

证券交易所一线监管的有效性研究:基于财务报告问询函的证据*

□陈运森 邓祎璐 李 哲

摘要:与以往研究主要集中于证监会监管不同,本文主要关注证券交易所一线监管的有效性。以上交所和深交所信息披露直通车改革的推行为契机,以上市公司收到交易所财务报告问询函为研究对象,研究发现公司收到问询函监管后盈余管理行为得到抑制,且针对前一年年报或当年季报/半年报的收函总数越多或同一财务报告被问询次数越多,则当年的盈余管理降低幅度越大,同时问询函细分特征及问题分类也会显著影响盈余管理程度的降低;进一步地,问询函的监管作用依赖于产权性质和信息环境,对于国有企业和信息环境较差的企业监管效果欠佳。结论表明,交易所通过问询函监管促进了资本市场健康发展,监管机构应加强以问询函为代表的一线监管,突出交易所作为一线监管的主体,从而实现党的十九大报告提出的“创新监管方式”和“防范重大风险”的要求。

关键词: 问询函 盈余管理 一线监管 证券交易所 信息披露直通车

一、引言

党的十九大报告强调需要“转变政府职能,创新监管方式”,这正体现了监管机构近期和未来都将致力于深化监管体制改革的证券市场监管趋势。在监管转型背景下,证监会的核心是“放松管制、加强监管”,并且“要充分发挥交易所一线监管的作用”^①,从而逐渐突出证券交易所的监管职能。在现行监管体系中,以处罚公告为代表的“行政处罚性监管”(后统称处罚性监管)和以问询函为代表的“非行政处罚性监管”^②(后统称非处罚性监管)是我国监管机构的常用监管措施(陈运森等,2018a);处罚公告主要针对舞弊等已经确定违法违规的行为,而财务报告问询函为代表的非处罚性监管主要针对信息披露不准确或内容不全等,需要上市公司进一步补充说明的问题。由于在我国制度背景下绝大多数的问询函是由交易所发出,财务报告问询函为我们研究中国独特背景下交易所一线监管的有效性提供了很好的切入点。

随着2013年交易所信息披露直通车改革措施的实施,交易所对上市公司发布财务报告问询函的频率逐渐增加,财经媒体争相报道问询函的系列相关新闻^③,投资者也越来越关注这一监管政策对上市公司的实际影响。然而与交易所、媒体以及投资者的密切关注不同,学术界对于证券交易所基于财务报告问询函的一线监管政策的实施效果却付之阙如。从理论上说,一方面,问询函具有一定权威性和实效性,其监管的正面溢出效应也能引发媒体、中介和公众对被问询公司持续的、更强的监督,同时公司面临的未来违规成本也更高,这些原因让问询函形式的一线监管政策有正面监管效果;但另一方面,问询函涉及的问题严重程度较低且发放主体为证监会领导下的交易所,在中国整体执法水平较低的背景下,问询函形式的

*本文得到国家自然科学基金(71572209、71872198)、北京市社会科学基金(16GLC077)、中央财经大学第四批青年科研创新团队支持计划和2018年博士研究生重点选题支持计划资助。作者感谢2017年中国实证会计国际研讨会上与会嘉宾的建议。李哲为本文通讯作者。

一线监管政策也可能没有监管效果。因此,交易所问询函形式的一线监管政策是否有监管效果更是一个具有研究张力的话题。

本文基于两大证券交易所2013~2016年发放的财务报告问询函监管^④,用盈余管理程度来衡量上市公司收到问询函后的治理改善效果,进而检验交易所一线监管的有效性。实证分析中之所以选取盈余管理视角作为财务报告问询函经济后果的考察对象,原因在于会计信息及盈余管理行为一直是交易所问询函尤其是财务报告问询函关注的重中之重。如深交所官网公布的《深交所年报审核重点关注六大问题》,第一位即是“业绩真实性”,上交所官网公布的《上交所年报审核关注六大问题》也着重指出了“公司业绩真实性存疑”问题^⑤。在本文样本中,92.6%的问询函具体内容涉及利润调整相关问题,这也从数据层面佐证了盈余管理是交易所一线监管的重点关注问题。此外,媒体和投资者也尤其关注问询函中涉及的盈余操纵和业绩造假等问题^⑥。本文的实证结果发现,上市公司收到财务报告问询函监管后盈余管理行为得到抑制,且针对前一年年报或当年季报/半年报的收函总数越多或同一财务报告被问询次数越多,意味着监管力度越大,当年及未来两年的盈余管理程度越低。不同的财务报告问询函细分特征产生的监管效果不同,当财务报告问询函需要中介机构发表专业核查意见、涉及问题数量越多、涉及会计问题、公司回函明确承认错误或延期回函时,更能降低盈余管理程度。进一步地,企业的产权性质和信息环境对问询函的监管效果有显著影响,非国有企业和信息环境较好的企业收函后盈余管理程度显著降低,监管效果较好,而国有企业和信息环境较差的企业收函后盈余管理程度无显著变化,监管效果欠佳。不同的问询函问题分类产生的监管效果不同,当交易所指出的问题涉及利润调整、审计、并购重组、同行业及竞争情况、董监高信息以及违法违规行为时,更能降低盈余管理程度,而当交易所指出的问题涉及财务报告格式或报告发布时间、税收相关事项、关联交易、研究开发以及政府补助时,对盈余管理程度无显著的增量影响。稳健性检验中,本文通过构建PSM配对样本和双重差分模型缓解内生性、从盈余反应系数视角进行检验、对替代性检验进行排除、对核心变量进行多种衡量以及扩展了财务报告问询函的接收区间等,结论保持不变。这表明交易所的问询函制度确实能降低盈余管理程度,约束上市公司的机会主义行为,进而落实一线监管政策的预期效果。

本文可能的创新如下:首先,研究结论丰富了我国资本市场的监管政策相关文献。以往研究多数关注上市公司因违法违规而被处罚的市场反应以及经济后果,而近年来逐渐出现的问询函形式的监管却刚刚起步,只有少数研究对财务报告问询函公告的股价反应及审计质量影响进行初步检验(陈运森等,2018a,2018b;张俊生等,2018)。区别于现有研究,本文从盈余管理视角来检验上市公司自身是否重视财务报告问询函。由于基于利润操纵和业绩真实性的盈余管理行为是财务报告问询函中可能出现的主要问题,也是监管机构关注的重点问题,因此本文从盈余管理视角进行的深入分析为问询函监管提供了关键证据。同时也为国际学术界关于监管机构意见函性质的监管文献提供了中国制度背景的独特证据。其次,上交所和深交所作为信息披露的一线监管机构,在党的十九大提出“深化监管体制改革”后逐渐成为中国股票市场监管创新的主力军,但学术界对证券交易所的监管效果却鲜有研究。与证监会处罚公告等处罚性监管措施不同,交易所问询函的发函机构级别更低,且处罚性质尚不严重,属于补充信息披露的非处罚性监管。本文的研究结论则为交易所一线监管的有效性提供了直接证据,同时也为检验2013年信息披露直通车政策改革提供了重要的学术证据。再次,本文也拓展了盈余管理的影响因素研究,即从交易所财务报告问询函形式的一线监管角度探讨了降低公司盈余管理程度的有效途径。最后,本文的研究结论具有重要的现实意义:强化以交易所问询函为代表的一线监管是中国证券监管体制的重要创新,但这种监管效果依赖于企业的产权性质和信息环境。交易所应该坚持并完善问询函制度,推动监管措施的创新,加强对国有企业以及信息环境较差企业的监管,从而更好地实现党的十九大报告提出的“创新监管方式”和“防范重大风险”的要求^⑦。

本文的后续安排如下:第二部分是介绍制度背景、文献综述和理论分析;第三部分是研究设计;第四部分是实证结果,包括描述性统计和相关性检验、基本分析、稳健性检验以及进一步分析;最后对全文进行了总结。

二、制度背景、文献评述和理论分析

(一)制度背景

上海证券交易所和深圳证券交易所针对财务报告、重组事项、关联交易、股票异常波动、媒体报道等对上市公司发出问询函,要求上市公司在规定时间内书面回函并公开披露。对于一些尚未解决或回复不清晰的事项,交易所还会进行再次问询。在所有类型的问询函中,财务报告问询函占比最大(约36%),主要针对会计处理、企业经营等问题,不同公司财务报告问询函涉及的问题数量和内容存在差异。具体而言,交易所依据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第3号——半年度报告内容与格式指引》、《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》、《上市公司行业信息披露指引》以及《股票上市规则》等对上市公司公告的财务报告进行审核,发现信息披露不合规或对某些披露内容存在疑惑时,会及时发放问询函,要求上市公司在规定时间内处理财务报告相关问题并进行回复。一些财务报告问询函还会要求中介机构,如会计师事务所、律师事务所、资产评估公司、财务顾问或保荐机构对相关事项发表专业核查意见。

中国问询函形式的监管具有与其他资本市场明显不同的独特制度背景:2002年萨班斯—奥克斯利法案(SOX)第408节正式规定美国证券交易委员会(SEC)公司财务部(Division of Corporation Finance)每三年至少要对每家公司的文件审核一次,以确保其和SEC、一般公认会计原则(GAAP)的披露要求保持一致^⑧。SEC的审核分为3个层次:对文件进行全面审核、对财务报告进行审核及对文件中的具体问题进行审核(Brown et al., 2018)。根据2017年SEC的机构财务报告,SEC审核有助于改善投资者可获得的信息、发现可能违反联邦证券法的行为,目的是帮助投资者获得完整准确的信息,并防止欺诈和虚假陈述^⑨。为了实现这一目标,SEC会通过审核文件并发放意见函(comment letters)来解决披露中存在的问题。此外,2018年SEC还在其文件审核过程中明确指出,审核的主要目的是监督并加强信息披露与会计要求之间的一致性^⑩。与SEC发放的意见函不同,在我国制度背景下,证监局和交易所会不定期对上市公司发放问询函(inquiry letters),但绝大多数的问询函是由交易所发出,以确保其符合信息披露相关规定。近年来,我国交易所是信息披露监管的第一线,而证监会/各地证监局更多地关注交易实质,对上市公司的监管以现场检查为主,发现上市公司信息披露和日常监管掌握的情况不一致时,可能会发放问询函。此外,与澳大利亚证券交易所的问询函(query letters)不同,我国交易所的问询函主要针对披露瑕疵、公司相关活动以及公司公告内容等,相当一部分问询函与财务报告直接相关,而不仅仅局限于股价异常或交易量异常。

此外,我国的问询函制度与信息披露直通车改革紧密联系。信息披露直通车指上市公司按照交易所相关规定,将公司公告直接提交给指定披露媒体,交易所再进行事后审核的一种信息披露方式,其目的是集中监管资源,突出上市公司作为信息披露方的主体地位,进一步提高上市公司信息披露的质量和效率,促进资本市场健康发展。2011年10月24日,深圳证券交易所开始实施《深圳证券交易所上市公司信息披露直通车试点业务指引》,但半年报和年报尚不属于该指引范围。2013年7月1日,上海证券交易所正式实施《上海证券交易所上市公司信息披露直通车业务指引》,上交所全体上市公司的财务报告均属于该指引范围。2014年1月13日,深交所进一步扩大“直通车”公司范围和公告类别范围,深交所全体上市公司的财务报告也开始采用直通披露。“直通车”是交易所对信息披露监管模式的革新,“直通车”开通前,上市公司所有公告发布前都需经交易所审核,不符合要求的公告在修改后才能发布。而自2013年起,交易所对财务报告的监管重心转移到事后监管,财务报告问询函便是交易所对上市公司财务报告进行事后监管的主要途径之一。在该模式下,上市公司所有财务报告均不需进行事前审核,而是在公司直接披露后,交易所再进行事后监管。这种“放松管制、加强监管”的理念势必对证券监管效果产生明显的影响。进一步地,问询函监管的有效性更将直接反映“直通车”这一制度革新是否真正成功。

(二)文献评述

国际学术界基于问询函和意见函性质的监管机构监管措施的有效性研究是近几年开始兴起的。首先基

于美国证券交易委员会(SEC)给上市公司发布意见函的场景,逐渐有学者从公司信息环境、审计定价、内部控制、CFO 轮换以及公司避税行为等角度进行研究(Gietzmann and Pettinicchio, 2014; Anantharaman and He, 2016; Gietzmann et al., 2016; Kubick et al., 2016; Kubic, 2017),其中信息披露/盈余管理视角是研究的重点,现有文献发现 SEC 发放的意见函能降低相关企业的信息不对称程度,提高信息透明度(Bozanic et al., 2017)。公司在收到意见函后改变了核实信息披露,降低了分析师预测误差、分歧度和乐观性偏差(Wang, 2016),公允价值估计时的不确定性也有所降低(Bens et al., 2016)。当意见函回复涉及证券律师时,披露可读性更强,语言更谨慎(Bozanic et al., 2018)。同时,SEC 意见函对公司信息披露的影响具有溢出效应,当行业龙头企业、竞争者或大量同行收到有关风险披露(经营环境不确定性)的意见函时,那些没有收到意见函的相关企业在以后年度会提供更加具体的披露,以减小自身收到风险披露意见函的可能性(Brown et al., 2018)。进一步地,SEC 意见函也提高了盈余质量,具体表现为买卖差价中的逆向选择减小、公司信息质量提高(Johnston and Petacchi, 2017; Cunningham et al., 2018)。其次是基于澳大利亚证券交易所对股票价格和交易异常而进行问询的场景,Gong(2007)发现 30%左右的被问询公司增加了信息披露,公司回函后买卖差价减少。Drienko 和 Sault(2011)发现公司被问询后股东财富和交易量增加。Drienko 和 Sault(2013)则发现股价在问询公告发布后会发生逆转。

在中国资本市场监管的文献中,更多地是探讨证监会对违法违规行为的处罚性监管的有效性,且尚未得到一致结论。一部分研究认为,证监会并不能对公司进行有效监管(Anderson, 2000; 宋云玲等, 2011; 王兵等, 2011; 陈佳声, 2014)。而另一种观点则认为证监会的行为有监管效力(Chen et al., 2005; 陈工孟、高宁, 2005; 朱春艳、伍利娜, 2009; 方军雄, 2011; 刘笑霞, 2013)。在基于信息披露/盈余管理视角的细分研究中,高利芳和盛明泉(2012)发现违规公司受罚后并没有减少盈余管理行为,但姚宏等(2006)通过实验研究发现外部监管环境可以显著约束盈余操纵行为;沈红波等(2014)也发现监管机构违规公告能提高民营上市公司的盈余质量。监管当局对公司的信息披露违规查处还具有显著的外部性,这种外部性会影响公司信息披露行为(金智等, 2011)。证监会的违规监管不仅有助于揭示公司异质性信息,降低股价同步性,还有助于降低市场噪音,削弱公司不透明水平和股价同步性之间的负向关系(顾小龙等, 2016)。

我国资本市场基于问询函性质的监管措施在 2013 年之后才逐渐增加,而且跟美国和澳大利亚等发达资本市场的制度背景有差异。目前针对我国问询函形式的文献很少,且均基于投资者的市场反应或审计质量角度进行研究。如陈运森等(2018a)基于财务报告问询函收函公告和回函公告,研究发现财务报告问询函收函公告的市场反应为负,回函公告的市场反应为正,财务报告问询函特征会进一步影响市场反应强度。张俊生等(2018)则发现交易所年报问询函能够降低公司的股价崩盘风险。陈运森等(2018b)则检验了财务报告问询函监管对审计质量的影响,发现上市公司在收到问询函后的年份被出具非标准审计意见的概率提高,且在收到问询函后事务所要求的审计费用也提高。

综上文献可知,国外学者大多聚焦于美国证券交易委员会(SEC)的定期意见函监管和澳大利亚证券交易所基于股价或交易量异常的问询函监管,发现问询函/意见函监管模式具有一定的监管效果。但正如前面制度背景所述,与这些研究所依赖的场景相比,我国资本市场的问询函监管特征具有一定的差异性,如绝大多数的问询函是由交易所发出,且针对财务报告的问询函是所有问询函比重最大的(陈运森等, 2018a)。更重要的是,除了问询函性质的差异,我国制度背景下的监管政策研究也尚未形成一致结论,不仅基于证监会的处罚性监管有效性尚存在争议,针对交易所一线监管的研究则更是刚起步。问询函作为交易所在 2013 年之后越来越重要的一线监管措施,现有文献仅以财务报告问询函公告的市场反应和审计师视角为切入点,发现投资者和审计师重视财务报告问询函,但是财务报告问询函对上市公司具体行为的影响尤其是对盈余管理的影响仍有待进一步考证。

(三)理论分析

证券市场是筹集并分配资本的基本手段,当市场中产品数量或质量偏离社会最佳量时,会导致市场失灵,

为了获得最佳信息量,各国经济体常常通过市场中建立监管机制来促进证券市场的有效运转。中国证监会、交易所等监管机构的设立以及《证券法》的颁布都是为了更好地对市场进行监管,《证券法》还明确规定了证监会和交易所的法定监督权。证券监管的主要目的是促进信息有效披露,降低信息不对称。公司披露的信息越多,投资者对证券市场越有信心。当被监管对象的行为变化符合监管机构预期时,监管是有效的。近年来,中国监管机构的监管力度逐渐加大,监管手段趋于多样化,交易所对信息披露的一线监管职能日益明确。其中,会计信息不仅会影响个人决策,还会影响整个资本市场的运作,为了进一步实现党的十九大报告提出的“创新监管方式”和“防范重大风险”的要求,避免由于财务信息市场而导致资源配置不公平,对会计信息的监管必不可少。交易所对上市公司发放的财务报告问询函是监管机构对会计信息进行监管的主要途径之一,对财务报告进行有效的监管可以保证会计信息的相关性和可靠性,监管力度越大,管理层越可能披露真实报告,投资者也会越相信管理层披露的信息。

从理论上来说,财务报告问询函是否会影响收函上市公司的盈余管理程度?本文从两方面逻辑进行论证。

一方面,基于以下3类理由,预期问询函可以降低盈余管理程度:首先,从监管机构视角来看,法律不完备理论(incomplete law theory)认为,在法律尚不完善的情况下,引入监管机构的监管能够对微观市场违规行为进行有力的约束(许成钢,2001)。这也是证监会处罚性监管和交易所问询函监管的重要理论基础。同时,问询函性质监管具有可依赖的监管基础,如《中华人民共和国证券法》明确规定证券交易所对上市公司披露信息进行监督,《上海证券交易所股票上市规则》和《深圳证券交易所股票上市规则》都指出上市公司应及时回复交易所问询,上交所还在《市场监察质量报告》中以问询函发放次数衡量市场监察发现的及时性,从而验证了交易所问询函的权威性,这种具有权威性的监管对公司后续盈余管理行为将产生有力的抑制作用。实际上,既有的诸多证据已经验证了中国监管机构的监管效果,如对上市公司违法违规的处罚可以约束其盈余操纵行为,提高盈余质量和揭示内幕信息(姚宏等,2006;金智等,2011;沈红波等,2014;顾小龙等,2016)。此外,问询函监管还具有时效性强的特点。一般来说,证监会等各种行政处罚性监管由于需要经过调查、取证、立案、判决等环节,最后定性往往是一年甚至数年以后,而问询函类型的监管需要管理层在短时间内(一般在7个工作日内)进行回复并及时公告信息,更及时的问询和反馈使得其监管效果也更及时体现。其次,从媒体和中介等市场监管视角来看,由于监管机构的监管具有明显的正外部性即溢出效应(Brown et al., 2018),交易所对上市公司财务报告的问询函监管能够引发或强化媒体、证券分析师及机构投资者等市场参与者的治理作用(Bozanic et al., 2017)。沈洪涛和冯杰(2012)即从环境信息披露的角度论证了舆论监督和政府监管的互相促进效应。近年来,问询函形式的非处罚性监管得到监管部门愈加强烈的倚重,也引起了各类市场参与者的广泛关注。交易所的问询以及公司对问询函的回复均需以公告的形式发布,且从交易所问询到公司回函需要经过数个交易日甚至长达半个月的时间段,这一敏感事件会持续发酵,从而引起投资者密切追踪、媒体深入报道和公众广泛讨论(陈运森等,2018a)。而这将进一步导致监管机构的政治和舆论压力以及公众“愤怒成本”(cost of anger)上升,更可能对收函公司进行后续严厉监管,从而导致交易所的问询函治理效应更加强化。最后,从收函公司自身角度来看,理论显示,如果公司预期或者已发现监管机构的监管,他们会调整公司的财务报告和披露行为(Fisher and Verrecchia, 2000)。公司收到财务报告问询函是明显的交易所关注和监管公司信息披露相关问题的信号(Johnston and Petacchi, 2017; Cunningham et al., 2018),尽管公司可能按照交易所要求进行了问询函回复,提供、补充或者修正了已披露的财务信息,但在经历了财务报告的问询函监管事件后,公司能够预期到未来在会计信息生产和披露方面的机会主义行为将会面临更高的违规成本(Blackburne, 2014),而且公司的独立董事和会计师事务所在经历问询和回复的过程后,后续对公司的盈余管理和信息披露行为也会更加严格地进行监控。尤为重要的是,由于财务报告问询函监管在2013年之后成为交易所的主要监管手段,这是在监管和反腐力度逐年加强背景下的监管方式,上市公司的诸多盈余操纵行为均受到越来越严厉的制裁,而因问询函事件导致后续进一步调查的案例也经常见诸报端,这一强监管背景下的问询函事件对被问询公司无疑

具有很强的震慑力。所以在受到问询函监管后,理性的上市公司很可能会降低盈余管理水平,从而避免后续的进一步调查及可能更加严厉的处罚。

另一方面,从反面来看问询函制度也有可能难以降低盈余管理程度,原因如下:相比于法律条文,执法效率对资本市场发展更为重要(Pistor et al.,2000)。在执法强度很低的情况下,即使投资者保护法律、法规很完善,也无法发挥作用。交易所问询函形式的一线监管措施是否有效取决于执法效率,而中国的执法水平又远低于世界平均水平(Allen et al.,2005),在中国特色制度背景下,政治关联等因素也会削弱中小投资者法律保护的执法效率(许年行等,2013)。所以,整体较低的执法效率可能使得问询函难以降低盈余管理程度。此外,证监会隶属于国务院,既有研究表明证监会在执法过程中常常会屈服于政治压力(Anderson,2000),其处罚性监管的执法效率尚存在争议,交易所作为证监会的下属监管机构,执法效率更有待考究,黎文靖(2007)就发现交易所的诚信档案制度监管效果并不理想。对于那些有违规行为,但严重程度尚未达到行政处罚标准的公司,监管者分配的监管资源自然要少于严重违规的公司。问询函所针对的违规行为不仅严重程度低于处罚性监管,其实施主体还为证监会领导下的交易所。在监管措施严重程度和监管者级别都相对较低的情况下,收到问询函的公司很可能不会重视函件内容,也不会实质上规范上市公司财务行为,降低盈余管理程度。

综上可知,基于监管机构、市场参与者以及公司自身的视角,财务报告问询函可能降低盈余管理程度,而基于执法效率的视角,财务报告问询函可能难以降低盈余管理程度,因此,本文的主要研究问题以零假说的方式提出。

H1:交易所发出的财务报告问询函对上市公司盈余管理程度没有影响。

基于上述主要假说,本文还将进一步考察问询函的细分特征对结果的影响。一方面,从收函特征来看,交易所针对不同公司发放的财务报告问询函涉及内容存在差异,当问询函要求中介机构也发表核查意见时,监管力度相对更大,中介机构的治理作用更大,对公司盈余管理的抑制可能更有效;问询函涉及的问题数量越多,交易所投入的成本越高,需要公司做出的回复工作和纠错努力越多,预期监管效果应该越好;会计处理和各类会计指标是财务报告的核心,当问询函涉及会计问题时,管理层在之后的生产经营和会计信息生产过程中更可能减少自身的机会主义行为。另一方面,从回函特征来看,公司的回函情况也不尽相同,当回函明确承认财务报告中存在错误时,公司更可能规范相关处理,降低盈余管理程度;当公司延期回函时,可能意味着交易所发现的问题正中要害,公司需要投入更多精力去解决,监管效果会更佳。总之,上市公司可能会根据不同的函件内容和回函情况做出不同的选择,从而导致监管效果存在差异。在主假说的基础上,本文将进一步检验不同的财务报告问询函细分特征对公司盈余管理程度的影响。

三、研究设计

(一)研究样本

为了更好地探讨交易所的一线监管作用,本文只聚焦于交易所发放的财务报告问询函^①。上海证券交易所和深圳证券交易所分别于2013年7月1日和2014年1月13日正式开通上市公司财务报告信息披露直通车,这意味着交易所自2013年开始重点对财务报告进行事后监管,此外在直通车制度实施前,交易所只发放了少量财务报告问询函,所以本文以2013~2016年中国所有的A股上市公司为样本。交易所财务报告问询函相关数据由手工收集完成,其他数据均来源于国泰安数据库。在剔除了金融行业以及数据缺失的样本后,最终研究样本为9292个,其中曾收到财务报告问询函的样本为731个。

(二)研究模型

本文基于修正Jones模型并考虑公司业绩的影响(Kothari et al.,2005)来衡量操纵性应计利润。由于Hribar和Nichols(2007)发现区分方向的操控性应计利润在计量盈余管理程度上优于操控性应计利润绝对值指标,得到了Francis和Wang(2008)、王兵等(2011)、Francis等(2013)以及Ke等(2015)等诸多研究的确认,且中国上市公司盈余管理行为的产生普遍是基于政府对盈余的管制,如配股和增发等政策,大多数公司进行盈余管理

是为了虚增利润,所以本文使用区分方向的操纵性应计利润[®]。

借鉴 Francis and Wang(2008)、Chi 等(2009)以及王兵等(2011)的研究,本文构建了以下模型:

$$DA_K_{i,t} = a_0 + a_1 IL_{i,t} + a_2 LTA_{i,t} + a_3 LEV_{i,t} + a_4 GROWTH_{i,t} + a_5 CFO_{i,t} + a_6 AGE_{i,t} + a_7 AVLOSS_{i,t} + a_8 TOP1_{i,t} + a_9 VIOLATE_{i,t} + YEAR\ DUMMIES + INDUSTRY\ DUMMIES + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, DA_K 表示经业绩调整的操纵性应计利润; IL 为财务报告问询函相关指标, 包括 $INQUIRY$ 、 IL_NUM 和 IL_TIMES [®]。借鉴 Johnston 和 Petacchi(2017)基于 SEC 年报(10-Ks)意见函和季报(10-Qs)意见函的研究, 本文的样本包括年报问询函、半年报问询函以及季报问询函。以 2015 年度为例, 由于 2015 年收到针对 2015 年半年报/季报的问询函后, 仍需经历一段时间 2015 年度才结束, 而这段时间公司行为可能会受到针对 2015 年半年报/季报的问询函影响, 进而影响公司 2015 年年报的盈余管理。因此, 我们定义 $INQUIRY$ 为是否收函的哑变量, 当公司 t 年收到针对 $t-1$ 年度的年报问询函或收到针对 t 年度的半年/季报问询函时, $INQUIRY$ 为 1, 否则为 0; IL_NUM 为收函数量, 公司 t 年收到的财务报告问询函总数加 1 再取对数; IL_TIMES 为收函次数, 针对同一财务报告的问询次数加 1 再取对数(取当年最大值); LTA 为公司总资产的对数; LEV 为公司资产负债率; $GROWTH$ 为公司的销售增长率; CFO 为经营活动产生现金流量的净额与总资产的比例; AGE 为公司上市年数; $AVLOSS$ 为避亏动机, 当净资产收益率在 0~1% 之间时为 1, 否则为 0; $TOP1$ 为第一大股东持股比例。此外, 为了更好地检验交易所问询函形式的一线监管对操纵性应计利润的影响, 我们加入了变量 $VIOLATE$ 以控制处罚性监管的影响, 当公司因违法违规受处罚和披露时 $VIOLATE$ 为 1, 否则为 0; 模型还控制了行业固定效应($INDUSTRY\ DUMMIES$)和年度固定效应($YEAR\ DUMMIES$)。

$$DA_K_{i,t} = b_0 + b_1 IL_D_{i,t} + b_2 INQUIRY_{i,t} + b_3 LTA_{i,t} + b_4 LEV_{i,t} + b_5 GROWTH_{i,t} + b_6 CFO_{i,t} + b_7 AGE_{i,t} + b_8 AVLOSS_{i,t} + b_9 TOP1_{i,t} + b_{10} VIOLATE_{i,t} + YEAR\ DUMMIES + INDUSTRY\ DUMMIES + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

为了进一步研究财务报告问询函细分特征对操纵性应计利润的影响, 我们构建了模型(2)。其中, IL_D 为财务报告问询函细分特征指标, 包括 $VERIFY$ 、 $QUESTIONS$ 、 $ACCOUNTING$ 、 $PROBLEM$ 和 $DELAY$ 。具体而言, 当财务报告问询函需要中介机构发表核查意见时 $VERIFY$ 为 1, 否则为 0; $QUESTIONS$ 为公司 t 年收到的所有财务报告问询函包含的问题数量之和加 1 再取对数; 当财务报告问询函涉及会计问题时 $ACCOUNTING$ 为 1, 否则为 0; 当公司回函时明确承认财务报告存在错误时 $PROBLEM$ 为 1, 否则为 0; 当公司延期回函时 $DELAY$ 为 1, 否则为 0; 其余所有变量定义与模型(1)一致, 参见表 1。

四、实证检验

(一)描述性统计和相关性检验

按照公司年度是否收到财务报告问询函分组, 表 2 的 Panel A 报告了未收函组和收函组的变量描述性统计和组间差异检验。未收函组的操纵性应计利润(DA_K)显著高于收函组, 均值和中位数均在 1% 的水平上存在显著差异。同时, 未收函组的避亏动机($AVLOSS$)和被处罚情况($VIOLATE$)显著小于收函组, 而公司规模(LTA)、经营活动现金流占比(CFO)和第一大股东持股比例($TOP1$)显著大于收函组。Panel B 列示了财务报告问询函的分布特征, 大多数观测集中在 2015

表 1 变量定义表

变量	定义
DA_K	基于修正 Jones 模型并考虑公司业绩影响(Kothari et al., 2005)的操纵性应计利润
$INQUIRY$	公司 t 年收到针对 $t-1$ 年的年报问询函或 t 年的半年/季报问询函为 1, 否则为 0
IL_NUM	公司 t 年收到的财务报告问询函总数加 1 再取对数
IL_TIMES	针对同一财务报告的问询次数加 1 再取对数(取当年最大值)
$VERIFY$	财务报告问询函需要中介机构发表核查意见为 1, 否则为 0
$QUESTIONS$	公司 t 年收到的所有财务报告问询函包含的问题数量之和加 1 再取对数
$ACCOUNTING$	财务报告问询函涉及会计问题为 1, 否则为 0
$PROBLEM$	公司回函时明确承认财务报告存在错误为 1, 否则为 0
$DELAY$	公司延期回函为 1, 否则为 0
LTA	公司总资产的对数
LEV	公司资产负债率=总负债/总资产
$GROWTH$	公司的销售增长率
CFO	经营活动产生现金流量的净额与总资产的比例
AGE	公司上市年数
$AVLOSS$	避亏动机, 当净资产收益率在 0~1% 之间时为 1, 否则为 0
$TOP1$	第一大股东持股比例
$VIOLATE$	公司因违法违规受处罚和披露则为 1, 否则为 0
$INQUIRY_ALL$	公司收到过财务报告问询函为 1, 否则为 0
$POST$	公司首次收到财务报告问询函及以后年份为 1, 否则为 0
KV	KV 指数, 即交易量对收益率的影响系数
$DISPERSION$	分析师盈利预测分歧

年和2016年,可见近年来问询函监管逐渐加强。此外,表3列示了各变量之间的Spearman和Pearson相关性分析,可见是否收到财务报告问询函(*INQUIRY*)和操纵性应计利润(*DA_K*)呈显著负相关的关系。

(二)基本分析

表4的Panel A列示

了模型(1)的回归结果,变量*INQUIRY*的系数为-0.016,在1%水平上显著,表明收到财务报告问询函能减少公司的操纵性应计利润,降低盈余管理程度,交易所发放的问询函有监管效果;*IL_NUM*的系数为-0.023,在1%水平上显著,表明收到财务报告问询函数量越多,监管力度越大,公司的操纵性应计利润越少,监管效果越好;*IL_TIMES*的系数为-0.023,在1%水

表2 样本描述

变量	Panel A:描述性统计						Panel B:财务报告问询分布特征	
	未收到财务报告问询函的公司(N=8561)		收到财务报告问询函的公司(N=731)		均值检验	中位数检验	年度	观测数
	均值	中位数	均值	中位数	T值	Z值		
<i>DA_K</i>	-0.023	-0.008	-0.067	-0.023	9.07***	5.88***	2013	7
<i>LTA</i>	22.200	22.030	22.040	21.960	3.30***	2.32**	2014	8
<i>LEV</i>	0.439	0.429	0.452	0.433	-1.60	-1.56	2015	221
<i>GROWTH</i>	0.152	0.087	0.153	0.048	-0.01	2.89***	2016	495
<i>CFO</i>	0.042	0.041	0.032	0.031	3.93***	4.18***	总计	731
<i>AGE</i>	11.440	11.410	10.480	8.559	3.82***	1.21		
<i>AVLOSS</i>	0.057	0.000	0.082	0.000	-2.82***	-2.82***		
<i>TOP1</i>	34.740	32.940	30.710	28.360	7.26***	7.43***		
<i>VIOLATE</i>	0.098	0.000	0.234	0.000	-11.40***	-11.32***		

注:Panel A中均值差异检验使用t检验,中位数差异检验使用Wilcoxon秩和检验;*,**、***分别表示10%、5%、1%水平显著。Panel B中上海证券交易所观测123个,深圳证券交易所观测608个。

表3 相关系数表

	<i>DA_K</i>	<i>INQUIRY</i>	<i>LTA</i>	<i>LEV</i>	<i>GROWTH</i>	<i>CFO</i>	<i>AGE</i>	<i>AVLOSS</i>	<i>TOP1</i>	<i>VIOLATE</i>
<i>DA_K</i>	1	-0.061***	-0.023*	-0.019*	0.041***	-0.437***	-0.064***	0.019*	-0.020*	-0.007
<i>INQUIRY</i>	-0.094***	1	-0.024**	0.016	-0.030***	-0.043***	-0.013	0.029***	-0.077***	0.117***
<i>LTA</i>	-0.040***	-0.034***	1	0.520***	0.046***	0.060***	0.317***	-0.021**	0.233***	-0.040***
<i>LEV</i>	-0.023**	0.017	0.520***	1	-0.032**	-0.148***	0.358***	-0.009	0.095***	0.082***
<i>GROWTH</i>	0.015	0.000	0.040***	-0.006	1	0.029***	-0.178***	-0.100***	-0.039***	-0.051***
<i>CFO</i>	-0.368***	-0.041***	0.053***	-0.156***	-0.016	1	-0.036***	-0.094***	0.099***	-0.076***
<i>AGE</i>	-0.086***	-0.040***	0.290***	0.353***	-0.098***	-0.044***	1	0.027**	-0.039***	0.062***
<i>AVLOSS</i>	0.023**	0.029***	-0.018*	-0.011	-0.080***	-0.081***	0.027***	1	-0.032***	0.016
<i>TOP1</i>	-0.013	-0.075***	0.262***	0.095***	-0.036***	0.099***	-0.024**	-0.028***	1	-0.075***
<i>VIOLATE</i>	-0.018*	0.117***	-0.044***	0.085***	-0.028***	-0.071***	0.061***	0.016	-0.073***	1

注:上下半角分别为Spearman和Pearson相关系数,*,**、***分别表示10%、5%、1%水平显著。

表4 财务报告问询函相关指标对操纵性应计利润的影响

Panel A:财务报告问询函对操纵性应计利润的影响				Panel B:财务报告问询函细分特征对操纵性应计利润的影响					
Dep. Var.= <i>DA_K</i>	(1)	(2)	(3)	Dep. Var.= <i>DA_K</i>	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>INQUIRY</i>	-0.016*** (-2.87)			<i>VERIFY</i>	-0.025** (-2.25)				
<i>IL_NUM</i>		-0.023*** (-3.08)		<i>QUESTIONS</i>		-0.026** (-2.25)			
<i>IL_TIMES</i>			-0.023*** (-2.87)	<i>ACCOUNTING</i>			-0.046** (-2.50)		
<i>LTA</i>	0.009*** (6.84)	0.009*** (6.84)	0.009*** (6.85)	<i>PROBLEM</i>				-0.029** (-2.56)	
<i>LEV</i>	-0.054*** (-7.38)	-0.054*** (-7.36)	-0.054*** (-7.38)	<i>DELAY</i>					-0.055*** (-2.69)
<i>GROWTH</i>	0.014*** (3.67)	0.014*** (3.65)	0.014*** (3.67)	<i>INQUIRY</i>	-0.007 (-1.06)	0.036 (1.58)	0.029* (1.66)	-0.006 (-0.90)	-0.010* (-1.82)
<i>CFO</i>	-0.814*** (-38.48)	-0.814*** (-38.50)	-0.814*** (-38.49)	<i>LTA</i>	0.009*** (6.82)	0.009*** (6.85)	0.009*** (6.85)	0.009*** (6.85)	0.009*** (6.87)
<i>AGE</i>	-0.000** (-2.01)	-0.000** (-2.05)	-0.000** (-2.00)	<i>LEV</i>	-0.054*** (-7.39)	-0.053*** (-7.31)	-0.054*** (-7.36)	-0.054*** (-7.37)	-0.054*** (-7.36)
<i>AVLOSS</i>	-0.007 (-1.43)	-0.007 (-1.43)	-0.007 (-1.44)	<i>GROWTH</i>	0.014*** (3.70)	0.014*** (3.69)	0.014*** (3.67)	0.014*** (3.69)	0.014*** (3.68)
<i>TOP1</i>	0.000 (0.26)	0.000 (0.24)	0.000 (0.26)	<i>CFO</i>	-0.815*** (-38.53)	-0.814*** (-38.52)	-0.814*** (-38.45)	-0.813*** (-38.43)	-0.815*** (-38.47)
<i>VIOLATE</i>	-0.011*** (-2.71)	-0.010*** (-2.65)	-0.011*** (-2.70)	<i>AGE</i>	-0.000* (-1.85)	-0.000* (-1.93)	-0.000** (-2.02)	-0.000* (-1.76)	-0.000* (-1.76)
				<i>AVLOSS</i>	-0.007 (-1.44)	-0.007 (-1.43)	-0.007 (-1.42)	-0.007 (-1.46)	-0.007 (-1.45)
				<i>TOP1</i>	0.000 (0.26)	0.000 (0.18)	0.000 (0.26)	0.000 (0.27)	0.000 (0.22)
				<i>VIOLATE</i>	-0.010** (-2.55)	-0.010** (-2.55)	-0.011*** (-2.71)	-0.010** (-2.50)	-0.010** (-2.50)
Constant	-0.168*** (-6.19)	-0.168*** (-6.17)	-0.168*** (-6.20)	Constant	-0.167*** (-6.16)	-0.169*** (-6.20)	-0.169*** (-6.20)	-0.169*** (-6.20)	-0.171*** (-6.27)
行业	Yes	Yes	Yes	行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度	Yes	Yes	Yes	年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9292	9292	9292	N	9292	9292	9292	9292	9292
Adj. R ²	0.274	0.274	0.274	Adj. R ²	0.275	0.275	0.274	0.275	0.275

注:括号内为t值,*,**、***分别表示10%、5%、1%水平显著,所有检验的标准误均在公司层面聚类并经过异方差调整,以下各表相同。

平上显著,表明同一财务报告的问询次数与公司的操纵性应计利润负相关,次数越多监管效果越好。此外,Panel A中 *VIOLATE* 的系数均在1%水平上显著为负,与前人研究一致(Chen et al., 2005; 沈红波等, 2014),处罚性监管有监管效果,以上结果进一步说明在控制了处罚性监管后,交易所非处罚性一线监管仍有显著效果。表4的Panel B列示了模型(2)的回归结果,变量 *VERIFY* 的系数为-0.025,在5%水平上显著,当财务报告问询函需要中介机构发表专业核查意见时,监管力度相对更大,操纵性应计利润更低,监管效果更好;*QUESTIONS* 的系数为-0.026,在5%水平上显著,问询函涉及的问题数量越多,交易所投入的成本越高,越能降低盈余管理程度;*ACCOUNTING* 的系数为-0.046,在5%水平上显著,当问询函涉及会计问题时,公司会更大程度上减少自身的机会主义行为;*PROBLEM* 的系数为-0.029,在5%水平上显著,公司回函明确承认财务报告存在错误后,会更加谨慎并降低盈余管理程度,以弥补之前的不足,减小受到严厉处罚的概率;*DELAY* 的系数为-0.055,在1%水平上显著,当公司投入更多的时间和精力去解决相关问题时,操纵性应计利润更低,监管效果更好。

(三)稳健性检验

1. 基于PSM的检验

为降低收函公司和未收函公司之间的特征差异影响,我们对两类公司进行了倾向得分匹配(propensity score matching, PSM)。参照Chemmanur等(2011)、Cassell等(2013)以及Heese等(2017),我们从内部控制、财务重述、公司规模和审计师等角度选取了一系列影响公司是否收函的变量进行倾向得分最邻近匹配。具体包括如下一系列变量,当内部控制存在缺陷时 *IC_WEAK* 为1,否则为0;*IC_WEAK_LAG* 是滞后一期的 *IC_WEAK*; 当公司发生财务重述时 *RESTATE* 为1,否则为0;*RESTATE_LAG* 是滞后一期的 *RESTATE*; *LOG_MARK_CAP* 为公司市值的自然对数;*MB* 为市价对账面价值比;*AGE* 为公司上市年数;当净利润小于零时 *LOSS* 为1,否则为0;*GROWTH* 为公司的销售增长率;当审计师为四大事务所时 *BIG4* 为1,否则为0;当审计师发生变更时 *AUDI-*

TOR_CHANGE 为1,否则为0。未列示的倾向得分匹配第一阶段结果表明,上述变量会显著影响公司是否收函,匹配样本满足共同支撑假设和平行假设。表5报告了基于倾向得分匹配样本的回归结果^⑧,变其中Panel A第一列结果表明,变量 *INQUIRY* 的系数为-0.014,在5%水平上显著,在控制了收函公司和未收函公司间的特征差异后,财务报告问询函仍能降低公司盈余管理程度。Panel A和Panel B的其他结果表明,模型(1)和(2)中其他核

表5 稳健性检验1:基于倾向得分匹配样本的回归结果

Panel A: PSM后财务报告问询函对操纵性应计利润的影响				Panel B: PSM后财务报告问询函特征对操纵性应计利润的影响					
Dep. Var.=DA_K	(1)	(2)	(3)	Dep. Var.=DA_K	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>INQUIRY</i>	-0.014** (-2.18)			<i>VERIFY</i>	-0.034*** (-2.85)				
<i>IL_NUM</i>		-0.021** (-2.46)		<i>QUESTIONS</i>		-0.027** (-2.34)			
<i>IL_TIMES</i>			-0.020** (-2.20)	<i>ACCOUNTING</i>			-0.053*** (-2.94)		
<i>LTA</i>	0.011*** (4.98)	0.011*** (4.98)	0.011*** (4.99)	<i>PROBLEM</i>				-0.026** (-2.10)	
<i>LEV</i>	-0.049*** (-4.31)	-0.048*** (-4.27)	-0.049*** (-4.32)	<i>DELAY</i>					-0.061*** (-2.80)
<i>GROWTH</i>	0.020*** (3.62)	0.020*** (3.59)	0.020*** (3.62)	<i>INQUIRY</i>	-0.002 (-0.31)	0.040* (1.75)	0.039** (2.20)	-0.005 (-0.76)	-0.008 (-1.27)
<i>CFO</i>	-0.777*** (-24.50)	-0.777*** (-24.51)	-0.777*** (-24.51)	<i>LTA</i>	0.011*** (4.94)	0.011*** (5.01)	0.011*** (5.00)	0.011*** (5.01)	0.011*** (5.06)
<i>AGE</i>	-0.000 (-0.85)	-0.000 (-0.89)	-0.000 (-0.84)	<i>LEV</i>	-0.049*** (-4.32)	-0.047*** (-4.21)	-0.049*** (-4.29)	-0.049*** (-4.30)	-0.049*** (-4.31)
<i>AVLOSS</i>	0.001 (0.22)	0.001 (0.22)	0.001 (0.21)	<i>GROWTH</i>	0.020*** (3.71)	0.020*** (3.65)	0.020*** (3.63)	0.020*** (3.64)	0.020*** (3.63)
<i>TOP1</i>	0.000 (1.21)	0.000 (1.18)	0.000 (1.21)	<i>CFO</i>	-0.779*** (-24.63)	-0.777*** (-24.57)	-0.776*** (-24.46)	-0.774*** (-24.45)	-0.780*** (-24.50)
<i>VIOLATE</i>	-0.012** (-2.14)	-0.011** (-2.07)	-0.012** (-2.13)	<i>AGE</i>	-0.000 (-0.54)	-0.000 (-0.72)	-0.000 (-0.85)	-0.000 (-0.55)	-0.000 (-0.47)
				<i>AVLOSS</i>	0.001 (0.18)	0.001 (0.21)	0.001 (0.24)	0.001 (0.19)	0.001 (0.16)
				<i>TOP1</i>	0.000 (1.24)	0.000 (1.09)	0.000 (1.21)	0.000 (1.23)	0.000 (1.13)
				<i>VIOLATE</i>	-0.010* (-1.89)	-0.011* (-1.92)	-0.012** (-2.14)	-0.011* (-1.93)	-0.010* (-1.88)
Constant	-0.225*** (-5.03)	-0.223*** (-5.01)	-0.225*** (-5.04)	Constant	-0.223*** (-4.99)	-0.226*** (-5.06)	-0.226*** (-5.05)	-0.228*** (-5.08)	-0.230*** (-5.16)
行业	Yes	Yes	Yes	行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度	Yes	Yes	Yes	年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4139	4139	4139	N	4139	4139	4139	4139	4139
Adj. R ²	0.260	0.260	0.260	Adj. R ²	0.262	0.261	0.260	0.261	0.263

心变量的系数也均显著为负,本文结论依然成立。

2. 基于PSM-DID的检验

是否收函可能会影响公司的盈余管理程度,反过来,盈余管理程度也可能会影响公司收函的可能性,为了更好地解决内生性问题,本文基于PSM配对样本构建了双重差分(difference-in-difference, DID)模型,研究财务报告问询函对公司操纵性应计的净效应影响。具体模型如(3)式所示:

$$DA_K_{i,t} = c_0 + c_1 INQUIRY_ALL_i + c_2 INQUIRY_ALL_i \times POST_t + c_3 POST_t + c_4 LTA_{i,t} + c_5 LEV_{i,t} + c_6 GROWTH_{i,t} + c_7 CFO_{i,t} + c_8 AGE_{i,t} + c_9 AVLOSS_{i,t} + c_{10} TOP1_{i,t} + c_{11} VIOLATE_{i,t} + YEAR\ DUMMIES + INDUSTRY\ DUMMIES + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,公司收到过财务报告问询函 $INQUIRY_ALL$ 为1,否则为0;公司首次收到财务报告问询函及以后年份 $POST$ 为1,否则为0;其余变量定义与模型(1)一致。如表6所示,第一列为收函前后一年进行双重差分,交乘项($INQUIRY_ALL \times POST$)的系数为-0.018,在10%水平上显著;第二列为收函前后两年进行双重差分,交乘项($INQUIRY_ALL \times POST$)的系数为-0.023,在1%水平上显著。以上结果共同表明,公司收函后操纵性应计利润降低,问询函显著降低了收函公司的盈余管理程度,为前文的结论提供了进一步证据。

3. 基于盈余反应系数的检验

证券监管的主要目的是促进信息有效披露,降低信息不对称。为了进一步验证本文的逻辑,我们还从盈余反应系数的角度考察了财务报告问询函的有效性。借鉴Fan和Wong(2002)、王化成和佟岩(2006)以及佟岩和程小可(2007)等人的研究,本文在盈余和回报基本模型上增加了是否收函哑变量($INQUIRY$),同时还控制了公司规模(LTA)、资产负债率(LEV)、贝塔系数($BETA$)、市价对账面价值比(MB)以及行业和年度的固定效应,得到模型(4):

$$RETURN_{i,t} = d_0 + d_1 EPS_{i,t}/P_{i,t-1} + d_2 INQUIRY_{i,t} + d_3 INQUIRY_{i,t} \times (EPS_{i,t}/P_{i,t-1}) + d_4 LTA_{i,t} + d_5 LEV_{i,t} + d_6 BETA_{i,t} + d_7 MB_{i,t} + YEAR\ DUMMIES + INDUSTRY\ DUMMIES + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中 $RETURN$ 为公司在 t 期间的市场回报, EPS 为每股净利润, P 为公司在 $t-1$ 期4月末调整后收盘价。是否

表6 稳健性检验2:基于倾向得分匹配样本的双重差分检验

Dep. Var.=DA_K	(1)	(2)
$INQUIRY_ALL$	-0.001 (-0.11)	0.001 (0.17)
$INQUIRY_ALL \times POST$	-0.018* (-1.73)	-0.023*** (-2.64)
$POST$	0.015* (1.66)	0.016** (2.01)
LTA	0.012*** (3.50)	0.013*** (4.26)
LEV	-0.057*** (-3.39)	-0.046*** (-3.08)
$GROWTH$	0.012 (1.25)	0.021*** (2.73)
CFO	-0.818*** (-16.41)	-0.820*** (-19.65)
AGE	-0.002*** (-3.09)	-0.002*** (-3.27)
$AVLOSS$	0.004 (0.39)	-0.000 (-0.04)
$TOP1$	-0.000 (-0.05)	0.000 (0.70)
$VIOLATE$	-0.012 (-1.40)	-0.015** (-2.03)
Constant	-0.232*** (-3.16)	-0.252*** (-4.07)
行业	Yes	Yes
年度	Yes	Yes
N	1788	2643
Adj. R ²	0.263	0.280

注:第一列为前后1年,第二列为前后2年。

收函哑变量与盈余指标之交乘项($INQUIRY \times (EPS/P)$)系数反映了财务报告问询函对基本盈余反应系数的影响。如表7所示,交乘项系数为1.662,在5%水平上显著,说明财务报告问询函提高了公司盈余质量,支持了本文的主要结论。

4. 对替代性解释“上市公司信息披露团队的能力存在差异”的检验

财务报告问询函对盈余管理的影响在理论上还存在一种替代性解释,即上市公司信息披露团队的能力存在差异,有些公司只是不了解或者对政策的

表7 稳健性检验3:财务报告问询函对盈余反应系数的影响

Dep. Var.=RETURN	(1)
EPS/P	3.768*** (18.03)
$INQUIRY$	-0.003 (-0.20)
$INQUIRY \times (EPS/P)$	1.662** (1.96)
LTA	-0.070*** (-13.22)
LEV	0.376*** (14.36)
$BETA$	-0.023 (-1.06)
MB	0.005 (1.50)
Constant	2.361*** (19.54)
行业	Yes
年度	Yes
N	8694
Adj. R ²	0.609

解读存在偏差而不是机会主义行为。交易所的问询函能够提高上市公司信息披露的能力,帮助他们纠正对政策理解和解读上的偏差,从而提高了盈余质量。因此,本文从公司上市时间的长短、董秘是否兼任财务总监、中介机构的信息披露及监督经验等方面考虑和控制信息披露经验的差异对结果可能的影响。

首先,为了解决这一可能的遗漏变量问题,本文在主回归模型(1)中增加了代表信息披露经验的控制变量。其中 AGE 为公司上市年数^⑧。由于上市公司财务总监兼任董事会秘书时,能够更有效地传递信息(毛新

述等,2013),所以设置了变量 *FINANCE*,当财务总监兼任董秘时 *FINANCE* 为 1,否则为 0。此外,我们还设置了变量 *BIG4*,当审计师为四大事务所时为 1,否则为 0。如表 8 第一列所示,在控制了信息披露经验后,变量 *INQUIRY* 的系数仍然显著为负,财务报告问询函降低了盈余管理程度,说明在控制了信息披露经验差异的因素之后,我们的结论依然稳健。

其次,对于信息披露经验差异导致的选择性偏差问题,我们还采用 Heckman (1979) 两阶段回归的方法来排除信息披露经验造成的内生性问题。同样地,第一阶段加入公司上市时间的长短 (*AGE*),董秘是否兼任财务总监 (*FINANCE*)、中介机构的信息披露及监督经验 (*BIG4*) 3 个变量。*MILLS* 为 Heckman 第一阶段回归得到的 Inverse Mills Ratio。表 8 第二至三列分别为 Heckman 第一阶段和第二阶段回归结果。在控制了信息披露经验造成的样本选择偏差后,变量 *INQUIRY* 的系数仍然显著为负,财务报告问询函降低了盈余管理程度,与本文主要结论保持一致。

最后,本文还考虑了信息披露经验对现有结果的额外影响。我们将代表信息披露经验的变量与变量 *INQUIRY* 进行交乘,如表 8 第四列所示,交乘项 *INQUIRY*×*FINANCE* 和 *INQUIRY*×*BIG4* 均不显著,排除了信息披露经验的替代性解释。而交乘项 *INQUIRY*×*AGE* 显著为负,跟信息披露经验解释的预期相反,这也在一定程度上排除了这一替代性解释^⑨。

5. 基于操纵性应计利润指标不同度量方法的检验

为了避免不同度量方法产生的误差对本文结果造成影响,我们还基于 Jones 模型 (Jones, 1991)、修正的 Jones 模型 (Dechow et al., 1995) 以及 DD 模型 (Dechow and Dichev, 2002) 对操纵性应计利润进行了度量。我们将模型中的回归残差定义为操纵性应计利润,残差越大公司盈余管理程度越高。

如表 9 前三列所示,第一列为 Jones 模型回归结果,变量 *INQUIRY* 系数为 -0.008,在 1% 水平上显著;第二列为修正 Jones 模型回归结果,变量 *INQUIRY* 系数为 -0.008,在 1% 水平上显著;第三列为 DD 模型回归结果,变量 *INQUIRY* 系数为 -0.012,在 1% 水平上显著。结果表明,问询函能减少操纵性应计利润,降低公司盈余管理程度,且这种监管作用不受操纵性应计利润度量方法的影响。

6. 基于财务报告问询函接收区间范围扩展的检验

主回归中定义收函当年 *INQUIRY* 为 1,检验了问询函收函当年对上市公司盈余管理行为的监管效果。Cassell 等 (2013) 将当年或前两年收到 SEC 意见函的公司定义为收函公司,稳健性检验中我们也对问询函接收时间范围进行了扩展,进一步检验不同时间范围收函带来的监管效果。如果当年或前一年收到问询函,则 *INQUIRY* 为 1,否则为 0。如表 9 第四列所示,变量 *INQUIRY* 的系数为 -0.015,在 1% 水平上显著,收函公司的盈余管理程度得到明显降低,这意味着改变问询函接收时间范围后,问询函依旧有监管效力,本文主要

表 8 稳健性检验 4: 加入控制变量、Heckman 两阶段与加入交乘项

Dep. Var.=	加入控制变量 (1) <i>DA_K</i>	Heckman 第一阶段 (2) <i>INQUIRY</i>	Heckman 第二阶段 (3) <i>DA_K</i>	加入交乘项 (4) <i>DA_K</i>
<i>INQUIRY</i>	-0.014** (-2.22)		-0.015** (-2.47)	0.010 (0.85)
<i>INQUIRY</i> × <i>FINANCE</i>				-0.024 (-1.34)
<i>FINANCE</i>	0.004 (1.02)	-0.139* (-1.67)		0.005 (1.54)
<i>INQUIRY</i> × <i>BIG4</i>				0.048 (1.62)
<i>BIG4</i>	-0.009 (-1.42)	-0.047 (-0.34)		-0.010 (-1.60)
<i>INQUIRY</i> × <i>AGE</i>				-0.002** (-2.04)
<i>LTA</i>	0.009*** (6.10)	-0.134*** (-4.63)	-0.002 (-0.60)	0.010*** (6.46)
<i>LEV</i>	-0.059*** (-7.39)	0.836*** (4.89)	0.004 (0.19)	-0.058*** (-7.41)
<i>GROWTH</i>	0.013*** (3.20)	-0.115 (-1.58)	0.005 (1.00)	0.018*** (3.64)
<i>CFO</i>	-0.809*** (-35.64)	-1.391*** (-3.37)	-0.915*** (-22.32)	-0.842*** (-36.07)
<i>AGE</i>	-0.000 (-1.43)	-0.035*** (-7.20)	-0.003*** (-3.35)	-0.000 (-0.87)
<i>AVLOSS</i>	-0.007 (-1.44)	0.198** (2.03)	0.008 (1.09)	-0.007 (-1.50)
<i>TOP1</i>	0.000 (0.53)	-0.005** (-2.49)	-0.000** (-2.22)	0.000 (0.48)
<i>VIOLATE</i>	-0.008* (-1.77)	0.478*** (7.08)	0.027** (2.27)	-0.008* (-1.92)
<i>MILLS</i>			0.085*** (3.15)	
Constant	-0.166*** (-5.44)	0.487 (0.78)	-0.168*** (-5.72)	-0.187*** (-5.99)
行业	Yes	Yes	Yes	Yes
年度	Yes	Yes	Yes	Yes
N	8006	8006	8006	8006
Pseudo R ² / Adj. R ²	0.274	0.253	0.274	0.269

结论保持不变。同时,为了进一步检验前一年收到财务报告问询函对操纵性应计利润的影响,我们还对解释变量 *INQUIRY* 进行再次定义,当公司 $t-1$ 年收到针对 $t-2$ 年度的年报问询函或收到针对 $t-1$ 年度的半年/季报问询函时, *INQUIRY* 为 1, 否则为 0。被解释变量 *DA_K* 仍为 t 年经业绩调整的操纵性应计利润。如表 9 第五列所示,变量 *INQUIRY* 的系数为 -0.029, 在 1% 水平上显著,前一年收到财务报告问询函的公司,下一财务报告年度盈余管理程度得到明显降低。

7. 基于年报问询函的检验

主回归基于所有财务报告问询函对交易所一线监管的监管效果进行了检验,涉及年度、中期和季度财务报告。考虑到在财务报告体系中,年度财务报告必须经过注册会计师审计,可靠性更强,披露内容更全面,对信息使用而言也更重要,所以稳健性检验中我们仅基于年报问询函子样本对问询函的监管效果进行检验。如表 9 第六列所示,变量 *INQUIRY* 的系数为 -0.019, 在 1% 水平上显著,说明交易所只针对年度报告相关问题发放的问询函同样具有明显的监管效力,进一步证实了本文的主要发现^⑦。

(四) 进一步分析

1. 产权性质分析

许多学者研究表明公司与政府间的关系会影响处罚性监管的监管效果。Anderson (2000) 认为,与政府联系紧密的公司违规时,相关处罚更得不到有效执行。陈信元等 (2009) 发现,当违规处罚国有企业的最终控制人与管辖法院同级时,市场反应的负面程度越小。企业的产权性质会影响执法力度,相比于非国有企业,国有企业所受处罚更轻。国有企业由政府机构最终控制,存在一种天然的政治关联,而有政治关联的公司会通过影响违规查处的及时性来削弱监管机构的执法效率 (许年行等, 2013)。然而,政企关系对交易所一线监管的影响尚无人探讨。

国有企业的最终控制人为政府机构,相比于非国有企业,国有企业与政府的关系更加密切。因此,我们将样本分成国有企业和非国有企业两组,进一步研究不同产权性质下财务报告问询函对操纵性应计利润的影响。如表 10 所示,在非国有企业组,变量 *INQUIRY* 的系数为 -0.020, 在 1% 水平上显著; *IL_NUM* 的系数为 -0.030, 在 1% 水平上显著; *IL_TIMES* 的系数为 -0.029, 在 1% 水平上显著;而在国有企业组,问询函相关变量均不显著。这表

表 9 稳健性检验 5~7

Dep. Var.=	<i>DA_J</i>	<i>DA_MJ</i>	<i>DA_DD</i>	<i>DA_K</i>	<i>DA_K</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>INQUIRY</i>	-0.008*** (-3.39)	-0.008*** (-3.73)	-0.012*** (-3.79)	-0.015*** (-2.78)	-0.029*** (-2.69)
<i>LTA</i>	0.013*** (18.14)	0.013*** (17.80)	0.008*** (10.98)	0.009*** (6.84)	0.009*** (5.93)
<i>LEV</i>	-0.102*** (-24.46)	-0.102*** (-24.26)	-0.094*** (-24.30)	-0.054*** (-7.37)	-0.049*** (-5.68)
<i>GROWTH</i>	0.000 (0.21)	0.008*** (3.70)	0.035*** (19.02)	0.014*** (3.69)	0.012*** (2.82)
<i>CFO</i>	-0.825*** (-73.13)	-0.846*** (-73.64)	-0.104*** (-9.54)	-0.814*** (-38.48)	-0.787*** (-31.50)
<i>AGE</i>	-0.000*** (-3.23)	-0.000*** (-3.82)	-0.000*** (-3.87)	-0.000*** (-2.01)	-0.000*** (-1.47)
<i>AVLOSS</i>	-0.019*** (-11.13)	-0.020*** (-11.34)	-0.019*** (-11.66)	-0.006*** (-1.40)	-0.004*** (-0.82)
<i>TOP1</i>	0.000*** (3.86)	0.000*** (3.39)	0.000*** (2.19)	0.000*** (0.26)	-0.000*** (-0.25)
<i>VIOLATE</i>	-0.008*** (-3.96)	-0.008*** (-3.94)	-0.006*** (-3.05)	-0.011*** (-2.70)	-0.008*** (-1.74)
Constant	-0.213*** (-13.46)	-0.213*** (-13.18)	-0.130*** (-8.90)	-0.169*** (-6.19)	-0.173*** (-5.45)
行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10140	10122	7416	9292	7115
Adj. R ²	0.534	0.538	0.280	0.274	0.272

注:因为保持样本区间在 2013~2016 年,所以第五列检验前一年收到财务报告问询函(针对前两年的年报或者前一年的半年报/季报)对当年操纵性应计利润的影响时,相比主回归少了一年的观测值,样本量减少。

表 10 不同产权性质下财务报告问询函对操纵性应计利润的影响

Dep. Var.=	国有企业			非国有企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>INQUIRY</i>	-0.005 (-0.38)			-0.020*** (-3.20)		
<i>IL_NUM</i>		-0.005 (-0.33)			-0.030*** (-3.42)	
<i>IL_TIMES</i>			-0.007 (-0.41)			-0.029*** (-3.15)
<i>LTA</i>	0.009*** (4.98)	0.009*** (4.99)	0.009*** (4.98)	0.008*** (4.04)	0.008*** (4.02)	0.008*** (4.04)
<i>LEV</i>	-0.063*** (-5.71)	-0.063*** (-5.72)	-0.063*** (-5.71)	-0.043*** (-4.15)	-0.042*** (-4.12)	-0.043*** (-4.16)
<i>GROWTH</i>	0.016** (2.48)	0.016** (2.49)	0.016** (2.48)	0.014*** (2.84)	0.013*** (2.81)	0.014*** (2.84)
<i>CFO</i>	-0.815*** (-25.37)	-0.815*** (-25.37)	-0.815*** (-25.37)	-0.822*** (-29.69)	-0.822*** (-29.72)	-0.822*** (-29.70)
<i>AGE</i>	0.000 (0.53)	0.000 (0.53)	0.000 (0.52)	-0.001*** (-2.62)	-0.001*** (-2.64)	-0.001*** (-2.61)
<i>AVLOSS</i>	0.000 (0.01)	0.000 (0.00)	0.000 (0.01)	-0.012* (-1.83)	-0.012* (-1.83)	-0.012* (-1.83)
<i>TOP1</i>	-0.000 (-1.17)	-0.000 (-1.17)	-0.000 (-1.17)	0.000 (0.61)	0.000 (0.59)	0.000 (0.61)
<i>VIOLATE</i>	-0.008 (-1.33)	-0.009 (-1.33)	-0.008 (-1.33)	-0.012** (-2.42)	-0.012** (-2.35)	-0.012** (-2.41)
Constant	-0.158*** (-4.13)	-0.158*** (-4.14)	-0.158*** (-4.13)	-0.164*** (-3.85)	-0.163*** (-3.81)	-0.165*** (-3.85)
行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3732	3732	3732	5560	5560	5560
Adj. R ²	0.275	0.275	0.275	0.276	0.276	0.276

明非国有企业在收到问询函后,盈余管理程度得到显著降低。由此可见,交易所问询函对非国有企业进行了有效监管,而对国有企业的监管效果欠佳,企业的产权性质会影响交易所一线监管的效果。

2. 信息环境分析

信息环境会影响公司的机会主义行为,Jo和Kim(2007)发现信息披露频率与盈余管理行为负相关。陈运森和郑登津(2017)发现信息环境对董事参与公司决策行为有增量影响。因此,问询函对盈余管理的抑制效果也可能受到信息环境的影响。

为了进一步研究不同信息环境下财务报告问询函对操纵性应计利润的影响,我们根据滞后一期的信息环境好坏对样本进行分组。我们借鉴Kim和Verrecchia(2001)以及Ascioglu等(2005)的方法计算交易量对收益率的影响系数(KV指数)来度量信息披露质量,KV指数(KV)越低表明上市公司信息披露质量越高。分析师盈利预测分歧的定义参照Hope(2003)和谢德仁等(2016)的研究,信息披露质量越高,分析师盈利预测分歧(DISPERSION)越小。如表11所示,按照信息环境变量的中位数划分,在低KV组,变量INQUIRY、IL_NUM和IL_TIMES的系数均在1%水平上显著为负;在低DISPERSION组,变量INQUIRY、IL_NUM和IL_TIMES的系数均在5%水平上显著为负;而在高KV组和高DISPERSION组,问询函相关变量均不显著。这表明信息环境较好的企业在收到问询函后,盈余管理程度得到显著降低。

3. 问询函的问题分类对操纵性应计利润的影响

主回归中,我们已经考察了一系列问询函层面特征对操纵性应计利润的影响,进一步分析中,我们还考察了问询函的问题分类对操纵性应计利润的影响。具体而言,按照问题的属性,将财务报告问询函分为了11类(不同类型间可能存在交集),当问题涉及利润调整时ADJUST为1,否则为0;当问题涉及审计时AUDIT为1,否则为0;当问题涉及并购重组时MA为1,否则为0;当问题涉及同行业及竞争情况时COMPETITION为1,否则为0;当问题涉及董监高信息时DSM为1,否则为0;当问题涉及违法违规行为时ILLEGAL为1,否则为0;当问题涉及财务报告格式或报告发布时间时FORMAT为1,否则为0;当问题涉及税收相关事项时TAX为1,否则为0;当问题涉及关联交易时RELATEDTRAN为1,否则为0;当问题涉及研究开发时RD为1,否则为0;当问题涉及政府补助时SUBSIDY为1,否则为0。表12列示了这些问题分类的描述性统计,在本文的财务报告问询函样本中,92.6%的问题涉及利润调整,41.0%涉及审计,18.7%涉及并购重组,50.3%涉及同行业及竞争情况,11.5%涉及董监高信息,3.3%涉及违法违规行为,0.4%涉及财务报告格式或报告发布时间,12.2%涉及税收相关事项,15.7%涉及关联交易,10.7%涉及研究开发,13.7%涉及政府补助。可以看出,绝大部分财务报告问询函涉及利润调整问题,这进一步证明本文以盈余管理为考察对象来研究交易所财务报告问询函产生的经济后果是合理且必要的。此外,交易所对审计相关内容和同行业及竞争情况也较为关注,而对财务报告格式或报告发布时间方

表11 不同信息环境下财务报告问询
对操纵性应计利润的影响

Panel A:按KV指数分组						
Dep. Var.=DA_K	高KV组			低KV组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
INQUIRY	-0.006 (-0.92)			-0.023*** (-3.48)		
IL_NUM		-0.010 (-1.18)			-0.032*** (-3.62)	
IL_TIMES			-0.010 (-1.12)			-0.030*** (-3.27)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4341	4341	4341	4328	4328	4328
Adj. R ²	0.275	0.275	0.275	0.274	0.274	0.274
Panel B:按分析师盈利预测分歧分组						
Dep. Var.=DA_K	高DISPERSION组			低DISPERSION组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
INQUIRY	-0.007 (-0.94)			-0.023** (-2.43)		
IL_NUM		-0.011 (-1.10)			-0.032** (-2.49)	
IL_TIMES			-0.010 (-0.90)			-0.031** (-2.38)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2850	2850	2850	2855	2855	2855
Adj. R ²	0.296	0.296	0.296	0.266	0.266	0.266

表12 问题分类的描述性统计

变量	N	均值	标准差	中位数
ADJUST	731	0.926	0.262	1
AUDIT	731	0.410	0.492	0
MA	731	0.187	0.391	0
COMPETITION	731	0.503	0.500	1
DSM	731	0.115	0.319	0
ILLEGAL	731	0.033	0.178	0
FORMAT	731	0.004	0.064	0
TAX	731	0.122	0.327	0
RELATEDTRAN	731	0.157	0.364	0
RD	731	0.107	0.309	0
SUBSIDY	731	0.137	0.344	0

面的问题提及很少。

同时,本文根据模型(2),在全样本中控制了是否收函(*INQUIRY*)和问题类型,以检验交易所指出的问题层面分类对操纵性应计利润的影响。如表13所示,当交易所指出的问题涉及利润调整、审计、并购重组、同行业及竞争情况、董监高信息以及违法违规行为时,更能降低盈余管理程度,公司更加重视这些方面的问题。而当交易所指出的问题涉及财务报告格式或报告发布时间、税收相关事项、关联交易、研究开发以及政府补助时,对盈余管理程度无显著的增量影响。可能原因是涉及财务报告格式或报告发布时间的问题较少,且无实质性信息,上述结论说明涉及税收相关事项、关联交易、研究开发以及政府补助的问询函问题并不能引起公司足够重视从而抑制盈余管理行为。此外本文还基于收函子样本检验了交易所指出的问题层面分类对操纵性应计利润的影响,未列示的结果表明,当交易所指出的问题涉及利润调整、并购重组、同行业及竞争情况以及违法违规行为时,更能降低盈余管理程度,公司更加重视这些方面的问题;而当交易所指出的问题涉及审计、董监高信息、财务报告格式或报告发布时间、税收相关事项、关联交易、研究开发以及政府补助时,对盈余管理程度无增量影响。

五、结论及启示

深化监管体制改革是党的十九大后证券市场监管的改革趋势,以往无论是实务界还是理论界都集中于关注行政处罚性质的监管制度,但以交易所为一线监管主体所执行的问询函监管则是运用越来越频繁却一直被学术界忽视的监管政策。不论是深圳证券交易所2017年度会员大会还是证监会部署迎接党的十九大工作会议都明确指出,一线监管是《证券法》赋予交易所的法定职责,要利用交易所监管职能的广泛性、多样性和有效性,更好地实现市场运行的目标和方向。但在学术界,交易所问询函形式的一线监管是“没有牙齿的老虎”还是真的具有监管效果是一个具有争议性的话题。本文以2013~2016年上海和深圳证券交易所信息披露直通车实施后的年度为研究期间,将上市公司收到的财务报告问询函作为分析对象,实证检验了交易所一线监管对上市公司盈余管理程度的影响。结果发现:上市公司收到交易所发放的财务报告问询函后盈余管理程

表13 财务报告问询函问题分类对操纵性应计利润的影响

Dep. Var.=DA_K	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
<i>ADJUST</i>	-0.032** (-2.32)										
<i>AUDIT</i>		-0.020* (-1.86)									
<i>MA</i>			-0.032** (-2.23)								
<i>COMPETITION</i>				-0.027*** (-2.63)							
<i>DSM</i>					-0.035** (-2.01)						
<i>ILLEGAL</i>						-0.063* (-1.84)					
<i>FORMAT</i>							-0.039 (-0.58)				
<i>TAX</i>								-0.003 (-0.17)			
<i>RELATEDTRAN</i>									-0.012 (-0.80)		
<i>RD</i>										0.016 (0.88)	
<i>SUBSIDY</i>											-0.012 (-0.86)
<i>INQUIRY</i>	0.013 (1.05)	-0.008 (-1.21)	-0.010* (-1.70)	-0.003 (-0.38)	-0.012** (-2.10)	-0.014** (-2.51)	-0.016*** (-2.84)	-0.016*** (-2.64)	-0.014** (-2.37)	-0.018*** (-3.04)	-0.014** (-2.40)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9292	9292	9292	9292	9292	9292	9292	9292	9292	9292	9292
Adj. R ²	0.274	0.274	0.275	0.275	0.274	0.274	0.274	0.274	0.274	0.274	0.274

度降低,问询函总数越多或针对同一财务报告的问询次数越多,意味着监管力度越大,此时盈余管理程度越低。当财务报告问询函需要中介机构发表专业核查意见、涉及问题数量越多、涉及会计问题、公司回函明确承认错误或延期回函时,更能降低盈余管理程度,不同的财务报告问询函细分特征产生的监管效果不同。为了较好地解决内生性问题,本文还构建了PSM配对样本和双重差分模型,上述结论保持不变,这表明交易所的问询函制度确实能在一定程度上约束上市公司的机会主义行为,降低盈余管理程度,发挥监管作用。同时,本文对替代性解释“上市公司信息披露团队的能力存在差异”进行了排除。本文在进一步研究分析中发现,企业的产权性质和信息环境对问询函的监管效果有显著影响,非国有企业和信息环境较好的企业收函后盈余管理程度显著降低,监管效果较好,而国有企业和信息环境较差的企业收函后盈余管理程度无显著变化,监管效果欠佳。结果表明交易所一线监管的确具有监管效果,但这种监管效果依赖于产权性质和信息环境。此外,绝大部分财务报告问询函涉及利润调整问题,交易所指出的不同问题层面分类对操纵性应计利润的影响不同。

本文的结论具有重要的政策启示:第一,2013年信息披露直通车实施后,交易所通过问询函监管在一定程度上促进了资本市场健康发展,交易所在继续实施问询函制度的同时,要对其他一线监管措施进行创新,提高交易所一线监管政策在中国监管体系中的重要性,实施一线监管时要重点关注国有企业以及信息环境较差的企业,加大监管力度,扩大监管范围,充分发挥一线监管尤其是事后监管的作用,促进证券市场有效运行。2017年10月两大交易所深入落实党的十九大报告的重要举措就是“切实履行一线监管职责”,牢牢守住不发生系统性金融风险的底线,进而实现党的十九大报告提出的“防范重大风险”的要求。第二,国有企业要完善自身监管体制,提高公司治理水平,积极配合交易所工作,落实各项常规性整改措施。第三,信息透明度和信息环境较差的公司要加强信息披露监管,提高管理层专业能力,确保各类公告披露的及时性和准确性。本文从盈余管理的角度研究了问询函的监管效果,未来的研究可以进一步探讨问询函对公司信息环境的改善作用,从而丰富问询函经济后果论的相关研究,不断优化交易所一线监管的治理效果。

(作者单位:中央财经大学会计学院、中国管理会计研究与发展中心。责任编辑:张世国)

注释

①证监会在2013年答记者问中回答“在上市公司监管工作中如何处理事前、事中、事后监管的关系”时强调:“在监管转型背景下,要处理好政府和市场的关系,核心是‘放松管制、加强监管’。在事前领域,进一步简政放权,逐步减少行政审批事项;在事中事后领域加强监管,切实将监管职能落到实处。”

②证监会在2002年《关于进一步完善中国证券监督管理委员会行政处罚体制的通知》中首次提出“非行政处罚性监管”,又在2007年《加强证券期货法律体系建设保障资本市场稳步健康发展》中指出要规范“非行政处罚性监管”的种类和适用范围。

③《证券时报》2018年5月21日报道:“上交所对沪市2017年年报进行了全面审阅,发出年报审核问询函170余份,提出各类问题4000余个;深交所已向上市公司发出2017年年报问询函近250份,累计关注问题3000多个。”

④本文的数据显示,就财务报告问询函来看,2013年之前交易所只在2007年、2008年、2011年和2012年各发放了一份问询函,但在2013年之后问询函数量急剧上升。

⑤两个交易所在具体执行层面也确实把业绩真实性作为问询函的关键点,如上海证券交易所在2016年年报事后审核工作中强调“财务会计信息的真实性是投资者投资决策的重要基础,年报审核则是会计监管的主战场之一;而以往的市场实践也证明,重大恶性违法违规案件,大多都有财务操纵或造假行为隐现其中”,深圳证券交易所在2017年年报事后审核中也重点关注了利润调节行为。详情参见上交所和深交所的官方网站。

⑥如:《年报问询激增,公司业绩成色被刨根问底》,《证券时报》,2018年4月23日;《一周近120封问询函,上市公司财报被“盯上”》,《证券时报》,2018年5月14日。

⑦党的十九大报告明确指出要“转变政府职能,深化简政放权,创新监管方式”;上海证券交易所2017年10月27日刊出《用新思想指导新实践 在新时代谱写新篇章——上海证券交易所党委深入学习贯彻党的十九大精神》,明确指出“深化监管体制改革”是上交所落实党的十九大精神的重要举措;深圳交易所同日刊出《深交所认真学习贯彻党的十九大精神》则明确指出“切实履行一线监管职责,提升风险管控能力,牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”。

⑧更多2002年萨班斯—奥克斯利法案(SOX)相关内容详见:<http://legcounsel.house.gov/Comps/Sarbanes-oxley%20Act%200f%202002.pdf>。

⑨2017年11月13日,SEC在其2017年机构财务报告中指出,SEC审核目标是帮助投资者获得完整准确的信息,并防止欺诈和虚假陈述。更多内容详见:<https://www.sec.gov/files/sec-2017-agency-financial-report.pdf>。

⑩2018年3月22日,SEC在其文件审核过程中指出,审核的主要目的是监督并加强信息披露与会计要求之间的一致性。更多内容详见:<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cffilingreview.htm>。

⑪财务报告问询函基本由交易所发放,在所有财务报告问询中,证监局发放比例不足4%。

⑫稳健性的会计原则使得“隐藏利润”行为更不可能被问询。这一原则从《上交所就2016年年报事后审核情况答记者问:审核

中会计处理疑问》也可体现。详情参见上交所官方网站。

⑬因为公司 t 年收到的财务报告问询函是针对 $t-1$ 年的财务报告, 所以虽然模型中变量 DA_K 和 IL 是同期的, 但仍存在一个滞后效应。

⑭本文根据收函的“公司一年度”进行一比一配对, 比如 A 公司 2015 年收到了财务报告问询函(实验组), 则根据 2014 年相关公司特征在历年来从未收到过问询函的公司中进行一比一最邻近匹配, 匹配上 B 公司 2014 年的观测(对照组)。在 PSM 第二阶段回归时, 本文将实验组和对照组中公司的所有年度观测纳入样本, 这些年度观测对应的其他变量可能存在缺失, 所以导致表 5 的样本量为单数(4139)。为了保证较高的匹配程度, 减少样本缺失, 本文没有剔除这些年度观测对应的其他变量可能存在缺失的公司。

⑮之前的回归模型中已作为控制变量进行控制。

⑯由于深交所每年对上市公司进行信息披露考评打分, 所以基于深交所样本本文还设置了变量 $SCORE$ 代表深交所上市公司信息披露考评结果, 以衡量深交所上市公司信息披露质量。若考评结果为优秀或良好, 则 $SCORE$ 为 1; 若考评结果为合格或不合格, 则 $SCORE$ 为 0。将变量 $SCORE$ 加入作为控制变量, Heckman 第一阶段回归以及变量 $INQUIRY$ 交乘时, 结果均与本文主要结论保持一致。

⑰本文还仅基于样本期间收到过问询函的公司进行了回归检验, 未列示的结果表明, 收到过问询函的公司, 其盈余管理程度在收函年度显著降低。此外, 本文还针对收函公司收到问询函的年度与未收到问询函的年度之间的盈余管理程度进行了差异检验, 未列示的结果表明, 未收函年度的操纵性应计利润显著高于收函年度, 均值和中位数均在 1% 的水平上存在显著差异。

参考文献

- (1) 陈工孟、高宁:《我国证券监管有效性的实证研究》,《管理世界》,2005 年第 7 期。
- (2) 陈佳声:《上市公司、审计师与监管机构的财务舞弊博弈研究》,《审计研究》,2014 年第 4 期。
- (3) 陈信元、李莫愁、芮萌、夏立军:《司法独立性与投资者保护法律实施——最高人民法院“1/15 通知”的市场反应》,《经济学(季刊)》,2009 年第 1 期。
- (4) 陈运森、邓祎璐、李哲:《非处罚性监管具有信息含量吗? 基于问询函的证据》,《金融研究》,2018 年 a 第 4 期。
- (5) 陈运森、邓祎璐、李哲:《非行政处罚性监管能改进审计质量吗? 基于财务报告问询函的证据》,《审计研究》,2018 年 b 第 5 期。
- (6) 陈运森、郑登津:《董事网络关系、信息桥与投资趋同》,《南开管理评论》,2017 年第 3 期。
- (7) 方军雄:《转型经济中声誉机制有效性研究——来自中国审计市场的证据》,《财经研究》,2011 年第 12 期。
- (8) 高利芳、盛明泉:《证监会处罚对公司盈余管理的影响后果及机制研究》,《财贸研究》,2012 年第 1 期。
- (9) 顾小龙、辛宇、滕飞:《违规监管具有治理效应吗——兼论股价同步性指标的两重性》,《南开管理评论》,2016 年第 5 期。
- (10) 金智、柳建华、陈辉:《信息披露监管的外溢性——同行信息传递与市场学习》,《中国会计评论》,2011 年第 2 期。
- (11) 黎文靖:《会计信息披露政府监管的经济后果》,《会计研究》,2007 年第 8 期。
- (12) 刘笑霞:《审计师惩戒与审计定价——基于中国证监会 2008~2010 年行政处罚案的研究》,《审计研究》,2013 年第 2 期。
- (13) 毛新述、王斌、林长泉、王楠:《信息发布者与资本市场效率》,《经济研究》,2013 年第 10 期。
- (14) 沈红波、杨玉龙、潘飞:《民营上市公司的政治关联、证券违规与盈余质量》,《金融研究》,2014 年第 1 期。
- (15) 沈洪涛、冯杰:《舆论监督、政府监管与企业环境信息披露》,《会计研究》,2012 年第 2 期。
- (16) 宋云玲、李志文、纪新伟:《从业绩预告违规看中国证券监管的处罚效果》,《金融研究》,2011 年第 6 期。
- (17) 佟岩、程小可:《关联交易利益流向与中国上市公司盈余质量》,《管理世界》,2007 年第 11 期。
- (18) 王兵、李晶、苏文兵、唐逸凡:《行政处罚能改进审计质量吗? ——基于中国证监会处罚的证据》,《会计研究》,2011 年第 12 期。
- (19) 王化成、佟岩:《控股股东与盈余质量——基于盈余反应系数的考察》,《会计研究》,2006 年第 2 期。
- (20) 谢德仁、郑登津、崔宸瑜:《控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗? ——基于股价崩盘风险视角的研究》,《管理世界》,2016 年第 5 期。
- (21) 许成钢:《法律、执法与金融监管——介绍“法律的不完备性”理论》,《经济社会体制比较》,2001 年第 5 期。
- (22) 许年行、江轩宇、伊志宏、袁清波:《政治关联影响投资者法律保护的执法效率吗?》,《经济学(季刊)》,2013 年第 2 期。
- (23) 姚宏、李延喜、高锐、张晶晶:《信息结构、风险偏好与盈余操纵行为——一次实验研究的结论》,《会计研究》,2006 年第 5 期。
- (24) 张俊生、汤晓建、李广众:《预防性监管能够抑制股价崩盘风险吗? 基于交易所年报问询函的研究》,《管理科学学报》,2018 年第 10 期。
- (25) 朱春艳、伍利娜:《上市公司违规问题的审计后果研究——基于证券监管部门处罚公告的分析》,《审计研究》,2009 年第 4 期。
- (26) Allen, F., J. Qian and M. Qian, 2005, “Law, Finance and Economic Growth in China”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, No. 1, pp. 57~116.
- (27) Anantharaman, D. and L. He, 2016, “Regulatory Scrutiny and Reporting of Internal Control Deficiencies: Evidence from the SEC Comment Letters”, SSRN Working Paper.
- (28) Anderson, D. M., 2000, “Taking Stock in China: Company Disclosure and Information in China’s Stock Markets”, *Georgetown Law Journal*, Vol. 88, No. 6, pp. 1919~1952.
- (29) Ascioglu, A., S. P. Hegde and J. B. Medermott, 2005, “Auditor Compensation, Disclosure Quality and Market Liquidity: Evidence from the Stock Market”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 24, No. 4, pp. 325~354.
- (30) Bens, D. A., M. Cheng. and M. Neamtiu, 2016, “The Impact of SEC Disclosure Monitoring on the Uncertainty of Fair Value Estimates”, *The Accounting Review*, Vol. 91, No. 2, pp. 349~375.
- (31) Blackburne, T., 2014, “Regulatory Oversight and Reporting Incentives: Evidence from SEC Budget Allocations”, SSRN Working Paper.
- (32) Bozanic, Z., J. R. Dietrich and B. A. Johnson, 2017, “SEC Comment Letters and Firm Disclosure”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 36, No. 5, pp. 337~357.
- (33) Bozanic, Z., P. Choudhary and K. J. Merkley, 2018, “Securities Law Expertise and Corporate Disclosure”, *The Accounting Review*, forthcoming.

- (34) Brown, S. V., X. Tian and J. W. Tucker, 2018, "The Spillover Effect of SEC Comment Letters on Qualitative Corporate Disclosure: Evidence from the Risk Factor Disclosure", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 35, No. 2, pp. 622~656.
- (35) Cassell, C., L. Dreher and L. Myers, 2013, "Reviewing the SEC's Review Process: 10-K Comment Letters and the Cost of Remediation", *The Accounting Review*, Vol. 88, No. 6, pp. 1875~1908.
- (36) Chemmanur, T. J., K. Krishnan and D. K. Nandy, 2011, "How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look Beneath the Surface", *The Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 12, pp. 4037~4090.
- (37) Chen, G., M. Firth, N. Gao and O. M. Rui, 2005, "Is China's Securities Regulatory Agency a Toothless Tiger? Evidence from Enforcement Actions", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 24, No. 6, pp. 451~488.
- (38) Chi, W., H. Huang, Y. Liao and H. Xie, 2009, "Mandatory Audit Partner Rotation, Audit Quality and Market Perception: Evidence from Taiwan", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 26, No. 2, pp. 359~391.
- (39) Cunningham, L. M., B. A. Johnson, E. S. Johnson and L. L. Lisic, 2018, "The Switch Up: An Examination of Changes in Earnings Management after Receiving SEC Comment Letters", SSRN Working Paper.
- (40) Dechow, P. M. and I. D. Dichev, 2002, "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors", *The Accounting Review*, Vol. 77(Supplement), pp. 35~59.
- (41) Dechow, P. M., G. S. Richard and P. S. Amy, 1995, "Detecting Earnings Management", *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 2, pp. 193~225.
- (42) Drienko, J. and S. J. Sault, 2011, "The Impact of Company Responses to Exchange Queries on the Australian Equity Market", *Accounting and Finance*, Vol. 51, No. 4, pp. 923~945.
- (43) Drienko, J. and S. J. Sault, 2013, "The Intraday Impact of Company Responses to Exchange Queries", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 37, No. 12, pp. 4810~4819.
- (44) Fan, J. P. H. and T. J. Wong, 2002, "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, No. 3, pp. 401~425.
- (45) Fischer, P. and R. Verrecchia, 2000, "Reporting Bias", *The Accounting Review*, Vol. 75, No. 2, pp. 229~245.
- (46) Francis, J. R. and D. Wang, 2008, "The Joint Effect of Investor Protection and Big 4 Audits on Earnings Quality around the World", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 25, No. 1, pp. 157~191.
- (47) Francis, J. R., P. N. Michas and S. E. Seavey, 2013, "Does Audit Market Concentration Harm the Quality of Audited Earnings? Evidence from Audit Markets in 42 Countries", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 30, No. 1, pp. 325~355.
- (48) Gietzmann, M. B. and A. K. Pettinicchio, 2014, "External Auditor Reassessment of Client Business Risk Following the Issuance of a Comment Letter by the SEC", *European Accounting Review*, Vol. 23, No. 1, pp. 57~85.
- (49) Gietzmann, M., A. Marra and A. Pettinicchio, 2016, "Comment Letter Frequency and CFO Turnover: A Dynamic Survival Analysis", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 31, No. 1, pp. 79~99.
- (50) Gong, N., 2007, "Effectiveness and Market Reaction to the Stock Exchange's Inquiry in Australia", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 34, No. 7~8, pp. 1141~1168.
- (51) Heckman, J., 1979, "Sample Selection Bias as A Specification Error", *Econometrica*, Vol. 47, No. 1, pp. 153~161.
- (52) Heese, J., M. Khan and K. Ramanna, 2017, "Is the SEC Captured? Evidence from Comment-Letter Reviews", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 64, No. 1, pp. 98~122.
- (53) Hope, O., 2003, "Analyst Following and the Influence of Disclosure Components, IPOs and Ownership Concentration", *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, Vol. 10, No. 2, pp. 117~141.
- (54) Hribar, P. and D. C. Nichols, 2007, "The Use of Unsigned Earnings Quality Measures in Tests of Earnings Management", *Journal of Accounting Research*, Vol. 45, No. 5, pp. 1017~1053.
- (55) Jo, H. and Y. Kim, 2007, "Disclosure Frequency and Earnings Management", *Journal of Financial Economics*, Vol. 84, No. 2, pp. 561~590.
- (56) Johnston, R. and R. Petacchi, 2017, "Regulatory Oversight of Financial Reporting: Securities and Exchange Commission Comment Letters", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 34, No. 2, pp. 1128~1155.
- (57) Jones, J. J., 1991, "Earnings Management during Import Relief Investigations", *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 2, pp. 193~228.
- (58) Ke, B., C. S. Lennox and Q. Xin, 2015, "The Effect of China's Weak Institutional Environment on the Quality of Big Four Audits", *The Accounting Review*, Vol. 90, No. 4, pp. 1591~1619.
- (59) Kim, O. and R. E. Verrecchia, 2001, "The Relation among Disclosure, Returns and Trading Volume Information", *The Accounting Review*, Vol. 76, No. 4, pp. 633~654.
- (60) Kothari, S. P., A. Leone and C. Wasley, 2005, "Performance Matched Discretionary Accrual Measures", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, No. 1, pp. 163~197.
- (61) Kubic, M., 2017, "Examining the Examiners: SEC Effectiveness in Identifying Financial Reporting Errors", SSRN Working Paper.
- (62) Kubick, T. R., D. P. Lynch, M. A. Mayberry and T. C. Omer, 2016, "The Effects of Regulatory Scrutiny on Tax Avoidance: An Examination of SEC Comment Letters", *The Accounting Review*, Vol. 91, No. 6, pp. 1751~1780.
- (63) Pistor, K., M. Raiser and S. Gelfer, 2000, "Law and Finance in Transition Economies", *Economics of Transition*, Vol. 8, No. 2, pp. 325~368.
- (64) Wang, Q., 2016, "Determinants of Segment Disclosure Deficiencies and the Effect of the SEC Comment Letter Process", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 35, No. 2, pp. 109~133.

of two platform-based enterprises, we examine the evolution of iterative innovation from the perspective of dynamic capabilities. We propose that two evolutionary paths of iterative innovation are promoted by the different contexts of platform-based enterprises, and we suggest that the “position-process-path” framework of dynamic capabilities plays a critical role in analyzing the dynamic process of iterative innovation. We further emphasize that the evolution of iterative innovation promotes the building of platform-based enterprises and influences the value realization of dynamic capabilities. Such findings enriches our understanding of the regular evolutionary patterns of innovation in platform-based enterprises, and provides managers of such enterprises with practical suggestions.

Effectiveness of the Front-line Regulation of the Chinese Stock Exchanges:

Evidence From Comment Letters

Chen Yunsen, Deng Yilu and Li Zhe

Unlike previous studies that focused on penalty regulation of China Securities Regulation Commission, this paper focuses on the effectiveness of frontline regulation of the exchanges. Based on the financial report inquiry letters issued by the exchanges after the implementation of direct channel for information disclosure, we find that after receiving inquiry letters, the earnings management behavior is restrained. The greater number of receipts about the previous year's annual report or the quarterly/semi-annual report or the more inquiries about the same financial report, the level of earnings management is lower. The characteristics of inquiry letters and the classification of questions also have influence on the earnings management. We further find the weaknesses in the implementation of the inquiry letter policy. The regulatory effect of the inquiry letter depends on the nature of property rights and the information environment. The conclusion indicates that exchanges have facilitated the healthy development of capital market through inquiry letters, and regulators should improve frontline regulation represented by inquiry letters and realize the requirements of “innovating regulatory methods” and “preventing major risks” put forward in the 19th National Congress of the Communist Party of China.