

新审计报告与资本市场的信息反应

——来自股价同步性和股价预测能力双维度的经验证据

徐硕正,张 兵

(南京大学 商学院,江苏 南京 210000)

[摘要]新审计报告准则的施行旨在增加审计报告的信息含量及其决策相关性。以2015—2018年沪深非金融上市公司为样本,研究发现新审计报告施行后,上市公司的股价同步性显著下降,公司特质信息含量比例显著上升,股价特质信息效率显著提升,同时新审计报告的施行产生了增量信息。在此基础上,进一步分析新审计报告准则对资本市场特质信息效率的传导机制,发现投资者关注度对新审计报告(关键审计事项的披露数量)影响资本市场特质信息效率的过程中表现出显著的部分中介效应。分样本检验的结果表明,虽然AH股共同上市公司和非AH股共同上市公司之间的结果存在细微差异但整体趋势相似。通过对新审计报告的影响的分析,可以更好地理解该政策对资本市场的影响。

[关键词]新审计报告;资本市场特质信息效率;股价信息含量;关键审计事项;股价同步性;投资者关注;中介效应

[中图分类号]F239.43 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2020)03-0045-13

一、引言

自英国施行新审计报告以来^①,以美国、法国为代表的发达市场的审计准则制定机构与国际审计和鉴证准则委员会(IAASB)陆续修订了审计准则,以提高审计报告的透明度与决策相关性。进入新审计时代后,审计报告的相关研究也日益兴盛^[1-3]。自财政部批准印发《中国注册会计师审计准则第1504号——在审计报告中沟通关键审计事项》等12项准则(以下统称“新审计报告准则”)以来,中国资本市场业界与学术界都对这一政策高度关注,诸多学者对该政策的效果等方面进行了探讨与研究^[4-5]。审计报告作为公司信息披露的重要渠道之一,必然会影响公司股票的市场表现。然而已有研究更多的是对现状的描述或者关注审计师风险,讨论新审计报告施行后的市场变化,少有对公司股价反映的信息进行直接的研究,更鲜有从影响机制角度进行的研究。本文将从新审计报告准则的政策执行和关键审计事项披露等角度出发,研究该政策施行后,股票价格同步性和总信息含量的变动,借此反映股价特质信息效率和增量信息。

资本市场的特质信息效率主要反映为上市公司的股价信息含量中特质信息的比例,是资本市场中常用的指标之一,主要指股票价格中受特质信息驱动的部分。股价同步性是最常见的衡量指标之一,主要是比较公司股价与市场股价、行业股价的同步性。一般而言,同步性越高,意味着股价的特质信息含量越低。过高的股价同步性意味着特质信息的匮乏,即上市公司的同质化较重,因此这是一个能够较好地反应特质信息信息流的指标^[6]。总信息含量指的是股价中的全部信息,包含信息发布前决策者已知的信息,也包含管理者不具有信息优势的信息^[7]。本文采用了基于Q理论的股价预测能力FPE作为度量总信息含量的方式,综合衡量了股价中的信息含量。一般而言,股价预测能力FPE越大,意味着股价的总信息含量越高,而股价的特质信息效率即特质信息比例与其无线性关系。

在上述研究的基础上,本文对新审计报告执行前后上市公司的股价同步性进行了研究,随后,从总信息含量变化的角度探讨了新审计报告是否产生对管理者而言的增量信息(以下简称“增量信息”)。基于2015—2018年沪深非金融上市公司的样本,本文发现:首先,新审计报告施行后,上市公司的股价同步性显著下降,特质信息

[收稿日期]2019-08-12

[基金项目]国家自然科学基金面上项目(71371096)

[作者简介]徐硕正(1996—),男,江苏宿迁人,南京大学商学院博士研究生,从事资产定价、资本市场研究,E-mail:dg1702034@smail.nju.edu.cn;张兵(1969—),男,新疆乌鲁木齐人,南京大学商学院教授,博士生导师,博士,从事资产定价研究。

^①英国财务报告委员会(Financial Reporting Council,FRC)在2013年6月颁布修订了International Standard on Auditing(UK and Ireland)700,The Independent Auditor's Report on Financial Statements.

比例显著上升,特质信息效率显著得到提升;其次,总信息含量未发生显著变化,本文推断新审计报告准则产生了增量信息;最后,本文还发现投资者关注度对新审计报告影响股价特质信息效率的过程中表现出显著的部分中介效应。

本文的主要创新之处体现在:第一,本文综合考虑了股价特质信息效率(Informativeness Efficiency)和股价信息含量总量(Total Informativeness),具体而言,本文采用股价同步性 R^2 反应特质信息比例,衡量上市公司股价的股价特质信息效率,而采用股价预测能力 FPE 衡量其综合信息含量;第二,本文采用了股价预测能力(FPE)作为衡量其综合信息含量(Total Information)的指标,通过此指标的变化可以判断公开信息是否产生了对经营者而言的增量信息;第三,本文采用中介效应对新审计报告准则的施行如何影响资本市场特质信息效率进行了研讨。

本文的主要贡献如下:第一,本文以股价信息含量为切入点,研究了新审计报告准则对资本市场的影响,同时,本文从总信息含量的变化角度,研究了新审计报告是否带来了信息增量,丰富了有关新审计报告准则的政策影响的研究;第二,本文在研究新审计报告对资本市场的基础上,进一步研究了投资者关注的中介作用,丰富了新审计报告的作用机制研究。

二、文献综述

英国是世界上最早实施个性化审计报告改革的国家之一^[8],因此国外研究主要是基于英国的新审计报告准则^[2,9]。然而英国的审计报告准则变更内容较多,研究结果会受到较大的干扰。中国的新审计报告提出以来,国内学者也对该政策开展了研究,但较多的集中于对新审计报告中关键审计事项的统计描述等领域。

(一) 审计报告的现状描述

新审计报告提出以来,对该政策的研究较多地集中于采用文本分析的方法对新审计报告中关键审计事项的统计描述等领域。路军和张金丹率先对实行新审计信息报告准则的AH股共同上市公司的审计报告进行了统计研究与分析^[10]。柳木华和董秀琴将中国的新审计报告准则与英国新式审计报告披露的重大错报风险对比分析,认为审计报告中识别关键审计事项(重大错报风险)上的差异,反映了两国的财务报表与经营的差异^[8]。张呈等则增补了针对2016—2017年关键审计事项披露情况的总体分析^[11]。李晓铮以深圳证券交易所的股票为样本,分行业分析了关键审计事项的行业分布特征^[12]。Smith对英国新审计报告准则执行后的新审计报告进行了内容分析,发现报告的可读性有所提高^[13]。许静静等对A股市场首次全面披露的关键审计事项进行了分析,指出了被关注最多的账户与事项,并指出审计质量具有一定的提升^[14]。张子健和李小林从A股市场和H股市场分别分析了市场对新审计报告的不同反应^[15]。然而这些研究未能对新审计报告准则执行后的影响,尤其是对资本市场的影响进行深入量化的研究。

(二) 审计报告影响的研究

审计报告影响的研究方法主要可以分为实验研究和实证研究两类。Christensen等发现,与传统的审计报告相比,实验研究的参与者不太愿意投资在审计报告披露关键审计事项的公司^[9]。韩冬梅和张继勋采用实验研究的方法,主要关注了新审计报告与审计人员感知的审计责任之间的关系,认为新审计报告准则降低了审计人员感知的审计责任,但是存在关键审计事项披露的审计报告增强了审计人员感知的审计责任^[16]。张继勋等从关键审计事项是否存在结论的角度研究了关键审计事项与投资吸引力之间的关系,并发现投资者对关键审计事项的信心表现出中介效应^[17]。

新审计报告中是否有增量信息的产生以及市场投资者对其的反应是实证研究中的主要关注点。Reid等认为英国的新审计报告会引起信息不对称性显著下降,并且这种不对称的降低在信息环境较弱的公司中更为明显^[1]。王艳艳等指出存在关键审计事项披露的公司存在更显著的超额收益波动,并认为这说明关键审计事项提高了审计报告的沟通价值^[4]。王木之和李丹着重研究了新审计报告与股价同步性之间的关系,认为在施行新审计报告后,公司特质信息被纳入了资产定价过程,因而新审计报告准则降低了股价同步性,提升了市场定价效率^[5]。然而,股价同步性只能衡量股价信息中特质信息比例的变化,无法判断是否存在增量信息。尹蘅和李丽青认为,A股、H股共同上市公司的持续增量信息较少^[18]。然而这些研究中,更多的是对增量信息的侧面研究,缺乏对增量信息的直接研究。而且,有些情况下,信息的增加有可能是信息的转移,即管理者将其具有信息优势的信息转移给投资者,而管理者并未获得增量信息。管理者能否从中获取自己具有信息劣势的信息才是是否存在

在增量信息的关键,因此不能简单地采用特质信息比例的变化作为增量信息的判断依据。

Gutierrez 等则认为英国的新审计报告对投资者提供的增量信息很少,投资者对审计报告、审计费用或审计质量反应也没有受到额外的影响^[2]。Lennox 等认为投资者在短期中并未发现英国新审计报告的新增披露具有增量信息,但新增披露在长期可以稳定地捕获会计测量的不确定性^[3]。之所以这种特性没有从投资者行为中体现出来,是因为公司的管理者已经在之前的公告、电话会议或者其他渠道中披露了信息,因而在审计报告披露该信息之前,投资者们已经获得了该信息。张金丹等指出新审计报告对财务报告层面的审计质量没有影响,只对市场感知的审计质量存在影响^[19]。

(三) 资本市场特质信息效率和信息含量的研究

资本市场特质信息效率是资本市场常见的指标,也是重要的研究课题之一。Morek 等提出的股价同步性指标可以通过个股收益率与市场收益率的同步性衡量股票价格的特质信息含量比例,越高的同步性对应越低的信息含量^[20-21]。有关特质信息比例的研究遍布资产定价的各个领域,如管理者能力、股价崩盘风险和审计师高管的关联关系等^[22-24]。另一种常见的指标是采用从微观结构中解析出的知情者交易概率指标(Probability of Informed Trading, PIN)。然而这种基于交易指令的指标需要采用高频数据进行计算^[25],受限于数据的可得性与处理能力,相较于股价同步性 R^2 ,该指标的应用更少。

有关总信息含量研究的主要思想源于有效的金融市场可以促进有效的实际决策。当价格信息量更丰富时,外部投资者遭受的信息不对称更低^[27]。因此,他们更愿意为一级金融市场的公司提供资金,促进投资^[28]。在这一渠道下,金融市场对融资的支持程度,进而对实际投资的支持程度,取决于价格信息的总量^[7]。Bai 等提出了一种基于福利的易于度量的股价信息含量模型,从实际产出出发,将股票价格中的对未来的预测部分分解出来,称作股价预测能力(Forecasting Price Efficiency, FPE)^[26]。资本市场上的信息冲击可以分解为公司产生新信息、公司披露新信息和交易者产生新信息三个层面,FPE 反映了股价中的所有信息,既包含信息发布前决策者(Decision Maker)已知的信息,也包含管理者不具有信息优势的信息^[7,26]。这种综合度量指标可以更全面地衡量资本市场特质信息效率。其主要方法是基于财务数据衡量包含在市场价格中的与未来现金流和投资有关的信息。因此我们以股价同步性 R^2 衡量资本市场特质信息效率,采用 FPE 作为股价信息含量总量的指标^①。

三、理论分析与研究假设

(一) 新审计报告准则与特质信息效率

市场中的信息可以按影响层次分为市场信息(Market Information)和特质信息(Firm-specific Information)两类^[27],其中市场信息是指可能对整个市场(或较多公司)产生影响的(宏观经济)信息;而特质信息是指仅影响特定公司的信息^[21,27]。股价的信息含量中特质信息比例越高,其特质信息效率越高。通过个股的股票价格和市场的同涨同跌趋势计算的股价同步性可以用于反应股价的特质信息比例。当某一公司的股价中包含较高比例的特质信息时,其价格走势与其他股票价格的走势偏离也相对较大,即其股票同步性较低,股价特质信息效率较高。

新审计报告准则推行后,上市公司需要在年报中披露新的特质信息——关键审计事项。该信息的披露会使得特质信息增加,从以下三个角度降低股价同步性^[5]:第一,投资者的信息集得到扩展,投资者会基于扩展的信息集进行更理性的投资策略,扩展的信息集主要来自各公司的披露信息,因此,股价中会反映出更多的特质信息,即表现为股价同步性下降,特质信息效率提升;第二,关键审计事项的披露使得信息不对称性降低,非专业投资者会将关键审计事项的披露等同于公司财报错误风险,从而减少对该公司的投资,引起股价同步性的下降,提升特质信息效率^[9];第三,关键审计事项的披露具有引导关注的作用,投资者的注意力在企业年报中的分配会增加,公司特质信息的获取比例可能上升,从而进一步地通过信息集扩展降低股价同步性,提升特质信息效率。因此,本文提出假设 H_1 。

H_1 : 新审计报告准则后,股价同步性下降,股价中的特质信息提升,特质信息效率上升。

(二) 新审计报告准则与增量信息

一个公开信息(Public Information)的披露,对股价信息含量总量(Total Information)的影响会存在直接效应

①本文中,除特殊说明,“资本市场特质信息效率”反映的是“特质信息比例”;而“股价信息含量”指的是“信息含量总量”。

和间接效应两个渠道^[29]。直接效应使新消息通过信息集的增加而引起股价信息含量的增加(无论是市场信息还是特质信息),但对于管理者^①而言并未产生增量信息^②;间接效应使新消息的披露降低了股价的信息含量,但是对管理者而言却产生了增量信息^[29]。两种效应共同决定了股价信息含量总量在一个新的公开信息冲击下的变化。公司管理者会将学习到的信息纳入未来的公司决策投资中去,经营者对股价的学习(“价格引导”)是资本市场特质信息效率的重要表现,也是金融市场服务实体经济的重要渠道^[21]。对于管理者,信息含量的数量并不是影响其决策的主要因素,增量信息才是^[7]。

在直接效应的作用过程中,交易者获得了新信息,基于该信息做出了更为理智的投资选择,股价的信息含量上升。而在这个过程中,由于管理者在新披露的信息上具有相对信息优势,从而并未获得增量信息。在间接效应中,由于投资者获得了新的公共消息,故在投资决策过程中,投资者私有信息(Private Information)的比重会降低,从而引起信息含量的下降。在这个过程中,一方面,管理者也无法利用自身的的信息优势实现判断股价信息含量下降的幅度,公司管理者会从市场中(股价信息含量中)学习其未知的信息或投资者具有比较信息优势的信息^[7,21];另一方面,投资者信息配置的变化是依赖于这家公司的竞争力的,而这个信息是投资者具有信息优势的,因此管理者会从中获取增量信息^[29]。对于管理者而言,只有存在间接影响渠道才存在增量信息。新审计报告准则施行后,关键审计事项的披露是其最主要的特点。关键审计事项的披露是典型的增加公开信息的行为。基于此,本文提出假设 H₂。

H₂:新审计报告准则产生了增量信息。

(三)新审计报告准则、投资者关注度与资本市场特质信息效率

一个公开的新消息需要投资者将其融入资产价格中,投资者关注度直接决定了消息从披露到完全融入资产价格需要的时长。如果投资者关注度极低,信息披露后,需要更长的时间才能成为被定价的部分;而在投资者关注度较高的股票中,信息披露后,在极短的时间内即可完成被定价的行为,这便是投资者关注度的“信息效应”^[30]。新审计报告准则对股价的影响也属于信息对股价影响的一种,因此投资者关注度在其中一定发挥着中介作用。基于此,本文构建中介效应模型,并提出研究假设 H₃。

H₃:投资者关注度在关键审计事项影响股价信息含量中发挥中介作用。

四、研究设计

(一)样本选择与来源

本文以中国 A 股上市非金融类公司(2697 家公司)为主要研究样本,研究期限为 2015 年至 2018 年,采用日度数据,去除异常值后,总计 2174147 个观测值。为了构建政策对照组,我们还选取了未在 A 股上市的中概股 319 家公司,同样选取了 2015 年至 2018 年的日度数据,总计 282315 个观测值,共计 2456462 个观测值。为了避免异常值的影响,剔除了当期净利润高于同期总资产 3 倍的公司数据。同时,本文还在 1% 水平上进行了缩尾(Winsorize)处理,即对于所有小于 1% (大于 99%) 分位数的变量,调整为 1% 分位值(99% 分位值)。本文的研究数据主要来自 Wind 数据库和 CNRDS 数据库。

(二)变量设计

1. 股价同步性

本文采用公式(1)的回归拟合度 R²(为方便辨识,以下写作 R²)衡量股价同步性,以此反应股票价格的私有信息比例,体现资本市场私有特质信息效率^[20]。

$$RET_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times MKTRET_t + \sum_{j=1}^T \alpha_{2,j} \times MKTRET_{t-j} + \alpha_3 INDRET_{i,t} + \sum_{j=1}^T \alpha_{4,j} \times INDRET_{t-j} + \varepsilon_{i,t,T} \quad (1)$$

其中,RET_{i,t}为第 i 家公司第 t 天的股票收益率,MKTRET_t是 t 日的市场收益率,INDRET_{i,t}是公司 i 在 t 日的行业收益率。MKTRET_{t-j}和 INDRET_{t-j}分别是 t-j 日的市场收益率和行业收益率。T 是回溯观测时长。本文的

①本文所指的投资者和管理者都是纯粹的投资者与管理者,即投资者在二级市场上投资股票,配置资产,希望通过套利等方式获得收益,而管理者是公司的管理层,相较于投资者具有比较信息优势(也可能是绝对信息优势)。暂不考虑角色重叠的情况。

②对管理者而言的增量信息是指公司管理者从市场中(股价信息含量中)学习到的未知信息,或公司管理者的信息优势较弱的信息,即投资者具有比较信息优势的信息,如公司的行业竞争力等^[7, 21]。如无特殊说明,本文将其缩写为“增量信息”。

回溯观测市场设定在 90 天。股价同步性 $R_{i,T}^2$ 是公式(1)的拟合优度,衡量了股价的私有信息,体现了资本市场私有特质信息效率。股价同步性 R^2 越大,市场私有特质信息效率越低。考虑到 $R^2 \in [0,1]$,因此本文采用 Logistic 变换(如公式(2)所示),计算股价同步性的度量指标 SYNC。

$$SYNC_{i,T} = \ln\left(\frac{R_{i,T}^2}{1 - R_{i,T}^2} \times 100\right) \quad (2)$$

股价同步性 SYNC 越小,股价中私有特质信息效率越高^[31]。

2. 股价预测能力

本文从股价预测能力入手,建立信息含量指标,衡量市场特质信息效率^[26,32]。该指标主要是通过未来价格的预测效率反应资本市场的特质信息效率。当存在外部信息冲击时,单位信息的增加(交易者产生的信息、公司产生的信息、公司揭露的信息)、未来价格的预测效率都会对其做出正向的回应,因此可以有效地衡量市场上信息是否有效^[26]。首先,根据公司的财务数据,依照公式(3)的形式回归。

$$\frac{E_{i,t+h}}{A_{i,t}} = a_{i,t,h} + b_{i,t,h} \ln \frac{M_{i,t}}{A_{i,t}} + c_{i,t,h} \frac{E_{i,t}}{A_{i,t}} + d_{i,t,h} I_{i,t} + \varepsilon_{i,t,h} \quad (3)$$

其中, $E_{i,t}$ 和 $E_{i,t+h}$ 分别为 i 公司在 t 时期和 $t+h$ 时期的净利润, $M_{i,t}$ 为 i 公司在 t 时期的总市值, $A_{i,t}$ 为 i 公司在 t 时期的总资产(Book Asset Value), $I_{i,t}$ 是依照证监会 2010 年标准的行业代码。

然后根据公式(4)计算出公司 i 的股票价格在 t 时期,以 h 为展望期的信息含量 FPE。

$$FPE_{i,t,h} = b_{i,t,h} \times \sigma_{i,t,h} \left(\ln \frac{M_{i,t}}{A_{i,t}} \right) \quad (4)$$

其中, $b_{i,t,h}$ 为公式(3)中 $\ln \frac{M_{i,t}}{A_{i,t}}$ 项的系数估计值, σ 代表标准差。在计算的过程中,由于财务数据为季度数据,因此,在需要更高频的信息含量时,本文对数据进行升频处理。

3. 新审计报告实施

本次新审计报告相关准则的施行采用两步法:第一步,所有在 A 股和 H 股共同上市的公司自 2017 年 1 月 1 日起采用新审计报告的相关准则;第二步,没有在 A 股和 H 股共同上市的 A 股上市公司自 2018 年 1 月 1 日起均采用新审计报告的相关准则。因此,我们按照是否为政策组构建虚拟变量 $Treat$,如果该公司执行新审计报告准则,则 $Treat$ 取 1,否则取 0。另外,按照政策执行的时间构建虚拟变量 $Post$,如果该公司在该时期执行新审计报告准则,则 $Post$ 取 1,否则取 0。

4. 关键审计事项

新审计报告准则中,最重要的一点就是关键审计事项的披露。因此,本文采用关键审计事项披露数量作为该公司的代理变量,以此衡量新审计报告准则实施后公司披露的新信息(无论是否存在增量信息)。为了保留更多的信息,本文直接将关键审计事项披露数量作为虚拟变量引入计量模型。

如上文所述,本次新审计报告准则采用了“两步走”的落实策略,即先采用 AH 共同上市公司作为试点,于 2017 年 1 月 1 日开始执行;非 AH 共同上市公司作为推广的对象,于 2018 年 1 月 1 日开始执行。值得注意的是,某年的年报是在下一年的上半年公布的,即 2016 年的年报于 2017 年上半年才发布,此时已经实行了新审计报告准则,故而,2016 年的年报虽然反应的是 2016 年的公司状况,但却采用了新审计报告准则,披露了关键审计事项。而年报的公布对股价的影响只有在发布年才会有影响。投资者无法在 2016 年便提前得知 2016 年的年报信息。因此,本文采用 2016 年的年报中的关键审计事项数量作为其 2017 年新审计报告执行后的新信息披露指标。

5. 投资者关注度

投资者关注的衡量指标可以分为直接指标和间接指标两类。相对地,间接指标存在噪音较大的缺点,而直接指标则具有只能反映投资者关注度的局限性^[30]。然而,直接指标比间接指标对资产价格有更好的解释和预测能力^[33],并且直接指标的局限性并不对本文的测度标的产生偏差性影响。因此本文采用网络搜索指数作为投资者关注度代理变量,具体而言,是以股票代码、公司简称、公司全称等为关键字的网络搜索值之和,这也与主流研究思路相符^[34-37]。

6. 控制变量

根据现有研究,本文还控制了可能会对信息含量产生影响的变量,以及审计事务所^[38-39]等可能对审计报告质量有影响的变量。具体变量定义见表1。

表1 主要变量定义表

变量符号	变量名称	变量说明
<i>Assets</i>	总资产	取公司的总资产的自然对数,来自 Wind 数据库
<i>Audit</i>	审计事务所	是否由四大会计事务所审计,来自 CNRDS 数据库
<i>BM</i>	账面市值比	1/市净率,来自 Wind 数据库
<i>Bshare</i>	是否发行 B 股	是否发行 B 股的虚拟变量,发行 B 股取 1,否则为 0
<i>Concern</i>	投资者关注度	以股票代码、公司简称、公司全称等为关键字的网络搜索值加总,来自 CNRDS 数据库
<i>Equity</i>	所有者权益	公司的所有者权益,来自 Wind 数据库
<i>FPE</i>	股价未来预测效率	用于衡量综合股价信息含量。通过公式(4)计算所得
<i>IndustryIndex</i>	行业属性	证监会的行业分类依据,精确至行业门类(13类)
<i>LEV</i>	杠杆率	杠杆率 = 总资产/净资产,通过 Wind 数据库计算而得
<i>R²</i>	股价同步性	用于衡量私有股价信息含量。通过公式(1)计算所得
<i>ROA</i>	资产报酬率	资产报酬率 = 净利润/总资产,通过 Wind 数据库计算而得
<i>Biggest</i>	第一大股东持股比例	第一大股东持股比例,来自 Wind 数据库
<i>Biggest2</i>	Biggest 的平方项	第一大股东持股比例的平方项,从 Wind 数据库计算而得
<i>Size</i>	公司规模	公司的流通市值,来自 Wind 数据库
<i>TV</i>	换手率	公司的换手率,来自 Wind 数据库

(三) 模型构建

本文首先研究新审计报告准则的施行对资本市场特质信息效率的影响,然后研究新审计报告政策是否产生了增量信息,最后分析投资者关注在影响渠道中占据的比例。

1. 新审计报告准则与资本市场特质信息效率

为了验证假设 H_1 ,我们主要采用双重差分法研究新审计报告准则施行后,政策组的资本市场特质信息效率是否存在显著变化。考虑到 A 股、H 股共同上市公司和非 A 股、H 股共同上市公司政策执行时间的差异,我们采用了多期双重差分法来检验新审计报告准则对资本市场特质信息效率的影响。同时,为了确认结果的稳健型,我们还对 A 股、H 股上市公司和非 A 股、H 股共同上市公司进行了分样本检验。

本文分别参照公式(1)计算各个公司的股价同步性 R^2 ,采用期前期后检验法和双重差分检验的方法进行验证。其计量方程如公式(5)所示。

$$Efficiency_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Treat \times Post_{i,t} + \alpha_2 Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中, $Efficiency_{i,t}$ 为公司 i 在 t 时刻的特质信息效率, $Post_{i,t}$ 为政策施行的虚拟变量, $Treat_{i,t}$ 为政策组的虚拟变量, $DID_{i,t}$ 是双重差分项, $Controls$ 是虚拟变量。通过 $Treat \times Post$ 的系数 α_3 可以验证研究假设 H_1 ,若其为正,则说明新审计报告准则的施行显著提升了股价同步性。

2. 新审计报告准则与增量信息

当市场披露了更多的增量信息时,股价信息总量(Total Informativeness)会下降。由于新审计报告准则施行后,相较以往,公司需要额外披露关键审计事项等信息,此时,会有新的信息披露(无论是否存在增量信息)。此时,如果股价信息总量降低,说明间接效应影响更大,即产生了对管理者而言的增量信息。如果股价信息含量增加,说明直接效应影响更大,对管理者而言的增量信息较少或并未存在。具体的计量方程如公式(6)所示。本文通过公式(6)的 β_1 验证研究关键审计事项披露对信息含量的影响,从而验证假设 H_2 。

$$Informativeness_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Treat \times Post_{i,t} + \beta_2 Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中, $Informativeness_{i,t}$ 为公司 i 在 t 时刻的信息含量, $Treat_{i,t}$ 为政策组的虚拟变量, $Post_{i,t}$ 为政策施行的虚拟变量, $Controls$ 是虚拟变量。为了进一步研究关键审计事项披露数量与信息含量的关系,本文采用 $KAM_{i,t}$ 反应关键审计事项披露项目(Key Audit Matter, KAM),代替虚拟变量 $Treat_{i,t}$ 。

我们主要关注交互项的系数 β_1 ,如果 $\beta_1 > 0$,直接效应更明显,需要进一步的信息判断是否存在增量信息;而如果 $\beta_1 < 0$,间接效应影响更大,则一定存在增量信息。如果 β_1 不显著,则说明新审计报告并不影响整体信息含量,此时需要结合其他信息进行判断。如果没有披露新的信息,即 KAM 为 0,此时投资者信息集没有发生变

化,整体信息含量不变;如果披露了新信息,即 KAM 不为 0 时,如果投资者的信息集未扩张,即披露的信息为市场已知信息,投资者已通过其他渠道获取该信息,则整体信息含量亦不变;如果投资者的信息集发生变化,则存在直接效应,因此也一定存在间接效应,产生增量信息。

3. 新审计报告准则、投资者关注度与资本市场特质信息效率

本文构建了中介效应模型,并采用逐步回归法进行验证假设 H_3 。设计的计量方程形式如下所示:

$$Efficiency_{i,t} = \alpha'_0 + \alpha'_1 KAM_{i,t} \times Post_{i,t} + \alpha'_2 Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$Concern_{i,t} = \gamma'_0 + \gamma'_1 KAM_{i,t} \times Post_{i,t} + \gamma'_2 Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$Efficiency_{i,t} = \beta'_0 + \beta'_1 KAM_{i,t} \times Post_{i,t} + \beta'_2 Concern_{i,t} + \beta'_3 Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

其中, $Efficiency_{i,t}$ 是公司股票价格信息含量。 $KAM_{i,t}$ 是公司披露信息,主要采用关键审计事项披露数量作为其代理变量,反映新审计报告准则施行后公司披露的增量信息。 $Concern_{i,t}$ 主要是采用投资者关注度作为代理变量反映了市场反应信息,直接反映了投资者对该公司的关注程度。

综合公式(7)至公式(9),如果系数 α'_1 显著,则反映了关键审计事项披露数量对资本市场特质信息效率的影响。如果系数 β'_2 和 γ'_1 均显著,则一定存在中介效应,此时,如果 β'_1 显著,则存在部分中介效应,否则存在完全中介效应;如果系数 β'_2 和 γ'_1 中至少一个不显著,则需要进一步进行 Sobel 检验确定是否存在中介效应。

五、实证结果分析

(一) 描述性统计

对变量进行分样本的描述性统计,其结果如表 2 所示。

表 2 描述性统计

Panel A: A-H 股共同上市公司样本的描述性统计								
	<i>N</i>	<i>sd</i>	<i>mean</i>	<i>min</i>	<i>p25</i>	<i>p50</i>	<i>p75</i>	<i>max</i>
<i>Sync</i>	56645	126.9	-65.7	-1126	-130.8	-48.49	22.63	219.4
<i>Assets</i>	56645	1.68	24.86	19.50	24.14	25.09	25.92	28.54
<i>BM</i>	56645	0.31	0.56	-0.13	0.32	0.50	0.78	1.76
<i>Concern</i>	56645	12081.57	4717.57	233	1166	2184	4368	602430
<i>Equity</i>	56645	1.99E+11	7.94E+10	-2.10E+09	1.25E+10	2.89E+10	5.64E+10	1.42E+12
<i>LEV</i>	56645	3.38	2.71	-339.17	1.77	2.39	3.32	26.50
<i>ROA</i>	56645	6.51E-04	1.02E-04	-2.01E-02	4.98E-05	1.20E-04	2.25E-04	3.96E-03
<i>Biggest</i>	56645	14.52	41.66	14.89	31.56	40.53	52.86	86.35
<i>Biggest2</i>	56645	1348.81	1946.59	221.71	996.03	1642.70	2794.20	7456.30
<i>Size</i>	56645	2.08E+11	1.02E+11	1.69E+09	1.99E+10	4.72E+10	9.31E+10	2.18E+12
<i>TV</i>	56645	2.62	1.41	0.00	0.30	0.66	1.43	50.99
Panel B: 非 A-H 股共同上市公司样本的描述性统计								
<i>Sync</i>	2117502	154.3	-78.75	-1550	-145.7	-49.87	25.58	902.8
<i>Assets</i>	2117502	1.24	22.26	14.11	21.45	22.16	22.98	28.25
<i>BM</i>	2117502	0.24	0.33	-1.52	0.16	0.27	0.44	12.03
<i>Concern</i>	2117502	2637.18	1671.86	59	673	1092	1907	772350
<i>Equity</i>	2117502	1.32E+10	5.03E+09	-6.28E+09	1.24E+09	2.37E+09	4.68E+09	4.29E+11
<i>LEV</i>	2117502	54.04	2.14	-8739.40	1.34	1.70	2.36	3419.20
<i>ROA</i>	2117502	1.44E-03	1.37E-04	-8.32E-02	3.57E-05	1.39E-04	2.79E-04	0.25
<i>Biggest</i>	2117502	14.65	33.06	2.95	21.60	30.76	42.57	89.99
<i>Biggest2</i>	2117502	1135.50	1307.64	8.70	466.56	946.18	1812.20	8098.20
<i>Size</i>	2117502	2.29E+10	1.28E+10	2.65E+08	4.61E+09	7.42E+09	1.33E+10	9.60E+11
<i>TV</i>	2117502	3.41	2.60	0.00	0.69	1.43	3.15	85.43

从表 2 提供的主要变量的描述统计结果可知,平均而言,A 股、H 股共同上市公司的股价同步性略低于非上市公司的股价同步性。

(二) 新审计报告准则对资本市场特质信息效率的影响

我们分析了新审计报告准则对资本市场特质信息效率的影响,具体结果如表 3 所示。其中,列(1)和列(2)是全样本的检验结果,列(3)至列(6)分别是 A 股、H 股共同上市公司和非 A 股、H 股共同上市公司分样

本的检验结果。表3中,全样本检验中, $Treated \times Post$ 的交互项系数为-12.12,并在1%的水平上显著,这说明新审计报告准则会降低股价同步性,即提升资本市场的特质信息效率。分样本的检验说明,无论是在A股、H股共同上市公司还是非A股、H股共同上市公司,该政策的效果是相似的,即新审计报告促使股价中表达了更多的特质信息。

另外,本文通过FPE考察了新审计报告准则对股价整体信息含量的影响。整体而言,新审计报告准则的施行降低了股价的整体信息含量。分样本的结果表明,这在非A股、H股共同上市公司中更为显著。

综合而言,执行新审计报告后,上市公司的股价同步性显著下降,交互项的系数为-12.12,股价中特质信息含量比例上升,而总信息含量显著下降,交互项系数为-3.49。在A股、H股共同上市公司中,股价同步性下降的幅度更大,交互项系数为-37.04,说明股价中特质信息含量比例更大,而总信息含量却不显著,说明总体信息含量并未发生显著变化,即股价的特质信息增加,而公共信息减少。在非A股、H股共同上市公司中,股价同步性也显著下降,交互项系数为-11.97,特质信息含量比例上升,而总信息含量却显著降低,交互项系数为-3.53。简言之,上市公司的特质信息含量比例在新审计报告政策执行后上升,而总信息含量下降;相较而言,A股、H股共同上市公司的特质信息含量比例上升得更多,而非A股、H股共同上市公司的总信息含量更显著,因此,验证了假设H₁。

(三)新审计报告准则与增量信息

表4反映了新审计报告准则施行后,关键审计事项披露是否产生增量信息。本次新审计报告准则中最主要的变化就是关键审计事项的披露。而王木之和李丹也证实了关键审计事项的披露具有显著的影响^[5]。因此,本文采用关键审计事项的披露作为公司披露信息的代理变量。

表4中列(1)的交互项 $KAM \times Post$ 的回归系数不显著,说明综合而言,关键审计事项的数量并不影响整体信息含量,此时需要结合股价同步性的变化确定是否产生增量信息。以股价同步性为被解释变量时,列(2)的交互项 $KAM \times Post$ 为-0.0467,且在1%的水平上显著,说明股价同步性随关键审计事项的数量增加而降低,故而特质信息比例与关键审计事项数量呈正相关关系。在一个新的公开信息(Public Information)的冲击下,特质信息比例的上升一定会产生会影响投资者的信息集,即存在直接效应。然而总信息含量并未显著提升,说明间接效应一定存在,即一定存在增量信息。分样本的检验情况如表4中的列(3)至列(6)所示。可以看出,无论是A股、H股共同上市公司还是非A股、H股共同上市公司,施行新审计报告准则后,均具有增量信息。因此,验证了假设H₂。

表3 新审计报告准则和股价特质信息效率

	全样本		AH股共同上市公司		非AH股共同上市公司	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	sync	FPE	sync	FPE	sync	FPE
$Treated \times Post$	-12.12*** (-7.28)	-3.490* (-1.96)	-37.04*** (-2.97)	1.448 (0.85)	-11.97*** (-7.11)	-3.533* (-1.94)
Assets	-0.991 (-1.15)	-3.686* (-1.69)	-57.30*** (-2.61)	2.858 (0.86)	-0.976 (-1.13)	-3.700* (-1.69)
Audit	3.398 (0.26)	5.567 (0.47)	87.76*** (3.08)	8.965*** (2.72)	1.883 (0.14)	5.467 (0.46)
BM	1.92E-04 (1.14)	2.91E-04 (0.77)	186.7*** (6.98)	-1.208 (-0.38)	1.92E-04 (1.13)	2.86E-04 (0.75)
Bshare	-6.21E-08 (-0.52)	-2.12E-08 (-0.50)	2.19E-07*** (3.58)	4.51E-09 (0.68)	-8.09E-08 (-0.67)	-2.24E-08 (-0.51)
Equity	-7.23e-10*** (-2.90)	5.32e-10* (1.95)	-2.96E-10 (-1.15)	-2.21E-11 (-1.45)	-7.35e-10** (-2.39)	6.24e-10* (1.89)
LEV	-0.0206** (-2.16)	0.0110* (1.67)	2.549*** (5.12)	-0.165 (-0.75)	-0.0209** (-2.15)	0.0110* (1.68)
ROA	52.47* (1.93)	709.1 (0.89)	7251.5* (1.69)	-45421.9*** (-5.71)	52.29* (1.92)	711.5 (0.89)
Biggest	-0.834 (-1.11)	-0.477 (-0.63)	17.58*** (4.28)	0.0931 (0.18)	-0.935 (-1.24)	-0.47 (-0.62)
Biggest2	0.0166* (1.76)	0.00761 (0.82)	-0.166*** (-3.61)	-0.00118 (-0.19)	0.0177* (1.86)	0.00753 (0.81)
Size	-7.50E-11 (-1.21)	2.09E-11 (1.40)	-7.59E-11 (-0.63)	1.74e-11** (1.98)	-6.49E-11 (-1.15)	2.08E-11 (1.36)
TV	-1.242*** (-7.72)	0.0968 (0.49)	-0.591 (-0.31)	-0.15 (-0.43)	-1.224*** (-7.60)	0.102 (0.51)
Cons	控制 -10.85 (-0.44)	控制 86.09* (1.87)	控制 1005.0* (1.87)	控制 -78.3 (-0.88)	控制 -9.299 (-0.38)	控制 86.03* (1.87)
N	2383840	2455490	56645	56645	2327195	2398845

注:括号中报告的对应的t值,*、**、***分别表示在10%、5%和1%水平上显著。表3中列(1)和列(2)是全样本的多期双重差分检验,列(3)和列(4)是A股、H股共同上市公司的分样本检验结果,列(5)和列(6)是非A股、H股共同上市公司的检验结果。列(1)、列(3)和列(5)是以股价同步性SYNC为被解释变量的回归结果,SYNC越小,特质信息效率越高。列(2)、列(4)和列(6)是以股价总信息含量FPE为被解释变量的回归结果,FPE越大,总信息含量越高。

(四)新审计报告准则、投资者关注与资本市场特质信息效率

我们采用公式(7)、公式(8)和公式(9)检验投资者关注度的中介效应。以股价同步性为股价特质信息效率的代理变量的回归结果分别报告在表5和表6中。

从表5的列(1)至列(3)中可以看出,交互项 $Treated \times Post$ 的系数为 -12.12,并在1%的水平上显著;新审计报告政策执行后,关注度显著下降;将中介变量代回主回归后,政策和关注度都具有显著的影响,因此我们判定投资者关注度是新审计报告准则这个政策影响股价同步性的中介变量,即新审计报告准则的影响一部分通过投资者关注提升特质信息含量比例。但是中介效应的比例较低,仅占10.66%。从表5的列(4)至列(6)中可以看出,交互项 $KAM \times Post$ 的系数为 -4.669,并在1%的水平上显著;关键审计事项披露越多,投资者的关注度越显著下降;将中介变量代回主回归后,政策和关注度都具有显著的影响,因此我们判定投资者关注度是关键审计事项影响股价同步性的中介变量,即关键审计事项的披露数量会一部分地通过投资者关注提升特质信息含量比例,中介效应比例约为12.73%。

新审计报告准则政策部分地以投资者关注为中介提升特质信息含量比例,且关键审计事项的披露数量也受相同的影响。因此,验证了研究假设 H_3 。

分样本的检验如表6和表7所示。从表6可以看出,投资者关注度的中介效应较为稳健,在不同样本下都具有相似表现。相对而言,非A股、H股共同上市公司的中介效应比例更高,达到13.59%,而A股、H股共同上市公司通过投资者关注这个中介的影响比例只有7.64%,非A股、H股共同上市公司中投资者关注度的中介效应更强。

表7的列(1)表明,对A股、H股共同上市公司,关键审计事项对股价特质信息含量比例具有显著的正向促进作用(R^2 越低,股价特质信息含量比例越高)。表7中列(2)反映的是A股、H股共同上市公司在新审计报告准则实行后交易者关注度和股价同步性的关系,投资者关注对股价特质信息含量分别具有显著的负向影响。表7的列(3)表明关键审计事项会正向影响投资者关注。因此,我们可以确定投资者关注度在新审计报告影响股价信息含量的过程中呈现出中介效应。

表7的结果与表6的结果相似,可以看出无论是在A股、H股共同上市公司还是非A股、H股共同上市公司,投资者关注度都是关系审计事项披露数量影响股价特质信息效率的中介变量,但非A股、H股共同上市公司的中介效应比例(13.59%)要高于A股、H股共同上市公司(7.64%)。

表4 新审计报告准则与增量信息

	总样本		AH股共同上市公司		非AH股共同上市公司	
	(1) FPE	(2) sync	(3) FPE	(4) sync	(5) FPE	(6) sync
$KAM \times Post$	-8.95E-05 (-1.37)	-0.0467*** (-6.03)	3.57E-05 (0.51)	-0.195*** (-3.06)	-9.07E-05 (-1.36)	-0.0448*** (-5.78)
Assets	-3.71E-04* (-1.70)	-0.0104 (-1.20)	2.85E-04 (0.85)	-0.530** (-2.40)	-3.72E-04* (-1.70)	-0.0103 (-1.19)
Audit	5.43E-04 (0.46)	0.0382 (0.29)	8.90E-04*** (2.68)	0.882*** (3.01)	5.33E-04 (0.45)	0.0227 (0.17)
BM	2.93E-08 (0.77)	1.97E-06 (1.15)	-5.92E-05 (-0.20)	1.886*** (7.00)	2.88E-08 (0.76)	1.96E-06 (1.14)
Bshare	-2.33E-12 (-0.55)	-6.66E-10 (-0.56)	4.44E-13 (0.66)	2.14e-09*** (3.52)	-2.43E-12 (-0.55)	-8.56E-10 (-0.71)
Equity	5.10e-14* (1.90)	-7.54e-12*** (-2.89)	-2.18E-15 (-1.43)	-2.76E-12 (-1.07)	6.02e-14* (1.85)	-7.65e-12** (-2.39)
LEV	1.10E-06* (1.68)	-2.08E-04** (-2.18)	-1.66E-05 (-0.76)	0.0256*** (5.01)	1.11E-06* (1.69)	-2.10E-04** (-2.17)
ROA	7.09E-02 (0.89)	0.529* (1.95)	-4.540*** (-5.69)	70.88 (1.62)	0.0712 (0.89)	0.528* (1.94)
Biggest	-4.72E-05 (-0.63)	-8.54E-03 (-1.14)	1.45E-05 (0.28)	0.180*** (4.20)	-4.65E-05 (-0.61)	-9.52E-03 (-1.26)
Biggest2	7.72E-07 (0.84)	1.71E-04* (1.80)	-1.90E-07 (-0.31)	-1.71E-03*** (-3.52)	7.63E-07 (0.82)	1.81E-04* (1.90)
Size	2.13E-15 (1.40)	-7.47E-13 (-1.20)	1.82e-15** (2.00)	-9.03E-13 (-0.75)	2.12E-15 (1.37)	-6.44E-13 (-1.15)
TV	1.35E-05 (0.65)	-0.0118*** (-7.35)	-1.61E-05 (-0.46)	-0.00696 (-0.38)	1.40E-05 (0.66)	-0.0116*** (-7.20)
常数项	8.57E-03* (1.86)	-0.108 (-0.44)	-7.88E-03 (-0.88)	8.787 (1.61)	8.56E-03* (1.86)	-0.0936 (-0.38)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	2455490	2383840	56645	56645	2398845	2327195

注:括号中报告的对应的t值,*、**、***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。表3中列(1)和列(2)是全样本的多期双重差分检验,列(3)和列(4)是AH股共同上市公司的分样本检验结果,列(5)和列(6)是非AH股共同上市公司的检验结果。列(1)、列(3)和列(5)是以股价同步性 SYNC 为被解释变量的回归结果,SYNC 越小,特质信息效率越高。列(2)、列(4)和列(6)是以股价总信息含量 FPE 为被解释变量的回归结果,FPE 越大,总信息含量越高。

表5 新审计报告准则(关键审计事项)、投资者关注与资本市场特质信息效率

	(1) <i>sync</i>	(2) <i>Concern</i>	(3) <i>sync</i>	(4) <i>sync</i>	(5) <i>Concern</i>	(6) <i>sync</i>
<i>Treated</i> × <i>Post</i>	-12.12 *** (-7.28)	-213.6 *** (-23.19)	-10.89 *** (-6.51)			
<i>KAM</i> × <i>Post</i>				-4.669 *** (-6.03)	-92.99 *** (-21.57)	-4.103 *** (-5.28)
<i>Concern</i>			6.05E-03 *** (3.46)			6.39E-03 *** (3.58)
<i>Assets</i>	-0.991 (-1.15)	-1.558 (-1.43)	-0.977 (-1.13)	-1.042 (-1.20)	-1.735 (-1.57)	-1.025 (-1.18)
<i>Audit</i>	3.398 (0.26)	27.15 (0.79)	3.184 (0.24)	3.822 (0.29)	30.14 (0.86)	3.565 (0.27)
<i>BM</i>	1.92E-04 (1.14)	4.48E-04 (0.81)	1.90E-04 (1.13)	1.97E-04 (1.15)	4.53E-04 (0.81)	1.94E-04 (1.15)
<i>Bshare</i>	-6.21E-08 (-0.52)	-6.60E-07 ** (-2.06)	-5.81E-08 (-0.49)	-6.66E-08 (-0.56)	-6.94E-07 ** (-2.16)	-6.21E-08 (-0.53)
<i>Equity</i>	-7.23e-10 *** (-2.90)	-1.34e-08 *** (-3.28)	-6.38e-10 *** (-2.76)	-7.54e-10 *** (-2.89)	-1.35e-08 *** (-3.28)	-6.62e-10 *** (-2.75)
<i>LEV</i>	-0.0206 ** (-2.16)	0.0314 *** (3.44)	-0.0208 ** (-2.19)	-0.0208 ** (-2.18)	0.0269 *** (3.31)	-0.0210 ** (-2.21)
<i>ROA</i>	52.47 * (1.93)	-8.157 (-0.41)	52.51 * (1.94)	52.90 * (1.95)	-3.66 (-0.19)	52.91 * (1.95)
<i>Biggest</i>	-0.834 (-1.11)	0.716 (0.21)	-0.838 (-1.12)	-0.854 (-1.14)	0.379 (0.11)	-0.856 (-1.14)
<i>Biggest2</i>	0.0166 * (1.76)	-9.06E-03 (-0.14)	0.0167 * (1.77)	0.0171 * (1.80)	-3.02E-03 (-0.05)	0.0171 * (1.82)
<i>Size</i>	-7.50E-11 (-1.21)	7.61E-10 (1.34)	-7.98E-11 (-1.21)	-7.47E-11 (-1.20)	7.63E-10 (1.34)	-7.98E-11 (-1.21)
<i>TV</i>	-1.242 *** (-7.72)	44.35 *** (12.20)	-1.544 *** (-8.24)	-1.181 *** (-7.35)	44.81 *** (12.25)	-1.503 *** (-8.00)
<i>Cons</i>	-10.85 (-0.44)	493.3 *** (9.52)	-13.85 (-0.57)	-10.85 (-0.44)	487.9 *** (9.44)	-14.03 (-0.57)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	2383840	2455490	2383840	2383840	2455490	2383840

注:括号中报告的对应的 *t* 值,*、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。表 5 研究了投资者关注在新审计报告准则对股价同步性的影响中是否发挥中介效应。本表均为全样本的检验结果。其中列(1)至列(3)反应的是投资者关注度在新审计报告准则影响股价特质信息效率过程中的中介效应;其中列(4)至列(6)反应的是投资者关注度在关键审计事项披露数量对股价特质信息效率影响中的中介效应。

(五) 稳健性检验^①

1. 会计准则变更的影响

本文依据财政部会计司网站,筛选出样本区间内的准则变更事件。影响全部企业的会计准则不应影响双重差分的检验结果。作用于全体企业的政策会同时影响政策组与参照组,在双重差分的过程中,该政策的影响被消除。而分步骤执行的会计准则变更主要集中在 2018 年 1 月 1 日。此时共有 9 项会计准则执行,其中第 9 号、第 10 号、第 11 号、第 12 号同时影响政策组与参照组,而第 14 号、第 22 号、第 23 号、第 24 号、第 37 号均影响境内外同时上市的企业,第 22 号、第 23 号、第 24 号、第 37 号要求非跨境上市企业在 2019 年 1 月 1 日执行该政策,而第 14 号要求其他境内上市企业在 2020 年 1 月 1 日执行政策。

因此,我们剔除受会计信息准则变更影响的样本,即删除境内外的共同上市公司。同时,为了剔除其他政策变量的影响,我们选取了 2017 年 7 月 13 日至 2018 年 7 月 13 日的数据进行稳健型检验。

2. 更换关键审计事项的计算方式

参考王木之和李丹的方法^[5],本文采用超过行业中位数的关键审计事项的虚拟变量作为代理变量。即令大于行业关键审计事项中位数的取 1,否则取 0。检验结果也说明了在同一行业内,关键审计报告披露事项的截面相对差异会影响股价的特质信息效率,结果具有稳定性。关键审计事项 *KAM* 披露数量的增加会致使股价同步性降低,提升特质信息含量比例,提高股价特质信息效率。同时,*FPE* 与其关系不显著,说明存在增量信息。并

^①限于篇幅,本部分实证检验结果未列示,留存备案。

且,投资者关注度发挥部分中介效应,相较于A股、H股共同上市公司,非A股、H股共同上市公司中,投资者关注度对关键审计事项对特质信息效率的影响的中介效应更大。

表6 新审计报告准则、投资者关注与资本市场特质信息效率(分样本检验)

	AH股共同上市公司			非AH股共同上市公司		
	(1) sync	(2) Concern	(3) sync	(4) sync	(5) Concern	(6) sync
<i>Treated × Post</i>	-37.04*** (-2.97)	-387.1*** (-2.93)	-33.90*** (-2.66)	-11.97*** (-7.11)	-209.3*** (-24.68)	-10.42*** (-6.23)
<i>Concern</i>			0.00731* (1.70)			7.77E-03*** (5.76)
<i>Assets</i>	-57.30*** (-2.61)	-389.3 (-1.49)	-55.08** (-2.53)	-0.976 (-1.13)	-2.137** (-2.03)	-0.953 (-1.10)
<i>Audit</i>	87.76*** (3.08)	-708.3 (-0.69)	91.29*** (2.87)	1.883 (0.14)	14.11 (0.41)	1.721 (0.13)
<i>BM</i>	186.7*** (6.98)	-543 (-1.08)	190.6*** (6.67)	1.92E-04 (1.13)	2.93E-04 (0.64)	1.90E-04 (1.13)
<i>Bshare</i>	2.19E-07 (3.58)	1.63E-06 (1.28)	2.11E-07*** (3.26)	-8.09E-08 (-0.67)	-7.19E-07** (-2.06)	-7.55E-08 (-0.63)
<i>Equity</i>	-2.96E-10 (-1.15)	-2.05e-08** (-2.26)	-1.67E-10 (-0.79)	-7.35e-10** (-2.39)	-1.03e-08*** (-2.60)	-6.51e-10** (-2.31)
<i>LEV</i>	2.549*** (5.12)	2.472 (0.81)	2.531*** (5.08)	-0.0209** (-2.15)	0.0324*** (3.59)	-0.0212** (-2.18)
<i>ROA</i>	7251.5* (1.69)	-11976 (-0.27)	7342.0* (1.80)	52.29* (1.92)	-6.624 (-0.33)	52.34* (1.93)
<i>Biggest</i>	17.58*** (4.28)	-179.4* (-1.91)	18.93*** (4.55)	-0.935 (-1.24)	1.3 (0.37)	-0.948 (-1.27)
<i>Biggest2</i>	-0.166*** (-3.61)	0.882 (1.23)	-0.173*** (-3.74)	0.0177* (1.86)	-0.00611 (-0.10)	0.0177* (1.88)
<i>Size</i>	-7.59E-11 (-0.63)	1.36e-08** (2.18)	-1.77E-10 (-1.21)	-6.49E-11 (-1.15)	3.95E-10 (1.34)	-6.81E-11 (-1.16)
<i>TV</i>	-0.591 (-0.31)	122.5*** (2.99)	-1.472 (-0.82)	-1.224*** (-7.60)	43.46*** (12.08)	-1.605*** (-8.80)
<i>Cons</i>	1005.0* (1.87)	21547.1*** (2.89)	873.8* (1.68)	-9.299 (-0.38)	477.9*** (9.74)	-12.99 (-0.53)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	56645	56645	56645	2327195	2398845	2327195

注:括号中报告的对应的t值,*、**、***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。表6反应的是投资者关注度、新审计报告准则与股价同步性之间的关系,研究了投资者关注在新审计报告准则对股价同步性的影响中发挥的中介效应。其中列(1)至列(3)主要样本是2017年执行新审计报告准则的AH股共同上市公司;而列(4)和列(6)主要基于非AH股共同上市公司的样本。

表7 关键审计事项、投资者关注与资本市场特质信息效率(分样本)

	AH股共同上市公司			非AH股共同上市公司		
	(1) sync	(2) Concern	(3) sync	(4) sync	(5) Concern	(6) sync
<i>KAM × Post</i>	-19.45*** (-3.06)	-137.3*** (-2.98)	-18.34*** (-2.85)	-4.484*** (-5.78)	-91.08*** (-22.88)	-3.766*** (-4.89)
<i>Concern</i>			7.19E-03* (1.69)			0.00826*** (6.03)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Cons</i>	878.7 (1.61)	-137.3*** (-2.98)	740.8 (1.41)	-9.364 (-0.38)	472.7*** (9.66)	-13.28 (-0.54)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	56645	56645	56645	2327195	2398845	2327195

注:括号中报告的对应的t值,*、**、***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。表6反应的是投资者关注度、新审计报告准则与股价同步性之间的关系,研究了投资者关注在新审计报告准则对股价同步性的影响中发挥的中介效应。其中列(1)至列(3)主要样本是2017年执行新审计报告准则的AH股共同上市公司;而列(4)和列(6)主要基于非AH股共同上市公司的样本。控制变量同上,未予列示,留存备案。

3. 更换投资者关注度的计算方式

本文采用公司股票代码的网络搜索量作为投资者关注度的代理变量,结果表明,关键变量的方向未发生显著变化,表明前文的结果具有较强的稳健性。

六、结论与启示

本文运用 2015—2018 年沪深非金融上市公司的样本,研究了新审计报告制度对上市公司股价同步性的影响,随后,从总信息含量变化的角度探讨了新审计报告是否产生增量信息,分析了新审计报告准则推行以来资本市场特质信息效率的变动。研究的过程中,我们同时采用了股价同步性 R^2 反应特质信息含量比例,以此测度股价特质信息效率,股价预测能力 FPE 预测股价信息含量总量,并以此判断是否产生增量信息。首先,我们研究了在新审计报告施行后,特质信息含量比例和综合信息含量的变化。通过双重差分模型,我们发现新审计报告准则会降低股价同步性,提升股价的特质信息效率。分样本研究发现,A 股、H 股共同上市公司比非 A 股、H 股共同上市公司更显著。其次,在上市公司中,新审计报告准则产生了增量信息,可能会对管理者产生价格引导的效应,从而使资本市场更好地服务实体经济。分样本的研究发现,A 股、H 股共同上市公司和非 A 股、H 股共同上市公司都产生了增量信息。最后,我们还验证了投资者关注度在新审计报告影响股价特质信息效率的过程中表现出显著的部分中介效应。关键审计事项对股价特质信息效率的影响中,投资者关注度也表现出部分中介效应。

本文对新政策的评估、政策推行策略等方面都具有一定的指导意义。新审计报告准则的初衷是增加审计信息含量及其决策相关性,从股价信息比例的角度来看,政策取得了预期的成果。另外,由于政策的影响同时具有直接效应和间接效应,增量信息的产生也是值得政策制定者关注的。

本文的局限性主要在于关键审计事项的披露数量只是衡量审计报告的一种维度,关键审计事项的内容、具体处理意见等都可能影响审计报告的质量,从而对股价信息含量造成影响。采用文本分析的方法对其进行更为深入的研究是后续研究的重点关注方向。

参考文献:

- [1] Reid L C. Are auditor and audit committee report changes useful to investors? Evidence from the United Kingdom[D]. University of Tennessee, 2015.
- [2] Gutierrez E, Minutti-Meza M, Tatum K W, et al. Consequences of adopting an expanded auditor's report in the United Kingdom[J]. Review of Accounting Studies, 2018, 23(4): 1543 - 1587.
- [3] Lennox C S, Schmidt J J, Thompson A. Is the expanded model of audit reporting informative to investors? Evidence from the UK[J]. SSRN Working Paper, 2019, 03.
- [4] 王艳艳, 许锐, 王成龙, 等. 关键审计事项段能够提高审计报告的沟通价值吗? [J]. 会计研究, 2018(6): 86 - 93.
- [5] 王木之, 李丹. 新审计报告和股价同步性[J]. 会计研究, 2019(1): 86 - 92.
- [6] Ferreira M A, Laux P A. Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow[J]. The Journal of Finance, 2007, 62(2): 951 - 989.
- [7] Edmans A, Jayaraman S, Schneemeier J. The source of information in prices and investment-price sensitivity[J]. Journal of Financial Economics, 2017, 126(1): 74 - 96.
- [8] 柳木华, 董秀琴. 关键审计事项的披露特点——基于 2017 年上市公司新式审计报告的统计分析[J]. 证券市场导报, 2018(11): 12 - 19.
- [9] Christensen B E, Glover S M, Wolfe C J. Do critical audit matter paragraphs in the audit report change nonprofessional investors' decision to invest? [J]. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 2014, 33(4): 71 - 93.
- [10] 路军, 张金丹. 审计报告中关键审计事项披露的初步研究——来自 A + H 股上市公司的证据[J]. 会计研究, 2018(2): 83 - 89.
- [11] 张呈, 陈丽红, 张龙平. 我国上市公司关键审计事项披露现状及改进[J]. 证券市场导报, 2019(5): 66 - 72.
- [12] 李晓铮. 深市公司首次全面执行关键审计事项准则情况分析[J]. 证券市场导报, 2018(11): 66 - 69 + 76.
- [13] Smith K. Tell me more: A content analysis of expanded auditor reporting in the United Kingdom[J]. SSRN Working Paper, 2019, 01.
- [14] 许静静, 朱松, 周萍. A 股关键审计事项全面披露特征及政策效果研究——基于 2018 年首次全面披露的分析[J]. 审计与经济研究, 2019, 34(6): 46 - 57.
- [15] 张子健, 李小林. A 股与 H 股市场关键审计事项反应的比较研究[J]. 南京审计大学学报, 2019(4): 11 - 21.
- [16] 韩冬梅, 张继勋. 关键审计事项披露与审计人员感知的审计责任[J]. 审计研究, 2018(4): 70 - 76.
- [17] 张继勋, 倪古强, 张广冬. 关键审计事项的结论性评价与投资者的投资判断[J]. 会计研究, 2019(7): 90 - 96.
- [18] 尹衢, 李丽青. 关键审计事项具有持续增量信息吗? ——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.

- [19] 张金丹,路军,李连华. 审计报告中披露关键审计事项有助于提高审计质量吗?——报表盈余和市场感知双维度的经验证据[J]. 会计研究, 2019(6):85-91.
- [20] Morck R, Yeung B, Yu W. The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58 (1-2): 215-60.
- [21] Chen Q, Goldstein I, Jiang W. Price Informativeness and Investment Sensitivity to Stock Price[J]. Review of Financial Studies, 2007, 20(3): 619-650.
- [22] 李秉成,郑珊珊. 管理者能力能够提高资本市场特质信息效率吗?——基于股价同步性的分析[J]. 审计与经济研究, 2019(3): 80-90.
- [23] 张军,刘波,沈华玉. 股价同步性与股价崩盘风险——基于信息不对称和公司治理视角[J]. 财经科学, 2019(4): 13-25.
- [24] 刘继红. 审计师高管的关联关系与股价同步性[J]. 会计与经济研究, 2019, 33(2): 44-61.
- [25] Easley D, Kiefer N M, O'hara M, et al. Liquidity, information, and infrequently traded stocks[J]. The Journal of Finance, 1996, 51(4): 1405-1436.
- [26] Bai J, Philippon T, Savov A. Have financial markets become more informative? [J]. Journal of Financial Economics, Kluwer Academic Publishers, 2016, 122(3): 625-654.
- [27] Jin L, Myers S. R2 around the world: New theory and new tests[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79(2): 257-292.
- [28] Stiglitz J E, Weiss A. Credit rationing in markets with imperfect information[J]. American Economic Review, 1981, 71(3): 393-410.
- [29] Goldstein I, Yang L. Good disclosure, bad disclosure[J]. Journal of Financial Economics, 2019, 131(1): 118-138.
- [30] 肖奇,屈文洲. 投资者关注、资产定价与股价同步性研究综述[J]. 外国经济与管理, 2017, 39(11): 120-137.
- [31] Ferreira M A, Laux P A. Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow[J]. The Journal of Finance, 2007, 62(2): 951-989.
- [32] Carpenter J N, Lu F, Whitelaw R F. The real value of China's stock market[R]. National Bureau of Economic Research, 2017.
- [33] 宋双杰,曹晖,杨坤. 投资者关注与IPO异象——来自网络搜索量的经验证据[J]. 经济研究, 2011, 46(S1): 145-155.
- [34] Chi S S, Shanthikumar D M. Local bias in Google search and the market response around earnings announcements[J]. The Accounting Review, 2016, 92(4): 115-143.
- [35] 金字超,靳庆鲁,李晓雪. 资本市场注意力总量是稀缺资源吗? [J]. 金融研究, 2017(10): 162-177.
- [36] 向诚,陆静. 本地投资者有信息优势吗? 基于百度搜索的实证研究[J]. 中国管理科学, 2019(4): 25-36.
- [37] 杨涛,郭萌萌. 投资者关注度与股票市场——以PM2.5概念股为例[J]. 金融研究, 2019(5): 190-206.
- [38] 王裕,任杰. 独立董事的海外背景、审计师选择与审计意见[J]. 审计与经济研究, 2016(4): 40-49.
- [39] Chen C J P, Su X, Wu X. Auditor changes following a big 4 merger with a local Chinese firm: A case study[J]. Auditing: A Journal of Practice and Theory, 2010, 29(1): 41-72.

[责任编辑:刘 茜]

New Audit Reporting and Informativeness: Empirical Evidence from Price Synchronicity and Forecasting Price Efficiency

XU Shuozheng, ZHANG Bing

(School of Business, Nanjing University, Nanjing 210000, China)

Abstract: The implementation of the new audit reporting standards aims to improve the informativeness of audit report and the relevance of decision-making. With the data from 2015 to 2018 of non-financial listed companies in Shanghai and Shenzhen exchange stock market, it is found that with the new audit reporting standards, price synchronicity decreases significantly, while the percentage rate of firm-specific informativeness and stock price information efficiency increase significantly. Incremental information for company managers is increased by the new audit reporting standards. Further research is about the transmission mechanism between the new audit report standard and the information efficiency of capital market. The investor attention shows a significant partial mediation effect in the process of the new audit report, as well as the disclosed amount of KAM, affecting the information efficiency of capital market. Empirical results with delivered samples show that though there is little difference between companies listing crossly in A-H stock markets and companies listing only in A stock market, the trend of the two groups is similar. Through the analysis of the impact of the new audit report, the influence of the policy on the capital market could be understood deeply.

Key Words: new audit reporting; specific information efficiency of capital market; stock price informativeness; key audit matters; stock price synchronicity; investor attention; mediation effect