投资者的意见分歧,相较于盈利企业,机构投资者对于未盈利企业的报价可能会更容易产生分歧。因此为排除未盈利的样本对关键审计事项数量与意见分歧之间的关系产生影响^[2],本文剔除上市前一年未盈利的样本(共49个样本),重新进行回归,结果如表4列(2)所示:剔除上市前一年未盈利的样本后,关键审计事项数量(num)的系数依然显著为正,显著水平为5%,与本文研究结论一致,说明研究结果具有稳健性。

表3 工具变量法和安慰剂检验

	工具变量法		安慰剂检验
	(1) 第一阶段	(2) 第二阶段	(3)
IV_num	0.212*** (7.28)		
num		0.274* (1.69)	0.060 (1.13)
$Controls$	Yes	Yes	Yes
$Constant$	2.522 (1.44)	5.447** (3.91)	5.991** (2.46)
$industry$	Yes	Yes	Yes
$year$	Yes	Yes	Yes
N	437	437	437
Adj. R^2	0.152	0.477	0.475

表4 其他稳健性检验

	(1) 替换被解释 变量	(2) 剔除上市前一年 未盈利的样本	(3) 剔除公共卫生事件 暴发期间的样本
num	0.120* (1.65)	0.141** (2.24)	0.160** (2.28)
$Controls$	Yes	Yes	Yes
$Constant$	7.931*** (3.09)	1.986 (0.87)	5.489** (2.29)
$industry$	Yes	Yes	Yes
$year$	Yes	Yes	Yes
N	437	388	430
Adj. R^2	0.370	0.468	0.488

5. 剔除公共卫生事件暴发期间的样本

由于传染性公共卫生事件的不确定性,机构投资者很难准确预测该事件对宏观经济和企业业绩的影响,增加了股票市场的不确定性和风险。此外,投资者对新股内在价值的评估也面临更多的不确定性和风险,会更多考虑外部冲击的影响,因而也会对关键审计事项和意见分歧之间的关系产生影响^[2]。因此,本文剔除公共卫生事件暴发期间(2020年1月23日至2020年3月31日)上市的新股样本^[26],共计7个样本,然后重新进行回归。结果如表4列(3)所示:关键审计事项数量(*num*)在5%水平下显著增加机构投资者意见分歧,与本文研究结论一致。

五、进一步分析

(一) 关键审计事项的异质性

1. 关键审计事项文本分析

借鉴已有文献^[27],本文对关键审计事项进行文本分析,从详细度、可读性、精确度和语调等四个方面检验其对机构投资者意见分歧的影响。

(1) 详细度。采用关键审计事项总字符数取自然对数衡量详细度(*length*)。披露内容越详细,投资者感知的增量风险信息可能越多,增强了机构投资者对风险的敏感性。但投资者对风险的偏好不同,可能导致报价差异增加。同时,详细的披露内容对投资者的理解能力提出更高要求,不同机构投资者在信息解读上的能力差异也会加剧意见分歧。

(2) 可读性。采用专业术语和生僻字合计字符数占总字符数的比例且取相反数后来衡量其可读性(*read*),该值越大,说明关键审计事项可读性越高。关键审计事项可读性越高,越能够帮助投资者理解关键审计事项的内容,其对关键审计事项中所包含的风险信息领悟程度越高,因而降低投资者之间的意见分歧。

(3) 精确度。采用关键审计事项中金额和比例提及的次数加1后取自然对数来衡量精确度(*accuracy*)。与文字信息相比,数字传递的信息更为精确,且更容易被投资者所关注,因此关键审计事项精确度越高,即出现金额和比例的次数越多,那么投资者接收到的数字相关的信息越多,便于机构投资者对IPO公司内在价值进行细致的评估和分析,但由于定价能力和评估方法存在差异,因此也会增大意见分歧;高精确度的关键审计事项也侧面反映IPO公司的风险信息,投资者可能借此评估IPO公司的风险,因而也会使得报价差异增大。

(4) 语调。采用积极词汇和消极词汇占总字符数的比例分别衡量其积极语调(*pos*)和消极语调(*neg*)。相比于积极语调,消极语调能使投资者更强烈感知到企业潜在风险^[27],提高投资者的警觉性以及对风险的感知。审计师在执行审计工作时秉持高度的职业谨慎和专业判断,因此,当披露的关键审计事项语调非常消极时,表明审计师已察觉到了IPO公司存在重大错报风险或特别风险,机构投资者将及时捕捉到审计师的风险提示,从而对企业风险的判断达成共识,最终降低机构投资者意见分歧。

回归结果如表5所示。由列(1)和列(3)可知,关键审计事项详细程度(*length*)和精确度(*accuracy*)分别在5%和10%水平下显著为正,但列(2)中关键审计事项可读性(*read*)系

表5 关键审计事项的文本分析

	(1) 详细程度	(2) 可读性	(3) 精确度	(4) 积极语调	(5) 消极语调
<i>length</i>	0.181 ** (2.35)				
<i>read</i>		-0.021 (-0.67)			
<i>accuracy</i>			0.083 * (1.83)		
<i>pos</i>				0.225 (0.03)	
<i>neg</i>					-0.057 * (-1.72)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	4.800 * (1.96)	6.083 ** (2.49)	5.868 ** (2.42)	6.057 ** (2.51)	6.032 ** (2.48)
<i>industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	437	437	437	437	437
Adj. R ²	0.482	0.474	0.477	0.474	0.477

数虽然为负但不具备统计学意义上的显著水平,说明关键审计事项的详细程度和精确度提高了机构投资者意见分歧,但可能因不同 IPO 公司的关键审计事项之间存在系统性差异,使得关键审计事项可读性对机构投资者报价的影响有限^[27]。列(5)中消极语调(*neg*)系数在 10% 水平下显著为负,而积极语调(*pos*)系数不具备统计学意义上的显著水平,可能是因为相比于积极语调,机构投资者更加关注文本信息中所包含的消极语调。

2. 关键审计事项披露类型

根据前文的关键审计事项分类统计可知,样本中 94.86% 的 IPO 公司将收入确认认定为关键审计事项,60.51% 的 IPO 公司将资产减值认定为关键审计事项,从而造成这两类关键审计事项披露的内容同质化程度高,提供的信息也相对有限。因此将常规类关键审计事项定义为仅披露收入确认或者资产减值事项,而披露了其他事项则定义为非常规类关键审计事项^[28]。相比于常规类事项,非常规类关键审计事项披露频率低,更加能够吸引投资者的注意力,投资者也对其中所包含的风险信息关注度更高,且更加考验机构投资者对非常规类事项所提供信息的理解能力,因而对机构投资者意见分歧的影响可能更加显著。

为验证非常规类事项对机构投资者意见分歧的影响,本文设置虚拟变量 *abnorm* 进行衡量,当披露的关键审计事项中包含非常规类关键审计事项时定义为 1,否则为 0。如表 6 所示,列(1)中非常规类关键审计事项(*abnorm*)的系数为 0.202,且在 5% 水平下显著为正,说明非常规类关键审计事项对机构投资者意见分歧的影响更大。

3. 关键审计事项描述段和应对段

新审计报告准则要求关键审计事项内容应包括描述段和应对段。关键审计事项描述段包括事项被认定为关键审计事项的原因以及事项的具体描述,大部分审计师将关键审计事项归因于具有重大风险、涉及管理层估计和判断以及具有重大影响的事项^[29],因而描述段往往聚焦于风险信息。同时,描述段也涉及许多定量信息,其对信息的理解能力要求低,投资者也容易从中获取 IPO 公司的信息,并借此对新股进行估值,报价更能接近公司真实的内在价值。但应对段主要是审计程序,其定量和风险信息比较少^[27],且涉及较多审计术语,对投资者的信息理解能力要求高。因此,应对段内容越详细,机构投资者信息理解能力不同导致其从关键审计事项中提取的信息差异越大,从而增大报价差异,进而提高机构投资者意见分歧。综上所述,本文预期,相比于描述段,关键审计事项的应对段越详细,其对机构投资者意见分歧的影响越大。

通过手工整理,本文采用描述段和应对段的字符数加 1 取自然对数来衡量关键审计事项描述段详细程度(*KAM_ms*)和应对段详细程度(*KAM_yd*),结果如表 6 所示:列(3)中应对段详细程度(*KAM_yd*)系数为 0.057,且在 5% 的水平下显著为正,说明关键审计事项应对段越详细,投资者意见分歧越大,而列(2)中描述段详细程度(*KAM_ms*)系数尚未具备统计学意义上的显著水平,这可能由于关键审计事项应对段涉及较多审计术语,对机构投资者的信息理解能力要求比较高,从而对机构投资者报价差异的影响更加显著。详细的应对段也表明审计师花了更多的审计投入,这可能被视为公司面临更大的风险,也会增加投资者对风险的敏感程度,从而增大报价分歧,符合本文预期。

(二) 审计师声誉

本文按照“十大”与“非十大”将样本分为高声誉审计师组和低声誉审计师组,以检验异质性效应。规模较大的事务所如果做出有损审计独立性的事情,将付出更大的声誉代价。因此,规模较大的会计师

表 6 关键审计事项披露分类

	(1) 常规类与非常规类	(2) 描述段	(3) 应对段
<i>abnorm</i>	0.202 ** (2.10)		
<i>KAM_ms</i>		0.053 (1.62)	
<i>KAM_yd</i>			0.057 ** (2.40)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	6.083 ** (2.51)	5.763 ** (2.38)	5.763 ** (2.38)
<i>industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	437	437	437
Adj. R ²	0.480	0.476	0.479

事务所通常提供更高质量的审计服务^[30],如执行更多的审计程序,或披露更多的关键审计事项以减少声誉损失^[31]。高声誉的会计师事务所审计技术更专业,审计程序更规范,更容易发现公司存在的潜在风险。因此,机构投资者在对IPO公司进行评估时,从高声誉会计师事务所获得的有关风险的信息更加充分。但是由于机构投资者对于风险的偏好程度存在差异,因此本文预期,相比于低声誉审计师,由高声誉审计师审计时关键审计事项对机构投资者报价分歧的影响更加显著。回归结果如表7列(1)和列(2)所示。当IPO公司由高声誉审计师审计时,关键审计事项数量与机构投资者报价分歧的系数为0.175,且在10%水平下显著为正,而低声誉审计师组并不具备统计学意义上的显著水平。结果表明,在由高声誉审计师审计时,关键审计事项数量对机构投资者报价分歧的促进效应更加显著。

(三) 机构投资者异质性

表7 审计师声誉和机构投资者异质性

	审计师声誉		机构投资者异质性	
	(1) 非“十大”	(2) “十大”	(3) 境外机构投资者	(4) 境内机构投资者
<i>num</i>	0.106 (1.40)	0.175* (1.86)	0.128 (1.51)	0.157** (2.23)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-0.465 (-0.10)	7.040** (2.43)	7.824*** (2.64)	5.566** (2.33)
<i>industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	120	317	436	436
Adj. R ²	0.432	0.517	0.271	0.485

网下询价对象主要包括证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者和私募基金管理人等七类专业机构投资者,因而本文进一步将机构投资者分为境内机构投资者和境外机构投资者,分别考察关键审计事项对询价报价差异的影响。关键审计事项作为公共信息,境内和境外机构投资者都能依靠其蕴含的信息对IPO公司的内在价值进行评估,从而给出报价。然而,相比于境外机构投资者,境内机构投资者除了公共信息,获取公司基本信息的渠道还有很多,可以借助其私人网络关系获得大量关于公司的特质性私人信息。不同境内机构投资者获取信息的渠道以及在IPO定价时关注的信息亦存在差异,从而影响报价,增大意见分歧。而境外机构投资者可能更多依赖其获得的公共信息对新股进行估值,报价差异相对较小。综上所述,本文预期,相比于境外机构投资者,关键审计事项数量对境内机构投资者意见分歧的正向影响作用更强。

本文采用所有境内和境外机构投资者申报价格的标准差来分别衡量境内外机构投资者意见分歧,并剔除仅包含一家境外机构投资者的IPO公司,结果如表7列(3)和列(4)所示。列(4)中,关键审计事项数量(*num*)系数为0.157,且在5%水平下显著为正,而列(3)中关键审计事项数量(*num*)系数不具备统计意义上的显著水平。这表明,相比于境外机构投资者,关键审计事项数量越多,境内机构投资者的报价差异越大。

六、结论性评述

本文以2019—2023年在科创板注册上市的IPO公司为样本,实证检验了IPO公司关键审计事项对机构投资者意见分歧的影响。研究发现:关键审计事项披露数量越多,机构投资者意见分歧越大,而询价新规强化了关键审计事项数量对机构投资者意见分歧的正相关关系。进一步分析表明:关键审计事项披露越详细(尤其应对段)或精确度越高,机构投资者意见分歧越大,而消极语调则降低意见分歧;相比于常规类关键审计事项,非常规类关键审计事项对机构投资者意见分歧的影响更大;在由高声誉审计师审计时,关键审计事项数量对机构投资者意见分歧的影响更为显著;关键审计事项数量对机构投资者意见分歧的影响主要存在于境内机构投资者。

基于以上研究结论,本文提出如下政策建议:第一,细化关键审计事项披露标准。证券监管机构应加强对关键审计事项披露的监管,并制定更明确的披露标准。鼓励审计师在审计报告中提供更详细的关键审计事项,增强可读性,帮助投资者全面了解公司的财务状况和经营风险。特别是针对非常规关键

审计事项,鼓励公司个性化披露,以提升审计报告的多样性和信息价值,帮助投资者更合理地进行估值。第二,明确会计师事务所等中介机构在新股发行定价中的角色和责任。中介机构应保障 IPO 公司信息披露的充分性和准确性。监管部门要定期评估中介机构在 IPO 过程中的行为,确保其遵守相关规定,提高中介机构的独立性。对于扰乱市场定价的中介机构,应给予相应处罚,维护市场公正性。第三,鼓励机构投资者积极参与报价。证券监管部门应鼓励机构投资者积极参与询价,增强其对关键审计事项等信息的研究和理解能力,可借助文本语调、可读性以及精确度等文本信息,提高报价的合理性。建立健全的投资者教育和投诉处理机制,规范报价行为,严惩合谋报价等不正当行为,提高投资者对市场的信心。第四,建议进一步完善询价制度,使机构投资者在询价阶段综合考虑新股的内在价值及二级市场潜在炒作价值,减少投机行为。注册制下询价制度能够提前反映市场预期,缩小二级市场炒作空间,从而提升股票市场的定价效率。因此,在全面实施注册制的过程中,全面推广询价制度具有重要意义。

本文初步研究了新审计报告准则实施下关键审计事项对机构投资者意见分歧的影响,未来研究可以进一步探讨不同企业之间关键审计事项文本的相似度是否会对机构投资者的意见分歧产生影响,同时,探讨询价新规对 IPO 定价效率和市场稳定性的长期影响。此外,本文主要基于科创板样本数据进行分析,随着注册制的全面实施,样本的进一步扩大是否会改变关键审计事项与机构投资者报价分歧之间的关系,也是将来探讨的方向。

参考文献:

- [1]薛爽,王禹.科创板 IPO 审核问询有助于新股定价吗?——来自机构投资者网下询价意见分歧的经验证据[J].财经研究,2022(1):138-153.
- [2]杨李娟,蒋尧明,熊凌云.科创板券商跟投能降低 IPO 询价意见分歧吗?[J].现代财经(天津财经大学学报),2023(4):64-80.
- [3]宋顺林,唐斯圆.投资者情绪、承销商行为与 IPO 定价——基于网下机构询价数据的实证分析[J].会计研究,2016(2):66-72.
- [4]周孝华,张飞,陈鹏程.媒体信息对 IPO 询价机构的影响研究——基于机构私人信息视角的理论与实证[J].管理评论,2022(2):3-17.
- [5]李冬昕,李心丹,俞红海,等.询价机构报价中的意见分歧与 IPO 定价机制研究[J].经济研究,2014(7):151-164.
- [6]程小可,武迪,高升好.注册制下 IPO 过程中机构投资者合谋报价研究:来自科创板与创业板的经验证据[J].中国软科学,2022(8):103-118.
- [7]石青梅,孙梦娜,谢香兵.关键审计事项披露与企业创新质量——基于信息不对称下的融资约束视角[J].会计与经济研究,2022(4):19-40.
- [8]史永,李思昊.披露关键审计事项对公司股价崩盘风险的影响研究[J].中国软科学,2020(6):136-144.
- [9]宋建波,冯晓晴.关键审计事项信息含量与公司债券发行定价——基于文本相似度视角[J].会计研究,2022(3):174-191.
- [10]尹衡,李丽青.关键审计事项具有持续信息增量吗?——基于 93 家 A+H 股上市公司的分析[J].南京审计大学学报,2019(5):23-31.
- [11]张子健,何砚,谭雪.IPO 公司关键审计事项提供了增量信息吗——基于 IPO 抑价的经验证据[J].金融经济研究,2021(2):117-131.
- [12]Dennis S A, Griffin J B, Zehms K M. The value relevance of managers and auditors' disclosures about material measurement uncertainty[J]. The Accounting Review, 2019, 94 (4): 215-243.
- [13]Litjens R, Buuren J, Vergoossen R. Addressing information needs to reduce the audit expectation gap: Evidence from Dutch bankers, audited companies and auditors[J]. International Journal of Auditing, 2015, 19 (3), 267-281.
- [14]黄溶冰,许吉宁.关键审计事项信息披露与债务融资成本——基于风险词频的分析[J].南京审计大学学报,2024(6):1-10.
- [15]Gimbar C B, Hansen M E, Ozlanski. The effects of critical audit matter paragraphs and accounting standard precision on auditor liability[J]. The Accounting Review, 2016, 91(6): 1629-1646.
- [16]韩冬梅,张继勋,杨雪梅.关键审计事项结论性评价与审计师感知的审计责任——一项实验证据[J].审计研究,2020

- (6):51-58.
- [17] Vinson J, Robertson J, Cockrell C. The effects of critical audit matter removal and duration on jurors assessments of auditor negligence[J]. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 2019, 38(3): 183-202.
- [18] 曹奥臣, 张铁刚. 券商跟投意愿、询价制调整与 IPO 定价偏误——来自中国科创板市场的经验证据[J]. 中央财经大学学报, 2022(12): 27-43.
- [19] Jenkinson T, Morrison A D, Wilhelm W J Jr. Why are European IPOs so rarely priced outside the indicative price range? [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80(1): 185-209.
- [20] Sirois L, Bedard J, Bera P. The informational value of key audit matters in the auditor's report: Evidence from an eye-tracking study[J]. Accounting Horizons, 2018, 32(2): 141-162.
- [21] Miller E M. Risk, uncertainty, and divergence of opinion[J]. The Journal of Finance, 1977, 32(4): 1151-1168.
- [22] 李秉祥, 林炳洪, 张涛. 管理者风险偏好对企业财务困境的影响: 中介路径与治理机制[J]. 系统管理学报, 2024(1): 241-256.
- [23] 陈鹏程, 周孝华. 媒体报道、机构投资者行为与 IPO 定价[J]. 山西财经大学学报, 2016(2): 26-35.
- [24] 田高良, 陈匡宇, 齐保全. 会计师事务所所有基于关键审计事项的审计风格吗——基于中国上市公司披露新版审计报告的经验证据[J]. 会计研究, 2021(11): 160-177.
- [25] 郭敏, 侯居跃. 询价制下我国 IPO 抑价影响因素分析——基于分位数回归的实证研究[J]. 商业研究, 2015(12): 33-40.
- [26] 肖土盛, 孙瑞琦, 袁淳. 新冠肺炎疫情冲击下企业现金持有的预防价值研究[J]. 经济管理, 2020(4): 175-191.
- [27] 王帆, 邹梦琪. 关键审计事项披露与企业投资效率——基于文本分析的经验证据[J]. 审计研究, 2022(3): 69-79.
- [28] 刘颖斐, 史佳睿, 向珊, 等. 审计师可以为交易所提供监管线索吗? ——基于年报问询与关键审计事项关系的证据[J]. 审计研究, 2023(1): 136-148.
- [29] 陈丽红, 易冰心, 殷旻昊, 等. 行业专家审计师会充分披露关键审计事项吗? [J]. 会计研究, 2021(2): 164-175.
- [30] Eshleman J D, Guo P. Do big 4 auditors provide higher audit quality after controlling for the endogenous choice of auditor? [J]. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 2014, 33(4): 197-219.
- [31] Pinto I, Morais A I. What matters in disclosures of key audit matters: Evidence from Europe[J]. Journal of International Financial Management & Accounting, 2019, 30(2): 145-162.

[责任编辑:黄燕]

Does the Disclosure of Key Audit Matters under the Registration System Affect Institutional Investors' Opinion Divergence? Empirical Evidence from IPOs on the STAR Market

ZHANG Zijian, LI Jia, TAN Xue

(School of Business, Hunan Normal University, Changsha 410081, China)

Abstract: Under the registration system, inquiring from institutional investors is a key step in the IPO process on STAR Board. Using the sample of IPOs on the STAR Board from 2019 to 2023, the paper empirically examines the impact of Key Audit Matters (KAM) disclosure on the divergence of institutional investors. The research finds that the more KAM are disclosed, the greater the divergence of institutional investors' opinion, and the new rules for inquiry reinforce the positive correlation. Further analysis reveals that more detailed or more precise KAM disclosed lead to greater investor divergence, while negative tones reduce divergence. The enhancing effect of KAM on the divergence of institutional investors' opinions is primarily observed in IPOs audited by the "Big Ten" audit firms, with domestic institutional investors exhibiting greater divergence in opinions. Therefore, regulatory authorities should urge accounting firms to enhance the disclosure of KAM and encourage institutional investors to actively participate in inquiring to improve the pricing efficiency of IPOs under the registration system.

Key Words: key audit matters; institutional investors; divergence of inquiring; registration system; initial public offering; audit report