

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^{*}

宋建波 冯晓晴

(中国人民大学商学院 100872 中国石油大学(北京) 经济管理学院 102249)

【摘要】关键审计事项是来自审计师视角的信息，其蕴含的特质性信息对实现沟通价值至关重要。本文采用文本分析方法计算的文本相似度衡量关键审计事项特质性信息含量，考察其对公司债券发行定价的影响。结果发现，以较低文本相似度代表的较高关键审计事项信息含量能够降低公司债券发行定价。较高的审计师专业胜任能力和独立性能够增强关键审计事项信息含量对公司债券发行定价的降低作用。信息不对称的缓解是关键审计事项信息含量降低公司债券发行定价的具体影响渠道。考虑关键审计事项类型后发现，关联交易类关键审计事项信息含量对公司债券发行定价的降低作用更强。本文研究结论有助于未来改进关键审计事项的披露要求。

【关键词】关键审计事项；公司债券；发行定价；信息含量；文本相似度

一、引言

我国自2020年3月1日开启了公司债券发行注册制。高质量的信息披露是注册制良好运行的重要前提条件。除被审计公司自身之外，最了解其财务报表和财务报告风险的是审计师。尽管审计师在审计过程中积累了大量的信息，但是在传统审计报告模式下，审计师和报告使用者之间唯一的沟通途径只是一个样板三段式信函。投资者对高质量信息披露的需求催生了审计报告模式改革。本次改革的核心是关键审计事项新准则。作为资本市场上高质量信息的新增供给，关键审计事项在公司债券市场情境下是否实现了沟通价值？目前鲜有文献给予经验回答。

本文基于上市公司发行的公司债券数据，考察关键审计信息含量如何影响公司债券投资者对公司债券的定价。关键审计事项信息含量由Brown和Tucker(2011)所使用的文本分析方法计算的文本相似度来衡量。选择该衡量指标的原因是，它可以将关键审计事项文本中真正具有信息含量的内容（与被审计公司相关的特质性信息）从标准信息（同行业公司都披露的内容）中分离出来。与标准信息相比，投资者更关注公司特质性信息(Hanley和Hoberg, 2010; Hope等, 2016; 孟庆斌等, 2017)。本文研

究发现：(1)关键审计事项信息含量越高，公司债券发行定价越低。采用工具变量方法控制内生性问题后，研究结论依然成立。(2)较强的审计师专业胜任能力和较高的独立性能够增强关键审计事项信息含量对公司债券发行定价的降低作用。(3)信息不对称的缓解是关键审计事项信息含量降低公司债券发行定价的影响渠道。(4)区分关键审计事项类型，关联交易类关键审计事项信息含量发挥的降低作用更强。

本文可能的贡献在于以下三个方面：第一，本文以公司债券市场作为切入点，弥补了现有关键审计事项研究局限于股权市场效应的不足。不同于以往文献主要在股权市场情景中考察关键审计事项引发的市场反应(王艳艳等, 2018)、股价崩盘风险和股价同步性的变化(史永和李思昊, 2020; 王木之和李丹, 2019)，本文则在公司债券市场情景中考察关键审计事项在公司债券发行定价模型中的效应。第二，本文基于关键审计事项特质信息含量视角，更加深入地考察了关键审计事项具体特征的影响。不同于以往文献主要聚焦于政策改革效应、关键审计事项个数、涉及具体科目等(姜丽莎等, 2020; Gold等, 2020; 薛刚等, 2020)，本文则通过同行业公司之间的横向比较将关键审计

* 本文受到国家社会科学基金项目(18BJY017)和中央高校基本科研业务费项目(2462021YJRC023)的资助。通讯作者：冯晓晴，fxq1993@163.com。

事项信息细分为标准信息和特有信息。标准信息为行业共性信息，缺乏特质性信息含量，而特有信息是与被审计公司相关的个性化信息，属于真正具有信息含量的内容。在此基础上检验其对公司债券投资者投资决策的影响，所得的结果更加具体和有针对性。第三，本文研究结论为准则制定机构进一步规范关键审计事项披露提供了启示，要求审计师在报告关键审计事项时充分结合被审计公司的具体情况，为信息使用者提供更有针对性的个性化信息。

二、文献回顾

(一) 关键审计事项相关研究

关键审计事项作为本轮审计报告改革的核心，学者们纷纷考察其影响因素和经济后果。

在影响因素方面，首先，审计师特征是重要的影响因素。例如，Abdelfattah等(2021)研究发现女性审计师表现出风险规避倾向，不会有过度自信，会付出更多的审计努力，因此比男性审计师更详细地报告更多的关键审计事项，并且语气积极程度更低。陈丽红等(2021)研究发现具有行业专长的审计师能够更充分地披露关键审计事项。付强和廖益兴(2022)研究发现独立性较高的审计师即使面对重要客户，也不会为迎合被审计公司盈余管理而减少对关键审计事项的应有披露。

其次，被审计公司特征亦是重要的影响因素。例如，Feng等(2021)研究发现，如果被审计公司存在控股股东股权质押的情况，那么审计师会关注由此带来的盈余管理和控股股东掏空风险，从而披露更多关键审计事项。再次，审计师与被审计公司之间的社会关系亦是重要的影响因素。例如，胡志颖和胡国强(2021)研究发现，如果审计师与被审计公司管理层是校友关系，那么审计师出于“好感”和“人情面子”而迎合被审计公司管理层减少关键审计事项披露的需求。最后，监管机构的监管亦是重要的影响因素。例如，耀友福和林恺(2020)研究发现被审计公司受到交易所问询一线监管后，年报问询函所涉及的相关议题会成为审计师重点关注的事项，从而提高未来一年的关键审计事项信息含量。

在经济后果方面，首先，现有文献对于关键审计事项是否实现了沟通价值并没有得到一致的研究结论。基于中国的研究情境，王艳艳等(2018)研究发现关键审计事项引发了资本市场反应。王木之和李丹(2019)以及史永和李思昊(2020)研究发现关键审计事项向资本市场传递了特质信息，从而降低了公司股价同步性和股价崩盘风险。张继勋等(2019)和姜丽莎等(2020)研究发现股权投资者和债权银行在分析关键审计事项信息后改变了投资决策。然而，基于英国的研究情境，Lennox等(2019)研究发现资本市场对于披露关键审计事项没有显著的反应。基于德国的研究情境，Boolaky和Quick(2016)研究发现银行董事在做出信贷决策时并没有关注关键审计事项信息。

其次，现有文献对于关键审计事项新准则对审计师法

律责任的影响方向没有得到一致的研究结论。Gimbar等(2016)研究认为在基于规则的会计处理情境下，披露关键审计事项会加重审计师的法律责任，原因是报告使用者认为审计师本应有能力及早发现并纠正可能的重大错报事项。在此基础上，鄢翔等(2018)、杨明增等(2018)以及Zeng等(2021)研究发现强制披露关键审计事项后，审计师提供的审计质量得到显著提高。然而，Brasel等(2016)以及韩冬梅和张继勋(2018)研究发现披露关键审计事项是提前告知报告使用者可能存在重大错报风险的事项，相当于免责的产品警示标签。最后，现有文献对于关键审计事项对被审计公司管理层行为的影响方向亦没有得到一致的研究结论。李延喜等(2019)、柳木华和雷霄(2020)以及Gold(2020)研究发现强制披露关键审计事项会增加审计师感知到的法律责任，审计师会提高职业怀疑态度和审计努力程度，从而更能发现和抑制管理者的激进财务报告行为。在此基础上，吴溪等(2019)研究发现在被识别为关键审计事项后，该事项的会计信息质量更高。然而，Bentley等(2021)研究发现当审计师将套期保值合同公允价值估计固有的不确定性作为关键审计事项时，会诱发管理层利用衍生金融工具进行投机。

(二) 公司债券发行定价的影响因素研究

现有文献主要从公司治理、信息环境、债券特征视角探索公司债券发行定价的影响因素。

基于公司治理视角，股权集中度越高(刘刚等，2020)，高管有政治关联(林晚发等，2018)，董事会和审计师独立性越低(Anderson等，2004；Amir等，2010)，控制权与现金流权分离度越高(Boubakri和Ghouma，2010)，公司债券信用风险越高，发行定价越高。基于信息环境视角，发债公司与债券投资者的地理距离越近(Hu等，2019)，年报文本信息可读性越高(Bonsall和Miller，2017)，内部控制信息披露质量越高(方红星等，2013)，会计稳健性越高(Ahmed等，2002)，公司债券信用风险越低，发行定价越低。基于债券特征视角，信用评级越高，公司债券发行定价越低(陈关亭等，2021)。此外，债券契约中设定保护债权人权益的期权类条款和限制发债公司行为的限制性条款，能够显著降低公司债券发行定价(陈超和李鎔伊，2014；史永东等，2018)。

综上，现有研究主要基于股票市场检验关键审计事项的沟通价值。公司债券投资者作为年度财务报告和审计报告等公开信息的主要使用者，考察关键审计事项信息含量如何影响公司债券投资者对公司债券的定价，能够为更好地实现关键审计事项的沟通价值提供来自公司债券市场情境的启示。

三、理论分析与研究假设

公司债券定价的重要决定因素是违约风险。信息不对称对债券投资者评估公司债券违约风险有重要影响。如果公司价值下降到一定程度导致企业无力偿还债务，那么公

司债券触发违约（周宏等，2015）。完善的信息披露是债券投资者评估发债公司价值，进而评估公司债券违约风险的重要保障（Duffie 和 Lando, 2001; 周宏等, 2012）。对于信息不对称程度较高的发债公司，债券投资者受限于对公司真实价值的评估而难以预期该公司的实际违约风险，因而会要求较高的风险溢价补偿（Lu 等, 2010）。相反，对于信息不对称程度较低的发债公司，债券投资者要求的风险溢价较低，对应的公司债券发行定价较低（Sengupta, 1998; 方红星等, 2013）。

关键审计事项是来自审计师视角的新增信息，能够缓解信息不对称。沟通关键审计事项使财务报告使用者获取到的信息更符合公司实际的财务状况（李延喜等, 2019; Gold 等, 2020; 柳木华和雷霄, 2020; 薛刚等, 2020），从而提高分析师盈余预测准确性（赵刚等, 2019）、降低公司未来股价崩盘风险以及股价同步性（王木之和李丹, 2019; 史永和李思昊, 2020）、降低债权银行对公司违约风险的估计（姜丽莎等, 2020）。然而，作为文本信息，审计师可能迎合被审计公司减少风险信息披露的需求而在审计报告中披露缺乏实际意义的关键审计事项信息（胡志颖和胡国强, 2021）。因此，有必要将审计报告中关键审计事项段的信息加以细分，分离出其中具有信息含量的内容，考察它对公司债券发行定价的影响。

关键审计事项特质性信息含量能够降低债券投资者评估债券违约风险时的信息不确定性。当投资者不确定公司未来现金流风险时，与一般性披露相比，属于该公司的特质性风险信息披露更有助于投资者降低对公司要求的不确定性溢价（Hope 等, 2016; Heinle 和 Smith, 2017）。因此，更高的特质性信息含量将吸引投资者更加重视关键审计事项信息，并将其纳入公司债券发行定价模型。为识别关键审计事项特质信息含量，本文借鉴 Hanley 和 Hoberg (2010) 的思路对关键审计事项段进行文本分析。Hanley 和 Hoberg (2010) 基于向量空间模型的文本相似度分析方法将 IPO 企业招股说明书信息分解为标准信息和特质性信息，实证检验发现招股说明书中的特质信息含量越高，IPO 定价的准确性越高。标准信息是指能够被同行业其他公司的信息所解释的内容。特质性信息是指能够反应公司个体特征的不能被同行业其他公司信息所解释的内容。孟庆斌等（2017）采用相同的方法对管理层讨论与分析 MD&A 文本内容进行处理，实证检验发现 MD&A 的特质信息含量越高，越能降低信息不对称，从而减少公司对坏消息的囤积。因此，本文认为关键审计事项段中区别于同行业其他公司的特质性信息才是属于真正具有信息含量的内容，更有助于降低信息不对称，从而降低债券发行定价。基于以上分析，本文提出如下研究假设：

H：关键审计事项信息含量越高，公司债券发行定价越低。

四、研究设计

（一）研究样本与数据来源

对于全部 A 股公司而言，新准则要求在针对 2017 财年会计报表的审计报告中首次包含关键审计事项。由于针对 2017 财年会计报表的审计报告于 2018 年发布，债券投资者在 2018 年方能获取 2017 财年的关键审计事项信息，进而在 2018 年进行债券投资时考虑关键审计事项信息。因此，本文实证检验 2017–2018 会计年度审计报告中的关键审计事项信息对 2018–2019 年度非金融上市公司发行的 357 只公司债券定价的影响。关键审计事项信息含量数据通过 Python 编程语言进行文本分析计算得到；公司债券限制性契约条款数据通过手工整理得到；其他数据来自于 CSMAR 数据库。所有连续变量均进行 1% 和 99% 分位数的缩尾处理。

（二）主要变量定义

1. 关键审计事项特质性信息含量的度量

由于同行业的关键审计事项具有相似性（路军和张金丹, 2018），借鉴已有研究的思想（Hanley 和 Hoberg, 2010; Brown 和 Tucker, 2011; 孟庆斌等, 2017），本文将关键审计事项段中与同行业其他公司重复或相似的信息定义为不具有信息含量的内容（标准信息），将区别于同行业其他公司的信息定义为真正具有信息含量的内容（特质性信息）。与标准信息相比，特质性信息才是缓解公司与投资者之间信息不对称的关键。本文基于向量空间模型（VSM），采用某家公司关键审计事项文本内容与同行业其他公司关键审计事项文本内容之间的余弦相似度来衡量关键审计事项的特质性信息含量。应用 python 编程语言计算步骤如下：

（1）通过 jieba 开源分词工具，补充会计专业术语词汇以后对文本内容进行分词。

（2）采用常用的停用词库来剔除文本中的标点符号以及停用词。

（3）考虑到文本中不同词语的重要性不同，计算每一个词语的“词频–逆文本频率” TF-IDF 值，以此来修正仅用词频表示的词特征值。

（4）获取 i 公司 t 年的关键审计事项描述段的词频向量 $List_{1,i,t}$ ，关键审计事项审计应对段的词频向量 $List_{2,i,t}$ ，关键审计事项全部内容的词频向量 $List_{3,i,t}$ 。

（5）获取 n 行业 t 年的关键审计事项描述段的词频向量 $List_{1,n,p,t}$ ，关键审计事项审计应对段的词频向量 $List_{2,n,p,t}$ ，关键审计事项全部内容的词频向量 $List_{3,n,p,t}$ 。

（6）计算 i 公司 t 年的关键审计事项词频向量与同行业其他公司的关键审计事项词频向量之间的余弦值，如公式（1）所示：

$$\text{Similarity} = \cos(\theta) = (List_{i,t} \times List_{n,p,t}) / (\|List_{i,t}\| \times \|List_{n,p,t}\|) \quad (1)$$

本文将 $List_{1,i,t}$ 和 $List_{1,n,p,t}$ ，代入公式（1）计算得到关键审计事项描述段的文本相似度，再乘以 (-1) 得到关键审计事项描述段的信息含量（ $SINF_ENEVT$ ）；将 $List_{2,i,t}$ 和

$List2_{n,p,t}$, 代入公式(1)计算得到关键审计事项审计应对段的文本相似度,再乘以(-1)得到关键审计事项审计应对段的信息含量($SINF_AUDIT$);将 $List3_{i,t}$ 和 $List3_{n,p,t}$,代入公式(1)计算得到关键审计事项总体的文本相似度,再乘以(-1)得到关键审计事项总体的信息含量($SINF_ALL$)。这三个指标值越大,代表*i*公司*t*年的关键审计事项与同行业其他公司的相似度越低,特质信息含量越高。

2. 公司债券发行定价的度量

公司债券发行定价($SPREAD$)是在基准利率(无风险国债利率)的基础上加风险溢价而得到。风险溢价反映了投资者对特定债券的风险评估值,直接体现了公司债券的投资价值,在国债利率一定的情况下,公司债券发行定价的度量可以转换为风险溢价的度量。参考已有研究(方红星等,2013;Gong等,2018;Hu等,2019;杨国超和盘

宇章,2019),本文采用公司债券发行时的票面利率减同期发行的同期限国债利率来衡量公司债券风险溢价。

3. 控制变量

参考已有文献(王雄元和高开娟,2017;Gong等,2018),本文控制如下变量:企业规模($SIZE$)、杠杆率(LEV)、总资产利润率(ROA)、成长性($GROWTH$)、企业性质(SOE)、股权集中度($TOP1$)、独立董事占比($INDEP$)、公司破产风险指数(Z_SCORE)、事务所规模($BIG10$)、债券发行金额($AMOUNT$)、债券发行期限($MATURITY$)、债券是否有担保($COLLATERAL$)、债券是否可回售(PUT)、限制性条款的强度($COVENANTS$)、债券信用评级($RATE$)、承销商声誉($UNDERWRITER$)、关键审计事项数量($NUMBER$)和关键审计事项披露形式($TABLE$)。以上变量定义见表1。

表1

变量定义

变量	变量名称	变量说明
$SPREAD$	债券发行定价	债券发行时的票面利率减同期发行的同期限国债利率
$SINF_EVENT$	关键审计事项描述段信息含量	本公司关键审计事项描述段的内容与同行业其他公司的文本相似度,具体计算方法见正文
$SINF_AUDIT$	关键审计事项审计应对段信息含量	本公司关键审计事项审计应对段的内容与同行业其他公司的文本相似度,具体计算方法见正文
$SINF_TOTAL$	关键审计事项总信息含量	本公司关键审计事项描述段与审计应对段总体内容与同行业其他公司的文本相似度,具体计算方法见正文
$NUMBER$	关键审计事项数量	本公司关键审计事项个数
$TABLE$	关键审计事项披露形式	如果采用表格披露取1,否则取0
$AMOUNT$	债券发行金额	\ln (公司债券发行金额)
$MATURITY$	债券发行期限	\ln (公司债券存续年数)
$COLLATERAL$	债券是否有担保	如果公司债券有担保则取1,否则取0
PUT	债券是否可回售	可回售则取1,否则取0
$COVENANTS$	限制性条款强度	公司债券契约中限制性条款的数量
$RATE$	债券信用评级	AAA、AA+、AA依次赋值为3、2、1
$UNDERWRITER$	承销商声誉	赋值券商评级C=1、CC=2、CCC=3、B=4、BB=5、BBB=6、A=7、AA=8
$BIG10$	事务所规模	如果审计师为前十大会计师事务所则取1,否则取0
$SIZE$	企业规模	\ln (期末总资产)
LEV	杠杆率	期末负债总额/资产总额
ROA	总资产利润率	净利润/期末总资产
$GROWTH$	成长性	(本年营业收入-上一年营业收入)/上一年营业收入
SOE	企业性质	国有企业取值为1,否则为0
$TOP1$	股权集中度	第一大股东持股数量/公司总股数
$INDEP$	独立董事占比	独立董事人数/董事会总人数
Z_SCORE	公司破产风险指数	根据Altman(1968)公式计算

(三) 模型设定

为检验关键审计事项对公司债券发行定价的影响，具体表现为对债券风险溢价的影响，参考已有文献（王雄元和高开娟，2017；Gong 等，2018），本文构建如下 OLS 回归模型：

$$\begin{aligned} SPREAD_{i,t+1} = & \alpha_0 + \alpha_1 SINF_{i,t} + \alpha_2 NUMBER_{i,t} + \alpha_3 TABLE_{i,t} \\ & + \alpha_4 RATE_{i,t+1} + \alpha_5 COLLATERAL_{i,t+1} \\ & + \alpha_6 PUT_{i,t+1} + \alpha_7 COVENANTS_{i,t+1} \\ & + \alpha_8 AMOUNT_{i,t+1} + \alpha_9 MATURITY_{i,t+1} \\ & + \alpha_{10} UNDERWRITER_{i,t+1} + \alpha_{11} SIZE_{i,t} \\ & + \alpha_{12} LEV_{i,t} + \alpha_{13} ROA_{i,t} + \alpha_{14} BIG10_{i,t} \\ & + \alpha_{15} SOE_{i,t} + \alpha_{16} GROWTH_{i,t} + \alpha_{17} Z_SCORE_{i,t} \\ & + \alpha_{18} INDEP_{i,t} + IND + YEAR + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

其中， $SPREAD$ 代表公司债券风险溢价； $SINF$ 代表关键审计事项信息含量，具体包括三个衡量指标，描述段信息含量 ($SINF_EVENT$)、审计应对段信息含量 ($SINF_AUDIT$)、总体信息含量 ($SINF_TOTAL$)。

表 2

主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	25%值	中位数	75%值	最大值
$SPREAD_{t+1}$	357	2.214	1.215	0.498	1.235	1.819	3.328	4.897
$SINF_EVENT_t$	357	-0.608	0.083	-0.806	-0.664	-0.618	-0.554	-0.293
$SINF_AUDIT_t$	357	-0.709	0.143	-0.935	-0.832	-0.712	-0.605	-0.360
$SINF_TOTAL_t$	357	-0.699	0.118	-0.917	-0.799	-0.701	-0.614	-0.417
$NUMBER_t$	357	2.305	0.756	1.000	2.000	2.000	3.000	5.000
$TABLE_t$	357	0.465	0.499	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
$RATE_{t+1}$	357	2.627	0.621	1.000	2.000	3.000	3.000	3.000
$COLLATERAL_{t+1}$	357	0.140	0.348	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
PUT_{t+1}	357	0.599	0.491	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
$COVENANTS_{t+1}$	357	1.277	1.062	0.000	0.000	2.000	2.000	3.000
$AMOUNT_{t+1}$	357	2.164	0.887	0.000	1.609	2.303	2.773	3.912
$MATURITY_{t+1}$	357	1.349	0.312	0.693	1.099	1.386	1.609	2.303
$UNDERWRITER_{t+1}$	357	7.263	0.965	3.000	7.000	8.000	8.000	8.000
$SIZE_t$	357	24.941	1.458	21.571	23.869	25.070	26.100	27.591
LEV_t	357	0.636	0.144	0.265	0.560	0.656	0.744	0.882
ROA_t	357	0.054	0.028	-0.007	0.035	0.046	0.070	0.170
$BIG10_t$	357	0.784	0.412	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
SOE_t	357	0.613	0.488	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
$GROWTH_t$	357	0.248	0.307	-0.412	0.069	0.187	0.341	1.695
Z_SCORE_t	357	0.510	0.408	0.079	0.216	0.364	0.695	2.066
$TOP1_t$	357	0.394	0.160	0.078	0.263	0.400	0.535	0.736
$INDEP_t$	357	0.391	0.068	0.333	0.333	0.364	0.429	0.600

$AUDIT$)、总体信息含量 ($SINF_TOTAL$)；具体变量定义见表 1。若关键审计事项信息含量 ($SINF_EVENT$ 、 $SINF_AUDIT$ 、 $SINF_ALL$) 的系数显著为负，说明关键审计事项信息含量越多，公司债券风险溢价越小（发行定价越低）。

五、实证结果与分析

(一) 描述性统计分析

主要变量的描述性统计结果报告在表 2 中。公司债券发行定价 ($SPREAD$) 的均值和标准差分别为 2.214 和 1.215，说明与国债相比，公司债券存在明显的风险溢价，并且不同公司债券之间的风险溢价存在较大差异。核心解释变量关键审计事项描述段信息含量 ($SINF_EVENT$)、审计应对段信息含量 ($SINF_AUDIT$)、总体信息含量 ($SINF_TOTAL$) 的均值分别为 -0.608、-0.709、-0.699，说明平均而言，我国上市公司的关键审计事项与同行业其他公司的较为相似，并且审计应对段的相似程度高于事项描述段。

(二) 基本回归结果分析

本文采用模型(2)检验关键审计事项信息含量对公司债券发行定价的影响,结果报告在表3中。核心解释变量分别为关键审计事项描述段信息含量(*SINF_EVENT*)、关键审计事项审计应对段信息含量(*SINF_AUDIT*)、关键审计事项总体信息含量(*SINF_TOTAL*)。本文考察的关键审计事项特质信息含量(文本行业相似度)属于关键审计事项的特征之一,而关键审计事项还有数量和披露方式(是否表格披露)等基本特征。如果在回归中忽视这些基本特征,很有可能导致本文捕捉到的关键审计事项特质信息含量对公司债券发行定价的影响实际上是来源于关键审

计事项其他特征。因此,本文在第(1)至(3)列仅控制关键审计事项基本特征变量。回归结果显示*SINF_EVENT*、*SINF_AUDIT*、*SINF_TOTAL*的系数分别为-2.827、-2.361、-3.061,并且均在1%的水平上显著。第(4)至(6)列同时控制公司债券以及发债公司特征变量。回归结果显示,同时控制公司债券以及发债公司特征变量后,*SINF_EVENT*、*SINF_AUDIT*、*SINF_TOTAL*的系数分别为-0.920、-1.304、-1.542,并且分别在10%、1%、1%的水平上显著。以上结果说明关键审计事项特质性信息含量越高,公司债券发行定价越低,支持本文研究假设H。

表3

关键审计事项信息含量对公司债券发行定价的影响

变量	(1) <i>SPREAD_{t+1}</i>	(2) <i>SPREAD_{t+1}</i>	(3) <i>SPREAD_{t+1}</i>	(4) <i>SPREAD_{t+1}</i>	(5) <i>SPREAD_{t+1}</i>	(6) <i>SPREAD_{t+1}</i>
<i>SINF_EVENT_t</i>	-2.827 *** (-4.41)			-0.920 * (-1.85)		
<i>SINF_AUDIT_t</i>		-2.361 *** (-5.35)			-1.304 *** (-3.73)	
<i>SINF_TOTAL_t</i>			-3.061 *** (-5.43)			-1.542 *** (-3.33)
<i>NUMBER_t</i>	-0.020 (-0.25)	0.063 (0.78)	0.018 (0.22)	0.054 (0.82)	0.059 (0.99)	0.045 (0.74)
<i>TABLE_t</i>	-0.466 *** (-3.88)	-0.301 ** (-2.53)	-0.345 *** (-2.98)	-0.068 (-0.68)	0.024 (0.22)	-0.007 (-0.07)
<i>RATE_{t+1}</i>				-0.837 *** (-8.20)	-0.827 *** (-8.53)	-0.832 *** (-8.61)
<i>COLLATERAL_{t+1}</i>				0.664 *** (3.54)	0.641 *** (3.33)	0.658 *** (3.39)
<i>PUT_{t+1}</i>				-0.170 (-1.45)	-0.164 (-1.30)	-0.176 (-1.41)
<i>COVENANTS_{t+1}</i>				-0.015 (-0.35)	-0.010 (-0.22)	-0.014 (-0.31)
<i>AMOUNT_{t+1}</i>				-0.103 (-1.55)	-0.104 (-1.54)	-0.100 (-1.49)
<i>MATURITY_{t+1}</i>				-0.597 *** (-3.62)	-0.584 *** (-3.13)	-0.590 *** (-3.17)
<i>UNDERWRITER_{t+1}</i>				-0.132 *** (-2.84)	-0.127 ** (-2.20)	-0.129 ** (-2.26)

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$SPREAD_{t+1}$	$SPREAD_{t+1}$	$SPREAD_{t+1}$	$SPREAD_{t+1}$	$SPREAD_{t+1}$	$SPREAD_{t+1}$
$SIZE_t$				0.037	0.045	0.041
				(0.61)	(0.78)	(0.72)
LEV_t				2.165 ***	2.019 ***	2.054 ***
				(4.62)	(4.35)	(4.42)
ROA_t				-0.946	-0.840	-0.615
				(-0.54)	(-0.51)	(-0.38)
$BIG10_t$				-0.187	-0.195 *	-0.202 *
				(-1.64)	(-1.71)	(-1.75)
SOE_t				-1.048 ***	-1.008 ***	-1.009 ***
				(-9.19)	(-7.19)	(-7.19)
$GROWTH_t$				0.183	0.289	0.260
				(1.15)	(1.52)	(1.40)
Z_SCORE_t				-0.371 ***	-0.437 ***	-0.428 ***
				(-2.68)	(-3.99)	(-3.95)
$TOP1_t$				0.097	-0.035	0.028
				(0.29)	(-0.11)	(0.08)
$INDEP_t$				-0.347	-0.359	-0.354
				(-0.48)	(-0.48)	(-0.47)
Constant	0.675	1.031	0.516	4.833 ***	4.411 ***	4.298 ***
	(0.74)	(0.77)	(0.38)	(3.35)	(3.15)	(2.99)
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	375	357	375	357	375	357
Adj_R2	0.214	0.220	0.224	0.625	0.635	0.634

注: *、**、*** 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平上显著; 括号内为由稳健标准误计算得到的 t 值, 下表同。

(三) 稳健性检验

第一, 本文基本回归分析中得到的关键审计事项信息含量降低公司债券发行定价的结论可能源于遗漏变量的驱动。可能存在某些遗漏变量既影响了关键审计事项信息含量, 又影响了公司债券发行定价。对此, 本文采用工具变量法。具体地, 本文选择签字注册会计师教育背景 ($EDUCATION$) 作为工具变量。Gul 等 (2013) 研究发现审计师的教育背景不仅影响审计师的知识储备, 还影响其价值判断, 从而影响审计师出具的审计报告质量。关键审计事项段作为审计报告的重要组成部分, 其信息含量必然会受签字注册会计师个人教育背景的影响。然而审计师个体教育

背景不会对公司债券发行定价产生直接影响。参考已有文献 (Gong 等, 2019), 本文采用签字注册会计师毕业学校的层次 (原“985”工程学校、“211”工程学校、其他学校) 来衡量其教育背景, 依次赋值为 3、2、1。

由表 4 第 (1) 至 (3) 列可见, 签字注册会计师教育背景 ($EDUCATION$) 的系数显著为正, 说明签字注册会计师教育背景越好, 其出具的审计报告中的关键审计事项信息含量越高。工具变量有效性检验结果表明不存在弱工具变量问题。由第一阶段拟合得到的关键审计事项信息含量的系数仍然显著为负, 说明在采用工具变量法控制遗漏变量导致的内生性问题后, 本文研究结论依然成立。

表4

工具变量回归结果

变量	第一阶段			第二阶段		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>SINF_EVENT_t</i>	<i>SINF_AUDIT_t</i>	<i>SINF_TOTAL_t</i>	<i>SPREAD_{t+1}</i>	<i>SPREAD_{t+1}</i>	<i>SPREAD_{t+1}</i>
<i>EDUCATION_t</i>	0.031 *** (4.48)	0.038 *** (4.53)	0.035 *** (5.41)			
<i>SINF_EVENT_t</i>				-4.009 ** (-2.41)		
<i>SINF_AUDIT_t</i>					-3.224 ** (-2.47)	
<i>SINF_TOTAL_t</i>						-3.599 *** (-2.64)
<i>NUMBER_t</i>	-0.055 *** (-7.34)	-0.037 *** (-4.31)	-0.042 *** (-5.89)	-0.062 (-0.66)	0.022 (0.33)	0.003 (0.04)
<i>TABLE_t</i>	-0.019 (-1.63)	0.058 *** (4.57)	0.032 *** (3.08)	-0.145 (-1.12)	0.090 (0.88)	0.044 (0.44)
<i>RATE_{t+1}</i>	-0.007 (-0.55)	0.005 (0.35)	-0.000 (-0.03)	-0.825 *** (-7.90)	-0.739 *** (-6.89)	-0.793 *** (-7.57)
<i>COLLATERAL_{t+1}</i>	0.035 (1.45)	0.006 (0.20)	0.014 (0.55)	0.712 *** (3.28)	0.512 ** (2.48)	0.619 *** (3.00)
<i>PUT_{t+1}</i>	-0.008 (-0.61)	-0.001 (-0.03)	-0.010 (-0.74)	-0.223 * (-1.68)	-0.187 (-1.40)	-0.221 * (-1.70)
<i>COVENANTS_{t+1}</i>	-0.002 (-0.53)	-0.002 (-0.35)	-0.002 (-0.30)	-0.022 (-0.48)	-0.028 (-0.68)	-0.018 (-0.42)
<i>AMOUNT_{t+1}</i>	0.009 (1.17)	0.010 (0.98)	0.009 (1.16)	-0.071 (-1.02)	-0.078 (-1.13)	-0.072 (-1.05)
<i>MATURITY_{t+1}</i>	-0.001 (-0.09)	0.006 (0.25)	-0.003 (-0.15)	-0.505 *** (-2.71)	-0.481 ** (-2.52)	-0.522 *** (-2.82)
<i>UNDERWRITER_{t+1}</i>	0.003 (0.59)	0.006 (0.92)	0.002 (0.35)	-0.127 ** (-2.25)	-0.107 ** (-1.99)	-0.131 ** (-2.44)
<i>SIZE_t</i>	-0.007 (-1.05)	-0.003 (-0.31)	-0.004 (-0.52)	0.018 (0.29)	0.020 (0.36)	0.031 (0.53)
<i>LEV_t</i>	-0.033 (-0.61)	-0.129 * (-1.96)	-0.088 (-1.42)	1.514 *** (3.12)	1.216 ** (2.44)	1.363 *** (2.79)

续表

变量	第一阶段			第二阶段		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$SINF_EVENT_t$	$SINF_AUDIT_t$	$SINF_TOTAL_t$	$SPREAD_{t+1}$	$SPREAD_{t+1}$	$SPREAD_{t+1}$
ROA_t	0.585 *** (2.62)	0.818 *** (3.24)	0.738 *** (3.57)	-0.404 (-0.20)	-0.129 (-0.06)	-0.065 (-0.03)
$BIG10_t$	-0.004 (-0.25)	-0.023 (-1.54)	-0.029 ** (-2.12)	-0.230 * (-1.80)	-0.265 ** (-2.41)	-0.317 *** (-2.76)
SOE_t	0.021 (1.60)	0.023 (1.38)	0.021 (1.54)	-0.996 *** (-7.03)	-0.998 *** (-7.27)	-1.008 *** (-7.32)
$GROWTH_t$	-0.034 * (-1.82)	0.069 ** (2.29)	0.035 (1.64)	0.086 (0.43)	0.481 ** (2.23)	0.351 * (1.78)
Z_SCORE_t	0.007 (0.50)	-0.036 *** (-2.62)	-0.018 * (-1.71)	-0.192 * (-1.69)	-0.360 *** (-3.13)	-0.290 *** (-2.76)
$TOP1_t$	0.082 ** (2.19)	-0.054 (-1.26)	-0.011 (-0.30)	0.194 (0.56)	-0.297 (-0.91)	-0.176 (-0.55)
$INDEP_t$	-0.065 (-0.75)	-0.055 (-0.59)	-0.047 (-0.58)	-0.533 (-0.62)	0.075 (0.12)	-0.439 (-0.59)
Constant	-0.378 (-1.61)	-0.462 * (-1.93)	-0.455 ** (-2.10)	2.340 (1.13)	2.471 (1.30)	2.294 (1.17)
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	357	357	357	357	357	357
Adj_R2	0.397	0.411	0.481	0.563	0.595	0.599
Cragg -Donald Wald F-statistic	21.579	18.932	26.016			
Stock and Yogo (2005) weak ID test critical value	16.380	16.380	16.380			

第二，控制会计师事务所固定效应。每家会计师事务所都有其独特的内部工作规则，指导和规范审计师对审计准则和会计准则的应用。不同会计师事务所的审计风格可能存在系统性差异（Francis 等, 2014; 王向前和胡杰武, 2020）。因此，本文结论捕捉到的效应可能源于不同会计师事务所之间审计风格的系统性差异。为此，参考 Abdelfattah 等（2021）的方法，本文在基准模型（2）的基础上控制会计师事务所固定效应，以控制审计风格差异的影响。回归结果如表 5 所示， $SINF_EVENT$ 、 $SINF_AUDIT$ 、 $SINF_TOTAL$ 的系数依然显著为负，本文研究结论仍然

成立。

表 5 稳健性检验：控制会计师事务所固定效应

变量	(1)	(2)	(3)
	$SPREAD_{t+1}$	$SPREAD_{t+1}$	$SPREAD_{t+1}$
$SINF_EVENT_t$	-1.524 * (-1.82)		
$SINF_AUDIT_t$		-1.152 ** (-2.19)	

续表

变量	(1) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(2) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(3) <i>SPREAD</i> _{t+1}
<i>SINF_TOTAL</i> _t		-1.488 ** (-2.21)	
<i>NUMBER</i> _t	0.033 (0.40)	0.042 (0.46)	0.025 (0.29)
<i>TABLE</i> _t	0.066 (0.24)	0.090 (0.33)	0.166 (0.65)
<i>RATE</i> _{t+1}	-0.825 *** (-6.28)	-0.814 *** (-6.27)	-0.804 *** (-6.04)
<i>COLLATERAL</i> _{t+1}	0.617 ** (2.40)	0.520 ** (2.05)	0.485 * (1.83)
<i>PUT</i> _{t+1}	-0.212 (-1.56)	-0.199 (-1.52)	-0.211 (-1.57)
<i>COVENANTS</i> _{t+1}	-0.011 (-0.19)	0.001 (0.02)	-0.007 (-0.13)
<i>AMOUNT</i> _{t+1}	-0.082 (-1.14)	-0.091 (-1.28)	-0.080 (-1.14)
<i>MATURITY</i> _{t+1}	-0.358 * (-1.82)	-0.407 ** (-2.10)	-0.399 ** (-2.09)
<i>UNDERWRITER</i> _{t+1}	-0.136 * (-1.85)	-0.127 * (-1.77)	-0.119 * (-1.78)
<i>SIZE</i> _t	0.068 (0.80)	0.085 (1.01)	0.085 (1.02)
<i>LEV</i> _t	2.161 *** (3.07)	1.984 *** (2.72)	1.764 *** (2.71)
<i>ROA</i> _t	-2.736 (-1.27)	-2.841 (-1.40)	-3.209 (-1.63)
<i>BIG10</i> _t	-0.228 (-0.51)	-0.252 (-0.61)	-0.310 (-0.79)
<i>SOE</i> _t	-1.005 *** (-5.78)	-0.971 *** (-5.27)	-0.963 *** (-5.38)
<i>GROWTH</i> _t	0.269 (1.15)	0.412 (1.55)	0.438 * (1.68)
<i>Z_SCORE</i> _t	-0.339 ** (-2.14)	-0.410 ** (-2.59)	-0.339 ** (-2.25)

续表

变量	(1) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(2) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(3) <i>SPREAD</i> _{t+1}
<i>TOP1</i> _t	-0.016 (-0.03)	-0.174 (-0.36)	-0.214 (-0.46)
<i>INDEP</i> _t	-0.286 (-0.30)	-0.091 (-0.10)	-0.020 (-0.02)
Constant	2.700 (1.44)	2.452 (1.31)	2.108 (1.12)
Year	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES
Audit firm	YES	YES	YES
Observations	355	355	355
Adj_R2	0.688	0.687	0.690

第三，本部分为同一年内发行多支债券的公司仅保留其当年发行的最后一只债券，重新回归模型（2）。回归结果如表6所示，关键审计事项信息含量与公司债券发行定价依然显著负相关，本文研究结论仍然成立。

表6 稳健性检验：仅保留当年度最新发行的一支公司债券

变量	(1) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(2) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(3) <i>SPREAD</i> _{t+1}
<i>SINF_EVENT</i> _t	-1.028 * (-1.71)		
<i>SINF_AUDIT</i> _t		-1.429 *** (-2.89)	
<i>SINF_TOTAL</i> _t			-1.870 *** (-3.08)
<i>NUMBER</i> _t	-0.047 (-0.55)	-0.045 (-0.59)	-0.066 (-0.83)
<i>TABLE</i> _t	-0.051 (-0.37)	0.049 (0.35)	0.025 (0.18)
<i>RATE</i> _{t+1}	-0.861 *** (-7.71)	-0.855 *** (-7.49)	-0.861 *** (-7.63)
<i>COLLATERAL</i> _{t+1}	0.953 *** (4.19)	0.936 *** (4.04)	0.968 *** (4.15)

续表

变量	(1) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(2) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(3) <i>SPREAD</i> _{t+1}
<i>PUT</i> _{t+1}	-0.207 (-1.16)	-0.240 (-1.36)	-0.250 (-1.44)
<i>COVENANTS</i> _{t+1}	-0.007 (-0.12)	0.003 (0.06)	0.002 (0.04)
<i>AMOUNT</i> _{t+1}	-0.116 (-1.21)	-0.096 (-1.02)	-0.094 (-1.00)
<i>MATURITY</i> _{t+1}	-0.450* (-1.93)	-0.419* (-1.83)	-0.428* (-1.88)
<i>UNDERWRITER</i> _{t+1}	-0.106 (-1.47)	-0.114 (-1.54)	-0.116 (-1.62)
<i>SIZE</i> _t	0.186** (2.28)	0.198** (2.46)	0.195** (2.44)
<i>LEV</i> _t	1.714*** (2.91)	1.480** (2.42)	1.530** (2.54)
<i>ROA</i> _t	-2.306 (-1.17)	-2.531 (-1.32)	-2.183 (-1.15)
<i>BIG10</i> _t	-0.146 (-1.07)	-0.181 (-1.32)	-0.183 (-1.33)
<i>SOE</i> _t	-0.975*** (-5.47)	-0.971*** (-5.46)	-0.955*** (-5.35)
<i>GROWTH</i> _t	0.078 (0.36)	0.195 (0.84)	0.159 (0.71)
<i>Z_SCORE</i> _t	-0.332** (-2.19)	-0.379** (-2.42)	-0.396** (-2.57)
<i>TOP1</i> _t	-0.015 (-0.04)	-0.197 (-0.49)	-0.150 (-0.38)
<i>INDEP</i> _t	-0.684 (-0.73)	-0.491 (-0.54)	-0.544 (-0.59)
Constant	1.862 (1.00)	1.337 (0.70)	1.192 (0.63)
Year	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES
Observations	211	211	211
Adj_R2	0.626	0.635	0.637

六、进一步分析

(一) 审计师专业胜任能力、关键审计事项信息含量与公司债券发行定价

本部分考察审计师专业胜任能力对关键审计事项信息含量与公司债券发行定价之间关系的影响。专业胜任能力更强的审计师能够更好地识别出关键审计事项，并且在审计报告中陈述关键审计事项的选择原因及采取的审计应对措施时能够更好地结合被审计公司的具体情况（陈丽红等，2021）。因此，本文预期，由专业胜任能力更强的审计师提供的关键审计事项特质性信息含量更高，从而能够在更大程度上降低公司债券发行定价。

参考已有研究（陈丽红等，2021），本文采用审计师行业专长（*MS*）来衡量审计师专业胜任能力，具体由基于审计费用的行业市场份额法计算得到。该市场份额越大，代表签字注册会计师的专业胜任能力越强。表7报告的结果显示，交乘项 *SINF_EVENT* × *MS*、*SINF_AUDIT* × *MS*、*SINF_TOTAL* × *MS* 的系数分别为 -1.090、-0.429、-0.903，并且至少在 10% 的水平上显著。以上结果支持本文预期，审计师专业胜任能力越强，关键审计事项信息含量对公司债券发行定价的降低作用更强。

表7 审计师专业胜任能力、关键审计事项信息含量与公司债券发行定价

变量	(1) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(2) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(3) <i>SPREAD</i> _{t+1}
<i>SINF_EVENT</i> _t	-0.948* (-1.83)		
<i>SINF_EVENT</i> _t × <i>MS</i> _t	-1.090*** (-2.75)		
<i>SINF_AUDIT</i> _t		-1.203*** (-3.49)	
<i>SINF_AUDIT</i> _t × <i>MS</i> _t		-0.429* (-1.82)	
<i>SINF_TOTAL</i> _t			-1.527*** (-3.35)
<i>SINF_TOTAL</i> _t × <i>MS</i> _t			-0.903*** (-2.89)
<i>MS</i> _t	-0.130*** (-2.82)	-0.082** (-2.48)	-0.115*** (-3.80)
<i>NUMBER</i> _t	0.101* (1.74)	0.103* (1.76)	0.101* (1.73)

续表

变量	(1)	(2)	(3)
	$SPREAD_{t+1}$	$SPREAD_{t+1}$	$SPREAD_{t+1}$
$TABLE_t$	-0.114 (-1.11)	0.004 (0.04)	-0.046 (-0.45)
$RATE_{t+1}$	-0.880 *** (-8.91)	-0.875 *** (-8.69)	-0.870 *** (-8.66)
$COLLATERAL_{t+1}$	0.759 *** (3.86)	0.793 *** (3.91)	0.793 *** (3.89)
PUT_{t+1}	-0.222 * (-1.83)	-0.194 (-1.59)	-0.219 * (-1.79)
$COVENANTS_{t+1}$	-0.009 (-0.21)	-0.016 (-0.37)	-0.014 (-0.33)
$AMOUNT_{t+1}$	-0.133 ** (-2.02)	-0.113 * (-1.71)	-0.114 * (-1.75)
$MATURITY_{t+1}$	-0.427 ** (-2.48)	-0.412 ** (-2.37)	-0.407 ** (-2.39)
$UNDERWRITER_{t+1}$	-0.108 ** (-2.00)	-0.106 * (-1.93)	-0.099 * (-1.83)
$SIZE_t$	0.118 ** (1.99)	0.122 ** (2.04)	0.123 ** (2.07)
LEV_t	1.882 *** (4.41)	1.750 *** (4.03)	1.781 *** (4.15)
ROA_t	-1.955 (-1.25)	-1.958 (-1.29)	-1.937 (-1.29)
$BIG10$	-0.150 (-1.28)	-0.219 * (-1.90)	-0.197 * (-1.69)
SOE_t	-1.096 *** (-8.30)	-1.055 *** (-7.89)	-1.059 *** (-7.92)
$GROWTH_t$	0.248 (1.45)	0.341 * (1.83)	0.312 * (1.73)
Z_SCORE_t	-0.208 ** (-2.07)	-0.217 ** (-2.23)	-0.210 ** (-2.18)
$TOP1_t$	0.079 (0.23)	-0.052 (-0.16)	-0.006 (-0.02)

续表

变量	(1)	(2)	(3)
	$SPREAD_{t+1}$	$SPREAD_{t+1}$	$SPREAD_{t+1}$
$INDEP_t$	0.114 (0.16)	-0.016 (-0.02)	0.142 (0.20)
Constant	2.793 ** (2.13)	2.825 ** (2.25)	2.655 ** (2.11)
Year	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES
Observations	357	357	357
Adj_R2	0.642	0.642	0.645

(二) 审计师独立性、关键审计事项信息含量与公司债券发行定价

本部分考察在不同审计师独立性情境下，关键审计事项信息含量对公司债券发行定价影响的差异性。由于关键审计事项取自于与被审计公司沟通过的事项，审计师独立性必然会影响关键审计事项的选取与报告。审计师独立性越低，其隐瞒已经发现的重大错报事项和重大风险事项的可能性越高，导致关键审计事项的信息含量较低。因此，本文预期，关键审计事项信息含量对公司债券发行定价的降低作用在审计师独立性较低时被削弱，而在审计师独立性较高时得到加强。

参考已有研究（吕伟和于旭辉，2009），本文采用客户经济依赖程度衡量审计师独立性，具体计算方法为被审计公司资产占该会计师事务所同一年内所审计的所有公司的资产总和的比重（CI）。该比重值越大，代表审计师独立性越低。表8报告的结果显示，交乘项 $SINF_EVENT \times CI$ 、 $SINF_AUDIT \times CI$ 、 $SINF_TOTAL \times CI$ 的系数分别为 2.956、1.870、2.298，并且均在 5% 的水平上显著。以上结果支持本文预期，审计师独立性越高，关键审计事项信息含量越高，从而能够在更大程度上降低公司债券发行定价。

表8 审计师独立性、关键审计事项信息含量与公司债券发行定价

变量	(1)	(2)	(3)
	$SPREAD_{t+1}$	$SPREAD_{t+1}$	$SPREAD_{t+1}$
$SINF_EVENT_t$	-1.077 * (-1.92)		
$SINF_EVENT_t \times CI_t$	2.956 ** (2.05)		

续表

变量	(1) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(2) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(3) <i>SPREAD</i> _{t+1}
<i>SINF_AUDIT</i> _t		-1. 211 *** (-3. 54)	
<i>SINF_AUDIT</i> _t × <i>CI</i> _t		1. 870 ** (2. 15)	
<i>SINF_TOTAL</i> _t			-1. 441 *** (-3. 16)
<i>SINF_TOTAL</i> _t × <i>CI</i> _t			2. 298 ** (2. 22)
<i>CI</i> _t	-0. 166 (-0. 69)	-0. 134 (-0. 55)	-0. 143 (-0. 59)
<i>NUMBER</i> _t	0. 063 (1. 00)	0. 078 (1. 30)	0. 064 (1. 06)
<i>TABLE</i> _t	-0. 027 (-0. 27)	0. 055 (0. 54)	0. 028 (0. 28)
<i>RATE</i> _{t+1}	-0. 866 *** (-8. 88)	-0. 844 *** (-8. 64)	-0. 851 *** (-8. 70)
<i>COLLATERAL</i> _{t+1}	0. 661 *** (3. 39)	0. 645 *** (3. 26)	0. 652 *** (3. 28)
<i>PUT</i> _{t+1}	-0. 173 (-1. 37)	-0. 147 (-1. 16)	-0. 167 (-1. 34)
<i>COVENANTS</i> _{t+1}	-0. 008 (-0. 17)	-0. 006 (-0. 14)	-0. 008 (-0. 18)
<i>AMOUNT</i> _{t+1}	-0. 094 (-1. 38)	-0. 101 (-1. 47)	-0. 097 (-1. 40)
<i>MATURITY</i> _{t+1}	-0. 583 *** (-3. 16)	-0. 595 *** (-3. 19)	-0. 592 *** (-3. 19)
<i>UNDERWRITER</i> _{t+1}	-0. 130 ** (-2. 30)	-0. 124 ** (-2. 18)	-0. 126 ** (-2. 24)
<i>SIZE</i> _t	0. 048 (0. 84)	0. 063 (1. 09)	0. 058 (1. 00)
<i>LEV</i> _t	1. 950 *** (4. 54)	1. 797 *** (4. 12)	1. 827 *** (4. 19)
<i>ROA</i> _t	-1. 713 (-1. 02)	-1. 510 (-0. 95)	-1. 423 (-0. 89)

续表

变量	(1) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(2) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(3) <i>SPREAD</i> _{t+1}
<i>BIG10</i> _t	-0. 252 (-1. 56)	-0. 279 * (-1. 76)	-0. 279 * (-1. 74)
<i>SOE</i> _t	-1. 026 *** (-7. 47)	-0. 967 *** (-6. 87)	-0. 977 *** (-6. 93)
<i>GROWTH</i> _t	0. 227 (1. 26)	0. 305 (1. 51)	0. 291 (1. 49)
<i>Z_SCORE</i> _t	-0. 199 ** (-1. 99)	-0. 259 *** (-2. 59)	-0. 239 ** (-2. 42)
<i>TOP1</i> _t	-0. 060 (-0. 19)	-0. 243 (-0. 78)	-0. 187 (-0. 60)
<i>INDEP</i> _t	-0. 436 (-0. 58)	-0. 528 (-0. 72)	-0. 512 (-0. 69)
Constant	5. 207 *** (4. 21)	4. 955 *** (4. 07)	5. 101 *** (4. 22)
Year	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES
Observations	357	357	357
Adj_R2	0. 625	0. 632	0. 630

(三) 关键审计事项信息含量对公司债券发行定价的影响渠道检验

虽然前文实证检验发现关键审计事项信息含量降低了公司债券发行定价，但是其中的具体影响渠道仍不明确。正如在前文假设推导中所讨论的，关键审计事项特质信息含量能够降低信息不对称，进而降低公司债券发行定价。为此，本文借鉴 Baron 和 Kenny (1986) 的中介效应检验模型，考察信息不对称在关键审计事项特质信息含量降低公司债券发行定价中发挥的中介效应。

具体地，参考现有研究 (蔡春等, 2019; 姚立杰等, 2020)，本文选择分析师跟踪数量 (*ANALYST*) 来衡量信息不对称。中介效应检验结果报告在表 9。在列 (1) – (3) 中，*SINF_EVENT*、*SINF_AUDIT*、*SINF_TOTAL* 的系数显著为正，说明关键审计事项特质信息含量降低了公司内外部间的信息不对称程度。在列 (4) – (5) 中，中介变量 *ANALYST* 的系数显著为负，同时自变量 *SINF_EVENT*、*SINF_AUDIT*、*SINF_TOTAL* 的系数仍然显著为负，并且 Sobel Z 检验均在 5% 的统计水平上显著。以上结果表明，信息不对称在关键审计事项信息含量对公司债券发行定价的影响中发挥部分中介作用。

表9

关键审计事项信息含量对公司债券发行定价的影响渠道检验

变量	(1) <i>ANALYST</i> _{t+1}	(2) <i>ANALYST</i> _{t+1}	(3) <i>ANALYST</i> _{t+1}	(4) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(5) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(6) <i>SPREAD</i> _{t+1}
<i>SINF_EVENT</i> _t	2.747*** (3.08)			-1.360** (-2.18)		
<i>SINF_AUDIT</i> _t		0.907* (1.78)			-1.399*** (-3.54)	
<i>SINF_TOTAL</i> _t			1.273** (1.99)			-1.830*** (-3.56)
<i>ANALYST</i> _{t+1}				-0.098* (-1.68)	-0.104** (-2.21)	-0.090** (-1.99)
<i>NUMBER</i> _t	0.013 (0.13)	-0.106 (-1.12)	-0.055 (-0.66)	0.011 (0.16)	0.088 (1.35)	0.087 (1.33)
<i>TABLE</i> _t	0.375*** (2.67)	0.183 (1.24)	0.293** (2.02)	-0.075 (-0.63)	0.042 (0.38)	-0.033 (-0.32)
<i>RATE</i> _{t+1}	-0.338** (-2.16)	-0.208 (-1.23)	-0.326** (-2.11)	-0.795*** (-5.87)	-0.807*** (-6.87)	-0.715*** (-6.37)
<i>COLLATERAL</i> _{t+1}	0.678** (2.01)	0.537 (1.64)	0.582* (1.70)	0.651*** (2.66)	0.642*** (2.88)	0.442** (2.04)
<i>PUT</i> _{t+1}	-0.230 (-1.48)	-0.248 (-1.59)	-0.219 (-1.45)	-0.328*** (-2.91)	-0.266** (-2.16)	-0.241* (-1.95)
<i>COVENANTS</i> _{t+1}	-0.000 (-0.00)	-0.041 (-0.66)	0.049 (0.74)	0.009 (0.18)	0.020 (0.45)	0.012 (0.26)
<i>AMOUNT</i> _{t+1}	0.086 (0.91)	0.111 (1.19)	0.090 (0.95)	-0.079 (-1.08)	-0.063 (-0.88)	-0.018 (-0.25)
<i>MATURITY</i> _{t+1}	0.185 (1.01)	0.239 (1.21)	0.145 (0.77)	-0.377** (-2.41)	-0.383** (-2.28)	-0.455*** (-2.75)
<i>UNDERWRITER</i> _{t+1}	-0.095 (-1.35)	-0.082 (-1.18)	-0.087 (-1.30)	-0.102 (-1.43)	-0.078 (-1.46)	-0.085 (-1.62)
<i>SIZE</i> _t	0.672*** (8.81)	0.632*** (9.00)	0.657*** (8.98)	0.042 (0.59)	0.036 (0.50)	-0.025 (-0.36)
<i>LEV</i> _t	-0.648 (-0.75)	-1.113 (-1.47)	-1.015 (-1.18)	2.234*** (3.84)	2.066*** (3.65)	1.925*** (3.76)
<i>ROA</i> _t	9.274*** (4.17)	9.274*** (4.05)	9.211*** (3.90)	0.062 (0.03)	0.121 (0.06)	0.769 (0.41)
<i>BIG10</i> _t	-0.085 (-0.44)	-0.083 (-0.42)	-0.076 (-0.39)	-0.183 (-1.30)	-0.136 (-1.06)	-0.119 (-0.94)

续表

变量	(1) <i>ANALYST</i> _{t+1}	(2) <i>ANALYST</i> _{t+1}	(3) <i>ANALYST</i> _{t+1}	(4) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(5) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(6) <i>SPREAD</i> _{t+1}
<i>SOE</i> _t	-1.095 *** (-5.64)	-1.096 *** (-5.62)	-0.999 *** (-5.11)	-1.115 *** (-7.39)	-1.144 *** (-8.45)	-1.134 *** (-8.72)
<i>GROWTH</i> _t	0.269 (1.09)	0.239 (0.98)	0.254 (1.03)	0.432 ** (2.24)	0.605 *** (3.33)	0.531 *** (2.96)
<i>Z_SCORE</i> _t	0.461 *** (2.80)	0.499 *** (2.66)	0.466 *** (3.09)	-0.345 *** (-2.86)	-0.262 ** (-1.98)	-0.335 *** (-3.03)
<i>TOP1</i> _t	0.317 (0.64)	0.565 (1.22)	0.357 (0.79)	-0.080 (-0.20)	-0.322 (-0.94)	-0.200 (-0.61)
<i>INDEP</i> _t	1.872 ** (1.99)	1.863 ** (1.98)	3.163 *** (3.34)	0.163 (0.19)	0.657 (0.90)	0.452 (0.66)
Constant	-10.437 *** (-6.23)	-10.578 *** (-7.09)	-11.021 *** (-6.59)	4.085 *** (2.74)	3.468 ** (2.35)	4.625 *** (3.11)
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	294	294	294	294	294	294
Adj_R2	0.463	0.422	0.466	0.663	0.665	0.653
Sobel Z	-	-	-	-2.273 **	-2.067 **	-2.287 **

(四) 考虑关键审计事项类型的影响

本文进一步考察公司债券投资者对不同类型的关键审计事项是否给予了不同的关注程度。在我国审计实践中，最频繁被确认为关键审计事项的是收入确认、各类资产减值和关联交易。依据委托代理理论，股东有动机和能力侵占债权人的合法权益，最极端的情况是股东转移走公司全部资产而给债权人留下空壳（Jensen 和 Meckling, 1976; Smith 和 Warner, 1979）。关联交易是股东最常用的掏空公司的手段（王彦超和姜国华, 2016; 窦欢和陆正飞, 2017）。因此，本文预期关联交易类关键审计事项信息含量对公司债券发行定价的降低作用更强。

为检验该预期，本文设定收入确认类事项哑变量（*REVENUE*）、资产减值类事项哑变量（*IMPAIRMENT*）、关联交易类事项哑变量（*RPT*）。在基本回归模型（2）的基础上分别加入交乘项 *SINF_TOTAL*×*REVENUE*、*SINF_TOTAL*×*IMPAIRMENT*、*SINF_TOTAL*×*RPT*。表 10 报告的回归结果显示，只有 *SINF_TOTAL*×*RPT* 的系数显著为负，说明审计师在审计报告中提供与关联交易相关的具有特质信息含量的内容，能在更大程度上降低债券投资者对公司债券违约风险的评估。

表 10 考虑关键审计事项类型影响的检验结果

变量	(1) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(2) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(3) <i>SPREAD</i> _{t+1}
<i>REVENUE</i> _t	0.047 (0.40)		
<i>SINF_TOTAL</i> ×	-1.019		
<i>REVENUE</i> _t	(-1.22)		
<i>IMPAIRMENT</i> _t		-0.155 (-1.29)	
<i>SINF_TOTAL</i> ×		1.127	
<i>IMPAIRMENT</i> _t		(1.29)	
<i>RPT</i> _t			0.538 *** (3.83)
<i>SINF_TOTAL</i> ×			-3.462 *** (-2.97)
<i>SINF_TOTAL</i> _t	-0.985 (-1.51)	-2.227 *** (-2.88)	-0.673 (-1.57)

续表

变量	(1) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(2) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(3) <i>SPREAD</i> _{t+1}
<i>NUMBER</i> _t	0.060 (0.96)	0.078 (1.21)	0.015 (0.26)
<i>TABLE</i> _t	-0.025 (-0.24)	-0.040 (-0.38)	-0.021 (-0.22)
<i>RATE</i> _{t+1}	-0.819 *** (-8.10)	-0.819 *** (-8.39)	-0.823 *** (-8.67)
<i>COLLATERAL</i> _{t+1}	0.666 *** (3.32)	0.634 *** (3.34)	0.639 *** (3.51)
<i>PUT</i> _{t+1}	-0.183 (-1.47)	-0.180 (-1.39)	-0.206 * (-1.66)
<i>COVENANTS</i> _{t+1}	-0.016 (-0.37)	-0.009 (-0.20)	-0.016 (-0.37)
<i>AMOUNT</i> _{t+1}	-0.092 (-1.33)	-0.094 (-1.42)	-0.088 (-1.42)
<i>MATURITY</i> _{t+1}	-0.579 *** (-3.10)	-0.596 *** (-3.20)	-0.607 *** (-3.34)
<i>UNDERWRITER</i> _{t+1}	-0.121 ** (-2.11)	-0.117 ** (-2.10)	-0.109 ** (-2.00)
<i>SIZE</i> _t	0.028 (0.48)	0.016 (0.28)	0.026 (0.44)
<i>LEV</i> _t	2.091 *** (4.45)	2.220 *** (4.57)	2.175 *** (4.84)
<i>ROA</i> _t	-0.325 (-0.19)	-0.438 (-0.26)	-0.993 (-0.61)
<i>BIG10</i> _t	-0.185 (-1.56)	-0.155 (-1.34)	-0.240 ** (-2.19)
<i>SOE</i> _t	-1.000 *** (-7.07)	-1.028 *** (-7.43)	-1.074 *** (-7.89)
<i>GROWTH</i> _t	0.260 (1.37)	0.222 (1.20)	0.306 * (1.76)
<i>Z_SCORE</i> _t	-0.375 *** (-3.83)	-0.392 *** (-3.87)	-0.311 *** (-3.02)
<i>TOP1</i> _t	0.053 (0.16)	-0.045 (-0.13)	0.089 (0.29)
<i>INDEP</i> _t	-0.491 (-0.66)	-0.547 (-0.74)	-0.154 (-0.21)

续表

变量	(1) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(2) <i>SPREAD</i> _{t+1}	(3) <i>SPREAD</i> _{t+1}
Constant	5.465 *** (4.20)	6.041 *** (4.69)	5.601 *** (4.45)
Year	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES
Observations	357	357	357
Adj_R2	0.633	0.635	0.669

七、研究结论与启示

本文以我国 A 股非金融业上市公司发行的公司债券为样本，采用文本分析方法计算得到的文本相似度衡量关键审计事项特性信息含量，并考察其对公司债券发行定价的影响。结果发现：第一，关键审计事项信息含量对公司债券投资者的决策有积极作用，具体表现为以文本相似度衡量的关键审计事项信息含量越高，债券投资者在评估债券信用风险时感知到的信息不确定性越低，从而要求较低的风险溢价。采用工具变量方法控制内生性后，研究结论亦成立。第二，较强的审计师专业胜任能力和较高的独立性能够增强关键审计事项信息含量对公司债券发行定价的降低作用。第三，信息不对称的缓解是关键审计事项信息含量降低公司债券发行定价的具体影响渠道。第四，进一步细分关键审计事项类型，关联交易类关键审计事项信息含量发挥的降低作用更强。

本文将关键审计事项的研究从整体存在与否层面深入到在公司之间横向比较后真正具有信息含量的内容，推进了关键审计事项沟通价值的研究。本文研究发现关键审计事项信息含量降低了公司债券发行定价，说明公司债券投资者在评估公司债券违约风险和投资价值时考虑了关键审计事项信息含量。由此建议审计准则制定机构进一步要求审计师更加充分地结合被审计公司的具体情况来报告关键审计事项，为信息使用者提供更丰富的基于审计师视角的公司个性化信息。

主要参考文献

- 蔡春, 黄昊, 赵玲. 2019. 高铁开通降低审计延迟的效果及机制研究. 会计研究, 6: 72~78
- 陈超, 李榕伊. 2014. 债券融资成本与债券契约条款设计. 金融研究, 1: 44~57
- 陈关亭, 连立帅, 朱松. 2021. 多重信用评级与债券融资成本——来自中国债券市场的经验证据. 金融研究, 2: 94~113
- 陈丽红, 易冰心, 殷旻昊, 张龙平. 2021. 行业专家审计师会充分披露关键审计事项吗? 会计研究, 2: 164~175
- 窦欢, 陆正飞. 2017. 大股东代理问题与上市公司的盈

余持续性. 会计研究, 5: 32~39

方红星, 施继坤, 张广宝. 2013. 产权性质、信息质量与公司债定价——来自中国资本市场的经验证据. 金融研究, 4: 170~182

付强, 廖益兴. 2022. 审计独立性对关键审计事项披露的影响——客户重要性视角. 审计与经济研究, 1: 53~68

韩冬梅, 张继勋. 2018. 关键审计事项披露与审计人员感知的审计责任. 审计研究, 4: 70~76

胡志颖, 胡国强. 2021. 校友关系影响关键审计事项披露吗? 中南财经政法大学学报, 4: 37~48

姜丽莎, 李超凡, 冯均科. 2020. 新审计报告降低了债务融资成本吗? 审计研究, 3: 68~76

李延喜, 赛骞, 孙文章. 2019. 在审计报告中沟通关键审计事项是否提高了盈余质量? 中国软科学, 3: 120~135

林晚发, 钟辉勇, 李青原. 2018. 高管任职经历的得与失? ——来自债券市场的经验证据. 金融研究, 6: 171~188

刘刚, 李佳, 梁晗. 2020. 股权结构、产权性质与债券融资成本——基于中国上市公司的实证研究. 经济理论与经济管理, 3: 34~50

柳木华, 雷霄. 2020. 审计师利用专家工作抑制盈余管理了吗? ——基于关键审计事项披露的经验证据. 审计研究, 1: 78~86

路军, 张金丹. 2018. 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. 会计研究, 2: 83~89

吕伟, 于旭辉. 2009. 客户依赖、审计师独立性与审计质量——来自上市公司的经验证据. 财贸研究, 3: 128~133

孟庆斌, 杨俊华, 鲁冰. 2017. 管理层讨论与分析披露的信息含量与股价崩盘风险——基于文本向量化方法的研究. 中国工业经济, 12: 132~150

史永, 李思昊. 2020. 披露关键审计事项对公司股价崩盘风险的影响研究. 中国软科学, 6: 136~144

史永东, 王三法, 齐燕山. 2018. 契约条款能够降低债券发行利率吗? ——基于中国上市公司债券的实证研究. 证券市场导报, 2: 49~58

王木之, 李丹. 2019. 新审计报告和股价同步性. 会计研究, 1: 86~92

王向前, 胡杰武. 2020. 审计风格会影响企业对审计师的选择吗? 审计研究, 3: 115~124

王雄元, 高开娟. 2017. 如虎添翼抑或燕巢危幕: 承销商、大客户与公司债发行定价. 管理世界, 9: 42~59

王彦超, 姜国华. 2016. 资金占用、民事诉讼与债权人保护. 管理评论, 1: 191~204

王艳艳, 许锐, 王成龙, 于李胜. 2018. 关键审计事项能够提高审计报告的沟通价值吗? 会计研究, 6: 86~93

吴溪, 范昱江, 杨育龙. 2019. 关键审计事项与审计后会计信息质量相关吗? ——来自资产减值事项的证据. 会计研究, 12: 65~71

薛刚, 王储, 赵西卜. 2020. 谁更关心关键审计事项:

管理层还是分析师. 审计研究, 2: 87~95

耀友福, 林恺. 2020. 年报问询函影响关键审计事项判断吗? 审计研究, 4: 90~101

鄢翔, 张人方, 黄俊. 2018. 关键事项审计报告准则的溢出效应研究. 审计研究, 6: 73~80

杨国超, 盘宇章. 2019. 信任被定价了吗? ——来自债券市场的证据. 金融研究, 1: 35~53

杨明增, 张钦成, 王子涵. 2018. 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. 审计研究, 5: 74~81

姚立杰, 陈雪颖, 周颖, 陈小军. 2020. 管理层能力与投资效率. 会计研究, 4: 100~118

张继勋, 倪古强, 张广冬. 2019. 关键审计事项的结论性评价与投资者的投资判断. 会计研究, 7: 90~96

赵刚, 江雨佳, 马杨, 吕雅铭. 2019. 新审计准则实施改善了资本市场信息环境吗? ——基于分析师盈余预测准确性研究. 财经研究, 9: 114~126

周宏, 李国平, 林晚发, 王园. 2015. 企业债券信用风险定价模型评析与进展. 管理科学学报, 8: 20~30

周宏, 林晚发, 李国平, 王海妹. 2012. 信息不对称与企业债券信用风险估价——基于 2008~2011 年中国企业债券数据. 会计研究, 12: 36~42

Abdelfattah, T., M. Elmahgoub, A. A. Elamer. 2021. Female Audit Partners and Extended Audit Reporting: UK Evidence. Journal of Business Ethics, 174 (1): 177~197

Ahmed, A. S., B. K. Billings, R. M. Morton, M. S. Harris. 2002. The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder – Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs. The Accounting Review, 77 (4): 867~890

Altman, E. I. 1968. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. The Journal of Finance, 23 (4): 589~609

Amir, E., Y. Guan, G. Livne. 2010. Auditor Independence and the Cost of Capital Before and After Sarbanes-Oxley: The Case of Newly Issued Public Debt. European Accounting Review, 19 (4): 633~664

Anderson, R. C., S. A. Mansi, D. M. Reeb. 2004. Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt. Journal of Accounting and Economics, 37 (3): 315~342

Baron, R. M., D. A. Kenny. 1986. The Moderator – Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. Journal of Personality and Social Psychology, 51 (6): 1173~1182

Bentley, J. W., T. A. Lambert, E. Wang. 2021. The Effect of Increased Audit Disclosure on Managers' Real Operating Decisions: Evidence from Disclosing Critical Audit Matters. The Accounting Review, 96 (1): 23~40

Bonsall, S. B., B. P. Miller. 2017. The Impact of Nar-

- rative Disclosure Readability on Bond Ratings and the Cost of Debt. *Review of Accounting Studies*, 22 (2) : 608~643
- Boolaky, P. K., R. Quick. 2016. Bank Directors' Perceptions of Expanded Auditor's Reports. *International Journal of Auditing*, 20 (2) : 158~174
- Boubakri, N., H. Ghouma. 2010. Control/Ownership Structure, Creditor Rights Protection, and the Cost of Debt Financing: International Evidence. *Journal of Banking & Finance*, 34 (10) : 2481~2499
- Brasel, K., M. M. Doxey, J. H. Grenier, A. Reffett. 2016. Risk Disclosure Preceding Negative Outcomes: The Effects of Reporting Critical Audit Matters on Judgments of Auditor Liability. *The Accounting Review*, 91 (5) : 1345~1362
- Brown, S. V., J. W. Tucker. 2011. Large-Sample Evidence On Firms' Year-over-Year MD&A Modifications. *Journal of Accounting Research*, 49 (2) : 309~346
- Duffie, D., D. Lando. 2001. Term Structures of Credit Spreads with Incomplete Accounting Information. *Econometrica*, 69 (3) : 633~664
- Feng, X., W. Wen, Y. Ke, Y. He. 2021. Stock Pledges by Controlling Shareholders and the Disclosure of Critical Audit Matters: Evidence from China. *Asia - Pacific Journal of Accounting & Economics* (Forthcoming)
- Francis, J. R., M. L. Pinnuck, O. Watanabe. 2014. Auditor Style and Financial Statement Comparability. *The Accounting Review*, 89 (2) : 605~633
- Gimbar, C., B. Hansen, M. E. Ozlanski. 2016. The Effects of Critical Audit Matter Paragraphs and Accounting Standard Precision on Auditor Liability. *The Accounting Review*, 91 (6) : 1629~1646
- Gold, A., M. Heilmann, C. Pott, J. Rematzki. 2020. Do Key Audit Matters Impact Financial Reporting Behavior? *International Journal of Auditing*, 24 (2) : 232~244
- Gong, G., L. Xiao, S. Xu, X. Gong. 2019. Do Bond Investors Care About Engagement Auditors' Negative Experiences? Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 158 (3) : 779~806
- Gong, G., S. Xu, X. Gong. 2018. On the Value of Corporate Social Responsibility Disclosure: An Empirical Investigation of Corporate Bond Issues in China. *Journal of Business Ethics*, 150 (1) : 227~258
- Gul, F. A., D. Wu, Z. Yang. 2013. Do Individual Auditors Affect Audit Quality Evidence From Archival Data. *The Accounting Review*, 88 (6) : 1993~2023
- Hanley, K. W., G. Hoberg. 2010. The Information Content of IPO Prospectuses. *Review of Financial Studies*, 23 (7) : 2821~2864
- Heinle, M. S., K. C. Smith. 2017. A Theory of Risk Disclosure. *Review of Accounting Studies*, 22 (4) : 1459~1491
- Hope, O., D. Hu, H. Lu. 2016. The Benefits of Specific Risk - Factor Disclosures. *Review of Accounting Studies*, 21 (4) : 1005~1045
- Hu, T., X. Hu, H. Huang, J. Shi, H. Wang. 2019. Locational Effects and the Cost of Corporate Bonds: The Role of Information. *Accounting and finance*, 59 (2) : 1977~2016
- Jensen, M. C., W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4) : 305~360
- Lennox, C. S., J. J. Schmidt, A. Thompson. 2019. Are the Expanded Model of Audit Reporting Informative to Investors? Evidence from the UK. Working Paper, University of Southern California
- Lu, C. W., T. K. Chen, H. H. Liao. 2010. Information Uncertainty, Information Asymmetry and Corporate Bond Yield Spreads. *Journal of Banking & Finance*, 34 (9) : 2265~2279
- Sengupta, P. 1998. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*, 73 (4) : 459~474
- Smith, C. W., J. B. Warner. 1979. On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*, 7 (2) : 117~161
- Zeng, Y., J. H. Zhang, J. Zhang, M. Zhang. 2021. Key Audit Matters Reports in China: Their Descriptions and Implications of Audit Quality. *Accounting Horizons*, 35 (2) : 167~192

The Information Content of Critical Audit Matters and Corporate Bond Issue Pricing ——Evidence from Text Similarity

Song Jianbo & Feng Xiaoqing

Abstract: The information content is important to realize the communication value of critical audit matters (CAMs, here after) . This paper uses the text similarity calculated by the text analysis method to measure the information content of CAMs, and examines its impact on the corporate bond issue pricing. Our results show that the information content of CAMs represented by lower text similarity can reduce the corporate bond issue pricing. Additional analyses show that the higher the auditor's ability and independence, the more significant the reduction effect. The mitigation of information asymmetry is the channel that the information content of CAMs reduces corporate bond issue pricing. After considering the types of CAMs, it is found that the information content of related party transactions matters plays a stronger role in reducing the issuance pricing of corporate bonds. This paper contributes to the improvement of CAMs disclosure.

Key Words: Critical Audit Matters, Corporate Bond, Issue Pricing, Information Content, Textual Similarity