

问询函监管与年报增量信息披露研究

——异质性分析视角

曾禹, 陈凌云*

东华大学旭日工商管理学院, 上海

收稿日期: 2024年12月2日; 录用日期: 2024年12月19日; 发布日期: 2025年1月14日

摘要

近年来, 随着“放管结合”的监管理念逐渐得到贯彻, 证券交易所已经成为信息披露的监管主力。本文以交易所发放的定期报告问询函作为研究对象, 探究其如何影响上市公司的增量信息披露。研究表明, 定期报告问询函能够促进收函方年报的增量信息披露。异质性分析表明, 当外部治理环境较好、收函方为民营企业时, 监管问询效果较好。本文为交易所完善监管问询制度、提升监管效率提供相应政策启示。

关键词

问询函, 增量信息披露, 纵向文本相似度, 异质性分析

A Study on Question Letter Regulation and Incremental Disclosure in Annual Reports

—A Heterogeneity Analysis Perspective

Yu Zeng, Lingyun Chen*

Glorious Sun School of Business and Management, Donghua University, Shanghai

Received: Dec. 2nd, 2024; accepted: Dec. 19th, 2024; published: Jan. 14th, 2025

Abstract

In recent years, with the gradual implementation of the regulatory concept of “combining regulation with liberalization”, stock exchanges have become the main regulatory force for information disclosure. This paper takes the periodic report inquiry letters issued by stock exchanges as the research object to investigate how they affect the incremental information disclosure of listed companies. The study shows that periodic report inquiry letters can promote incremental information

*通讯作者。

文章引用: 曾禹, 陈凌云. 问询函监管与年报增量信息披露研究[J]. 金融, 2025, 15(1): 146-157.

DOI: 10.12677/fin.2025.151017

disclosure in the annual reports of the recipients. Heterogeneity analysis shows that regulatory inquiries are more effective when the external governance environment is better and the recipients are private enterprises. This paper provides policy implications for exchanges to improve the regulatory inquiry system and enhance regulatory efficiency.

Keywords

Inquiry Letter, Incremental Information Disclosure, Longitudinal Text Similarity, Heterogeneity Analysis

Copyright © 2025 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

为优化市场环境,近年来监管部门调整自身定位,秉持宽严相济的监管理念,综合运用多种监管方式。其中,行政处罚和监管问询为主要监管手段:行政处罚是事后惩戒,调查取证时滞长,用于约束确定的违规行为;监管问询是事前威慑,交易所发函要求公司做出答复,用于预防、化解、纠正公司的存疑行为。事件研究发现,收函公告市场反应显著为负,而回函公告反应显著为正,这说明投资者对监管问询及公司的答复高度关注。因此,相较行政处罚,监管问询能充分调动市场力量,对上市公司信息披露产生治理效应。注册制下,“将选择权真正交给市场”促使市场参与者价值投资意识不断提升,投资者在进行企业价值判断时不再局限于财务信息披露,对于公司竞争优势、战略规划等软信息也愈发重视。然而,文献表明管理层出于自利动机,会策略性披露甚至操纵文本信息,以干扰投资者的价值判断。监管问询作为外部治理机制,能揭露管理层试图隐匿的信息,减少公司内外信息不对称吗?

企业年报作为上市公司定期信息披露的重要窗口,是投资者了解公司经营财务现状、预测未来发展趋势的主要途径,故本文以2015至2021年交易所财报问询函为研究对象,以纵向文本相似度衡量年报增量信息披露,以固定效应模型进行回归分析。研究发现,监管问询降低了年报纵向文本的相似度。当前一期年报、当期半年报、当期季报的收函数越多时,当期年报文本相似度的降低幅度越大。异质性检验表明,当外部治理环境好、分析师关注度高、机构投资者持股多时,收函方为民企时,监管问询效果较好。

本文的边际贡献体现在如下两个方面:其一,现有关于监管问询的经济后果多集中于内部控制、盈余管理、风险承担水平等公司具体行为与治理结构方面,也有少部分学者探究问询监管对审计质量、业绩预告文本质量等的影响。但目前,尚未有学者从增量信息披露的角度切入,探究监管问询能否促使上市公司在年报中披露增量信息,因此本文研究将扩充监管问询经济后果的研究。其二,不同于以往公司内部治理机制以及行政处罚、媒体报道、分析师跟踪等外部治理机制对上市公司信息披露质量的研究,本文从监管问询这一非处罚性监管视角切入,以丰富信息披露质量影响因素相关研究。

此外,本文的研究结论也具备一定现实意义:监管问询能促使企业在当年及次年年报披露时提供增量信息,交易所应持续实施并完善问询函制度,强化其监督治理作用;此外,应积极推动政府监管体制与市场治理机制的融合,对外部治理环境较弱以及存在政治关联的上市公司信息披露质量予以重点关注。

2. 理论分析与假设提出

已有研究发现, 管理层会利用语言信息特点和相应的法律法规空白, 有意识地操纵文本披露的内容和形式, 试图控制公司主要利益相关方对公司的印象, 进而影响投资者的决策行为。披露相似文本作为策略性信息披露的方式之一, 当公司主体形象受到威胁时, 管理层极可能通过提升文本相似度以模糊投资者对其特定信息的认知效果、弱化不利因素影响。Hoberg 和 Lewis [1]发现当公司进行财务欺诈时, 管理层讨论与分析(以下简称 MD&A)的文本相似度更高, 这表明上市公司会通过操纵文本相似度掩盖欺诈行为, 使公司维持良好形象。然而, 研究发现 MD&A 的模板化披露会引起负面市场反应, 并且, MD&A 纵向文本相似度越高, 上市公司当期受到违规处罚的概率越大。根据印象管理理论, 这是由于公司沿用以前年度财务报告的表述进行印象管理, 不仅降低了信息披露质量, 也会被投资者察觉、影响对企业未来披露信息的信任度, 不利于资本市场的健康发展。针对上市公司的这一策略性信息披露行为, 财报问询函作为信息披露监管的主要途径之一, 每年会对公司信息披露文件进行系统性、动态性审查, 是否能抑制上市公司的相似文本披露, 促使其在年报中披露增量信息呢?

根据信号传递理论, 问询函本身向市场参与者传递了公司信息披露质量较低的信号, 在被问询的短期内会产生负面市场反应, 引起公司利益相关方关注。其中, Huang 和 Ke [2]研究发现收函公司在后续被证监会违规处罚的概率升高, 这意味着监管问询会促使企业面临的潜在违规成本提升。此外, 研究发现非处罚性监管会降低上市公司当年度收到无保留审计意见的概率、提升审计质量。由此可见, 外聘审计师历经问询以及回函后, 为规避潜在风险, 会对后续信息披露进行更加严格的审查。与此同时, 问询函也会引发或强化媒体、证券分析师及机构投资者等市场参与者的治理作用。具体而言, 媒体强大的信息传播功效为公众提供了监督企业责任行为的平台, 这也使得企业经营行为更加可视化[3]。此外, 研究发现同一时段内对同一家公司发布的分析师预告数量越多, 公司私有信息被挖掘得更充分, 预告发布后信息不对称减少的幅度越大[4]。另外, 机构投资者也被证实能有效监管上市公司, 抑制管理层的盈余管理行为以及提升信息披露质量[5]。

可见, 问询函带来的“聚光灯效应”会引发多方利益相关者的广泛关注, 随着敏感事件发酵以及舆论关注度的持续上升, 公众响应行为被进一步放大, 此时, 被问询公司在收函后极有可能为维护自身声誉、缓解监管压力以及降低诉讼风险, 在后续年报披露中释放增量信息, 以减轻监管问询带来的潜在负面影响。基于上述分析, 本文研究假设如下:

假设 1: 若上市公司当期收到财报问询函, 则当期年报文本相似度降低。

3. 研究设计

3.1. 样本选择和数据来源

本文以 2015 至 2021 年沪深 A 股上市公司为研究对象, 分析财报问询函对年报增量信息披露的影响。交易所问询函源于 CNRDS 数据库并经手工整理, 年报纵向文本相似度指标来自 WinGo 文本数据库, 上市公司基本特征与财务数据来自 CSMAR 数据库。

3.2. 变量定义

3.2.1. 年报纵向文本相似度(FRSIM)

纵向文本相似度采用 TF-IDF (词频-逆文档频率)方法计算而得。TF-IDF 常被用于信息检索和文本挖掘, 通过减少常见词权重并增加罕见词权重突出关键字或词对文本的重要程度。使用 TF-IDF 方法计算年报纵向文本相似度时, 构建过程如下: 1) 对年报文本分词; 2) 清洗分词结果; 3) 计算 TF-IDF 值; 4) 使用余弦函数度量文本相似度。年报纵向文本相似度越低, 表明本期年报较上期年报披露的增量信息越多;

反之则越少。

3.2.2. 监管问询相关变量

本文将交易所的财报问询函¹为研究对象, 具体指标包括: INQUIRY (是否收到问询), 若公司当年收到财报问询函时取值为 1, 否则为 0; IN_NUM (收函总数), 将公司当年收到的财报问询函总数加 1 再取对数; IN_TIMES (收函次数), 将针对同一财务报告的问询次数加 1 (取当期最大值)再取自然对数。

3.2.3. 控制变量

本文借鉴 Bozanic 等[6]、张俊生等[7]的研究, 选择如下控制变量: (1) 公司业绩等微观层面变量, 包括: 资产负债率(LEV)、公司增长潜力(GROWTH)、经营现金流量比率(CFO)、总资产收益率(ROA)、市值账面比(MB)、是否亏损(LOSS)、公司年龄(AGE)以及公司规模(SIZE)。(2) 公司股权结构特征: 前十大股东持股比例(TOP10)。(3) 公司内部治理特征: 董事会规模(BOARD)、独立董事占比(IDP)。具体的变量定义如表 1 所示。

Table 1. Definition of variables
表 1. 变量定义表

变量类型	变量名称	变量含义	变量度量
被解释变量	FRSIM	年报纵向文本相似度	公司 t 年年报相较于 t-1 年年报的纵向文本相似度
解释变量	INQUIRY	是否收到问询函	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
	IN_NUM	收函数量	当期收函总数量(针对 t-1 年年报以及 t 年季报/半年报的问询函总数)加 1 再取自然对数
	IN_TIMES	收函次数	t 年度针对同一财务报告的问询次数加 1 再取自然对数 (取当年最大值)
控制变量	SIZE	公司规模	公司总资产的自然对数
	LEV	资产负债率	负债总额除以资产总额
	GROWTH	公司增长潜力	公司的销售增长率
	CFO	经营现金流量比率	经营活动产生现金流量的净额与总资产的比例
	AGE	公司年龄	公司上市年数加一取自然对数
	TOP10	前十大股东持股比例	前十大股东持股数除以公司发行总股数
	IDP	独立董事占比	独立董事人数/董事会总人数
	BOARD	董事会规模	董事会人数的自然对数
	ROA	总资产收益率	净利润除以总资产
	LOSS	是否亏损	是否亏损, 公司当年亏损为 1, 否则为 0
	MB	市值账面比	公司市值与公司总资产之比

3.2.4. 模型构建

本文采用固定效应回归, 并控制行业和年度固定效应, 构建了模型(1):

$$FRSIM_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 INQUIRY / IN_NUM / IN_TIMES_{i,t} + \sum \alpha_n Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, 财报问询函相关指标包括 INQUIRY、IN_NUM 和 IN_TIMES。公司 t 年收到针对 t-1 年度的年报问询函, 或收到针对 t 年度的半年报/季报问询函, 均纳入监管问询研究范围。

¹这里的财报包括年报、半年报和季报。

4. 实证分析

4.1. 描述性统计与相关性分析

Table 2. Full sample descriptive statistics
表 2. 全样本描述性统计结果

变量	N	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值
FRSIM	20,224	0.918	0.974	0.148	0.276	0.999
INQUIRY	20,224	0.102	0.000	0.302	0.000	1.000
IDP	20,224	0.378	0.364	0.054	0.333	0.571
BOARD	20,224	2.112	2.197	0.195	1.609	2.639
AGE	20,224	3.004	3.031	0.277	2.233	3.551
TOP10	20,224	0.582	0.588	0.148	0.241	0.903
MB	20,224	2.165	1.685	1.493	0.841	9.614
SIZE	20,224	22.350	22.170	1.287	20.010	26.360
CFO	20,224	0.050	0.049	0.067	-0.147	0.242
GROWTH	20,224	0.179	0.112	0.416	-0.575	2.602
ROA	20,224	0.034	0.036	0.070	-0.322	0.197
LEV	20,224	0.422	0.415	0.199	0.063	0.894
LOSS	20,224	0.117	0.000	0.322	0.000	1.000

Table 3. Descriptive statistics of subgroups
表 3. 分组描述性统计

变量	INQUIRY = 0 (N = 18,165)		INQUIRY = 1 (N = 2059)		组间差异检验	
	均值	中位数	均值	中位数	均值检验	中位数检验
FRSIM	0.918	0.974	0.921	0.970	-0.003	15.444***
IDP	0.377	0.364	0.383	0.375	-0.006***	22.384***
BOARD	2.116	2.197	2.076	2.197	0.040***	29.257***
AGE	2.999	3.027	3.047	3.062	-0.049***	19.032***
TOP10	0.588	0.595	0.523	0.520	0.065***	215.156***
MB	2.152	1.682	2.276	1.704	-0.125***	0.662
SIZE	22.380	22.190	22.100	21.990	0.280***	26.890***
CFO	0.052	0.050	0.032	0.032	0.020***	136.808***
GROWTH	0.185	0.118	0.125	0.040	0.060***	126.145***
ROA	0.040	0.039	-0.018	0.012	0.058***	524.624***
LEV	0.416	0.410	0.480	0.478	-0.064***	72.038***
LOSS	0.095	0.000	0.313	0.000	-0.218***	847.642***

注：均值差异检验采用 T 检验；中位数差异检验采用卡方检验；***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。

主要变量的描述性统计如表 2 所示，由表 2 可知，是否收到问询(INQUIRY)的总体均值为 0.102，表明

总体上有 10.2% 的样本曾收到财报问询函。按公司当年是否收到财报问询函分组, 表 3 报告中位数和均值的组间差异。结果表明, 收函组年报纵向文本相似度(FRSIM)的中位数显著低于未收函组, 表 4 报告了主要变量的相关系数, 其中是否被监管问询(INQUIRY)与年报纵向文本相似度(FRSIM)呈显著负相关。

Table 4. Correlation coefficients

表 4. 相关系数表

	FRSIM	INQUIRY	IDP	BOARD	AGE	TOP10	MB	SIZE	CFO	GROWTH	ROA	LEV	LOSS
FRSIM	1												
INQUIRY	-0.029***	1											
IDP	0.012*	0.030***	1										
BOARD	-0.033***	-0.057***	-0.648***	1									
AGE	0.012*	0.047***	-0.035***	0.098***	1								
TOP10	-0.026***	-0.131***	0.039***	0.006	-0.139***	1							
MB	0.079***	0.011	0.041***	-0.152***	-0.185***	-0.086***	1						
SIZE	-0.048***	-0.058***	-0.049***	0.255***	0.169***	0.086***	-0.555***	1					
CFO	0.039***	-0.091***	-0.017**	0.051***	-0.015**	0.157***	0.082***	0.072***	1				
GROWTH	0.023***	-0.096***	0.001	-0.021***	-0.092***	0.092***	0.081***	0.048***	0.054***	1			
ROA	0.060***	-0.210***	-0.016**	-0.014**	-0.095***	0.248***	0.255***	-0.042***	0.453***	0.324***	1		
LEV	-0.075***	0.087***	-0.013*	0.126***	0.143***	-0.064***	-0.389***	0.495***	-0.160***	0.003	-0.409***	1	
LOSS	-0.026***	0.205***	0.028***	-0.039***	0.045***	-0.159***	0.004	-0.082***	-0.223***	-0.272***	-0.557***	0.172***	1

注: 上表汇报了 Spearman 相关系数; ***, **, * 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。

4.2. 主检验回归结果

表 5 列示了主检验的回归结果, 其中列 1、3 和 5 报告了监管问询相关变量与年报纵向文本相似度 FRSIM 的简单回归, 监管问询相关变量均在 1% 的水平上显著。列 2、4 和 6 报告了固定效应模型回归结果, 变量 INQUIRY 的系数为-0.008 并在 1% 的水平上显著, 这表明上市公司收到财报问询函后, 当期年报相较于上期年报的纵向文本相似度降低, 说明监管问询对年报增量信息披露有促进作用; IN_NUM 系数为-0.013, 在 1% 的水平上显著, 表明当年收到财报问询函数量越多, 公司年报纵向文本相似度越低, 管理层披露更多增量信息; IN_TIMES 系数为-0.014, 在 1% 水平上显著, 表明对同一财报的问询次数与年报纵向文本相似度负相关, 即问询次数越多, 监管效果越好。

Table 5. Impact of financial report questionnaire related indicators on longitudinal textual similarity of annual reports

表 5. 财报问询函相关指标对年报纵向文本相似度的影响

FRSIM	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
INQUIRY	-0.011*** (0.003)	-0.008*** (-2.953)				
IN_NUM			-0.016*** (0.004)	-0.013*** (-3.514)		
IN_TIMES					-0.017*** (0.004)	-0.014*** (-3.617)

续表

IDP		0.013 (0.711)		0.013 (0.714)		0.013 (0.717)
BOARD		0.010* (1.751)		0.010* (1.739)		0.010* (1.743)
AGE		-0.012*** (-3.444)		-0.012*** (-3.427)		-0.012*** (-3.438)
TOP10		-0.022*** (-3.553)		-0.023*** (-3.585)		-0.023*** (-3.583)
MB		0.000 (0.736)		0.000 (0.761)		0.000 (0.765)
SIZE		0.006*** (6.682)		0.006*** (6.662)		0.006*** (6.662)
CFO		0.041*** (3.008)		0.041*** (3.012)		0.041*** (3.023)
GROWTH		-0.025*** (-10.153)		-0.025*** (-10.134)		-0.025*** (-10.134)
ROA		-0.015 (-0.727)		-0.016 (-0.799)		-0.017 (-0.814)
LEV		-0.019*** (-3.286)		-0.019*** (-3.247)		-0.019*** (-3.247)
LOSS		-0.007** (-2.231)		-0.007** (-2.206)		-0.007** (-2.205)
常数项	0.809*** (0.013)	0.719*** (28.538)	0.809*** (0.013)	0.719*** (28.563)	0.809*** (0.013)	0.719*** (28.560)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.438	0.443	0.438	0.443	0.438	0.443
F	94.97	17.837	95.01	18.153	95.00	18.069
观测值	20224	20224	20224	20224	20224	20224

注：表中汇报了主检验的回归结果；***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平上显著，括号内的数值为t值，下同。

4.3. 稳健性检验

4.3.1. 基于剔除处罚性监管样本的检验

研究表明处罚性监管能够约束上市公司的盈余操纵行为，提升盈余质量和揭示公司内幕信息。因此，当上市公司因违法违规行为受到行政处罚时，管理层在监管高压下很可能减少其机会主义行为，提升对外信息披露质量。考虑到主检验中未控制处罚性监管对信息披露的影响，在稳健性检验中对当年受到处罚性监管的样本予以剔除。表6表明，在剔除处罚性监管影响后，系数均在1%水平上显著为负，支持了本文的主要结论。

Table 6. Robustness test 1
表 6. 稳健性检验 1

FRSIM	(1)	(2)	(3)
INQUIRY	-0.009*** (-3.195)		
IN_NUM		-0.016*** (-3.883)	
IN_TIMES			-0.016*** (-3.883)
控制变量	控制	控制	控制
常数项	0.723*** (-28.383)	0.723*** (-28.403)	0.723*** (-28.404)
行业	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.445	0.445	0.445
F	17.71	17.993	18.074
观测值	19,805	19,805	19,805

4.3.2. 基于年报细分章节的检验

Table 7. Robustness test 2
表 7. 稳健性检验 2

Panel A: 财务报表附注的文本相似度				Panel B: MD&A 的文本相似度			
Notes_sim_tfidf	(1)	(2)	(3)	MDA_sim_tfidf	(1)	(2)	(3)
INQUIRY	-0.014** (-2.546)			INQUIRY	-0.022*** (-6.291)		
IN_TIMES		-0.023*** (-3.236)		IN_TIMES		-0.025*** (-5.619)	
IN_NUM			-0.024*** (-3.312)	IN_NUM			-0.026*** (-5.709)
控制变量	控制	控制	控制	控制变量	控制	控制	控制
常数项	0.607*** (13.492)	0.608*** (13.518)	0.608*** (13.519)	常数项	0.564*** (14.534)	0.562*** (14.486)	0.562*** (14.486)
行业	控制	控制	控制	行业	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	年度	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.159	0.159	0.159	Adj-R ²	0.169	0.169	0.169
F	5.536	5.852	5.893	F	28.764	28.190	28.335
观测值	20,212	20,212	20,212	观测值	19,985	19,985	19,985

主检验中, 我们基于年报文本整体衡量增量信息披露, 但实际上, 年报不同章节的披露内容和文本

特征存在显著差异,相应地,投资者在阅读年报时对不同章节关注度也会有所不同。其中,MD&A 主要对当期以及未来将要发生的重大事项进行披露,作为公司特质信息的载体,监管机构在违规处罚时会更关注 MD&A 部分的信息含量,而对非 MD&A 部分会更关注其披露的稳定性和合规性[5]。此外,财务报表附注作为对财务报表项目与金额的详细解释,其披露质量会影响投资者对年报关键信息的理解程度,因此,本文在稳健性检验中将分别检验监管问询对 MD&A、财务报表附注信息披露增量的影响。如表 7 所示,INQUIRY、IN_NUM 和 IN_TIMES 系数均在 1%水平上显著为负,监管问询降低了 MD&A 和财务报表附注的纵向文本相似度。这说明监管问询会促使管理层披露公司特质信息,提升对外信息披露质量,与本文的主要结论相符。

5. 异质性检验

5.1. 基于分析师关注度的异质性分析

分析师作为资本市场信息中介,具有搜集和处理信息的优势,能有效降低投资者与公司间的信息不对称程度。研究发现当分析师跟踪数量越多时,管理层业绩预告的信息披露质量越高[8],这表明分析师关注度提升能够提升管理层面临的市场压力,抑制其在信息披露时的机会主义行为。为探究分析师关注度对监管问询信息治理效应的影响,本文按分析师跟踪数量中位数将样本划分为“分析师关注度低组”和“分析师关注度高组”。回归结果如表 8 的 Panel A 所示,无论关注度高低,INQUIRY、IN_NUM 和 IN_TIMES 均能显著降低年报纵向文本相似度;从实证 P 值来看,组间差异显著,“分析师关注度高组”中监管问询相关变量的系数均显著低于“分析师关注度低组”,这说明分析师关注度越高,公司提高信息披露质量的压力越大,在收到问询函时年报文本相似度的降低幅度越大。

5.2. 基于机构投资者持股比例的异质性分析

已有研究表明机构投资者能够有效监管上市公司,抑制管理层的盈余管理行为,改善信息披露质量[5]。当公司收到问询函时,机构投资者持股比例越高,监管上市公司的积极性越大,越可能督促公司改善信息披露质量。因此,本文按机构投资者比例的中位数将样本划分为“机构投资者持股比例高组”和“机构投资者持股比例低组”,以探究机构投资者持股对监管问询治理效果的影响。表 8 的 Panel B 显示,“机构投资者持股比例高组”中 INQUIRY、IN_NUM 和 IN_TIMES 系数均显著为负,“机构投资者持股比例低组”中相关变量系数均不显著。这表明机构投资者持股较高的企业在收到问询函后,年报纵向文本相似度得到显著降低。

5.3. 基于市场化程度的异质性分析

市场化程度的提高,能够提升企业内部信息的流动速度,进而缓解信息不对称;并且,市场化程度提升也会使产品市场竞争更加激烈,在优胜劣汰导向下,投资者用来监督管理层的市场信息更加充分。此时,管理层受到的监督程度增强、更可能在年报中披露增量信息。本文依据樊纲的市场化指数衡量区域市场化程度,以当年市场化指数中位数为划分标准,按照上市公司注册地所在省份将样本分别归入市场化程度高和低两组,表 8 的 Panel C 显示,“市场化程度高组”中 INQUIRY、IN_NUM 和 IN_TIMES 系数均显著为负,“市场化程度低”中 IN_NUM 和 IN_TIMES 显著为负;根据实证 P 值,“市场化程度高组”IN_NUM 系数显著低于“市场化程度低组”,IN_TIMES 的组间系数差异不显著,这在一定程度上说明了市场化程度越高,监管问询对信息披露的治理作用越强。

5.4. 基于产权性质的异质性分析

诸多研究表明政治关联会影响监管机构的处罚效果,由于国有企业的最终控制人是政府,这使二者

之间存在天然的政治关联, 研究发现存在政治关联的国有企业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[9], 故企业的产权性质会影响执法力度与处罚效果, 因此, 相较于民营企业, 预期国有企业的监管问询治理效果较差。本文将样本根据产权性质分为国企组和民企组, 并进行分组回归, 结果如表 8 的 Panel D 显示, 民企组中 INQUIRY、IN_NUM 和 IN_TIMES 系数均显著为负, 国企组内的监管问询相关变量均不显著。这表明交易所问询函对民营企业的信息披露行为起到有效的监管作用, 但对国有企业的监管效果欠佳。

Table 8. Impact of regulatory inquiries on incremental annual report disclosures in different external information environments
表 8. 不同外部信息环境下监管问询对年报增量信息披露的影响

Panel A: 按分析师关注度分组						
Dep.Var = FRSIM	分析师 关注度低	分析师 关注度高	分析师 关注度低	分析师 关注度高	分析师 关注度低	分析师 关注度高
INQUIRY	-0.013** (-2.403)	-0.023*** (-4.533)				
IN_TIMES			-0.019*** (-2.637)	-0.034*** (-4.461)		
IN_NUM					-0.017** (-2.448)	-0.033*** (-4.516)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.35	0.312	0.351	0.312	0.35	0.312
F	8.357	9.831	8.452	9.698	8.365	9.733
观测值	4042	5355	4042	5355	4042	5355
实证 P 值	0.005		0.007		0.005	
Panel B: 按照机构投资者持股比例分组						
Dep.Var = FRSIM	机构持股 比例低	机构持股 比例高	机构持股 比例低	机构持股 比例高	机构持股 比例低	机构持股 比例高
INQUIRY	-0.003 (-0.831)	-0.015*** (-3.134)				
IN_TIMES			-0.008 (-1.606)	-0.022*** (-3.317)		
IN_NUM					-0.006 (-1.390)	-0.022*** (-3.487)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.413	0.479	0.413	0.479	0.413	0.479
F	6.587	13.531	6.771	13.663	6.7	13.758
观测值	10093	10094	10093	10094	10093	10094
实证 P 值	0.000		0.000		0.000	

续表

Panel C: 按照市场化程度分组						
Dep.Var = FRSIM	市场化程度低	市场化程度高	市场化程度低	市场化程度高	市场化程度低	市场化程度高
INQUIRY	-0.006 (-1.548)	-0.011** (-2.552)				
IN_TIMES			-0.012** (-2.284)	-0.015*** (-2.690)		
IN_NUM					-0.011** (-2.103)	-0.015*** (-2.753)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.46	0.422	0.46	0.422	0.46	0.422
F	9.894	8.87	10.062	8.937	9.99	8.974
观测值	10776	9430	10776	9430	10776	9430
实证 P 值	0.035		0.173		0.097	
Panel D: 按产权性质分组						
Dep.Var = FRSIM	国企组	民企组	国企组	民企组	国企组	民企组
INQUIRY	0.006 -1.126	-0.014*** (-4.085)				
IN_TIMES			0.004 -0.477	-0.020*** (-4.333)		
IN_NUM					0.004 -0.475	-0.019*** (-4.246)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.51	0.42	0.51	0.42	0.51	0.42
F	5.299	15.566	5.195	15.776	5.194	15.697
观测值	6757	12964	6757	12964	6757	12964
实证 P 值	0.000		0.000		0.0	

注: 实证 P 值用于检验组间财报问询函指标(INQUIRY/IN_TIMES/IN_NUM)组间系数差异的显著性, 通过自体样本(Bootstrap) 1000 次得到, 下同。

6. 研究结论与启示

自信息披露直通改革以来, 交易所问询、上市公司回复的反馈互动次数逐渐增多, 投资者也愈发关注监管问询对上市公司的实际影响。本文基于 2015 年至 2021 年的财报问询函公告, 探究兼具及时性与灵活性的非处罚监管对公司增量信息披露的影响。结果发现, 上市公司收到问询函后, 年报纵向文本相

似度降低。并且, 问询函总数越多或针对同一财务报告的问询次数越多, 年报纵向文本相似度的降低幅度越大。为了较好地解决内生性问题, 本文通过剔除处罚性监管样本、监管问询对年报细分章节的影响这两种方式进行稳健性检验, 上述结论依然成立。异质性分析表明, 外部治理环境和产权性质对问询函的监管效果有显著影响, 在分析师关注度较高、机构投资者持股比例较高、市场化程度较高以及民营企业分组中间询函的监管效果较好。

针对以上研究结论, 我们提出如下政策建议: 第一, 交易所应当继续完善以财报问询函为代表的一线监管措施, 对信息披露频繁出现问题的上市公司进行持续、动态监管, 必要时展开多轮问询; 并且在发函时可以考虑要求会计师事务所、律师事务所等中介机构发表核查意见的必要性, 加强对中介机构履职尽责的关注, 全力维护资本市场平稳运行。第二, 应加强政府监管制度与市场治理机制的有机融合, 对外部治理环境相对薄弱以及存在政治关联的上市公司予以充分关注, 对其信息披露内容进行严格审查, 以充分发挥信息治理作用。

参考文献

- [1] Hoberg, G. and Lewis, C. (2017) Do Fraudulent Firms Produce Abnormal Disclosure? *Journal of Corporate Finance*, **43**, 58-85. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.12.007>
- [2] Huang, J. and Ke, B. (2018) The Consequences of Shifting Corporate Disclosure Enforcement from Public to Private in Weak Institutional Environments: Are Market Institutions Ready? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3229011>
- [3] 季晓佳, 陈洪涛, 王迪. 媒体报道、政府监管与企业环境信息披露[J]. 中国环境管理, 2019, 11(2): 44-54.
- [4] 鲁惠中, 林靖. 市场压力下的公司创新文本信息披露——基于分析师视角[J]. 经济科学, 2022(2): 142-153.
- [5] 程书强. 机构投资者持股与上市公司会计盈余信息关系实证研究[J]. 管理世界, 2006(9): 129-136.
- [6] Bozanic, Z., Dietrich, J.R. and Johnson, B.A. (2017) SEC Comment Letters and Firm Disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, **36**, 337-357. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2017.07.004>
- [7] 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, 21(10): 112-126.
- [8] 杨世鉴. 媒体报道与分析师跟踪能够提高信息披露质量吗?——基于我国上市公司业绩预告的分析[J]. 中国注册会计师, 2013(7): 72-77.
- [9] 许年行, 江轩宇, 伊志宏, 等. 政治关联影响投资者法律保护的执法效率吗? [J]. 经济学(季刊), 2013, 12(1): 373-406.