

精准问询:来自年报问询和 控股股东股权质押的证据

连玉君, 刘畅

(中山大学 岭南学院, 广东 广州 510275)

[摘要] 使用2014—2021年A股上市公司数据,以控股股东股权质押为例,实证检验交易所年报问询的准确性。结果表明,控股股东股权质押的公司收到年报问询函的可能性更大,且问询强度和话题集中度更高。这些话题主要涉及关联交易、应计项目、研发情况和偿债能力,与文献普遍指出的控股股东股权质押的负面影响相符,说明我国监管问询制度具有“精准问询”的特征。进一步研究验证了这一制度的有效性,发现年报问询在不影响公司实际经营绩效的同时,抑制控股股东在实施股权质押后的文本信息语气操纵行为,并提高盈余信息质量。

[关键词] 年报问询;控股股东;股权质押;信息披露;公司治理

[中图分类号] F233

[文献标识码] A

[文章编号] 1007-9556(2023)01-0099-16

Accuracy of Comment Letters: Evidence from Annual Report Inquiry and Controlling Shareholders' Share-Pledging

LIAN Yu-jun, LIU Chang

(Lingnan College, Sun Yat-Sen University, Guangzhou 510275, China)

Abstract: Using the data of A-share listed companies from 2014 to 2021 as a sample, this paper took the share-pledging of controlling shareholders as an example, and empirically tested the accuracy of exchanges' comment letters (CLs). The results showed that, the companies whose controlling shareholders engaged in share-pledging activities were more likely to receive the CLs with higher inquiry intensity and more concentrated topics. These CLs mainly involved related-party transactions, accruals, R&D situation and solvency, which were in line with the negative effect of controlling shareholders' share-pledging stated in previous literature, indicating that China's regulatory inquiry system had the characteristic of "precise inquiry". Further research verified the validity of this system. We also found that, the CLs didn't affect the actual business performance of companies. Meanwhile, the CLs may restrain the modal manipulation behaviours of text messages after controlling shareholders' implementing share-pledging, and then improve earnings information quality.

Key Words: comment letters; controlling shareholders; share-pledging; information disclosure; corporate governance

一、引言

自2019年新《证券法》颁布以来,监管部门对于上市公司信息披露质量的要求不断提高,“以信息披

露为核心”的监管理念逐渐树立起来。在我国资本市场上,对上市公司信息披露进行一线监督的工作主要由证券交易所开展,沪深交易所近年来也越来越

[基金项目] 国家自然科学基金项目(71672206);广东省基础与应用基础研究基金项目(2020A1515011291)

[作者简介] 连玉君(1978—),男,河南淮阳人,中山大学岭南学院副教授,经济学博士,主要研究方向是公司财务与金融计量经济学,本文通讯作者;刘畅(1994—),男,山东济宁人,中山大学岭南学院博士研究生,主要研究方向是公司治理与金融监管。

多地通过发布年报问询函的方式,规范上市公司的信息披露行为,并起到了一定的治理效果(陈运森等,2019;梅蓓蕾等,2021)^[1,2]。

交易所年报问询作为一种自律性的监管措施,主要通过向市场参与者“吹哨预警”来发挥作用。一方面,交易所能力发现公司在信息披露过程中的不规范行为,进而要求公司补充披露信息,并进行相应整改。由于问询函通常在公司风险尚未严重恶化时发放,因此,往往可以起到预警的效果(张俊生等,2018;李晓溪和饶品贵,2022)^[3,4]。另一方面,交易所也能够利用其市场地位,吸引机构投资者和分析师进行更加深入的信息挖掘,以提高市场信息效率,并强化外部监督力度。

这种“吹哨预警”的作用机制对问询函的准确性提出了较高的要求,交易所需要清晰地指出上市公司的不规范行为和经营风险,才能针对公司财务问题的痛点开展有针对性的监督。在监管问询制度刚开始实施时,投资者并不关注问询事项是否准确,只要上市公司收到问询函,就会被视为严重的负面信号(陈运森等,2018)^[5]。随着监管问询制度的逐渐成熟,交易所发放问询函的频率越来越高、篇幅越来越长,市场参与者对问询函内容的解读也日趋理性。交易所需要通过专业的财务分析,发现并指出公司的具体问题,才能够引起市场参与者的广泛关注,进而发挥作用。反之,如果交易所只是无差别地向上市公司提出问题,那么不仅会导致问询函的信息含量降低(Ege et al., 2020)^[6],而且也会降低投资者对公司收到问询函这一信号的重视程度,最终弱化治理效果。因此,对年报问询的准确性进行考察具有较强的现实意义。

目前,已有文献对监管问询的研究主要围绕问询函的治理效果展开,发现交易所监管问询能够提升公司的信息披露质量(陈运森等,2019)^[1]、完善内部控制(聂萍等,2020)^[7],并降低股价崩盘风险(张俊生等,2018)^[3]。同时,监管问询也会恶化公司面临的竞争格局(Christensen et al., 2020)^[8],并提高债务融资成本(胡宁等,2020)^[9]。对于我国的监管问询制度是否具有“精准问询”的特征,即年报问询函能否较为准确地指出公司出现的财务问题和潜在风险,还较少有文献讨论。这主要是因为问询函提问的准确性通常难以直接判断,即每个个体公司真实存在的财务风险和违规行为无法准确获悉,也就无法直接结合问询内容判断其准确性。为了解决这一难点,本文采取的思路是,在已有文献普遍

认为存在特定问题的一类公司中,考察交易所对这类公司发放的问询函是否更可能涉及文献中提到的风险点。

控股股东股权质押为本文的研究提供了非常适合的研究场景。在A股市场上,上市公司的控股股东通过股权质押进行融资的现象非常普遍。为了规避股权质押带来的控制权转移风险,控股股东会采取一系列旨在维持股价、避免强制平仓的自利行为(谢德仁等,2016; Chan et al., 2018)^[10,11]。已有文献也普遍认为,这些自利行为会在公司层面产生负面影响,使得控股股东股权质押的公司更可能出现侵占、信息披露操纵和短视行为。通过分析向股权质押公司发放的问询函是否更多地涉及上述问题,便能够验证年报问询的准确性。具体而言,本文使用文本分析的方法,对问询函中的每个问题进行话题分类,如果在对控股股东股权质押公司进行的年报问询中,问询函涉及的风险事项与已有文献发现的负面影响相匹配,则能够说明交易所年报问询的准确性较高。

本文的边际贡献主要表现在一些方面。首先,本文通过文本分析,更为直接地考察了年报问询的准确性,拓展了监管问询相关文献。已有针对监管问询的研究主要集中于问询函的治理效应(Bozanic et al., 2017; Cunningham et al., 2020)^[12,13],而较少将问询函本身的特征作为研究对象,分析其是否具有精准问询的特征。同时,相比从事后角度(例如,是否延迟回函、收函后是否发生财务重述)探讨问询函信息甄别能力的研究(Kubic, 2021)^[14],本文通过对问询函中提出的问题进行话题分类,并对比不同类型公司收函内容的差异,更加直接地验证了年报问询信息甄别的准确性。其次,本文也为已有股权质押相关文献补充了证据。已有文献表明,控股股东实施了股权质押的上市公司更可能出现关联交易、侵占、盈余管理和干预研发等情况(郑国坚等,2014; 谢德仁等, 2017; Pang and Wang, 2020)^[15-17],而本文则发现,向控股股东股权质押公司发放的年报问询函同样更可能涉及上述问题。这一结果从交易所这一专业第三方的视角,为前期股权质押相关研究提供了支持性的证据。最后,在实践层面,本文也从信息披露监管和中小投资者权益保护的角度,探索了缓解股权质押问题的具体措施。直接针对股权质押进行限制的强制性监管措施虽然能够在短期内避免风险的爆发,但也会产生一定负面影响(Wang and Chou, 2018)^[18]。本文则发现,交易所年报问询可以在不影响上市公

司实际经营绩效的情况下,对控股股东股权质押问题发挥治理效果。

二、文献回顾与研究假设

(一) 文献回顾

1. 监管问询相关文献。已有文献主要从收到问询函的影响因素、收函后的市场反应,以及监管问询的治理效果三个角度进行研究。

对于收到问询函的影响因素,学者们主要探讨了信息披露质量、公司经营绩效、治理水平等是否会导致收函概率上升。首先,由于问询函是监管部门改善信息披露质量、提升公司透明度的重要手段(Cassell et al., 2019)^[19],因此,信息披露质量较差和盈余管理水平更高的公司更有可能收到问询函。其次,从公司角度来看,较低的盈利水平、非四大审计、较差的公司治理也增强了公司干预信息披露的动机,导致收到问询函的可能性上升(Cassell et al., 2013)^[20]。除此以外,政治关联(Heese et al., 2017)^[21]、更多的媒体负面评价(Christensen et al., 2020)^[8]等因素也会增加上市公司受到监管问询的可能性。

对于公司收函后的市场反应,一方面,由于收到问询函通常意味着公司的信息披露出现了不规范之处,或存在潜在的会计风险;另一方面,问询函也给上市公司带来了额外的回复成本,可能会干扰公司经营(Cassell et al., 2013)^[20]。基于上述原因,市场倾向于对上市公司收到问询函这一信号做出负面的反应(陈运森等, 2018)^[5]。

对于问询函的公司治理效应,首先,问询函改善了信息披露、提升了公司透明度和盈余质量(Bozanic et al., 2017; 陈运森等, 2019)^[12, 11]。及时地要求公司补充信息披露也实现了预防性的监管效果,避免了公司坏消息的累积,且能够降低股价崩盘风险(张俊生等, 2018)^[3]。但是,由于美国 SEC 问询函仅能对公司的财务报表进行监管,因此公司在接受问询后,有动机在减少应计项目盈余管理的同时,提高真实活动盈余管理水平,导致最终总的盈余管理水平没有发生显著变化(Cunningham et al., 2020)^[13]。

2. 股权质押相关文献。股权质押是一种以股票作为担保物进行借款的融资方式,在全球资本市场上都有着广泛应用。在我国股权相对集中的背景下,当上市公司的控股股东作为出质方质押股权时,其身份的特殊性便使得股权质押不再是与公司经营无关的个人融资行为。一方面,股权质押的强制平仓机制给控股股东带来了巨大的控制权转移风险(Chan et al., 2018)^[11],强化了控股股东的自利动机。当被担

保的股票价格跌破平仓线以至于可能无法保全本息时,质权方有权强行平仓,卖出股票以控制风险。一旦强制平仓机制被触发,作为出质方的控股股东就会失去绝大部分乃至全部控制权,承受巨大的经济损失。因此,控股股东有强烈的动机通过各种手段维持股价,以避免强制平仓(谢德仁等, 2016; Dou et al., 2019)^[10, 22]。另一方面,股权质押具有“控制权与现金流权分离”的特征,增大了控股股东的侵占动机(郝项超和梁琪, 2009)^[23]。控股股东在实施股权质押后,依然保留了全部控制权,可以利用控制权优势干预公司决策。

已有文献围绕控股股东规避控制权转移风险的动机,对控股股东股权质押可能引发的经济后果进行了一系列研究。首先,控股股东股权质押会提升控股股东掏空上市公司,提升自身还款能力的动机。股权质押加剧了现金流权与控制权的分离,强化侵占效应,弱化激励效应(郝项超和梁琪, 2009)^[23],从而使得股权被质押的控股股东更有可能通过关联交易等方式,对上市公司进行占款,损害公司权益(郑国坚等, 2014)^[15]。其次,股权被质押的控股股东会进行信息披露管理,例如,通过开发支出资本化等手段进行应计盈余管理(谢德仁等, 2017)^[16],在交易日披露好消息并将坏消息留置到非交易日发布(李常青和幸伟, 2017)^[24],策略性地降低年度报告可读性以维持股价(逯东等, 2020)^[25]。再次,股权质押也强化了上市公司的短视动机,抑制了企业创新和研发投入(李常青等, 2018)^[26],不利于公司价值的长期增长。最后,控股股东股权质押还会增大公司的融资成本。权益融资成本方面,由于公司会通过“高送转”和回购以利用市场非理性拉升股价(廖珂等, 2018; Chan et al., 2018)^[27, 11],导致了市场信息效率的降低(周纹心和李碧宏, 2021)^[28],投资者会要求更高的风险补偿。债务融资成本方面,控股股东股权质押也会导致公司发债利率提高(欧阳才越等, 2018)^[29],增大融资成本。

3. 文献评述。监管问询相关文献大多关注的是公司是否收函的影响因素,以及问询函的治理效果,但较少涉及监管问询制度的风险识别能力,而股权质押相关研究为问询函的信息甄别准确性的探讨提供了判断依据。已有文献较为充分地讨论了控股股东股权质押会产生的负面影响(例如,降低内部治理水平、干预信息披露和减少企业研发),本文可以结合这些结论,对年报问询的风险识别能力进行较为直接的检验。

(二)研究假设

1.股权质押与交易所年报问询。规范上市公司信息披露、保护中小投资者是交易所开展年报问询的主要目标(张俊生等,2018;Cassell et al., 2019)^[3,19],如果交易所年报问询制度具有“精准问询”的特征,能够准确识别公司的不规范行为,那么存在这类问题的公司将更有可能收到问询函。控股股东在实施股权质押后的市值管理行为既会降低公司的信息披露质量(包括盈余信息披露和非盈余信息披露两方面),又有损中小投资者权益,因此,更有可能引起交易所的关注。

在盈余信息披露方面,控股股东会提高盈余管理水平以提振市场信心,而虚增利润的行为会引起交易所的警觉。当面临股价下行压力时,控股股东有动机提升应计项目盈余管理和真实活动盈余管理水平,制造业绩改善的假象(谢德仁等,2017;谢德仁和廖珂,2018)^[16,30]。审计师在控股股东实施股权质押后的风险应对行为也从侧面印证了这类公司财务信息质量的下降(翟胜宝等,2017)^[31]。盈余信息是上市公司信息披露中最为重要的内容,交易所会通过发放问询函的方式,对上市公司的盈余操纵行为进行治理(陈运森等,2019)^[1]。

在非盈余信息披露方面,控股股东会进行文本信息语气操纵,并推迟负面信息的披露,使得投资者更难获悉公司的真实情况。首先,控股股东会在年报中发布更为乐观的前瞻性分析,以缓解市场对其股权质押行为的担忧(王秀丽等,2020)^[32]。其次,当上市公司的控股股东所面临的平仓风险增大时,也会策略性地降低年报文本的可读性,以达到短期维持股价的目的(逯东等,2020)^[25]。最后,控股股东还会进行信息披露择时,在交易日披露好消息,并将坏消息留置到非交易日发布(李常青和幸伟,2017)^[24],而信息的延迟披露也是交易所严格审查的重点问题之一。

在中小投资者保护方面,股权质押导致的控制权和现金流权的分离还会强化控股股东掏空、侵占上市公司的动机(郝项超和梁琪,2009;郑国坚等,2014)^[23,15],而保护中小投资者权益同样是我国开展监管问询制度的一大政策目标。

除此以外,控股股东在股权质押后所采取的其他异常行为也会使上市公司成为交易所重点监管的对象。例如,由于信息披露管理和盈余管理仅能带来短期利好,因此,需要长期维持股价的控股股东还可能通过避税以改善现金流(王雄元等,2018)^[33],而企

业异常的税收规避行为也会引起交易所的关注。

基于以上分析,提出本文的研究假设H1。

H1:控股股东股权质押的公司更可能收到年报问询函。

2.交易所年报问询的针对性。精准问询要求交易所除了要有能力找到财务风险更高的公司,还需要对这类公司开展更有针对性的监管。由于年报问询涉及的内容较为广泛,且随着问询函的发放越来越频繁,市场对于问询函通常会涉及的内容已经有了一定的了解。因此,如果问询函针对公司各方面的情况都只进行较为一般化的提问,将可能无法引发明显的市场反应。相反,如果交易所针对公司某几个具体问题集中问询,即提升问询函的针对性,那么便能够向市场提供增量信息,引导投资者有方向地开展信息挖掘,进而强化外部监督。

一方面,交易所可以通过问询函的不同特征来引导市场参与者的关注焦点,以提高治理效果。其原因在于,监管问询作为一种非处罚性的监管措施,从形式上看,更像是交易所与公司之间进行的公开沟通,因此,问询函的长度、信息含量甚至是语调的差异都会影响沟通的成效(柳志南和韩超,2022)^[34]。交易所可以通过发布不同特征的问询函,来实现不同的监管效果。例如,对于财务状况较为健康的公司,交易所提出的问题和涉及话题均较少,反之则会提出数量更多、涉及范围更广的问题。由于控股股东实施了股权质押的公司通常信息披露水平较差(翟胜宝等,2017)^[31],且更可能损害中小股东权益,因此,交易所可能会对这类公司加强问询力度。

另一方面,问询函也并非越多越好、越长越好,着重审核财务风险更大的公司,并聚焦于公司存在的具体问题,可能更有助于提高问询质量。近年来,监管问询制度在我国逐渐得到普及,交易所正越来越多地通过发放问询函的方式,对上市公司进行一线监管。已有文献也普遍认为,监管问询是一种有效的治理措施,应当继续推进监管问询制度、扩大监管范围(李晓溪和饶品贵,2022)^[4]。然而,由于交易所和市场投资者都存在“有限关注”,如果一味地增加问询函份数和篇幅,而不注重提高问询函的信息含量和准确性的话,交易所一线监管的治理效果反而会被弱化(Ege et al., 2020)^[6]。

控股股东大规模的股权质押是交易所关注的重点问题,对于控股股东股权质押的公司,交易所也会加强问询针对性,通过引导投资者关注公司存在的财务风险和潜在违规行为的方式,加强外部监督、提

高市场信息效率,从而降低股权质押给上市公司和资本市场带来的影响。

基于以上分析,提出本文的研究假设 H2。

H2:控股股东股权质押的公司收到的年报问询函强度更大,且问题更集中。

3.交易所年报问询的准确性。如果 H1、H2 成立,那么可以说明我国的年报问询制度在形式上符合“精准问询”的特征。但是,年报问询是否能够发挥高质量的监管效果,还需要结合问询函的具体内容进行探讨,分析年报问询是否能够准确指出公司的财务问题和经营风险,发挥具有“靶向药”特征的治理作用。

首先,交易所的专业性和信息优势为实现精准问询提供了保障。一方面,交易所的年报审核团队通常由精通会计准则和交易所上市规则的财务专家组成,其丰富的实务经验使得交易所有能力对公司的财务状况进行更加深入的分析,挖掘出前期隐藏的负面信息(Heese et al.,2017;Kubic,2021)^[21,14],进而围绕公司存在的各个风险事项提出问题。另一方面,相比其他市场参与者,交易所也拥有更多非公开的监管信息,且对当前市场整体的风险水平有着更为全面的了解。这使得交易所能够前瞻性地对监管部门更加关注的内容加强审核,从而提升监管效果。

其次,通过分析公司的报表,交易所也有能力发现其中隐藏的信息,并对控股股东的自利行为加强监管。控股股东通常会利用自身控制权优势,占用公司资源进行市值管理,而这些行为通常会在财务报表中留下痕迹。例如,控股股东在股权质押后,通过关联交易、占款等方式“掏空”上市公司以提升自身还款能力(郝项超和梁琪,2009;郑国坚等,2014)^[23,15]。为了避免关联交易背后的真实目的被发现,上市公司会降低信息披露质量(李震和黄俊荣,2022)^[35],进而引起交易所关注。此外,即便控股股东采取的是慈善捐赠(胡珺等,2020)^[35]、回购(秦帅等,2021)^[37]等并不直接反映在年度报告中的方式进行市值管理,这些行为最终给公司造成的影响也不可避免地会导致公司财务状况出现异常变动,进而被交易所察觉。

因此,本文预期年报问询能够指出控股股东股权质押带来的负面影响,并针对这些问题精准提问。已有研究表明,股权质押会强化控股股东掏空、侵占上市公司(郝项超和梁琪,2009)^[23],利用控制权优势开展应计项目盈余管理(谢德仁等,2017)^[16]的动机,

且会影响公司研发投入和创新效率(李常青等,2018;Pang and Wang,2020)^[26,17],并导致债券融资成本上升、偿债能力降低(欧阳才越等,2018)^[29]。

基于以上分析,本文认为,交易所在问询股权质押公司时可能会更多地提及上述话题,并提出研究假设 H3。

H3:控股股东股权质押的公司收到的年报问询函更可能与关联交易、应计项目、研发情况和偿债能力有关。

三、研究设计

(一)样本选取

由于我国的年报问询制度始于2014年,因此,本文选取2014—2021年A股上市公司为样本,并进行如下处理:(1)剔除金融类上市公司;(2)删除当期被特殊处理(ST或*ST)的观察值;(3)删除存在缺失值的观察值;(4)为降低极端值对研究的影响,本文对所有连续变量进行了1%水平下的Winsorize缩尾处理。最终,本文得到了21766家公司-年度观察值,其中有2502个观测值曾收到年度报告问询函,占全样本的11.5%。年报问询函来自沪深交易所官方网站,经过手工收集和处理得到。年度报告、管理层讨论与分析的语气数据来自CNRDS,其他数据来自国泰安(CSMAR)数据库。

(二)变量说明

这一部分仅列举了关键变量的详细计算方法,完整的变量定义见表1。

1.问询函相关变量。参考Cassell等(2019)^[19]和胡宁等(2020)^[9]的研究,本文首先构建了公司*i*是否收到针对第*t*年年度报告的问询函的虚拟变量 $CL_{i,t}$ 。本文选取年报问询函进行研究的原因主要在于,年度报告是上市公司最为重要的公告类别之一,内容复杂且专业程度高,投资者对于交易所针对这类报告所发布的问询函会更加关注。

在问询函特征方面,本文主要从问询强度和問題集中度两个方面,来衡量交易所是否能够对公司进行有针对性的问询。对于问询函强度,参考李晓溪等(2019)^[38]的研究,本文使用问询函中的问题总数以及涉及的话题总数的对数值来衡量。对于问询函的问题集中度,分别使用问询函中最主要的一个话题中包含的问题数的对数值(*Focus1*),以及前三大主要话题包含的问题总数的对数值(*Focus2*)来衡量。^①

本文还对年报问询涉及的具体风险事项进行了文本分析。具体而言,首先提取出问询函中的每个问

题,并根据各个问题的内容,将问题划分为 41 个细分类别。随后参考陈运森等(2019)^[1]对问询函话题的分类,将细分类别归类为 7 个与公司风险相关的大类。本文提取了如下七个可能与股权质押相关且在年报问询函中较为常见的话题分类:关联占款、应计项目、研发情况、偿债能力、经营风险、业绩变动和披露错误,并在收函公司样本中研究交易所更关注质押公司的哪类风险。话题分类的具体信息和描述性统计见表 3。

2.股权质押变量。参考李常青等(2018)^[26]和 Dou 等(2019)^[22]的研究,本文使用两种方式度量控股股东的股权质押情况,即是否存在控股股东股权质押的虚拟变量(*PLDdummy*),以及控股股东自身质押比例(*PLDratio*),计算方法为控股股东质押股数占其自身持股的比例。质押比例越高,控股股东的自利

动机越强,面临的还款压力越大,且可用于补充质押的股票也越少。

3.控制变量。本文选取的控制变量及其原因如下:(1)选取了一些公司层面的基本变量,包括公司规模(*Size*)、营收增长率(*Growth*)、资产负债率(*Lev*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、自由现金流(*FCF*)、账面市值比(*BM*)和总资产收益率(*ROA*);(2)为了控制其他可能影响收函概率的公司特征,参考张俊生等(2018)^[3]和陈运森等(2019)^[1]的研究,本文还控制了公司的避亏动机(*avLoss*)、上市时间(*Age*)、审计质量(*Big4*)和所有权属性(*SOE*);(3)由于股票是股权质押业务的担保品,因此,还参考谢德仁等(2016)^[10]的研究,控制了股票价格波动率(*volatility*)、收益率(*ret*)、流动性(*turnover*)和机构投资者持股比例(*institute*)。

表 1 变量的具体含义及计算方法

变量名	变量简称	变量定义
年报是否被问询	<i>CL</i>	是否收到了针对当年年报问询函的虚拟变量
问询函包含问题数	<i>Questions</i>	问询函中包含的问题数的对数值
问询函涉及话题数	<i>Topics</i>	问询函涉及的话题数的对数值
问询函话题集中度	<i>Focus1</i>	最主要的话题包含的问题数的对数值
问询函话题集中度	<i>Focus2</i>	最主要的前三大话题包含的问题数的对数值
控股股东股权质押	<i>PLDdummy</i>	报告期末是否存在控股股东股权质押的虚拟变量
控股股东质押比例	<i>PLDratio</i>	控股股东股权质押数量占其自身持股的比例
公司规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
营收增长率	<i>Growth</i>	营业收入的增长率
资产负债率	<i>Lev</i>	负债合计除以资产总计
第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	第一大股东持股占总股本的比例
自由现金流	<i>FCF</i>	(经营活动现金净流量+投资活动现金净流量-利息支出)/营业收入
账面市值比	<i>BM</i>	总资产的自然对数
总资产收益率	<i>ROA</i>	净利润除以总资产
避亏动机	<i>avLoss</i>	净资产收益率大于零但小于 1%时取 1,其他情况取 0
公司年龄	<i>Age</i>	公司上市以来的年份数
审计质量	<i>Big4</i>	年报是否由四大审计公司审计
所有权属性	<i>SOE</i>	国有企业取 1,其他情况取 0
股价波动率	<i>volatility</i>	股票当年周收益率的标准差
股价收益率	<i>ret</i>	股票当年周收益率的平均值
股票流动性	<i>turnover</i>	股票当年周换手率的平均值
机构投资者持股比例	<i>institute</i>	期末机构投资者持股比例

(三)模型设定

为了验证 H1,本文建立如下模型,分析控股股东股权质押是否会提升上市公司收到年报问询函的可能性:

$$CL_{i,t}=\beta_1PLD_{i,t}+\beta Controls_{i,t}+Year+Ind+\varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量 $CL_{i,t}$ 是公司 i 是否收到了针对第 t 年年报问询函与否的虚拟变量;主要解释变量 $PLD_{i,t}$ 为股权质押状况指标, $PLD_{i,t}$ 分别取 $PLDdummy_{i,t}$ 和 $PLDratio_{i,t}$ 。主要关注 β_1 的系数及其

显著性,如果 β_1 显著为正,则说明控股股东股权质押公司更可能收到年报问询函,交易所对公司的股权质押风险具有识别能力。为了控制其他公司特征和市场特征的影响,本文还加入了控制变量 $Controls_{i,t}$ 。 $Year$ 和 Ind 分别为年度和行业固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 为扰动项。

为了验证 H2,建立了如下模型:

$$Strength_{i,t}/Focus_{i,t}=\beta_1PLD_{i,t}+\beta Controls_{i,t}+Year+Ind+\varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $Strength_{i,t}$ 是问询函强度, 分别使用问询函中包含的问题总数的对数值 $Questions_{i,t}$ 和涉及话题总数的对数值 $Focus_{i,t}$ 来衡量。 $Focus_{i,t}$ 衡量的是问询函的针对性和问题集中度, 分别使用最主要的一个话题中包含的问题数的对数值 ($Focus1$) 以及前三大话题的问题总数的对数值 ($Focus2$) 来衡量。其他设定与模型(1)相同。主要关注 β_1 的系数及其显著性, 如果 β_1 显著为正, 则说明交易所对股权质押公司的问询强度更大, 且问询函涉及的话题更具针对性。

为了验证 H3, 本文对年报问询函涉及到的核心话题进行了分类, 并建立了如下模型:

$$Topic_{i,t}^k = \beta^k PLD_{i,t} + \beta Controls_{i,t} + Year + Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $Topic^k$ 为公司收到的问询函是否涉及第 k 类话题的虚拟变量, 本文关注的各个话题及其含义详见表 3。其他设定与模型(1)相同。主要关注 β^k 的系数及其显著性, 如果 β^k 显著为正, 则说明交易所判定控股股东股权质押公司更可能存在第 k 类风险。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表 2 为本文使用的主要变量的描述性统计结果。

表 2 变量的描述性统计

变量简称	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>CL</i>	21766	0.115	0.319	0.000	0.000	1.000
<i>Questions</i>	2502	2.147	0.503	0.000	2.197	3.638
<i>Topics</i>	2502	1.886	0.451	0.000	1.946	3.045
<i>Focus1</i>	2502	0.692	0.441	0.000	0.693	2.079
<i>Focus2</i>	2502	1.518	0.363	0.000	1.609	2.773
<i>PLDdummy</i>	21766	0.494	0.500	0.000	0.000	1.000
<i>PLDratio</i>	21766	0.280	0.352	0.000	0.000	1.000
<i>Size</i>	21766	22.388	1.291	19.952	22.216	26.368
<i>Growth</i>	21766	0.171	0.434	-0.594	0.102	2.732
<i>Lev</i>	21766	0.437	0.202	0.065	0.428	0.915
<i>Top1</i>	21766	33.153	14.535	8.350	30.790	72.800
<i>FCF</i>	21766	-0.057	0.325	-1.641	-0.011	0.899
<i>BM</i>	21766	0.606	0.261	0.102	0.595	1.190
<i>ROA</i>	21766	0.034	0.071	-0.289	0.035	0.214
<i>avLoss</i>	21766	0.043	0.203	0.000	0.000	1.000
<i>Age</i>	21766	12.132	7.419	1.956	10.368	27.868
<i>Big4</i>	21766	0.059	0.236	0.000	0.000	1.000
<i>SOE</i>	21766	0.350	0.477	0.000	0.000	1.000
<i>volatility</i>	21766	0.065	0.026	0.025	0.060	0.156
<i>ret</i>	21766	0.004	0.010	-0.017	0.002	0.037
<i>turnover</i>	21766	0.118	0.088	0.011	0.092	0.440
<i>institute</i>	21766	6.038	6.438	0.000	3.872	28.619

从样本数据的特征来看, CL 的均值为 0.115, 意味着约 11.5% 的样本受到了沪深交易所的问询。 $PLDdummy$ 的均值为 0.494, 说明在本文的研究样本中, 接近一半的控股股东实施了股权质押。这一数据略高于已有研究, 但这一差异主要来自研究窗口选取的不同。^②表 2 中其他变量的描述性统计均处于合理范围内。

本文也对问询函涉及的话题进行了分类, 结果见表 3。在进入研究样本的 2 502 份问询函中, 交易所最为关注的是关联占款、经营风险和偿债

能力方面的情况, 涉及这些话题的问询函总份数均超过 1 700 份。从整体上来看, 控股股东实施了股权质押的公司收到了其中的 1 738 份, 占比为 69%, 明显高于股权质押公司占有所有公司的比例(49%), 说明交易所更有可能向这类公司发出年报问询函。细分来看, 这些公司收到涉及“关联占款”“应计项目”“研发情况”“偿债能力”和“经营风险”的问询函的可能性相对更大, 问询函份数占比高于股权质押公司平均收函比例(69%)。

表 3 问询函涉及话题的分类方式及描述性统计

风险事项简称	具体涉及内容	年报问询函份数		
		质押	非质押	合计
关联占款	问题涉及关联占款以及对关联方的资金拆借、对外担保等情况	1348(71%)	540(29%)	1888
应计项目	问题涉及应收项目和异常应付项目	1130(73%)	424(27%)	1554
研发情况	问题涉及的内容与公司的创新决策、研发投入及研究进度等有关	623(72%)	242(28%)	865
偿债能力	要求公司分析论证未来的偿债能力和资产减值风险	1204(71%)	498(29%)	1702
经营风险	问题涉及公司上下游情况和经营状况,询问是否存在未决风险、并购风险	1310(70%)	567(30%)	1877
业绩变动	要求公司补充说明业绩下滑和终止经营的具体原因	977(69%)	435(31%)	1412
披露错误	指出公司年报中存在的披露错误	169(68%)	78(32%)	247
总计		1738(69%)	764(31%)	

注:本表中的“质押”特指控股股东股权质押;括号内为质押、非质押公司收函占比;最后一行“总计”汇报的是控股股东实施了股权质押的和未实施股权质押的公司收函的份数,由于一份问询函通常会涉及多个话题,因此各行份数加总远大于总份数。

(二) 年报问询函的风险识别能力

上市公司收到年报问询函的可能性。使用公司 i 是否收到针对第 t 年年报的问询函的虚拟变量 $CL_{i,t}$ 作为被解释变量,对模型(1)进行 Logit 回归,结果如表 4 所示。

为了验证交易所是否能够识别股权质押风险,本文首先考察控股股东的股权质押行为是否会提升上

市公司收到年报问询函的可能性。使用公司 i 是否收到针对第 t 年年报的问询函的虚拟变量 $CL_{i,t}$ 作为被解释变量,对模型(1)进行 Logit 回归,结果如表 4 所示。

表 4 控股股东股权质押与年报问询

变量	PLD = PLDdummy			PLD = PLDratio		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$CL_{i,t}$	$CL_{i,t}$	$CL_{i,t}$	$CL_{i,t}$	$CL_{i,t}$	$CL_{i,t}$
$PLD_{i,t}$	0.953*** (16.58)	0.552*** (8.64)	0.460*** (6.80)	1.966*** (26.38)	1.315*** (15.19)	1.300*** (13.90)
$Size_{i,t}$		-0.015 (-0.36)	-0.005 (-0.11)		0.003 (0.08)	0.006 (0.14)
$Growth_{i,t}$		0.092 (1.52)	0.046 (0.70)		0.079 (1.29)	0.044 (0.67)
$Lev_{i,t}$		0.797*** (4.23)	1.107*** (5.52)		0.618*** (3.30)	0.933*** (4.70)
$Top1_{i,t}$		-0.015*** (-6.17)	-0.013*** (-5.16)		-0.014*** (-5.65)	-0.012*** (-4.46)
$FCF_{i,t}$		0.153* (1.92)	0.075 (0.91)		0.211*** (2.68)	0.118 (1.44)
$BM_{i,t}$		-0.210 (-1.18)	-0.362* (-1.72)		-0.298* (-1.66)	-0.483** (-2.28)
$ROA_{i,t}$		-10.029*** (-23.38)	-10.122*** (-22.54)		-9.797*** (-22.76)	-9.803*** (-21.82)
$avLoss_{i,t}$		0.395*** (3.94)	0.481*** (4.69)		0.372*** (3.66)	0.473*** (4.57)
$Age_{i,t}$		0.016*** (3.36)	0.017*** (3.39)		0.006 (1.35)	0.008 (1.62)
$Big4_{i,t}$		-0.598*** (-3.68)	-0.617*** (-3.82)		-0.556*** (-3.37)	-0.566*** (-3.44)
$SOE_{i,t}$		-0.677*** (-7.71)	-0.677*** (-7.18)		-0.363*** (-4.02)	-0.316*** (-3.26)
$volatility_{i,t}$		12.815*** (10.00)	16.172*** (9.94)		11.554*** (9.02)	14.803*** (9.12)
$ret_{i,t}$		-39.676*** (-13.38)	-21.928*** (-5.20)		-36.765*** (-12.36)	-20.466*** (-4.83)
$turnover_{i,t}$		-0.195 (-0.48)	-0.122 (-0.29)		0.022 (0.05)	0.091 (0.22)
$institute_{i,t}$		-0.020*** (-3.33)	-0.016*** (-2.61)		-0.022*** (-3.55)	-0.016*** (-2.60)
$Constant_{i,t}$	-2.597*** (-53.08)	-2.309*** (-2.84)	-4.000*** (-4.26)	-2.785*** (-58.66)	-2.698*** (-3.28)	-4.444*** (-4.70)
样本量	21766	21766	21766	21766	21766	21766
行业/年份	×	×	√	×	×	√
Pseudo R ²	0.03	0.20	0.23	0.08	0.21	0.25

注:*,**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著;系数下方括号内的数值为经过公司层面聚类调整的z值;Constant为截距项;“行业/年份”为√代表控制了行业和年度固定效应。

由表 4 第(1)列至第(3)列的回归结果可知,对于上市公司收到年报问询函的可能性而言,无论是否加入控制变量、是否控制固定效应,代表控股股东是否股权质押的 PLD 的回归系数均显著为正。这意味着控股股东的股权质押行为的确会引发交易所的关注,提升公司收到年报问询函的可能性,验证了 H1。针对第(3)列的回归结果的边际效应分析表明,控股股东实施了股权质押的公司比非质押公司收到

问询函的可能性高 2.9%,且在 1%的水平下显著。考虑到全样本中被问询的公司仅占 11.5%,这一结果也在经济上具有显著性。同时,第(4)列至第(6)列的结果则意味着,控股股东的质押比例越高,上市公司年报被问询的可能性也越高,同样支持 H1。

(三)交易所年报问询的针对性

为了验证研究假设 H2,本文在收函公司样本中,对模型(2)进行了回归,结果见表 5。

表 5 股权质押与年报问询函的针对性

变量	问询强度				问题集中度			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	$Questions_{i,t}$	$Topics_{i,t}$	$Questions_{i,t}$	$Topics_{i,t}$	$Focus1_{i,t}$	$Focus2_{i,t}$	$Focus1_{i,t}$	$Focus2_{i,t}$
$PLDdummy_{i,t}$	0.116*** (4.39)	0.105*** (4.52)			0.061*** (2.70)	0.055*** (2.97)		
$PLDratio_{i,t}$			0.152*** (4.97)	0.142*** (5.22)			0.080*** (3.14)	0.066*** (3.12)
控制变量	√	√	√	√	√	√	√	√
样本量	2502	2502	2502	2502	2502	2502	2502	2502
行业/年份	√	√	√	√	√	√	√	√
Adjusted R ²	0.08	0.07	0.06	0.07	0.08	0.08	0.06	0.07

注:***表示在 1%的水平下显著;系数下方括号内的数值为经过公司层面聚类调整的 t 值;“行业/年份”为√代表控制了行业和年度固定效应;“控制变量”为√代表模型中加入了控制变量和截距项。

从表 5 的第(1)列至第(4)列的结果中可以看出,无论使用控股股东股权质押与否的虚拟变量($PLDdummy$)还是控股股东自身质押比例($PLDratio$)作为控股股东股权质押的代理变量,其回归系数均显著为正。这说明在控股股东股权质押公司收到的年报问询函中,交易所倾向于提出更多问题,且涉及的风险类别也更全面。针对第(1)列和第(3)列的边际效应分析表明,控股股东股权质押公司收到的年报问询函相比非质押公司,问题数增加了 11.6%,且

针对核心话题提出的问题数也增加了 6.1%,说明两类公司的差异在经济意义上也具有显著性。同时,表 5 第(5)列至第(8)列的结果中,控股股东股权质押的系数为正,说明交易所也会提高问询函的集中度,对公司严重的财务风险和市场更加关心的重点问题进行更有针对性地审查。以上结果均支持 H2。

(四)交易所年报问询的准确性

为验证研究假设 H3,在收函公司样本中,对模型(3)进行了回归,结果见表 6。

表 6 股权质押与年报问询函的准确性

变量	问询函涉及的话题						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	关联占款	应计项目	研发情况	偿债能力	经营风险	业绩变动	披露错误
$PLDdummy_{i,t}$	0.364*** (3.03)	0.353*** (3.26)	0.210* (1.84)	0.221* (1.94)	0.021 (0.18)	0.065 (0.61)	-0.101 (-0.60)
控制变量	√	√	√	√	√	√	√
样本量	2502	2502	2502	2502	2502	2502	2502
行业/年份	√	√	√	√	√	√	√
Pseudo R ²	0.06	0.04	0.04	0.06	0.03	0.03	0.06

注:*和***分别表示在 10%和 1%的水平下显著;系数下方括号内的数值为经过公司层面聚类调整的 z 值;“行业/年份”为√代表控制了行业和年度固定效应;“控制变量”为√代表模型中加入了控制变量和截距项。

从表 6 的第(1)列至第(4)列的结果中可以看出, PLD 的系数均为正且显著,说明控股股东实施了股权质押的公司更可能收到涉及关联占款、应计项目风险、研发情况以及偿债能力的问询函。这些话题与文献普遍指出的控股股东股权质押的负面影响相符,说明交易所能够较为精准识别公司存在的特定风险,验证了 H3。这一结果也从交易所这一第三方的视角,为已有股权质押相关成果提供了支持证据。第(5)列至第(7)列的结果则表明,对于经营风险、业绩变动和披露错误这类前期文献并未明确指出,且质押、非质押公司之间不存在明显差异的话题, PLD 的系数则不显著,同样符合预期。

五、精准问询的有效性分析

在验证了年报问询能够准确识别控股股东股权质押风险之后,本文进一步分析了精准问询的有效性。从文本信息披露和盈余信息披露两个方面,分析监管问询对公司信息披露行为的影响。随后,本文也考察了年报问询是否会对公司业绩产生影响。

(一)文本信息质量

文本信息披露操纵是控股股东股权质押后的常用市值管理措施。已有研究表明,控股股东在实施股权质押后会干预上市公司的文本信息披露,例如,策略性地发布可读性更差的年报(逯东等,2020)^[25],并在年报中做出更为乐观的前瞻性分析(王秀丽等,2020)^[32]。那么,交易所的年报问询能否抑制这类行为,实现提升信息披露质量的政策目标呢?为了回答这一问题,本文对股权质押公司收到年报问询函之后一年的文本信息语气进行了分析。

具体而言,本文首先根据 LM 词典,统计了上市公司的年度报告和管理层讨论与分析(MD&A)中正面、负面的词汇总数。随后计算年报和 MD&A 中的正面与负面词汇数的差异,并进行标准化。通过文本词汇总数标准化得到的变量为 $AP1$ (AP 代表年度报告,为 Annual Report 的简称)和 $MDA1$,通过正负面词汇总数标准化得到的变量为 $AP2$ 和 $MDA2$ 。^③对文本语气特征进行回归的结果见表 7。

表 7 年报问询与股权质押公司的文本信息语气

变量	$PLD = PLDdummy$				$PLD = PLDratio$			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	$AP1_{i,t+1}$	$AP2_{i,t+1}$	$MDA1_{i,t+1}$	$MDA2_{i,t+1}$	$AP1_{i,t+1}$	$AP2_{i,t+1}$	$MDA1_{i,t+1}$	$MDA2_{i,t+1}$
$CL_{i,t} \times PLD_{i,t}$	-0.001*** (-2.74)	-0.009*** (-2.76)	-0.001 (-0.82)	-0.012* (-1.76)	-0.002*** (-3.09)	-0.012*** (-3.03)	-0.003* (-1.95)	-0.024*** (-2.96)
$CL_{i,t}$	-0.001*** (-2.75)	-0.007*** (-2.64)	-0.005*** (-4.27)	-0.021*** (-3.83)	-0.001*** (-2.89)	-0.007*** (-2.82)	-0.004*** (-3.81)	-0.017*** (-3.41)
$PLD_{i,t}$	0.001*** (3.11)	0.005*** (3.08)	-0.000 (-0.15)	0.002 (0.72)	-0.001 (-1.59)	-0.004 (-1.63)	-0.001 (-1.51)	-0.006 (-1.32)
控制变量	√	√	√	√	√	√	√	√
样本量	17345	17345	17345	17345	17345	17345	17345	17345
行业/年份	√	√	√	√	√	√	√	√
Adjusted R ²	0.26	0.26	0.18	0.19	0.26	0.26	0.18	0.19

注:* 和 *** 分别表示在 10%和 1%的水平下显著;系数下方括号内的数值为经过公司层面聚类调整的 t 值;“行业/年份”为√代表控制了行业和年度固定效应;“控制变量”为√代表模型中加入了控制变量和截距项;由于使用了未来一期的语气指标作为被解释变量,因此样本量略有下降。

从表 7 的结果中可以看出, $PLD_{i,t}$ 的系数均显著为正,说明控股股东实施股权质押的公司倾向于发布更为乐观的年报,与王秀丽等(2020)^[32]的研究结果相符。 $CL_{i,t} \times PLD_{i,t}$ 的系数显著为负,说明年报问询能够抑制控股股东的文本信息语气操纵行为,发挥了治理效应。

(二)盈余信息质量

本文也从盈余信息的角度,分析了年报问询是否能够改善公司的信息披露质量,即使用 Jones 模型测算了企业的应计项目盈余管理水平 DA_{jones} 。同时,为了验证结果的稳健性,还使用了

改进的 Jones 模型,并在回归时控制 ROA 重新计算,得到了 DA_{mod} 和 DA_{roa} 。使用各类应计项目盈余管理指标作为被解释变量进行回归的结果如表 8 所示。

从表 8 的回归结果中可以看出,年报问询与控股股东是否实施股权质押的虚拟变量的交乘项 $CL_{i,t} \times PLD_{i,t}$ 的系数为负且显著。这说明控股股东实施股权质押的公司在收到问询函后,相比控股股东未质押的公司,应计项目盈余管理水平下降更明显,说明年报问询能够改善股权质押公司的盈余信息质量,发挥了治理效果。

表 8 年报问询与股权质押公司的盈余信息质量

变量	$PLD = PLDdummy$			$PLD = PLDratio$		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$DAjones_{i,t+1}$	$DAmo_{i,t+1}$	$DAroa_{i,t+1}$	$DAjones_{i,t+1}$	$DAmo_{i,t+1}$	$DAroa_{i,t+1}$
$CL_{i,t} \times PLD_{i,t}$	-0.009* (-1.74)	-0.010* (-1.85)	-0.013** (-2.40)	-0.016** (-2.48)	-0.017*** (-2.59)	-0.016** (-2.41)
$CL_{i,t}$	-0.005 (-1.24)	-0.005 (-1.23)	-0.003 (-0.66)	-0.003 (-0.87)	-0.003 (-0.90)	-0.003 (-0.89)
$PLD_{i,t}$	-0.001 (-0.43)	-0.000 (-0.19)	-0.001 (-0.62)	-0.004 (-1.48)	-0.003 (-1.22)	-0.004 (-1.65)
控制变量	√	√	√	√	√	√
样本量	17345	17345	17345	17345	17345	17345
行业/年份	√	√	√	√	√	√
Adjusted R ²	0.05	0.05	0.01	0.05	0.05	0.01

注: *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平下显著; 系数下方括号内的数值为经过公司层面聚类调整的 t 值; “行业 / 年份”为√代表控制了行业和年度固定效应; “控制变量”为√代表模型中加入了控制变量和截距项; 由于使用了未来一期盈余管理作为被解释变量, 样本量略有下降。

(三) 经济后果分析

本文还考察了定期报告问询函对股权质押公司的经营业绩所产生的影响。尽管监管问询的根本目的是提升上市公司质量, 但在短期却可能增加公司的经营压力。首先, 定期报告问询函给公司带来了直接的回复成本。由于定期报告问询函通常具有较高的专业性, 因此, 公司在回复问询函时, 需要投入更多资源 (Cassell et al., 2013)^[20]。一些问询函还会要求参与审计的审计事务所发表意见, 而这也会带来额外的成本。其次, 回复问询函的过程中, 公司的竞争

对手也能够获取更多私有信息, 进而恶化公司面临的竞争格局 (Christensen et al., 2020)^[8]。最后, 交易所问询函也会在公司经营层面带来负面影响, 导致融资成本的提升 (胡宁等, 2020)^[9]。那么对于控股股东实施了股权质押的公司, 接受年报问询是否也会导致经营业绩出现恶化? 如果是, 这种影响有多严重?

为了回答以上问题, 本文进一步研究了定期问询函对公司经营绩效的影响。本文使用公司未来一期的总资产收益率 $ROA_{i,t+1}$ 作为被解释变量进行回归, 结果见表 9 第 (1) 列和第 (3) 列。

表 9 年报问询与股权质押公司的经营绩效

变量	$PLD = PLDdummy$		$PLD = PLDratio$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	$ROA_{i,t+1}$	$adjROA_{i,t+1}$	$ROA_{i,t+1}$	$adjROA_{i,t+1}$
$CL_{i,t} \times PLD_{i,t}$	-0.012*** (-2.86)	-0.002 (-0.45)	-0.019*** (-3.44)	-0.001 (-0.22)
$CL_{i,t}$	-0.013*** (-3.75)	-0.007* (-1.82)	-0.010*** (-3.43)	-0.007** (-2.00)
$PLD_{i,t}$	-0.006*** (-5.78)	-0.006*** (-3.36)	-0.015*** (-8.36)	-0.012*** (-4.41)
控制变量	√	√	√	√
样本量	17345	17345	17345	17345
行业/年份	√	√	√	√
Adjusted R ²	0.34	0.12	0.34	0.12

注: *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平下显著; 系数下方括号内的数值为经过公司层面聚类调整的 t 值; “行业 / 年份”为√代表控制了行业和年度固定效应; “控制变量”为√代表模型中加入了控制变量和截距项; 由于使用了未来一期 ROA 作为被解释变量, 因此样本量略有下降。

从表 9 第 (1) 列和第 (3) 列的结果中可以看出, $CL_{i,t}$ 的系数为负且显著, 说明收到年报问询函的确可能导致公司短期经营业绩的下降, 验证了 Cassell 等 (2013)^[20] 和 Christensen 等 (2020)^[8] 的研究结果。同

时, 问询函变量与控股股东股权质押的交乘项 $CL_{i,t} \times PLD_{i,t}$ 的系数也显著为负, 说明控股股东实施了股权质押的公司在收到问询函后经营绩效降低。但是, 这一现象的背后有两种可能的解释: (1) “真实伤害效

应”,即回复定期报告问询函给公司带来的额外成本和费用导致经营绩效发生了显著恶化;(2)“泡沫挤出效应”,即应计项目盈余管理水平的下降导致了账面的经营绩效降低,而真实业绩没有发生变化。

为了检验以上两种假说,参考 Du 和 Shen (2018)^[39]的研究,本文计算了去除应计项目盈余管理后的真实经营绩效 $adjROA_{i,t+1}$

$$adjROA_{i,t+1}=ROA_{i,t+1}-DA_{i,t+1} \quad (4)$$

这一做法的合理性在于, ROA 是公司盈余水平占总资产的比率,而 DA 是通过调整应计项目而带来的盈余增加或减少。因此,将盈余管理的部分从总资产收益率中剥离出去后,就可以对问询函给公司真实经营业绩带来的影响进行研究。将 $adjROA_{i,t+1}$ 作为被解释变量,重新进行回归,结果见表 9 的第(2)列和第(4)列。该结果表明,在排除了盈余管理的影响后,问询函与控股股东股权质押的交互项不再显著,即质押公司与非质押公司在收函后实际业绩所发生的变化并不存在显著差异,支持“泡沫挤出效应”假说。这也意味年报问询制度能够在不影响公司实际经营绩效的同时,改善上市公司的信息披露质量,发挥精准问询的有效性。

六、稳健性检验

(一)缓解遗漏变量导致的内生性

在对 H1 的验证中,本文虽然发现控股股东实施股权质押的公司更可能收到财务报表问询函,但这个结果有两种可能的解释:一个是控股股东的股权质押的确提升了交易所进行定期报告问询

的可能性;另一个是本文未控制的其他因素同时引致了控股股东的股权质押和交易所问询,即遗漏共同因素导致了内生性问题。为了控制内生性对本文研究可能带来的干扰,使用工具变量法重新对 H1 进行验证。

参考谢德仁等(2016)^[40]、胡珺等(2020)^[39]的研究,本文使用同行业其他公司的平均质押水平和总部位于同一省份的其他公司的平均质押水平作为控股股东是否实施股权质押的工具变量。使用这两个工具变量的合理性在于,处于同一行业的公司之间通常具有较强的关联性,控股股东是否实施股权质押的决策很可能受到同行公司的影响,而同行业其他公司控股股东的股权质押决策并不会影响本公司的经营状况。考虑到处于同一行业的公司可能面临较为相似的经营环境和风险因子,故该工具变量只能排除遗漏公司内部特征导致的内生性,而无法排除遗漏整个行业共同面对的外部特征所带来的影响。使用同一省份其他上市公司的平均质押水平作为工具变量,能够排除遗漏外部因素可能导致的内生性问题。

首先,本文使用同行业其他公司的平均质押水平和总部位于同一省份的其他公司的平均质押水平作为核心解释变量,对控股股东实施股权质押的可能性进行了第一步回归,结果见表 10 的第(1)列和第(3)列。随后,基于第一步回归得到的结果,分别计算了控股股东实施股权质押的概率预测值 iv_PLD 且作为解释变量,再次对模型(1)进行回归,结果见表 10 的第(2)列和第(4)列。

表 10 控股股东股权质押与监管问询(2SLS)

变量	IV=同行业其他公司的质押情况		IV=同省份其他公司的质押情况	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	$PLDdummy_{i,t}$	$CL_{i,t}$	$PLDdummy_{i,t}$	$CL_{i,t}$
$iv_PLD_{i,t}$		2.526*** (3.70)		1.972*** (4.61)
$IV_{i,t}$	2.042*** (9.61)		3.021*** (12.09)	
控制变量	√	√	√	√
样本量	21766	21766	21766	21766
行业/年份	√	√	√	√
Pseudo R ²	0.22	0.20	0.23	0.20

注:***表示在 1%的水平下显著;系数下方括号内的数值为经过公司层面聚类调整的 z 值;“行业/年份”为√代表控制了行业和年度固定效应;“控制变量”为√代表模型中加入了控制变量和截距项。

从表 10 第(1)列和第(3)列的回归结果可以看出,同行业、同省份其他公司控股股东的平均质押水平均与上市公司的控股股东实施股权质押的可能性正相关,验证了同一行业和其他地区的其他上市公司的质押情况对可能内生的公司控股股东的质押决策具

有一定解释力。第(2)列和第(4)列的结果也表明,经工具变量处理后的控股股东股权质押变量的系数依然显著为负,这意味着在控制遗漏变量导致的内生性问题后,股权质押对收函概率的影响依然显著,同样支持 H1。

(二)缓解样本选择偏误导致的内生性

在对交易所问询与控股股东股权质押行为的研究中,可能受到样本的选择性偏误带来的影响。为了缓解这一问题,采用 PSM 方法,重新选取控制组和处理组样本进行回归。本文按照公司规模、资产负债率、股票收益率、波动率和所有权性质等变量,对上市公司是否存在控股股东股权质押进行了一对一最

邻近匹配。平衡性检验表明,各变量在处理组和控制组之间不存在显著差异,说明匹配效果较好。使用匹配后的样本进行回归的结果见表 11 的第(1)列和第(2)列。可以看出,控股股东股权质押的虚拟变量和自身质押比例的系数依然显著为正,说明控股股东股权质押的公司更可能被交易所问询,验证了结果的稳健性。

表 11 控股股东股权质押与监管问询(稳健性检验)

变量	PSM 匹配回归		考虑其他定期报告问询函	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	$CL_{i,t}$	$CL_{i,t}$	$CLall_{i,t}$	$CLall_{i,t}$
$PLDdummy_{i,t}$	0.522*** (5.73)		0.523*** (5.88)	
$PLDratio_{i,t}$		1.323*** (11.42)		1.303*** (11.51)
控制变量	√	√	√	√
样本量	11020	11020	11020	11020
行业/年份	√	√	√	√
Pseudo R ²	0.24	0.23	0.25	0.25

注:同表 10。

(三)考虑其他定期报告问询函

本文仅使用了年报问询函作为研究样本,而针对半年报、季报的问询函同样也会对公司的报表进行审核,并询问相关问题。为了验证结果的稳健性,并考察季报、半年报的风险识别能力,纳入了其他定期报告问询函进行研究,结果见表 11 的第(3)列和第(4)列。在这两列结果中, $CLall_{i,t}$ 是公司 i 是否收到针对第 t 年的定期报告(包括季报、半年报和年报)的问询函,其他设定与模型(1)相同。在这些结果中,代表股权质押的变量的系数均显著为正,符合预期,说明本文结果较为稳健。

(四)处理样本自选择问题

交易所对所有上市公司发布的年度报告都会

进行事后审核,但对于没有收到问询函的公司,将无法观测到交易所对其年报的审查重点。上文仅在收到年报问询函的公司中对交易所关注的风险事项进行了分析,而这可能面临样本自选择问题。为了缓解这一内生性的影响,本文使用 Heckman 两步法进行了修正。在第一步回归中,根据上市公司收到问询函的可能性,计算了逆米尔斯比率(IMR)并作为控制变量进入模型(3),结果见表12。在表 12 的结果中, $PLDdummy_{i,t}$ 的系数符号及其显著性与表 5 相符,说明本文的结果稳健。在第(1)列、第(4)列和第(7)列中, IMR 的系数不显著,说明在这些结果对应的模型中,不存在严重的样本选择偏差。

表 12 年报问询话题的准确性(处理自选择问题)

变量	问询函涉及的话题						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	关联占款	应计项目	研发情况	偿债能力	经营风险	业绩变动	披露错误
$PLDdummy_{i,t}$	0.063*** (2.90)	0.078*** (3.14)	0.041* (1.70)	0.042* (1.78)	0.005 (0.24)	0.013 (0.51)	-0.010 (-0.65)
$IMR_{i,t}$	-0.045 (-0.42)	-0.240** (-2.18)	-0.296*** (-2.95)	-0.304*** (-2.71)	0.063 (0.65)	-0.288*** (-2.65)	0.048 (0.65)
控制变量	√	√	√	√	√	√	√
样本量	2502	2502	2502	2502	2502	2502	2502
行业/年份	√	√	√	√	√	√	√
Adjusted R ²	0.04	0.04	0.03	0.06	0.01	0.02	0.01

注:*、** 和 *** 分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著;系数下方括号内的数值为经过公司层面聚类调整的 t 值;“行业/年份”为√代表控制了行业和年度固定效应;“控制变量”为√代表模型中加入了控制变量和截距项;由于 Heckman 模型需要扰动项的正态分布假设,此处使用 OLS 替代 Logit 回归。

(五)排除替代性假说

在表 8 中,本文分析了年报问询对上市公司后续应计项目盈余管理水平的影响。但是,Cunningham 等(2020)^[13]发现,美国上市公司在收到年报问询后的盈余管理活动存在着从“应计项目操纵”转向“真实活动操纵”的“替代效应”,使得收到问询函后公司整体的盈余管理水平没有发生

显著变化。表 8 的结果也可能来自这种“替代效应”,而非年报问询的治理效应。因此,本文对这一替代性假说进行了检验,以真实活动盈余管理总体水平(REM),以及各类真实活动盈余管理的程度,包括异常经营现金净流量($REMc$)、异常生产成本($REMp$)和异常酌量性费用($REMd$)作为被解释变量进行回归,结果见表 13。

表 13 排除替代性假说

变量	$PLD = PLDdummy$				$PLD = PLDratio$			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	$REM_{i,t+1}$	$REMc_{i,t+1}$	$REMp_{i,t+1}$	$REMd_{i,t+1}$	$REM_{i,t+1}$	$REMc_{i,t+1}$	$REMp_{i,t+1}$	$REMd_{i,t+1}$
$CL_{i,t} \times PLD_{i,t}$	-0.005 (-0.54)	0.000 (0.07)	-0.006 (-1.09)	-0.000 (-0.13)	-0.021* (-1.78)	0.002 (0.39)	-0.017*** (-2.64)	0.003 (0.81)
控制变量	√	√	√	√	√	√	√	√
样本量	17345	17345	17345	17345	17345	17345	17345	17345
行业/年份	√	√	√	√	√	√	√	√
Adjusted R ²	0.11	0.07	0.11	0.03	0.11	0.07	0.11	0.04

注:*和***分别表示在 10%和 1%的水平下显著;系数下方括号内的数值为经过公司层面聚类调整的 t 值;“行业/年份”为√代表控制了行业和年度固定效应;“控制变量”为√代表模型中加入了控制变量和截距项;由于使用了未来一期盈余管理作为被解释变量,样本量略有下降。

在表 13 第(1)列和第(5)列对 REM 的回归结果中, $CL_{i,t} \times PLD_{i,t}$ 的系数均为负或不显著,说明股权质押公司的真实活动盈余管理水平在收到问询函后并未出现上升。在表 13 其他各列中,也分别研究了真实活动盈余管理的各个明细类别,发现这些变量在股权质押公司接受问询后,同样没有表现出显著变化,说明公司在降低应计项目盈余管理的同时,没有增加真实活动盈余管理。上述结果意味着,如果用应计项目和真实活动两类盈余管理之和来衡量公司盈余质量,那么股权质押公司在被问询后,盈余质量的确得到了明显的提升,从而排除了替代性假说。

七、结论

(一)研究结论

交易所年报问询是我国信息披露监管的创新举措,而准确地识别公司风险是这一制度发挥作用的重要保障。本文使用 2014—2021 年 A 股上市公司数据,实证检验了交易所监管问询的准确性和有效性。研究表明,控股股东股权质押的公司收到年报问询函的可能性更高,且问询强度和话题集中度更高,说明交易所能够对股权质押公司进行有针对性的监管。同时,股权质押公司收到的问询函更可能涉及关联交易、应计项目、研发情况和偿债能力,而这些话题与前期文献普遍指出的控股股东股权质押的负面影响相匹配,说明交易所能够较为精准的识

别公司存在的具体风险,符合精准问询的特征。本文进一步验证了年报问询的有效性,发现年报问询能够有效降低控股股东在实施质押后的文本信息语气操纵,并提高了盈余信息质量。在经济后果层面,交易所年报问询虽然导致股权质押公司的账面经营绩效出现下降,但这一发现仅来自正向盈余管理水平的降低,实际经营绩效并没有受到显著影响。

(二)对策建议

本文的政策启示可体现在一些方面。

第一,交易所在开展年报问询时,应注重提高问询函的针对性和准确性,重点针对财务风险更高的公司进行监督。近年来,交易所通过发放问询函,有效规范了公司的信息披露,并提高了公司内部治理水平。因此,许多文献都建议,交易所应当继续扩大监管的范围,并增大问询力度。然而,由于交易所和投资者都面临有限注意力的限制,一味增加问询函的数量反而可能降低问询函的信息含量,最终导致监管效果被弱化。本文的研究结果表明,对高风险公司开展精准问询能够解决这一问题,因为具有准确性的问询函既能够指出公司存在的问题,发挥直接治理效应,又能向市场提供增量信息,引导投资者关注,加强外部监督。

第二,交易所在开展监管问询时,也应对比分析我国制度与国外类似制度在具体实施时的差异,取

其精华、去其糟粕,不断增加我国制度的优势。相比美国 SEC 每四年至少审核一次的定期问询制度,我国的非定期审查更能突出监管问询的意外性,因而更有助于发挥出精准问询的优势。同时,实时公开的问询函和回复函也有助于避免内幕交易。但是,本文的研究也发现,交易所对真实活动盈余管理缺乏有效约束。在后续问询过程中,交易所可以在职权范围内,对上市公司实际经营中的各类行为同步开展监督,以提高公司的治理水平。

第三,加强信息披露监管、提高上市公司的内部治理水平,是金融市场服务实体经济的必要前提。股权质押本身是一种市场化的融资行为,在全球主要经济体范围内都有着广泛的应用。但是,由于我国上市公司股权集中度较高、内部治理水平较低,控股股东很可能通过股权质押的方式低成本地获取资金,并投入到高风险项目当中,这不利

于我国金融体系的稳定。因此,在放开新的金融业态之前,应当先做好政策准备,创造良好的制度环境,并完善相关立法和监督工作,才能更好地让金融行业发挥服务实体经济的重要作用。

(三)不足与展望

本文还存在一些不足之处以及可能的改进方向。第一,本文仅以控股股东股权质押为例,使用前期文献的研究成果作为年报问询准确性的判断依据,来考察我国的监管问询制度是否具有精准问询的特征。后续研究可以考虑全面、细致地审查公司存在的财务问题和经营风险,以获得更精细的结果。第二,本文主要围绕年报问询函进行研究,但目前,交易所针对公司临时公告发布的日常问询函、针对公司违规行为发放的监管函也越来越多,后续研究也可以对其他种类的问询函以及监管函的有效性进行考察。

注释:

① 此处没有使用HHI、 Cr_n 等指标计算集中度的原因在于,不同问询函中的问题数通常差异较大,而问题数会对这类指标的计算产生较大影响。

② 2013年之前仅允许银行开展场外质押,因此较少被控股股东采用,而2013年之后,证券公司场内质押的放开大幅提升了股权质押的便利性,这项业务才得以迅速发展。

③ API 和 $MDA1$ 的计算方法为:(积极词汇数-消极词汇数)/各类词汇总数; $AP2$ 和 $MDA2$ 的计算方法为:(积极词汇数-消极词汇数)/(积极词汇数+消极词汇数)。

[参考文献]

- [1] 陈运森,邓玮璐,李哲.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[J].管理世界,2019(3):169-185.
- [2] 梅蓓蕾,郭雪寒,叶建芳.问询函的溢出效应:基于盈余管理视角[J].会计研究,2021(6):30-41.
- [3] 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[J].管理科学学报,2018(10):112-126.
- [4] 李晓溪,饶品贵.预防性监管与公司产能过剩:基于年报问询函的研究证据[J].金融研究,2022(4):170-187.
- [5] 陈运森,邓玮璐,李哲.非处罚性监管具有信息含量吗:基于问询函的证据[J].金融研究,2018(4):155-171.
- [6] Ege M, Glenn J L, Robinson J R. Unexpected SEC Resource Constraints and Comment Letter Quality [J]. Contemporary Accounting Research, 2020(1):33-67.
- [7] 聂萍,潘再珍,肖红英.问询函监管能改善公司的内部控制质量吗:来自沪深交易所年报问询的证据[J].会计研究,2020(12):153-170.
- [8] Christensen H B, Liu L Y, Maffett M. Proactive financial reporting enforcement and shareholder wealth [J]. Journal of Accounting and Economics, 2020(2-3):101267.
- [9] 胡宁,曹雅楠,周楠,等.监管信息披露与债权人定价决策:基于沪深交易所年报问询函的证据[J].会计研究,2020(3):54-65.
- [10] 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[J].管理世界,2016(5):128-140.
- [11] Chan K N, Chen H K, Hu S Y, et al. Share pledges and margin call pressure [J]. Journal of Corporate Finance, 2018(10):96-117.

- [12] Bozanic Z, Dietrich J R, Johnson B A. SEC comment letters and firm disclosure[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2017(5): 337-357.
- [13] Cunningham L M, Johnson B A, Johnson E S, et al. The Switch-Up: An Examination of Changes in Earnings Management after Receiving SEC Comment Letters[J]. Contemporary Accounting Research, 2020(2): 917-944.
- [14] Kubic M. Examining the Examiners: SEC Error Detection Rates and Human Capital Allocation[J]. The Accounting Review, 2021(3): 313-341.
- [15] 郑国坚, 林东杰, 林 斌. 大股东股权质押、占款与企业价值[J]. 管理科学学报, 2014(9): 72-87.
- [16] 谢德仁, 廖 珂, 郑登津. 控股股东股权质押与开发支出会计政策隐性选择[J]. 会计研究, 2017(3): 30-38.
- [17] Pang C, Wang Y. Stock pledge, risk of losing control and corporate innovation [J]. Journal of Corporate Finance, 2020(2): 1-20.
- [18] Wang Y C, Chou R K. The impact of share pledging regulations on stock trading and firm valuation[J]. Journal of Banking & Finance, 2018(4): 1-13.
- [19] Cassell C A, Cunningham L M, Lisic L L. The readability of company responses to SEC comment letters and SEC 10-K filing review outcomes[J]. Review of Accounting Studies, 2019(4): 1252-1276.
- [20] Cassell C A, Dreher L M, Myers L A. Reviewing the SEC's review process: 10-K comment letters and the cost of remediation[J]. The Accounting Review, 2013(6): 1875-1908.
- [21] Heese J, Khan M, Ramanna K. Is the SEC captured? Evidence from comment-letter reviews [J]. Journal of Accounting and Economics, 2017(1): 98-122.
- [22] Dou Y, Masulis R W, Zein J. Shareholder Wealth Consequences of Insider Pledging of Company Stock as Collateral for Personal Loans[J]. Review of Financial Studies, 2019(12): 4810-4854.
- [23] 郝项超, 梁 琪. 最终控制人股权质押损害公司价值么[J]. 会计研究, 2009(7): 57-63.
- [24] 李常青, 幸 伟. 控股股东股权质押与上市公司信息披露[J]. 统计研究, 2017(12): 75-86.
- [25] 逯 东, 宋昕倍, 龚 伟. 控股股东股权质押与年报文本信息可读性[J]. 财贸研究, 2020(5): 77-96.
- [26] 李常青, 李宇坤, 李茂良. 控股股东股权质押与企业创新投入[J]. 金融研究, 2018(7): 143-157.
- [27] 廖 珂, 崔宸瑜, 谢德仁. 控股股东股权质押与上市公司股利政策选择[J]. 金融研究, 2018(4): 172-189.
- [28] 周纹心, 李碧宏. 内部控制、股利支付与市场信号传递[J]. 统计学报, 2021(5): 82-91.
- [29] 欧阳才越, 谢 妍, 熊家财. 控股股东股权质押与新发行公司债券定价[J]. 山西财经大学学报, 2018(1): 26-38.
- [30] 谢德仁, 廖 珂. 控股股东股权质押与上市公司真实盈余管理[J]. 会计研究, 2018(8): 21-27.
- [31] 翟胜宝, 许浩然, 刘耀淞, 等. 控股股东股权质押与审计师风险应对[J]. 管理世界, 2017(10): 51-65.
- [32] 王秀丽, 齐 荻, 吕文栋. 控股股东股权质押与年报前瞻性信息披露[J]. 会计研究, 2020(12): 43-58.
- [33] 王雄元, 欧阳才越, 史震阳. 股权质押、控制权转移风险与税收规避[J]. 经济研究, 2018(1): 138-152.
- [34] 柳志南, 韩 超. 财务报告问询函、产权性质与投资效率[J]. 山西财经大学学报, 2022(9): 114-126.
- [35] 李 震, 黄俊荣. 关联交易、企业生命周期与自愿信息披露[J]. 统计学报, 2022(2): 73-83.
- [36] 胡 珺, 彭远怀, 宋献中, 等. 控股股东股权质押与策略性慈善捐赠: 控制权转移风险的视角[J]. 中国工业经济, 2020(2): 174-198.
- [37] 秦 帅, 谭劲松, 谭 燕. 控股股东股权质押: 上市公司股份回购动因[J]. 会计研究, 2021(12): 95-106.
- [38] 李晓溪, 饶品贵, 岳 衡. 年报问询函与管理层业绩预告[J]. 管理世界, 2019(8): 173-188+192.
- [39] Du Q Q, Shen R. Peer performance and earnings management[J]. Journal of Banking & Finance, 2018(4): 125-137.

[责任编辑: 邱 迪]