

关键审计事项披露与投资 - 股价敏感性

——基于资本市场信息反馈视角

胡 熠¹, 靳曙光²

(1. 南京审计大学 金融学院, 江苏 南京 211815; 2. 南京财经大学 会计学院, 江苏 南京 210023)

[摘要] 资本市场的价格形成机制有效汇集了投资者的私有信息。公司管理层可以从股价中获得其原先未掌握的信息并用以指导投资决策, 导致企业投资支出对股价做出反应。资本市场中的信息流向企业内部并指导企业决策, 体现了资本市场的信息反馈功能。从“资本市场→上市公司”这一信息反馈视角, 围绕信源、信道及信宿, 研究关键审计事项披露如何影响投资 - 股价敏感性。基于 2017—2022 年 A 股上市公司面板数据, 使用双向固定效应模型, 研究发现关键审计事项披露越充分, 投资 - 股价敏感性越高, 表明关键审计事项披露有助于促进管理层从股价中汲取信息。机制分析表明, 关键审计事项披露可以提高投资者的信息收集效率, 帮助分析师进行信息解读, 缓解管理层的代理问题, 进而提高投资 - 股价敏感性。研究结果从资本市场信息反馈视角丰富了关键审计事项披露的经济后果, 也为进一步完善资本市场功能、促进金融服务实体经济提供了一定参考。

[关键词] 关键审计事项; 资本市场; 信息反馈; 投资 - 股价敏感性; 私有信息; 信息媒介; 代理问题

[中图分类号] F239.43 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004 - 4833(2024)06 - 0051 - 11

一、引言

资本市场在经济发展中扮演着重要角色, 在党的二十大报告以及“十四五”规划等重要文件中, 党中央多次强调要促进“金融服务实体经济”“完善资本市场功能”。除了最基本的融资功能外, 信息反馈也是资本市场的一项重要功能^[1]。基于市场微观结构理论, 资本市场具有信息汇集功能, 投资者通过交易行为将私有信息融入股价, 因此, 股价综合反映了投资者的观点^[2]。尽管单个投资者掌握的信息是有限的, 但成千上万投资者的信息汇集起来的信息含量是不可忽视的^[3]。基于价格信号, 信息流从资本市场流向企业内部(即“资本市场→上市公司”)并指导企业财务决策这一效应, 被称为资本市场的信息反馈功能(market feedback effect)^[1]。基于资本市场信息反馈视角, 管理层可以从股价中获得他们原先未掌握的信息, 这部分信息有助于指导管理层的投资决策, 导致公司的投资支出与股价中蕴含的投资机会之间存在显著的正相关关系(即投资 - 股价敏感性)^[4]。探究影响投资 - 股价敏感性的因素, 有助于深化理解资本市场信息反馈功能, 更好地促进金融服务实体经济。

近年来, 投资者对于提升审计工作透明度以及审计报告沟通价值的呼声不断增强, 各国相关机构也在着力提升审计报告信息含量。为了与国际准则全面趋同, 提高审计报告信息含量, 满足资本市场改革与发展对高质量会计信息的需求, 财政部于 2016 年底颁布了《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》, 要求 A + H 股上市公司于 2017 年开始披露关键审计事项, 其他 A 股上市公司于 2018 年开始披露。关键审计事项披露提高了审计报告质量, 在一定程度上打开了财务报告审计的“黑箱”, 有助于降低信息不对称并改善公司治理。基于“上市公司→资本市场”这一信息流视角, 现有文献已经关注到关键审计事项披露对企业的影响, 如资本成本^[5]、盈余管理^[6]、股价同步性^[7]以及股价崩盘风险^[8]等。但是, 鲜有学者从“资本市场→上市公司”这一信息流视角, 研究关键审计事项披露如何影响管理层从股价中汲取信息。

一方面, 关键审计事项披露可能通过多个渠道促进管理层从股价中获得信息, 从而提升投资 - 股价敏感性。根据信息理论^[9], 信息的传递过程从信源(信息生产者)开始, 经信道(信息传播渠道)到达信宿(信息接收和使用)。基于“资本市场→上市公司”这一信息反馈视角, 信源是指资本市场中的外部投资者, 信道是指股价本

[收稿日期] 2024 - 03 - 24

[基金项目] 国家自然科学基金青年项目(72102111)

[作者简介] 胡熠(1992—), 男, 安徽宣城人, 南京审计大学金融学院副教授, 硕士生导师, 博士, 从事信息披露、公司财务与资本市场研究; 靳曙光(1990—), 女, 河南新乡人, 南京财经大学会计学院讲师, 硕士生导师, 博士, 从事财务审计、公司治理与企业社会责任相关研究, 通信作者, E-mail: shuchangjin@nufe.edu.cn。

身以及分析师等有助于解读股价的信息媒介,信宿是指上市公司管理层。在信源层面,关键审计事项披露向外界传递了更多的公司基本面相关信息^[10],降低了投资者的信息风险,进而促进投资者收集私有信息,提升股价中的私有信息含量。在信道层面,关键审计事项披露提供了增量信息且提高了财务报告质量,有助于分析师解读股价,降低股价中的“噪音”,帮助管理层更好地从股价中提取信息。在信宿层面,关键审计事项披露使审计工作更加透明,有利于改善审计质量,提升公司治理水平,使管理层更有动机从股价中汲取有助于公司决策的信息。另一方面,关键审计事项披露有可能对资本市场信息反馈功能没有显著的积极影响,无法促进投资 - 股价敏感性。基于信息获取(information acquisition)理论,关键审计事项披露导致公开信息增加,可能会挤出私人信息,使股价中的私有信息含量下降。同时,也有学者认为关键审计事项披露可能是一种风险遮掩工具,并不会改善公司治理与信息环境^[11],从而无法提升管理层从股价中学习的质效。因此,关键审计事项披露对于投资 - 股价敏感性的影响是一个有待实证检验的问题。

基于2017—2022年A股上市公司关键审计事项披露文本与公司财务合并数据,运用公司和年份双向固定效应模型,本文发现关键审计事项披露越充分,公司的投资 - 股价敏感性越高。基准回归结果在更换因变量与自变量度量方式、改变样本期、采用更高维度固定效应以及排除内生性影响后依旧成立。为了验证相关影响机制,本文进一步从信源、信道、信宿视角进行分组回归,发现关键审计事项披露对投资 - 股价敏感性的影响在投资者信息收集能力与动机强(信源层面)、分析师覆盖多(信道层面)以及内部治理差(信宿层面)的公司中更为显著。进一步地,本文发现关键审计事项披露促进了投资者的知情交易、分析师对于相关公司的研究报道以及CEO出席投资者交流会的次数。整体而言,相关实证结果表明关键审计事项披露有助于投资者的信息生产、分析师的信息解读与传递以及管理层的信息接收与使用,进而提升了投资 - 股价敏感性。

本文可能的贡献有以下三点:第一,本文丰富了资本市场信息反馈功能的相关研究。现有文献主要从上市公司财务信息披露^[12]、投资者结构^[13-14]以及市场交易机制^[15]等角度探讨影响资本市场信息反馈功能的因素。本文基于审计师关键审计事项披露这一视角,探究信息媒介参与的信息披露对于资本市场信息反馈功能的影响,有助于更全面地理解资本市场信息反馈功能的影响因素。同时,现有文献对于资本市场信息反馈功能的研究主要集中在信源的信息生产,本文基于“信源 - 信道 - 信宿”这一更为完整的信息传递链展开研究,为资本市场信息反馈功能的相关研究提供了一个更为全面的研究框架。第二,本文是对关键审计事项披露经济后果相关文献的有益补充。现有文献主要从“上市公司→资本市场”这一信息流视角讨论了关键审计事项披露的经济后果。本文则基于“资本市场→上市公司”这一相反的信息流角度剖析关键审计事项披露对资本市场信息反馈功能的影响及相应机制,扩展了关键审计事项披露经济后果的研究视角,为进一步深化审计报告制度改革提供了理论依据和经验证据。第三,本文的研究有助于深化对于审计师与证券分析师等资本市场信息媒介功能的认知。现有研究主要关注审计师的信息鉴证以及分析师向资本市场参与者传递和解读上市公司信息。本文重点聚焦审计师的信息生产功能,发现其能够向资本市场投资者提供互补信息,进而降低投资者的信息风险,促进投资者的私有信息收集行为。同时,证券分析师也能够将资本市场信息传递给上市公司,其对于股价的解读能够降低“噪音”,促进管理层从股价中汲取信息。准确把握资本市场信息媒介的功能定位,有助于完善资本市场信息环境,提升资本市场信息反馈功能,促进金融服务实体经济。

二、文献综述

(一)关键审计事项披露的经济后果

现有研究主要从关键审计事项披露是否向外界传递有价值的信息以及是否改善公司治理两个角度研究了关键审计事项披露的经济后果。大量研究表明关键审计事项披露具有信息含量。关键审计事项的“事项段”向外界传递了更多的公司基本面相关信息;同时,其中的“应对段”有助于外部人了解审计程序^[10]。王木之和李丹指出披露关键审计事项可以提高审计报告的信息含量及其决策相关性,进而降低股价同步性^[7]。李奇凤和路军伟发现关键审计事项个数越多、篇幅越长,披露后市场反应越显著,表明关键审计事项披露具有信息含量^[16]。Hu等发现关键审计事项披露有助于提高分析师的盈利预测准确性并减少预测分歧,表明关键审计事项披露有助于分析师的信息挖掘与加工^[17]。此外,关键审计事项披露使得审计工作更加透明,提高了审计师的责任感,有利于激励审计师加强外部监督,从而提升公司治理水平^[18]。杨明增等发现关键审计事项披露越充分,应计盈

余管理和真实盈余管理水平越低^[6]。耀友福指出关键审计事项披露能够显著抑制大股东掏空行为,减少代理问题^[19]。

(二) 资本市场信息反馈与投资 - 股价敏感性

出于盈利目的,投资者有动机收集私有信息并基于此进行交易,从而将私有信息融入股价,因此,资本市场具有信息汇集功能^[1-2]。单个投资者所掌握的信息也许是有限的,但是成千上万投资者的私有信息汇集在一起所形成的信息含量是可观的^[3]。相较于单个投资者,管理层无疑拥有信息优势,但是管理层的信息优势主要体现在对公司内部信息的掌握,而投资者的信息渠道多种多样,他们拥有不同维度的与公司价值相关的信息,这些信息可能是管理层未掌握的^[1]。因此,管理层能够从股价中提取有用的信息以指导公司投资决策,从而导致公司的投资支出对股价中蕴含的投资机会有显著为正的响应^[2]。Goldstein 等对 3626 家中国 A 股上市公司高管进行了问卷调查,其中 3320 家公司(占比 91.6%)的高管表示他们密切关注本公司股价,并且在这 3320 家关注自身股价的公司中,有 75.2% 的公司高管明确表示他们会从股价中汲取信息^[20]。

既有研究指出,股价中包含的未被管理层掌握的私有信息越多,投资支出对股价的敏感性越高。Chen 等发现股价信息含量越高,投资 - 股价敏感性越高,这为管理层从股价中学习提供了有力证据^[4]。Foucault 和 Fressard 发现交叉上市扩大了投资者的范围,从而提高股价信息含量,导致投资 - 股价敏感性增加^[13]。陈康和刘琦发现中国股票市场融资融券制度的实施强化了套利者的信息收集动机,进而促进私有信息融入股价,提升投资 - 股价敏感性^[15]。连立帅等以沪港通交易制度的实施作为自然实验,发现资本市场开放有助于优化投资者结构、提高股价信息含量,进而强化股价对公司投资的引导作用^[14]。同时,也有文献发现当投资者的信息收集动机减弱时,投资 - 股价敏感性会降低。Goldstein 等发现电子化数据收集、分析及检索系统(EDGAR)的使用降低了投资者获取公开信息的成本,进而削弱投资者收集私有信息的动机,使得投资 - 股价敏感性下降^[21]。

(三) 文献评述

现有文献已经形成丰硕的研究成果,为本文奠定了坚实的基础,然而相关研究仍然存在进一步拓展的空间:现有文献主要从“上市公司→资本市场”这一信息流视角研究关键审计事项披露是否向公司外部人传递有用信息以及是否缓解内部人与外部人之间的信息不对称、改善公司治理,缺乏从“资本市场→上市公司”这一信息流视角对关键审计事项披露经济后果的探讨。关键审计事项披露增加了市场上的公开信息,这种公开信息的增加是否会影响股价中的私有信息含量,进而影响管理层从股价中汲取信息尚不得而知。因此,本文围绕投资 - 股价敏感性,从“资本市场→上市公司”这一信息流视角对相关问题进行理论分析与实证检验。

三、理论分析与研究假说

基于 Beaver 等人提出的股价信息含量理论,股票价格综合反映了投资者关于公司未来盈利的预期^[22]。投资者的这种预期建立在其所掌握的信息的基础之上,包括公开信息和私有信息。股票市场具有信息汇集功能,投资者的私有信息通过交易行为融入股价^[1-2]。虽然单个投资者所掌握的私有信息是有限的,但投资者群体所掌握的私有信息总和是不容忽视的^[3]。Bond 等进一步指出股价中蕴含的投资者私有信息往往是公司管理层尚未掌握的信息,有助于指导管理层的投资决策,导致正的投资 - 股价敏感性^[2]。

股价中的私有信息含量是影响投资 - 股价敏感性的根本因素。关键审计事项披露增加了市场上的公开信息^[7,16-17],降低了投资者的信息风险,从而有可能激励投资者收集私有信息。Goldstein 和 Yang 指出,投资者在交易和信息获取过程中存在策略性互补行为,即当市场中某一方面的信息增加时会降低持有其他信息面临的不确定性,进而激励投资者收集其他方面的信息并基于此进行交易^[23]。进一步地,Goldstein 和 Yang 构建理论模型研究上市公司信息披露对信息反馈的影响,指出公司增加其较为了解的信息(如公司内部信息)的披露,会促进投资者的信息收集与交易,进而帮助公司从股价中了解更多其所关心的外部信息^[24]。通常情况下,关键审计事项披露的是与企业内部经营情况相关的信息(如财务状况及会计确认方式),即管理层已经较为了解的信息,这些信息与投资者群体所掌握的外部信息(如市场需求等)互补。此外,关键审计事项披露也有助于缓解信息不对称,使外部投资者更好地对内部人进行监督,提升公司治理水平^[10,19]。Das 指出公司治理水平的提升有助于吸引国外投资者^[25]。国外投资者持股扩大了信息来源,有助于提高股价中的私有信息含量^[13-14]。因此,从信源层面看,关键审计事项披露会促进投资者的私有信息收集,从而增加股价中未被管理层掌握的信息含量。

同时,关键审计事项披露也有助于分析师等信息媒介对股价进行解读,使“资本市场→上市公司”的信息传递通道更为畅通。Bakke 和 Whited 指出股价中存在“噪音”,股价中的错误定价部分(噪音驱动部分)不会对投资决策产生影响,管理层的投资决策仅仅对股价中信息驱动部分做出反应^[26]。由于股价中存在“噪音”,信息媒介对于股价的解读有助于公司管理层从股价中提取有用信息^[27]。分析师是资本市场上最重要的信息媒介,能够改善市场中的信息传递效率并提升股价有效性^[28]。Bae 等发现充分的信息披露有助于分析师为企业带来有价值的信息反馈^[29]。关键审计事项披露为分析师提供了增量信息,有助于分析师的信息挖掘与加工^[17]。同时,关键审计事项披露改善外部治理,也会提升公司其他方面的信息披露质量,进一步促进分析师的信息解读^[6,30]。因此,从信道层面看,关键审计事项披露有助于分析师对于股价的解读,降低股价中的“噪音”,使管理层更好地从股价中汲取有用信息。

此外,代理问题会阻碍作为信息接收和使用者的管理层(即信宿)从股价中获取信息,进而降低投资 - 股价敏感性。在委托 - 代理框架下,管理层的利益和股东利益会发生偏离,从而使得公司投资偏离最优水平^[31]。Bertrand 和 Mullainathan 发现追求安静生活的管理层不会及时地基于投资机会的变化而调整投资支出^[32]。Jiang 等证实了投票权和现金流量权的分离加剧了代理问题,导致公司投资对股价的敏感性下降^[33]。受管理层个人风险偏好与短视行为的影响,企业的风险承担水平可能会偏离最优水平^[34]。关键审计事项披露使得审计工作更加透明,也倒逼审计师提升审计质量,进而改善公司治理^[6,18-19]。此外,更充分的信息披露会促进投资者的外部监督,进而督促管理层做出更好的投资决策^[35]。因此,从信宿层面看,关键审计事项披露有助于缓解代理问题,从而促进管理层从股价中汲取信息以指导投资决策。

基于以上分析,从“资本市场→上市公司”这一信息流视角,关键审计事项披露有助于信源的信息生产、信道的信息传递以及信宿的信息接收。因此,本文提出如下假说 H1。

H1:关键审计事项披露越充分,投资 - 股价敏感性越高。

关键审计事项披露也有可能抑制资本市场的信息反馈功能。关键审计事项披露使股价中包含的公司层面信息增加。由于信息获取存在成本,当投资者可以从股价中提取更多信息时,其收集私有信息的动机下降^[36]。Jayaraman 和 Wu 以美国的一项强制信息披露为自然实验,发现被要求强制进行更细致的财务信息披露的公司投资 - 股价敏感性降低,表明公司的公开信息挤出了投资者的私有信息^[12]。因此,从信源层面看,关键审计事项披露可能会挤出投资者的私有信息,导致股价中私有信息含量下降。此外,关键审计事项披露可能仅仅是一种形式主义,在披露内容上具有较高同质性,并不具有实质的信息增量^[25]。基于该观点,关键审计事项披露可能并不会改善信息环境,仅仅会分散市场参与者的注意力,阻碍分析师等信息媒介对于股价的解读。因此,从信道层面看,关键审计事项披露可能会增加股价中的“噪音”,导致管理层更难从股价中提取信息。此外,吕先镔和付一迪指出,出于机会主义动机,管理层和审计机构会合谋将关键审计事项披露作为一种风险掩饰工具^[11]。因此,关键审计事项披露有可能加剧代理问题,弱化管理层从股价中学习的动机。基于以上分析,关键审计事项披露可能抑制信源的信息生产,阻碍信道的信息传递,弱化信宿的信息接收,从而降低投资 - 股价敏感性。据此,本文提出如下的竞争性假说 H2。

H2:关键审计事项披露越充分,投资 - 股价敏感性越低。

四、实证设计

(一)数据及样本

本文关键审计事项相关数据来自中国研究数据服务平台(CNRDS),财务数据、股票市场数据、公司治理数据以及分析师相关数据来自国泰安数据库(CSMAR)。本文的初始样本包括2017—2022年全部A股上市公司。由于金融行业财务结构不同于一般企业,本文剔除了金融行业上市公司。另进一步剔除了特别处理(ST和*ST)股票、销售收入或净资产为负以及关键变量缺失的样本。最终获得包含3724个公司在内的16988个公司 - 年度观测值。

(二)变量构造

1. 被解释变量

投资支出(CAPXRD)是本文的核心被解释变量,参考企业投资相关文献^[4,15],本文使用构建固定资产、无形资

产和其他长期资产所支付的现金与研发费用之和除以年初总资产来衡量投资支出。在稳健性检验中,借鉴陆蓉等^[37]的做法,本文使用其他方式度量投资支出,包括:(1)资本性支出(CAPX),即构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金除以年初总资产;(2)资产增长率(CHGAT),即期末总资产减去期初总资产除以期初总资产。

2. 解释变量

本文的核心解释变量是托宾 Q(Q)和关键审计事项(KAM)的交乘项 $Q \times KAM$ 。参考企业投资相关文献^[4,15],本文使用托宾 Q 衡量股价中蕴含的投资机会,其中托宾 Q 等于权益的市场价值加上负债的账面价值除以资产账面价值。借鉴关键审计事项相关文献^[16,38],本文使用关键审计事项个数(NUM_KAM)以及关键审计事项文本长度(LEN_KAM)两个指标来衡量关键审计事项披露的充分性。其中,关键审计事项文本长度用关键审计事项包含的字符数除以 1000 衡量。

3. 控制变量

参考企业投资相关文献^[4,14-15],本文控制了一系列可能影响投资支出的变量,包括:现金流量(CF),以企业经营活动产生的现金流量与总资产之比衡量;企业规模(SIZE),以企业资产规模对数值衡量;杠杆率(LEV),以总负债除以总资产衡量;总资产回报率(ROA),以息税前利润除以总资产衡量;上市年限(AGE),以自上市之日起经过的年份数量衡量;两职合一虚拟变量(DUAL),若公司董事长和总经理为同一人取值为 1,否则取值为 0;董事会独立性(Independence),以董事会中独立董事占比衡量;第一大股东持股比例(TOP1),以第一大股东所持有的股票数量占公司发行在外股票总数的比重衡量;两权分离度(Wedge),以投票权和现金流量权的差异衡量。

(三) 基准回归模型

为了检验关键审计事项披露对投资-股价敏感性的影响,基于 OLS,使用如下公司-年份双向固定效应模型:

$$CAPXRD_{it+1} = \beta_1 Q_{it} + \beta_2 KAM_{it} + \beta_3 Q_{it} \times KAM_{it} + \gamma Controls_{it} + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

在回归方程中,被解释变量是投资支出(CAPXRD);核心解释变量是托宾 Q 和关键审计事项的交乘项($Q \times KAM$);Controls 表示前述介绍的全部控制变量。此外,为了消除不随时间变化的公司特有因素对企业投资决策的影响,本文控制了公司固定效应;同时,为了消除时间趋势与宏观冲击对投资支出的影响,本文加入了年份固定效应。值得注意的是,在固定效应模型中不随时间和个体变化的常数项被固定效应所吸收,因此不出现在模型中。由方程(1)可知,投资对股价(托宾 Q)的敏感性为:

$$\frac{\partial CAPXRD}{\partial Q} = \beta_1 + \beta_3 KAM_{it} \quad (2)$$

其中,系数 β_1 反映了未披露关键审计事项时(即 $KAM=0$)公司的投资-股价敏感性;系数 β_3 反映了关键审计事项披露对投资-股价敏感性的边际影响。如果假说 H1 成立,那么预期方程(1)中交乘项 $Q \times KAM$ 的回归系数 β_3 显著为正;如果假说 H2 成立,则方程(1)中交乘项 $Q \times KAM$ 的回归系数 β_3 显著为负。

五、实证分析

(一) 描述性统计

表 1 汇报了主要变量的描述性统计结果,为了减少异常值对实证结果的影响,本文对所有变量进行上下 1% 的缩尾处理。由表 1 可知,样本公司平均每年披露 2.028 个关键审计事项,数值与李奇峰和路军伟^[16]以及陈丽红等^[38]的研究结论相当,关键审计事项文本长度(LEN_KAM)的平均数为 1.217(单位:千字),数值与陈丽红等^[38]的研究结论一致。

表 1 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	1/4 分位	中位数	3/4 分位	最大值
NUM_KAM	16988	2.028	0.636	1.000	2.000	2.000	2.000	4.000
LEN_KAM	16988	1.217	0.487	0.351	0.904	1.157	1.474	2.938
CAPXRD	16988	0.079	0.067	0.000	0.033	0.062	0.107	0.342
CAPX	16988	0.053	0.057	0.000	0.014	0.035	0.071	0.304
CHGAT	16988	0.109	0.225	-0.371	-0.006	0.072	0.176	1.291
Q	16988	2.337	1.668	0.801	1.264	1.816	2.776	10.790
CF	16988	0.050	0.066	-0.162	0.012	0.049	0.089	0.241
SIZE	16988	22.340	1.334	19.870	21.390	22.140	23.070	27.540
ROA	16988	0.050	0.077	-0.329	0.027	0.052	0.085	0.243
LEV	16988	0.417	0.196	0.065	0.262	0.411	0.558	0.922
AGE	16988	11.660	8.102	1.000	5.000	10.000	19.000	29.000
Independence	16988	0.379	0.054	0.333	0.333	0.364	0.429	0.571
TOP1	16988	0.332	0.145	0.083	0.219	0.308	0.426	0.736
Wedge	16988	0.042	0.070	0.000	0.000	0.000	0.059	0.283

(二) 基准回归

表 2 汇报了基准回归结果,其中各列被解释变量均是投资支出(CAPXRD),在第(1)列和第(2)列中关键审计事项披露(KAM)分别等于披露项数(NUM_KAM)和文本长度(LEN_KAM)。由表 2 可知,交乘项 $Q \times KAM$ 均在 1% 水平上显著为正,表明关键审计事项披露对投资 - 股价敏感性有显著提升作用。以第(1)列为例,交乘项 $Q \times NUM_KAM$ 的回归系数为 0.0023(t 值为 4.09),表明额外披露一项关键审计事项会使投资 - 股价敏感性增加 0.0023。对于一个披露一项关键审计事项的公司,其投资 - 股价敏感性平均为 0.005(=0.0027+0.0023);作为对比,一个披露两项关键审计事项的公司其投资 - 股价敏感性平均为 0.0073(=0.0027+0.0023×2),较仅披露一项关键审计事项的公司提升了 46%。这样的影响程度在经济学意义上是显著的。表 2 的回归结果支持了假说 H1,即关键审计事项披露越充分,投资 - 股价敏感性越高。

(三) 稳健性检验

在表 3 中本文采用多种方式进一步验证基准回归结果的稳健性。限于篇幅,表 3 仅汇报交乘项 $Q \times KAM$ 的回归系数,在所有回归中均加入了控制变量和公司 - 年份双向固定效应。在面板 A 和 B 中,本文分别采用资本性支出(CAPX)以及资产增长率(CHGAT)衡量企业投资支出;在面板 C 中,本文剔除了新冠疫情期间(2020—2022 年)的数据;在面板 D 中,控制了省份×年份固定效应;在面板 E 中,进一步控制行业×年份固定效应;在面板 F 中,进一步控制会计师事务所固定效应;在面板 G 中,本文使用关键审计事项文本长度对数值 $\ln(LEN_KAM)$ 以及关键审计事项 txt 文档大小 KAM_txt_size (单位:kb)衡量关键审计事项披露充分性。由表 3 可知,在各面板中交乘项 $Q \times KAM$ 均显著为正,证明基准回归的结果是稳健的。

(四) 内生性分析

为了排除反向因果对主要结论的影响,本文使用 A+H 股上市公司在 2017 年率先开始披露关键审计事项作为自然实验,以 2016—2017 年 A 股上市公司为样本,进行如下双重差分检验:

$$CAPXRD_{it+1} = \alpha + \beta_1 Q_{it} \times Treat_i \times Post_t + \beta_2 Q_{it} \times Treat_i + \beta_3 Q_{it} \times Post_t + \beta_4 Q_{it} + \beta_5 Treat_i \times Post_t + \beta_6 Treat_i + \beta_7 Post_t + \gamma Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, $Treat$ 是一个虚拟变量,对于 A+H 股上市公司取值为 1,其余公司取值为 0。时间虚拟变量 $Post$ 对于 2016 年的样本取值为 0,2017 年的样本取值为 1。 $Control$ 包含表 2 中的所有控制变量。在双重差分模型中,本文重点关注 $Q \times Treat \times Post$ 的回归系数 β_1 。如果关键审计事项披露能够促进投资 - 股价敏感性,则 β_1 显著为正。表 4 的结果表明关键审计事项披露的外生增加会提升投资 - 股价敏感性,说明基准回归的结果并非是由反向因果导致的。

(五) 机制检验

1. 信源层面:投资者的信息生产

在表 5 中,本文验证关键审计事项披露是否通过激励投资者的私有信息收集来提高投资 - 股价敏感性。如

表 2 基准回归

变量	CAPXRD	
	(1)	(2)
Q	0.0027*** (2.39)	0.0033*** (3.35)
$Q \times NUM_KAM$	0.0023*** (4.09)	
NUM_KAM	-0.0060*** (-4.41)	
$Q \times LEN_KAM$		0.0033*** (4.60)
LEN_KAM		-0.0069*** (-3.83)
CF	0.0112 (1.57)	0.0114 (1.61)
$SIZE$	-0.0233*** (-10.14)	-0.0236*** (-10.25)
LEV	-0.0348*** (-5.06)	-0.0354*** (-5.15)
ROA	0.0457*** (6.95)	0.0463*** (7.01)
AGE	-0.0081* (-1.87)	-0.0081* (-1.85)
$DUAL$	-0.0030** (-2.09)	-0.0031** (-2.12)
$Independence$	0.0058 (0.45)	0.0054 (0.42)
$TOPI$	0.0060 (0.42)	0.0058 (0.41)
$Wedge$	0.0067 (0.45)	0.0060 (0.41)
公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本量	16988	16988
adj. R^2	0.666	0.666

注:圆括号内为基于聚类标准误的 t 值;***、**和* 分别代表系数在 1%、5% 和 10% 的水平显著。下表同。

表 3 稳健性检验

变量	被解释变量:投资支出	
	(1)	(2)
	$KAM = NUM_KAM$	$KAM = LEN_KAM$
面板 A:使用 CAPX 衡量投资支出		
$Q \times KAM$	0.0019*** (3.91)	0.0022*** (3.30)
面板 B:使用 CHGAT 衡量投资支出		
$Q \times KAM$	0.0129*** (4.25)	0.0189*** (4.71)
面板 C:剔除疫情期间(2020—2022 年)数据		
$Q \times KAM$	0.0018** (2.14)	0.0034** (2.43)
面板 D:控制省份×年份固定效应		
$Q \times KAM$	0.0023*** (4.15)	0.0033*** (4.63)
面板 E:控制行业×年份固定效应		
$Q \times KAM$	0.0022*** (3.92)	0.0032*** (4.47)
面板 F:控制会计师事务所固定效应		
$Q \times KAM$	0.0023*** (4.18)	0.0034*** (4.67)
面板 G:改变 KAM 的度量 $KAM = \ln(LEN_KAM)$ $KAM = KAM_txt_size$		
$Q \times KAM$	0.0026*** (3.50)	0.0011*** (3.40)

果上述假说成立,可以预期在投资者信息收集能力强、动机高的组中,关键审计事项披露更能够促进投资者的私有信息收集。从而在这部分样本中,关键审计事项披露对投资-股价敏感性的提升作用更加显著。机构投资者拥有更多的信息获取渠道以及更强的分析能力,因此相较于个人投资者,机构投资者具有更强的信息收集能力。在表 5 中,本文按照机构投资者持股比例分组,进行子样本回归检验。不论以何种方式度量关键审计事项披露充分性,在机构投资者持股比例高的子样本中,交乘项 $Q \times KAM$ 均更显著。此外,基于市场微观结构理论,高股票流动性有助于隐藏知情交易,因此,当股票流动性高时,投资者收集私有信息并基于此进行交易的动机更强。在未汇报的结果中,和预期一致,本文发现在流动性好的子样本中,交乘项 $Q \times KAM$ 更为显著(结果未列示,留存备索)。总体而言,这些结果表明在投资者私有信息收集能力和动机更强的组中,关键审计事项披露对投资-股价敏感性的促进作用更显著,支持了关键审计事项披露能够激励投资者收集私有信息这一论点。

表 5 基于机构投资者持股比例的分组检验

变量	CAPXRD			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	高机构持股	低机构持股	高机构持股	低机构持股
Q	0.0002 (0.14)	0.0046 *** (2.79)	-0.0006 (-0.41)	0.0057 *** (3.99)
$Q \times NUM_KAM$	0.0030 *** (3.47)	0.0014 * (1.91)		
NUM_KAM	-0.0053 *** (-2.66)	-0.0055 *** (-2.87)		
$Q \times LEN_KAM$			0.0058 *** (5.22)	0.0014 (1.54)
LEN_KAM			-0.0098 *** (-3.83)	-0.0040 (-1.63)
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本量	8341	8305	8341	8305
adj. R ²	0.681	0.663	0.682	0.663
系数差异检验 p 值	0.012		0.001	

2. 信道层面:分析师信息解读

在表 6 中,本文验证关键审计事项披露是否有助于以分析师为代表的信息媒介对于股价的解读,进而便于管理层从股价中提取信息。作为资本市场中最重要的信息媒介,分析师能够改善市场中的信息传递效率^[28]。充分的关键审计事项披露有利于分析师的信息处理,使之更好地对股价作出解读。当追踪公司的卖方分析师数量多时,关键审计事项披露能被更多的分析师使用,进而带来更高的边际价值。因此,可以预期在分析师覆盖多的公司中,关键审计事项披露对投资-股价敏感性的正向影响更显著。在表 6 中,本文按照分析师覆盖(analyst coverage)将样本分为分析师多和分析师少两组,进行分组回归。不论以何种方式度量关键审计事项披露充分性,在分析师多的公司中,交乘项 $Q \times KAM$ 均更显著。因此,表 6 的结果表明关键审计事项披露有助于分析师对股价的解读,进而促进管理层从股价中获取信息。

表 4 双重差分检验

变量	CAPXRD			
	未匹配样本		PSM 样本	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Q \times Treat \times Post$	0.0271 *** (2.96)	0.0589 *** (3.38)	0.0287 ** (2.42)	0.0461 ** (2.29)
$Q \times Treat$	0.0031 (0.54)	0.1191 ** (2.50)	0.0025 (0.27)	0.1170 ** (2.38)
$Q \times Post$	-0.0020 *** (-2.92)	0.0006 (1.06)	-0.0009 (-0.15)	0.0164 (1.06)
Q	0.0042 *** (6.17)	0.0017 ** (2.11)	0.0017 (0.35)	0.0199 (1.12)
$Treat \times Post$	-0.0344 *** (-3.03)	-0.0595 *** (-3.48)	-0.0385 ** (-2.38)	-0.0380 * (-1.87)
$Treat$	-0.0019 (-0.18)		0.0052 (0.29)	
$Post$	0.0068 *** (2.79)		0.0035 (0.41)	
$Constant$	0.0432 (1.39)		0.0247 (0.21)	
公司固定效应	否	是	否	是
年份固定效应	否	是	否	是
样本量	5387	5387	224	224
adj. R ²	0.117	0.708	0.026	0.680

表 6 基于分析师覆盖的分组检验

变量	CAPXRD			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	分析师多	分析师少	分析师多	分析师少
Q	0.0019 (1.18)	0.0018 (1.06)	0.0031 ** (2.21)	0.0027 * (1.90)
$Q \times NUM_KAM$	0.0030 *** (3.78)	0.0013 * (1.71)		
NUM_KAM	-0.0066 *** (-3.18)	-0.0044 ** (-2.41)		
$Q \times LEN_KAM$			0.0040 *** (3.97)	0.0014 (1.43)
LEN_KAM			-0.0068 ** (-2.54)	-0.0037 (-1.59)
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本量	7535	8495	7535	8495
adj. R ²	0.717	0.600	0.717	0.600
系数差异检验 p 值	0.005		0.002	

3. 信宿层面:管理层学习动机

关键审计事项披露有助于提高审计质量、缓解代理问题,进而强化管理层从股价中获取信息的动机。由于从股价中汲取信息需要付出私人成本,当公司治理水平较低时,管理层从股价中获取信息的动机更弱。因此,在这部分公司中,关键审计事项披露会更大程度地改善公司治理,进而更显著地促进管理层从股价中获取信息。为了验证该论点,在表 7 中本文用迪博内部控制指数来衡量公司的内部治理水平,并将样本分为内部治理好和内部治理差两组。由表 7 可知,无论以何种方式度量关键审计事项披露充分性,在内部治理差的公司中,交乘项 $Q \times KAM$ 的系数均更显著。表 7 的结果表明关键审计事项披露有助于缓解代理问题,促进管理层从股价中获取信息。

(六)排除其他可能的解释

1. 缓解融资约束

为了验证关键审计事项披露是否通过缓解融资约束使企业投资支出更积极地对股价中的投资机会做出响应。在表 8 中本文用 SA 指数衡量企业融资约束程度,按照年度样本中位数将样本分为融资约束高(SA 高于中位数)和融资约束低(SA 低于中位数)两组。如果关键审计事项披露通过缓解融资约束来提升企业投资对股价中蕴含的投资机会的反应,则可以预期这种影响在融资约束高的公司中更显著。由表 8 可知,结果和预期相反,即无论以何种方式度量关键审计事项披露充分性,在融资约束低的公司中,交乘项 $Q \times KAM$ 的系数均更显著。因此,表 8 的结果不支持关键审计事项披露通过缓解融资约束来提升投资 - 股价敏感性的假设。

2. 对已知信息的反应

如果关键审计事项披露并未促进管理层从股价中获取信息,而仅仅是通过改善公司治理使得管理层更好地对已知的投资机会做出反应,则可以预期关键审计事项披露不仅能够提高投资对价格型投资机会度量(即托宾 Q)的敏感性,而且能够促进投资对非价格型投资机会度量的敏感性。在表 9 中,本文使用销售收入增长(SG)来衡量非价格型投资机会以代替模型(1)中的托宾 Q,重复基准回归的检验。由表 9 可知,无论以何种方式度量关键审计事项披露充分性,交乘项 $SG \times KAM$ 的系数均不显著,表明关键审计事项披露并未提升投资对于非价格型投资机会的敏感性。该结果进一步证明关键审计事项披露对投资 - 股价敏感性的提升作用并非由于其增强了管理层对已知信息的反应,而是促进管理层从股价中汲取其原先未掌握的信息。

表 7 基于内部治理的分组检验

变量	CAPXR			
	(1) 内部治理差	(2) 内部治理好	(3) 内部治理差	(4) 内部治理好
Q	0.0002 (0.09)	0.0047*** (2.96)	0.0008 (0.53)	0.0044*** (3.37)
Q × NUM_KAM	0.0036*** (4.05)	0.0011 (1.45)		
NUM_KAM	-0.0086*** (-4.10)	-0.0041* (-1.92)		
Q × LEN_KAM			0.0056*** (4.38)	0.0020** (2.17)
LEN_KAM			-0.0123*** (-4.29)	-0.0044* (-1.66)
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本量	7243	8231	7243	8231
adj. R ²	0.607	0.697	0.607	0.697
系数差异检验 p 值		0.003		0.002

表 8 基于融资约束的分组检验

变量	CAPXR			
	(1) 高融资约束	(2) 低融资约束	(3) 高融资约束	(4) 低融资约束
Q	0.0030* (1.88)	0.0011 (0.60)	0.0039*** (2.93)	0.0017 (1.02)
Q × NUM_KAM	0.0023*** (2.92)	0.0029*** (3.35)		
NUM_KAM	-0.0082*** (-3.44)	-0.0056*** (-3.13)		
Q × LEN_KAM			0.0031*** (3.11)	0.0046*** (3.66)
LEN_KAM			-0.0074** (-2.41)	-0.0081*** (-3.28)
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本量	8398	8428	8398	8428
adj. R ²	0.661	0.625	0.660	0.626
系数差异检验 p 值		0.231		0.088

表 9 投资支出对非价格型投资机会的反应

变量	CAPXR	
	(1)	(2)
SG	0.0065** (2.08)	0.0052* (1.86)
SG × NUM_KAM	-0.0005 (-0.39)	
NUM_KAM	-0.0015* (-1.78)	
SG × LEN_KAM		0.0001 (0.03)
LEN_KAM		-0.0006 (-0.51)
控制变量	是	是
公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本量	16018	16018
adj. R ²	0.655	0.655

(七) 进一步分析

本部分进一步探究关键审计事项披露对投资者的私有信息收集行为、证券分析师研究行为以及公司管理层与投资者互动行为的直接影响,为相关机制提供更加直接的证据。

1. 私有信息交易

为了验证关键审计事项披露是否促进了信源的信息生产,在表 10 中,本文直接检验关键审计事项披露对投资者知情交易的影响。本文用交易量同步知情交易概率(*VPIN*)来衡量投资者基于私有信息交易的行为。*VPIN* 越大表明投资者基于私有信息的交易越频繁,股价中私有信息含量越高。由表 10 可知,在所有回归中,*KAM* 的回归系数均显著为正,表明关键审计事项披露越充分,投资者的知情交易行为越频繁。该结果说明关键审计事项披露促进了投资者的私有信息收集并基于此进行交易,导致股价中的私有信息含量上升。

2. 卖方分析师研究报告数量

为了验证关键审计事项披露是否促进了信息媒介的信息传播,表 11 检验了关键审计事项披露对卖方分析师关于相应上市公司研究报告数量(*Num_Rpt*)的影响。信息媒介关于公司信息的解读是管理层了解股价中相关信息的重要渠道^[27],如果关键审计事项披露在信道层面促进了信息媒介对于信息的解读,则可以预期关键审计事项披露 *KAM* 的回归系数显著为正。和预期吻合,在所有回归中,*KAM* 的系数均显著为正,表明关键审计事项披露有利于卖方分析师的信息解读。

3. 管理层出席投资者交流会次数

在表 12 中,本文检验了关键审计事项披露是否在信宿层面增强了管理层的信息接收动机。本文利用 CEO 出席投资者交流会的次数(*Num_Attend*)来度量管理层的信息接收动机。表 12 的结果显示,在所有回归中,关键审计事项披露 *KAM* 的回归系数均显著为正,表明关键审计事项披露提高了管理层的信息接收动机。

表 10 关键审计事项披露与私有信息交易

变量	<i>VPIN</i>	
	(1)	(2)
<i>NUM_KAM</i>	0.0008 *** (3.20)	
<i>LEN_KAM</i>		0.0008 ** (2.25)
控制变量	是	是
公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本量	16985	16985
adj. R ²	0.648	0.648

表 11 关键审计事项披露与卖方分析师研究报告数量

变量	$\ln(1 + Num_Rpt)$	
	(1)	(2)
<i>NUM_KAM</i>	0.0323 ** (2.15)	
<i>LEN_KAM</i>		0.0473 ** (2.26)
控制变量	是	是
公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本量	16988	16988
adj. R ²	0.760	0.760

表 12 关键审计事项披露与 CEO 投资者交流会出席情况

变量	$\ln(1 + Num_Attend)$	
	(1)	(2)
<i>NUM_KAM</i>	0.0218 *** (3.06)	
<i>LEN_KAM</i>		0.0255 ** (2.56)
控制变量	是	是
公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本量	16988	16988
adj. R ²	0.491	0.490

六、结论与建议

在党中央高度强调“金融服务实体经济”“完善资本市场功能”的背景下,本文基于资本市场信息反馈视角,研究了关键审计事项披露对投资-股价敏感性的影响。本文发现关键审计事项披露越充分,投资-股价敏感性越高。分组检验表明,在投资者信息生产能力和动机强的样本中,关键审计事项披露对投资-股价敏感性的正向影响更显著,表明关键审计事项披露促进了投资者的信息生产(信源层面)。同时,在分析师覆盖多的公司中,关键审计事项披露对投资-股价敏感性的提升效应更强,验证了关键审计事项披露有助于分析师的信息解读(信道层面)。此外,在内部治理差的公司中,关键审计事项披露对投资-股价敏感性的正向影响更显著,表明关键审计事项披露通过缓解代理问题促进管理层从股价中获取信息(信宿层面)。进一步分析发现,关键审计事项披露促进了知情交易、提升了卖方分析师研究报告数量以及 CEO 出席投资者交流会次数,为上述影响机制提供了直接证据。

基于上述研究发现,本文提出如下政策建议:第一,上市公司应充分利用外部信息提高经营效率。资本市场投资者掌握一些管理层未掌握的信息,管理层应关注公司股价并加强与投资者的交流,从资本市场汲取决策相关信息。第二,证券监管部门应当加强信息披露监管。充分的信息披露会降低投资者的信息风险,通过信息互

补效应激励投资者收集信息,提升股价中的私有信息含量。证券监管部门应督促上市公司及时、准确、全面、充分地披露信息,以优化资本市场信息环境,满足资本市场发展对高质量会计信息的需求。第三,证券监管部门应注重投资者教育。投资者的私有信息生产是影响资本市场信息反馈功能的根本因素。资本市场信息反馈功能的提升依赖于投资者素质和能力的增强。因此,应加强投资者教育以减少市场中的噪声交易者。第四,证券监管部门应重视金融市场人才队伍建设。证券分析师等信息媒介在上市公司与投资者之间的双向信息传递中扮演重要角色。分析师对于股价的准确解读有助于提升资本市场信息反馈效率。因此,应强化金融市场人才培养以提高资本市场信息媒介的研究报道质量。

本文的不足之处与研究展望:第一,简单使用披露项数和文本长度作为关键审计事项披露充分性的度量可能不够准确,未来可以使用 Word2Vec、BERT 等基于深度学习的自然语言处理模型,根据关键审计事项披露的文本内容评估披露的充分性;第二,尽管本文从投资 – 股价敏感性的角度验证了关键审计事项披露有助于管理层从股价中获取信息,但是由于学习行为的不可观测性,管理层到底如何从股价中学习以及具体从股价中提取了哪些信息仍然不得而知。未来可以通过对上市公司管理层进行深度访谈,更加深入地理解管理层从股价中学习的过程。

参考文献:

- [1] Goldstein I. Information in financial markets and its real effects[J]. *Review of Finance*,2023,27(1):1-32.
- [2] Bond P,Edmans A,Goldstein I. The real effects of financial markets[J]. *Annual Review of Financial Economics*,2012,4(1):339-360.
- [3] 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.
- [4] Chen Q,Goldstein I,Jiang W. Price informativeness and investment sensitivity to stock price[J]. *The Review of Financial Studies*,2007,20(3):619-650.
- [5] 赵玉洁,王贻健,方璋. 关键审计事项披露能否降低上市公司的股权融资成本? [J]. *审计研究*,2020(6):59-67.
- [6] 杨明增,张钦成,王子涵. 审计报告新准则实施对审计质量的影响研究——基于 2016 年 A+H 股上市公司审计的准自然实验证据[J]. *审计研究*,2018(5):74-81.
- [7] 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.
- [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] Shannon C E. A mathematical theory of communication[J]. *The Bell System Technical Journal*,1948,27(3):379-423.
- [10] 薛刚,王储,赵西卜. 谁更关心关键审计事项:管理层还是分析师[J]. *审计研究*,2020(2):87-95.
- [11] 吕先镛,付一迪. 审计报告信息多元化带来的不确定性——关键审计事项的风险遮掩效应[J]. *审计研究*,2023(6):84-96.
- [12] Jayaraman S,Wu J S. Is silence golden? Real effects of mandatory disclosure[J]. *The Review of Financial Studies*,2019,32(6):2225-2259.
- [13] Foucault T,Frésard L. Cross-listing, investment sensitivity to stock price, and the learning hypothesis[J]. *The Review of Financial Studies*,2012,25(11):3305-3350.
- [14] 连立帅,朱松,陈超. 资本市场开放与股价对企业投资的引导作用:基于沪港通交易制度的经验证据[J]. *中国工业经济*,2019(3):100-118.
- [15] 陈康,刘琦. 股价信息含量与投资 – 股价敏感性——基于融资融券的准自然实验[J]. *金融研究*,2018(9):126-142.
- [16] 李奇凤,路军伟. 关键审计事项段的特征具有信息含量吗? ——来自中国 A 股上市公司 2017 年报审计的经验证据[J]. *审计与经济研究*,2021(2):30-40.
- [17] Hu Z,Li Y,Lin B, et al. The impact of key audit matter reporting on analyst forecast accuracy and forecast dispersion: Evidence from Chinese listed firms [J]. *Managerial Auditing Journal*,2023,38(3):288-313.
- [18] 鄢翔,张人方,黄俊. 关键事项审计报告准则的溢出效应研究[J]. *审计研究*,2018(6):73-80.
- [19] 耀友福. 关键审计事项披露能抑制大股东掏空行为吗? ——来自掏空关键事项的证据[J]. *上海财经大学学报*,2022(5):92-107.
- [20] Goldstein I,Liu B,Yang L. Market feedback: Evidence from the horse's mouth[R]. SSRN Working Paper,2023.
- [21] Goldstein I,Yang S,Zuo L. The real effects of modern information technologies: Evidence from the EDGAR implementation[J]. *Journal of Accounting Research*,2023,61(5):1699-1733.
- [22] Beaver W,Lambert R,Morse D. The information content of security prices[J]. *Journal of Accounting and Economics*,1980,2(1):3-28.
- [23] Goldstein I,Yang L. Information diversity and complementarities in trading and information acquisition[J]. *The Journal of Finance*,2015,70(4):1723-1765.
- [24] Goldstein I,Yang L. Good disclosure,bad disclosure[J]. *Journal of Financial Economics*,2019,131(1):118-138.
- [25] Das P. The role of corporate governance in foreign investments[J]. *Applied Financial Economics*,2014,24(3):187-201.
- [26] Bakke T E,Whited T M. Which firms follow the market? An analysis of corporate investment decisions[J]. *The Review of Financial Studies*,2010,23(5):1941-1980.
- [27] Kwan A,Lin T C,Liu P Y. Managerial learning from decoding noisy stock prices: New(s) evidence from billions of internet article reads[W]. SSRN Work-

ing Paper,2024.

- [28] Akyol A C, Qian Y, Yu F. How do experienced analysts improve price efficiency? [J]. Journal of Banking & Finance, 2023, 149: 106798.
- [29] Bae J, Biddle G C, Park C W. Managerial learning from analyst feedback to voluntary CAPEX guidance, investment efficiency, and firm performance [J]. Management Science, 2022, 68 (1): 583 - 607.
- [30] Byard D, Li Y, Weintrop J. Corporate governance and the quality of financial analysts' information [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2006, 25 (5): 609 - 625.
- [31] Stein J C. Agency, information and corporate investment [M]. Amsterdam: Handbook of the Economics of Finance, 2003.
- [32] Bertrand M, Mullainathan S. Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences [J]. Journal of Political Economy, 2003, 111 (5): 1043 - 1075.
- [33] Jiang L, Kim J B, Pang L. Control-ownership wedge and investment sensitivity to stock price [J]. Journal of Banking & Finance, 2011, 35 (11): 2856 - 2867.
- [34] Coles J L, Daniel N D, Naveen L. Managerial incentives and risk-taking [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79 (2): 431 - 468.
- [35] García Lara J M, García Osma B, Penalva F. Accounting conservatism and firm investment efficiency [J]. Journal of Accounting and Economics, 2016, 61 (1): 221 - 238.
- [36] Grossman S J, Stiglitz J E. On the impossibility of informationally efficient markets [J]. The American Economic Review, 1980, 70 (3): 393 - 408.
- [37] 陆蓉, 朱思源, 徐天丽. 股指成份股调整与公司投资效率 [J]. 南开管理评论, 2024 (2): 225 - 237.
- [38] 陈丽红, 周佳, 张龙平, 等. 非正式审计团队规模与关键审计事项披露 [J]. 会计研究, 2022 (11): 139 - 154.

[责任编辑:刘 茜]

Disclosure of Key Audit Matters and Investment-to-Price Sensitivity: Based on the Perspective of Market Feedback

HU Yi¹, JIN Shuchang²

(1. School of Finance, Nanjing Audit University, Nanjing 211815, China;

2. School of Accounting, Nanjing University of Finance and Economics, Nanjing 210023, China)

Abstract: The capital market aggregates investors' private information through price mechanisms. Company managers can learn information previously unknown to them from stock prices to guide investment decisions, causing corporate investment expenditures to respond to stock prices. Information in the capital market flows into the enterprise and guides corporate decision-making, reflecting the market feedback effect. This paper studies how the disclosure of key audit matters (KAM) affects the investment-to-piece sensitivity from the perspective of information flow of "capital market → listed company", focusing on information sources, channels and information sinks. Based on the panel data of A-share listed companies from 2017 to 2022 and using a two-way fixed effects model, this paper finds that the more fully disclosed KAM are, the higher the investment-to-price sensitivity is, indicating that the disclosure of KAM can help managers learn from stock prices. Mechanisms analyses suggest that KAM disclosure can improve investors' information collection, promote analysts' information decoding, strengthen management's learning motivation, and thereby increasing investment-to-price sensitivity. This study enriches the economic consequences of the KAM disclosure from the perspective of capital market information feedback, and also provides some implications for further improving the functions of the capital market and promoting financial services to the real economy.

Key Words: key audit matters; capital market; information feedback; investment-to-price sensitivity; private information; information intermediaries; agency problem