

监管问询函、债权人风险感知与企业杠杆操纵

王晓佳¹, 毛新述², 于 芙²

(1. 对外经济贸易大学 国际商学院, 北京 100029; 2. 北京工商大学 商学院, 北京 100048)

摘要:虽然监管问询制度的初衷在于发挥治理作用, 维护资本市场稳定, 但它也会向市场传递企业存在潜在风险的信号, 进而对企业产生不利影响。这是否会扭曲企业行为, 最终违背监管初衷呢? 文章从杠杆操纵视角, 以我国 2013—2021 年 A 股非金融上市公司为研究样本, 发现财报问询函会加剧企业的杠杆操纵行为。机制分析表明, 财报问询函引发了债权人风险感知, 进而迫使企业通过杠杆操纵来维持企业投融资需求。文章还从企业特征和问询函特征两个方面进行了补充验证。在企业特征方面, 该效应在事前风险较高、信息环境较差以及投融资需求较高的样本中更显著; 在问询函特征方面, 该效应在问询程度较高、问询内容涉及债权人风险时更显著。拓展性分析表明, 无论是中期报告问询函还是年度报告问询函, 均会对企业杠杆操纵产生影响; 而相对于财报问询函, 一般问询函并不会对杠杆操纵产生影响。此外, 内部控制有效性可以削弱财报问询函对杠杆操纵的影响。文章的结论不仅补充了财报问询函和杠杆操纵的相关研究, 还有助于进一步优化和规范我国监管问询制度, 对防范企业隐性债务风险以及推动我国资本市场发展具有重要意义。

关键词: 监管问询函; 杠杆操纵; 债务融资; 风险感知

中图分类号: F275 文献标识码: A 文章编号: 1001-9952(2024)10-0124-15

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20240511.201

一、引言

自 2013 年开始, 我国沪深两市尝试推行信息披露直通车制度改革, 将监管重心从“事前审核”转向“事后问询”。由此应运而生的问询函制度成为我国最具代表性的预防性监管手段之一, 这一制度目前已在规制企业行为、改善信息环境以及保护中小投资者权益方面取得了卓越成效(Bens 等, 2016; Kubick 等, 2016; Wang, 2016; Johnston 和 Petacchi, 2017; Brown 等, 2018; 张俊生等, 2018; 陈运森等, 2019; 李晓溪等, 2019; 耀友福和薛爽, 2020; 梅蓓蕾等, 2021; 邓祎璐等, 2022; 李晓溪和饶品贵, 2022)。

监管问询函制度的初衷在于发挥治理作用, 规范上市公司行为, 进而推动我国资本市场平稳向上发展。而监管问询函在发挥治理作用的同时也向市场传递了企业可能存在潜在风险的信号。若市场参与者以此作为判断企业质量好坏的标准, 则会产生一系列的负面反应(Gietzmann 和 Isidro, 2013; Gietzmann 和 Pettinicchio, 2014; Cunningham 等, 2017; 陈运森等, 2018; 胡宁等, 2020; 王艳艳等, 2020; 何慧华和方军雄, 2022; 何卓静等, 2023)。面对这些负面反应, 企业行为会不会

收稿日期: 2023-09-22

基金项目: 国家社会科学基金重大项目(22ZDA044)

作者简介: 王晓佳(1997—), 女, 安徽六安人, 对外经济贸易大学国际商学院博士研究生;

毛新述(1979—), 男, 湖南涟源人, 北京工商大学商学院教授, 博士生导师;

于 芙(1997—)(通讯作者), 女, 湖南浏阳人, 北京工商大学商学院博士研究生。

发生扭曲,进而违背监管初衷,甚至酿成系统性金融风险呢?对于这一重要问题,目前只有林慧婷等(2021)从企业金融化视角进行了探讨。本文则尝试从企业杠杆操纵行为展开分析,对该话题进行补充与延伸。

杠杆操纵是指企业利用表外负债、名股实债或其他会计手段向下操纵财务杠杆,粉饰企业真实的资产负债状况,进而在账面上达到“低杠杆”目的(陆正飞,2020)。不同于西方国家金融实践中企业杠杆率总体水平较低、去杠杆压力较小这一情况,我国企业一直以来都存在高负债风险和去杠杆压力,在2009年实施“一揽子计划”之后更甚。较高的负债率意味着较高的财务风险和债务代理成本,既增加了企业自身的融资难度,也易受到相关部门监管。然而,受限于现实因素,高负债企业实际去杠杆步履维艰。因此,利用表外负债、名股实债等方式进行杠杆操纵就成了企业维持低账面杠杆率的主要手段(许晓芳等,2020,2021a;许晓芳和陆正飞,2020)。

理论上,当企业财报受到问询时,债权人所面临的违约风险和信​​息风险增大,从而引发其风险感知,不利于企业债务融资(Cunningham等,2017;胡宁等,2020;何慧华和方军雄,2022)。此时,企业通过操纵将账面杠杆维持在一个较低的水平,可以向债权人传递其偿债能力较强、违约风险较低的信号(李晓溪和杨国超,2022),从而缓解债权人担忧,进而帮助企业维持债务融资水平以满足日常经营和投资的需要(许晓芳等,2020;饶品贵等,2022)。现实情况是否与理论预期一致呢?本文尝试对此展开实证分析,并进一步回答以下四个问题:财报问询函是否会加剧企业杠杆操纵行为?如果是,其影响机制如何?不同类型的监管问询函对企业杠杆操纵的影响是否存在差异性?公司治理机制的异质性如何?

为此,本文利用我国监管问询中的财报问询函相关数据,以2013—2021年A股非金融上市公司作为研究样本,探究了财报问询函对企业杠杆操纵行为的影响以及作用机制。结果表明,当企业收到财报问询函以及收函频率越高时,其杠杆操纵程度越高,且这一影响在经过一系列稳健性检验之后仍然成立。机制检验发现,财报问询函会引发债权人的风险感知,表明债权人的信贷决策变化是影响企业杠杆操纵的直接原因。本文还分别从企业特征和问询函特征进行了补充验证。在企业特征方面,当企业事前风险较高、信息环境较差以及投融资需求较高时,该效应更显著;在问询函特征方面,当问询程度较大、问询内容涉及债权人所关注的风险时,该效应更显著。本文的拓展性分析表明,无论是中期报告问询函还是年度报告问询函,均会对企业杠杆操纵产生影响;而相对于财报问询函,一般问询函并未对杠杆操纵产生影响。此外,内部控制有效性可以削弱财报问询函对杠杆操纵的影响。

本文的边际贡献主要体现在以下三个方面:(1)目前关于监管问询函经济后果的研究主要侧重于监管问询函对企业的正向治理作用,而对其风险信号传递效应以及由此产生的影响关注较少。且已有文献大多直接落脚于股东、债权人以及审计师等企业利益相关者对企业收函的负面反应,而鲜少探讨企业会如何应对这些负面反应,目前仅有林慧婷等(2021)从企业金融化视角进行了分析。本文则从杠杆操纵视角补充了压力情境下企业的风险应对行为,为相关研究提供了更丰富的经验证据。此外,本文关注了问询函对以财务杠杆为核心的资产负债表项目操纵的影响,这在一定程度上弥补了已有研究仅仅聚焦于对以盈余为核心的利润表项目操纵影响的不足。(2)不同于西方制度背景,企业杠杆操纵行为几乎是我国金融实践中的特有产物,与我国金融系统的稳定 and 高质量经济发展息息相关(陆正飞,2020;许晓芳和陆正飞,2022)。然而,关于杠杆操纵的影响因素研究还相对不足,且相关实证研究大多基于企业层面相关因素进行分析(许晓芳等,2021b;李晓溪和杨国超,2022;吴晓晖等,2022;卿小权等,2023),鲜少涉及外部制度因素。而资本市场监管制度作为影响企业行为的重要外部因素,却未有研究探讨。本文则从

监管问询这一维护我国资本市场稳定和保护投资者权益的重要监管制度出发,丰富了杠杆操纵的影响因素研究。(3)本文的研究结论具有重要的政策意义。一方面,了解企业杠杆操纵的深层次驱动因素以及如何对其进行约束和治理,进而防范企业隐性债务风险,是维护我国金融系统稳定的重中之重。本文从预防性监管的角度为监管部门提供了新的经验证据。另一方面,监管问询制度的初衷在于改善信息披露环境、提高资本市场运行效率。然而,本文的研究表明,监管问询制度也可能存在负面效应,进而扭曲企业行为,违背监管初衷。因此,本文的研究结论还有助于深化监管部门对财报问询函不利影响的认知,为了进一步优化和规范监管问询制度以及更好地发挥问询制度的监管和引导作用提供新的参考思路。

二、文献回顾与理论分析

(一)文献回顾^①

1. 问询函的经济后果研究。国内外研究主要围绕监管问询函的监督治理效应展开探讨,发现其有助于提高企业会计信息质量(Bens等, 2016; Bozanic等, 2017; Johnston和Petacchi, 2017; 陈运森等, 2019; Cunningham等, 2020; 石昕等, 2021)、改善企业信息环境(Wang, 2016; 张俊生等, 2018)、抑制企业的不当行为(Kubick等, 2016; Li和Liu, 2017; 李晓溪等, 2019a; 耀友福和薛爽, 2020; 邓祎璐等, 2021, 2022; 胡志强和王雅格, 2021)、增加管理效率(邓祎璐等, 2020; 何慧华和方军雄, 2021; 李晓溪和饶品贵, 2022),甚至产生正向的外溢效应(Brown等, 2018; 梅蓓蕾等, 2021)。

此外,学者们也发现问询函还可能会传递企业存在潜在风险的信号,进而引发利益相关者的风险调整行为。已有研究已经分别从权益投资者(Gietzmann和Isidro, 2013; 陈运森等, 2018)、审计师(Gietzmann和Pettinicchio, 2014)、债权人(Cunningham等, 2017; 胡宁等, 2020; 何慧华和方军雄, 2022)、供应商(王艳艳等, 2020)以及独立董事(何卓静等, 2023)等视角进行了探讨。还有少许文献在此基础上进一步分析了被问询公司的风险应对行为。李晓溪等(2019)指出,为了应对问询函造成的负面压力,企业的管理层会提高业绩预告质量,从而扭转市场负面预期。林慧婷等(2021)发现,为了减轻问询函对企业融资约束的不利影响,企业会增加对金融资产的配置,从而缓解资金压力。

2. 杠杆操纵的影响因素研究。目前,有关杠杆操纵影响因素的实证研究还相对较少。在企业层面因素方面,已有研究分别从控股股东质押(许晓芳等, 2021b)、新债发行(李晓溪和杨国超, 2022)以及机构投资者(吴晓晖等, 2022; 卿小权等, 2023)等视角进行了探讨;在外部制度因素方面,已有研究分别从地方政府债务扩张(饶品贵等, 2022)、银行竞争(李晓溪等, 2023)以及环保税改革(王洋洋和邓晨芳, 2023)等视角进行了探讨。

(二)理论分析与假说发展

根据问询函的风险效应理论,财报问询函会通过引发债权人风险感知加剧企业杠杆操纵行为。具体来说,由于债权人无法直接参与企业经营活动,对企业违约风险和信息风险的判断在很大程度上取决于企业财务会计信息质量(Graham等, 2008)。而企业收到财报问询函则意味着企业交易事项的会计处理和信息披露存疑(Cassell等, 2013; Kubick等, 2016; Bozanic等, 2017; 陈运森等, 2019)。因此,无论企业是否真的存在财务错报或者潜在风险,企业财报被问询向市场传递了企业经营状况与会计信息质量可能存在问题的信号(Gietzmann和Isidro, 2013; Gietzmann

^① 本文对相关文献展开了更为细致的论述,此处省略,可向作者索取。

和 Pettinicchio, 2014; 陈运森等, 2018; 李晓溪等, 2019; 王艳艳等, 2020; 林慧婷等, 2021; 何卓静等, 2023)。此时, 债权人面临的违约风险和信
息风险加剧, 使其制定更为严格的信贷政策, 最终增加企业的债务融资难度 (Cunningham 等, 2017; 胡宁等, 2020; 何慧华和方军雄, 2022)。

在此情况下, 企业有强烈的动机向债权人传递企业违约风险较小的信号, 以缓解债权人对企业违约风险的担忧, 从而将财报问询函对企业债务融资的不利影响降到最低。在其他条件相同时, 较低的财务杠杆意味着更强的偿债能力和更低的债务代理成本 (Jensen 和 Meckling, 1976; Myers, 1977; Lang 等, 1996), 可以较好地减轻债权人的风险感知。而实际上降杠杆的难度较大、成本较高, 此时通过杠杆操纵方式快速降低账面杠杆率就成了企业最优选择 (许晓芳等, 2020; 李晓溪和杨国超, 2022; 饶品贵等, 2022)。综上所述, 根据风险效应理论, 财报问询函会加剧企业杠杆操纵行为。

然而, 根据问询函的治理效应理论, 财报问询函也可能通过发挥监督治理作用进而减少企业的杠杆操纵行为。但是结合我国当前的实际情况, 在杠杆操纵这一话题下, 问询函的治理效应理论可能并不适用。接下来, 我们首先从理论上分析问询函为何可以通过发挥治理效应抑制企业杠杆操纵行为, 然后结合我国实际情况进一步分析该理论失效的原因。

治理效应理论表明, 问询函可以通过发挥直接治理或共同监督作用, 抑制企业的杠杆操纵行为。一方面, 如果企业通过表外负债、名股实债或特殊会计处理等手段进行杠杆操纵且被监管部门怀疑进而引发问询, 那么企业必须在规定时间内对问询函给予回复和说明。如果企业所给出的解释不能使监管部门的专业审查人员信服, 那么企业会就同一问题再次被问询, 直到专业审查人员认为其相应的会计处理和信息披露已经合理、充分。如果企业最终仍然无法将该报表事项解释清楚, 那么必须对该事项进行补充或修正 (Brown 等, 2018; 陈运森等, 2018)。迫于监管压力, 企业的杠杆操纵行为会减少。即使企业并非因为当期进行杠杆操纵而被问询, 被问询企业也会成为监管机构的重点关注对象 (陈运森等, 2019), 从而对企业杠杆操纵行为产生威慑效应。另一方面, 问询函会使企业受到投资者、审计师、独立董事等多方利益相关者的关注 (Gietzmann 和 Pettinicchio, 2014; 陈运森等, 2018; 何卓静等, 2023), 从而减少杠杆操纵行为。

然而, 在杠杆操纵这一特殊话题下, 上述理论难以发挥作用。首先, 不同于利润表和现金流量表, 资产负债表与投资者损益的直接相关性较弱, 因此其信息质量较少受到监管部门的密切关注。且由于当前实务界和学界对杠杆操纵行为的认识尚浅 (陆正飞, 2020), 虽然问询内容会涉及企业的负债水平和偿债能力等问题, 但几乎不涉及杠杆操纵方面的问题。其次, 即使存在少量的财报问询函涉及杠杆操纵行为或相关会计处理, 但由于杠杆操纵手段隐蔽 (许晓芳和陆正飞, 2020), 甚至涉及灰色地带 (迄今为止中国尚未出台针对表外负债和名股实债的会计处理和披露要求, 缺乏统一标准), 加之问询函本身并不具备行政强制力 (李晓溪和饶品贵, 2022), 因此问询函对杠杆操纵的直接治理效应和威慑效应微乎其微。最后, 由于各方资本市场参与者对杠杆操纵行为的认识尚浅, 因此共同监督也难以对企业杠杆操纵行为产生实际治理效果。综上所述, 问询函的风险效应会占据主导地位。基于此, 本文提出如下假设:

假设 1: 交易所财报问询函会加剧企业的杠杆操纵行为。

在假设 1 的基础上, 当企业事前风险较高、企业信息环境较差时, 债权人对企业被问询这一事件的风险感知更大, 财报问询函对杠杆操纵的加剧效应更强; 而且, 由于满足投融资需求是促使企业进行杠杆操纵的根本动机, 因此财报问询函对杠杆操纵的加剧效应在投融资需求较大的样本中更强。基于此, 本文提出如下假设:

假设 2: 交易所财报问询函对企业杠杆操纵行为的加剧作用在企业事前风险较高、企业信息环境较差以及企业投融资需求较大时更显著。

在假设 1 的基础上, 当问询程度较大以及问询内容涉及债权人较关注的风险时, 财报问询函的风险信号传递效应更强, 债权人对企业被问询这一事件更加敏感。此时, 财报问询函对杠杆操纵的加剧效应更强。基于此, 本文提出如下假设:

假设 3: 交易所财报问询函对企业杠杆操纵行为的加剧作用在问询程度较大、问询内容涉及债权人关注的风险时更显著。

三、研究设计

(一) 实证模型与变量定义

本文借鉴相关研究(张俊生等, 2018; 陈运森等, 2019; 许晓芳等, 2021b; 饶品贵等, 2022)的做法, 构建如下实证模型来考察问询函制度对企业杠杆操纵的影响:

$$LEVM_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CL_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + Firm + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中, $LEVM_{i,t}$ 是本文的被解释变量, 表示杠杆操纵程度。^①根据已有研究, 目前有三种衡量方式, 具体可参见许晓芳等(2020)。本文在基准回归中利用扩展的 XLT-LEVM 法(直接法)和扩展的 XLT-LEVM 法(间接法)下行业中值方式计算得到的指标来衡量杠杆操纵程度。^②

$CL_{i,t}$ 是本文的解释变量, 表示企业当年是否收到财报问询函。若企业当年收到关于上一年度财务报表的问询函或者收到关于当年半年度财报问询函、三季度财报问询函, 则该变量赋值为 1; 否则为 0。此外, 本文还借鉴相关研究(陈运森等, 2019; 邓祎璐等, 2022)的做法, 采用当年收到的(半)年报或季报的问询函总数($CL_Numb_{i,t}$)以及当年针对同一财务报告被问询的次数($CL_Times_{i,t}$)进行衡量。其中, 问询函总数($CL_Numb_{i,t}$)以及同一财务报告被问询的次数($CL_Times_{i,t}$)都是在原数值的基础上加 1 再取自然对数。

$Controls_{i,t}$ 表示其他控制变量。借鉴已有研究, 本文在模型中加入的控制变量包括: 企业规模($Size_{i,t}$), 等于公司年末账面总资产的自然对数; 资产负债率($Lev_{i,t}$), 等于公司年末总负债除以总资产; 企业盈利能力($Roa_{i,t}$), 等于公司年末净利润除以总资产; 成长性($Growth_{i,t}$), 等于公司营业收入的增长率; 有形资产占比($PPE_{i,t}$), 等于年末固定资产净额占总资产的比值; 现金持有($Cash_{i,t}$), 等于年末货币资金与总资产的比值; 企业年龄($Age_{i,t}$), 等于当年年度减去上市年度加 1 再取自然对数; 独立董事比例($Ind_{i,t}$), 等于独立董事人数占董事总人数的比; 第一大股东持股比例($First_{i,t}$), 等于第一大股东持股数与总股数的比值; 股权制衡($Balance_{i,t}$), 采用第二到第十位股东的持股比例之和与第一大股东的持股比例之比; 管理层持股比例($Mhold_{i,t}$), 等于管理层持股数量与总股数的比; 企业产权虚拟变量($Soe_{i,t}$), 国有企业则取值为 1, 否则为 0; 市场化程度($Market_{i,t}$), 采用“樊纲指数”中的市场化程度指数衡量; 非债务税盾($NDS_{i,t}$), 等于年折旧额与总资产的比值; 所得税税负($ETR_{i,t}$), 等于当年所得税费用占利润总额的比。 $Firm$ 和 $Year$ 分别表示企业个体固定效应和年度固定效应, 用以控制不随时间变化的个体因素和不随个体变化的时间因素对结果造成的影响。

① 本文基准回归中采用的杠杆操纵变量是当期值而非下期值。这是因为, 在企业当年收到的财报问询函样本中, 大多数是对上一年年报和对本年半年报的问询, 而对本年三季度问询的观测则相对较少, 故大多数的财报问询函发函时间为当年的 5-7 月份。因此, 企业当年会有足够的时间进行杠杆操纵, 存在滞后的可能性较小。后文平行趋势图中的动态经济效应也表明, 企业在收到财报问询函的当年就已经开始了杠杆操纵行为。在后续稳健性中, 本文也将下期的杠杆操纵值作为被解释变量进行了检验。

② 限于篇幅, 三种方法的计算公式及相关变量定义可向作者索取。在稳健性部分, 本文采用其他方法计算得到的指标作为替代变量。

(二)研究样本与数据来源

本文以我国 A 股非金融上市公司为研究对象，最终的样本期间为 2013—2021 年。^①在获得初始样本后，本文进一步剔除其他研究所需数据缺失和异常的样本。^②最终的研究样本分别包含了 17060 和 21701 个观测值。^③为了缓解极端值的影响，本文对所有的连续变量进行了 1% 和 99% 分位的缩尾处理。^④数据来源方面，财务报表问询函的相关数据来源于 CNRDS 数据库和 CSMAR 数据库，其他数据均来源于 CSMAR 数据库。

四、基本的实证结果^⑤

(一)基准结果

表 1 列示了模型(1)的多元回归结果。列(1)—列(3)展示了根据扩展的 XLT-LEVM 法(直接法)计算得到的杠杆操纵指标(LEVM1)的回归结果；列(4)—列(6)展示了根据扩展的 XLT-LEVM 法(间接法)计算得到的杠杆操纵指标(LEVM2)的回归结果。结果显示，是否收到财报问询函(CL)、财报问询函总数(CL_Numb)以及同一财报被问询次数(CL_Times)的系数均在 1% 的水平上显著为正，这表明财报问询函会加剧企业的杠杆操纵程度。在经济意义上，以是否收到财报问询函(CL)对 LEVM2 的影响为例，企业被问询时相较于未被问询时的杠杆操纵程度高出 0.03 左右，而平均的企业杠杆操纵程度为 0.11 左右，这意味着财报问询函会造成大约 27.27%(0.03/0.11)杠杆操纵程度的增加，经济意义较为显著。

表 1 监管问询函与杠杆操纵

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	LEVM1	LEVM1	LEVM1	LEVM2	LEVM2	LEVM2
CL	0.021***(6.648)			0.027***(8.849)		
CL_Numb		0.030***(7.151)			0.037***(9.008)	
CL_Times			0.029***(6.809)			0.037***(8.847)
Size	-0.054***(-13.704)	-0.054***(-13.609)	-0.054***(-13.698)	-0.041***(-12.268)	-0.041***(-12.177)	-0.041***(-12.268)
Lev	-0.013(-0.874)	-0.014(-0.979)	-0.013(-0.891)	-0.026**(-2.028)	-0.027**(-2.106)	-0.026**(-2.028)
Roa	0.002(0.132)	0.004(0.198)	0.003(0.140)	0.378*** (22.246)	0.379*** (22.318)	0.378*** (22.246)
Growth	0.015*** (5.602)	0.015*** (5.637)	0.015*** (5.613)	0.004** (2.154)	0.004** (2.161)	0.004** (2.154)
PPE	0.093*** (4.702)	0.093*** (4.716)	0.093*** (4.707)	0.060*** (3.510)	0.061*** (3.520)	0.060*** (3.510)
Cash	-0.063*** (-4.462)	-0.062*** (-4.424)	-0.063*** (-4.462)	-0.120*** (-9.363)	-0.120*** (-9.319)	-0.120*** (-9.363)
Age	0.022*** (3.767)	0.021*** (3.733)	0.022*** (3.758)	0.021*** (3.923)	0.021*** (3.912)	0.021*** (3.923)

① 我国问询制度自 2013 年以后才开始确立，而数据库中实际出现企业收到财报问询函事件是自 2015 年开始。为了与其他研究保持一致以及满足本文后续动态经济效应检验的数据要求(对于 2015 年实验组，至少需要前两期的样本)，本文最终的样本从 2013 年开始。需要注意的是，为了得到 2013 年企业成长性($Growth_{it}$)变量和非债务税盾(NDS_{it})的观测，需要利用 2012 年的相关数据。

② 异常样本是指资产负债率大于 1 的样本。此外，考虑到被 ST、*ST、PT 处理的公司是主要被问询的样本，本文对其进行了保留。感谢匿名审稿专家的宝贵建议。

③ 由于扩展的 XLT-LEVM 法(直接法)计算得到的杠杆操纵观测相对于扩展的 XLT-LEVM 法(间接法)计算得到的杠杆操纵观测有较大的减少，为了最大化保留样本，本文分别保留各自的最终样本。且由于控制企业个体固定效应时，单值(Singletons)会被删除，上述观测值是删除单值后的样本情况。下同。

④ 虽然 CL_Numb_{it} 和 CL_Times_{it} 变量在原数值的基础上加 1 再取自然对数后不再为整数，但是考虑到其本质上并非为连续变量且其数值类别非常有限，本文未对其进行缩尾处理。

⑤ 限于篇幅，描述性统计部分以及稳健性部分的数据结果和具体描述可向作者索取。

续表 1 监管问询函与杠杆操纵

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	LEVMI	LEVMI	LEVMI	LEVMI	LEVMI	LEVMI
<i>Ind</i>	0.040(1.576)	0.040(1.551)	0.040(1.569)	0.016(0.700)	0.016(0.684)	0.016(0.700)
<i>First</i>	-0.007(-0.247)	-0.007(-0.234)	-0.007(-0.241)	0.003(0.134)	0.004(0.139)	0.003(0.134)
<i>Balance</i>	0.002(0.705)	0.002(0.676)	0.002(0.698)	-0.000(-0.134)	-0.001(-0.169)	-0.000(-0.134)
<i>Mhold</i>	-0.057***(-3.355)	-0.056***(-3.279)	-0.057***(-3.340)	-0.046***(-2.964)	-0.044***(-2.896)	-0.046***(-2.964)
<i>Soe</i>	0.007(0.947)	0.007(0.933)	0.007(0.951)	0.001(0.112)	0.001(0.094)	0.001(0.112)
<i>Market</i>	0.002(0.552)	0.002(0.542)	0.002(0.556)	-0.001(-0.209)	-0.001(-0.221)	-0.001(-0.209)
<i>NDS</i>	-0.876***(-11.567)	-0.876***(-11.568)	-0.877***(-11.573)	-0.321***(-5.099)	-0.322***(-5.110)	-0.321***(-5.099)
<i>ETR</i>	0.003(0.699)	0.003(0.644)	0.003(0.670)	-0.001(-0.177)	-0.001(-0.208)	-0.001(-0.177)
<i>Constant</i>	1.253*** (13.121)	1.244*** (13.040)	1.252*** (13.115)	1.001*** (12.471)	0.996*** (12.395)	1.001*** (12.471)
<i>Firm</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	17 060	17 060	17 060	21 701	21 701	21 701
<i>Adj. R²</i>	0.100	0.101	0.100	0.116	0.117	0.116

注：***、**和*分别表示系数在1%、5%和10%水平上显著；括号内为*t*值；回归系数的标准误在个体层面进行了聚类调整。下同。

(二)稳健性检验

1. 基于 PSM 和 PSM+DID 的检验。虽然模型(1)已经控制了诸多变量的影响,但是模型(1)的回归结果仍然可能存在着线性模型设定偏误问题。为此,本文采用倾向得分匹配(PSM)来缓解这一问题。具体而言,本文将收到过问询函的企业作为实验组(*Treat*),将整个样本区间内从未收到过问询函的企业作为对照组(*Control*),将模型(1)中的所有控制变量作为协变量,采用最近邻 1:2 有放回匹配,匹配半径为 0.005。^①删除未匹配成功的样本以及不满足共同支撑的样本后,最终分别得到 2 877 和 8 567 个观测值,重新对模型(1)进行回归。^②回归结果显示,本文的结论较少受到线性模型设定偏误问题的干扰。

接着,本文采用 PSM+DID 的研究策略进一步检验是否收到问询函与杠杆操纵之间的因果关系。具体而言,首先,在前文阐述的经 PSM 匹配后的样本的基础上,设置时间变量(*Post*);其次,将企业第一次收到问询函的当年及以后年度设置为 1,否则为 0,进而构造 *Treat*×*Post* 变量;最后,将匹配后的样本进行回归。结果表明,*Treat*×*Post* 的系数在 1% 水平上显著为正。

此外,采用 DID 研究的重要假设之一是实验组与对照组在政策发生前具有相同的平行趋势。为了进一步检验平行趋势假设,本文采用模型(2)检验了问询函的动态经济效应。其中,*Post_{t-i}* 是指政策发生年度的前 *i* 年,*Post_{t+i}* 是指政策发生年度的后 *i* 年。本文将政策发生前 1 年的样本作为基准组,因此不将其纳入回归模型。*X_{i,t}* 表示模型(1)中的控制变量,*Firm* 和 *Year* 分别表示企业个体固定效应和年度固定效应。如果模型(2)中的系数 $\alpha_1-\alpha_4$ 均不显著,则表明平行趋势假设成立;如果 $\alpha_5-\alpha_{10}$ 中有系数显著为正,那么说明问询函对杠杆操纵具有动态经济效应。此外,模型(2)的回归结果还能排除企业收到问询函前实验组企业就已经存在杠杆操纵行为对结果产生的干扰,即在很大程度上排除了反向因果问题的存在(Bertrand 和 Mullainathan, 2003)。结

① 为了和后续 PSM+DID 的检验一致,这里本文采用的是 PSM+DID 常用的 PSM 匹配思路,即根据政策发生的前一年样本进行匹配。由于本文的实际样本是从 2015 年开始,因此本文采用政策前一年(即 2014 年)的样本进行匹配,得到匹配好的样本后将其应用于后续年份。正因如此,样本量存在大量减少的情况。

② 匹配成功的观测值以及表中的回归结果均已考虑了对照组权重。

果显示，平行趋势假设成立，且在企业收到问询函后几期杠杆操纵程度还在加剧，说明问询函带来的负面影响持续效应较长。^①

$$LEVM_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Treat_i \times Post_{t-5} + \alpha_2 Treat_i \times Post_{t-4} + \alpha_3 Treat_i \times Post_{t-3} + \alpha_4 Treat_i \times Post_{t-2} + \alpha_5 Treat_i \times Post_t + \alpha_6 Treat_i \times Post_{t+1} + \alpha_7 Treat_i \times Post_{t+2} + \alpha_8 Treat_i \times Post_{t+3} + \alpha_9 Treat_i \times Post_{t+4} + \alpha_{10} Treat_i \times Post_{t+5} + \eta X_{i,t} + Firm + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

2. 处理效应模型检验。为了进一步缓解内生性问题，本文借鉴 Gietzmann 和 Isidro(2013)、胡宁等(2020)的研究，采用处理效应模型(Treatment-effects model)对模型(1)重新进行回归。^②已有研究发现股票收益波动率会增加企业收到问询函的概率(Cassell 等, 2013)，但却不会直接影响企业的杠杆操纵行为。因此，本文在一阶段中借鉴胡宁等(2020)的做法，采用股票收益波动率(Volatility)作为排他性约束变量。^③回归结果显示，CL 的系数仍然在 1% 水平上显著为正，这表明遗漏变量和反向因果问题对本文回归结果的影响较小，结果较为稳健。

3. 安慰剂检验。为了进一步排除偶然因素的干扰，本文借鉴 Cunningham 等(2017)以及石昕等(2021)的研究，通过随机构造收到问询函的样本进行安慰剂检验。具体而言，本文对样本进行 1000 次的随机化赋值，将随机收到问询函的观测值赋值为 1，否则为 0，进行回归并记录每次回归的系数及 p 值。结果显示，模拟系数的均值接近 0，远小于主回归系数，这表明问询函对杠杆操纵的加剧效应并非随机偶然因素导致的。

4. 其他稳健性检验。首先，为了排除度量误差对结果造成的干扰，本文借鉴许晓芳等(2020)的研究，利用 XLT-LEVM 基本法下采用预期模型估计(LEVM3)和行业中值估计(LEVM4)得到的杠杆操纵指标，以及扩展的 XLT-LEVM 法(间接法)下采用预期模型估计(LEVM5)得到的杠杆操纵指标，替换原杠杆操纵指标，并对模型(1)进行回归。

其次，考虑到企业当年收到的问询函对企业杠杆操纵的影响可能存在滞后效应，以及进一步缓解内生性的影响，本文借鉴饶品贵等(2022)的研究，采用下一年的杠杆操纵指标来替代原杠杆操纵指标，并对模型(1)进行回归。

最后，为了进一步控制其他遗漏变量对结果的影响，本文在模型中加入了行业-年度交乘固定效应以及省份-年度交乘固定效应，以控制随时间而变的行业和省份层面的因素对结果的影响。结果显示，问询函相关变量系数均显著为正，表明本文的结果较为稳健。

五、进一步分析

上述实证结果初步印证了本文的研究假设，即财报问询函加剧了企业杠杆操纵行为。接下来，本文将对财报问询函影响杠杆操纵的机制展开分析，主要包含以下三个方面：首先，本文验证了财报问询函是否会影响债权人的风险感知，为前文理论机制提供直接证据。其次，本文从

^① 结果表明企业初次收到问询函的 5 年后杠杆操纵仍然在加剧。一方面，这一结果可能是后期企业再次收到问询函造成的影响。本文以 LEVM1 为例，仅保留在样本区间内只在一个年度内收到过财报问询函的样本，重新执行上述检验，发现该效应只持续了三期。另一方面，财报问询函可能会对企业财会信息的可信度产生较大冲击，因此企业需要持续向下操纵财务杠杆来减少债权人风险感知以维持债务融资水平。这一观点类似于 Gietzmann 和 Pettinicchio(2014)。

^② 处理效应模型(Treatment-effects model)与传统 Heckman 二阶段的区别在于：Heckman 二阶段常用于解决由于某些原因导致所选样本并不随机而产生的样本选择偏误问题；而处理效应模型主要用来解决样本虽然具有随机性但由于个体出于某些因素选择成为实验组进而造成的内生性问题。此外，由于一、二阶段是联合估计且一阶段采用 Probit 估计，不宜加入高维个体固定效应，因此本文在模型中控制的是行业与年度固定效应。

^③ 股票收益波动率采用个股日交易数据的年标准差来衡量。

事前风险以及投融资需求两个企业特征出发,进一步对理论逻辑进行验证。最后,本文从问询程度和问询内容两个问询函特征出发,进一步对理论逻辑进行验证。

(一) 问询函对债权人风险感知的影响

如前文理论分析部分所述,财报问询函传达了风险信号,引发了债权人风险感知,从而迫使企业进行杠杆操纵。而已有研究表明,债权人的风险感知会表现为债务融资成本的上升(Cunningham 等, 2017; 胡宁等, 2020; 何慧华和方军雄, 2022)。因此,本文验证了财报问询函是否会增加债务融资成本,从而为财报问询函引发债权人风险感知提供直接证据。

本文分别采用“利息费用/有息负债”和“利息费用/总负债”两个指标来衡量企业的债务融资成本。^①其中,利息费用数据来源于财务报表附注中财务费用项里的“利息支出”;有息负债等于财务报表中的“短期借款”“长期借款”“一年内到期的非流动负债”“应付债券”四项之和;总负债等于财务报表中的“负债合计”。表 2 结果表明,问询函放大了债权人风险感知。

表 2 监管问询函与债务融资成本

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>DCOST1</i>	<i>DCOST1</i>	<i>DCOST1</i>	<i>DCOST2</i>	<i>DCOST2</i>	<i>DCOST2</i>
<i>CL</i>	0.017***(5.179)			0.002***(6.429)		
<i>CL_Numb</i>		0.025***(5.374)			0.003***(6.608)	
<i>CL_Times</i>			0.024***(5.062)			0.003***(6.378)
<i>N</i>	21 039	21 039	21 039	21 039	21 039	21 039
<i>Adj. R²</i>	0.030	0.030	0.030	0.103	0.103	0.103

注:控制变量、企业固定效应以及年度固定效应均已进行了控制。下同。

(二) 企业特征的影响

1. 企业事前风险的影响。理论上,对于同等程度的风险信号,企业事前风险越大,债权人的风险感知越强。此时,问询函传达风险信号的作用更强(Gietzmann 和 Isidro, 2013),进而促使企业进行杠杆操纵的动机也越强(饶品贵等, 2022)。具体而言,本文选取了信用评级、收益波动性以及破产风险三个指标来衡量企业事前风险。其中,信用评级等于上市公司信用评级得分;^②收益波动性等于过去五年企业总资产收益率的标准差;破产风险采用 *Zscore* 衡量。当企业信用评级得分越低、资产收益率标准差越大以及 *Zscore* 越小时,公司的事前风险越大,问询函对杠杆操纵的加剧效应越显著。本文将实验组根据上述连续型变量指标的样本中位数划分成高(*CL_High*)和低(*CL_Low*)两组,结果依次列示在表 3 中。^③回归结果表明,问询函对企业杠杆操纵的加剧效应在企业事前风险较高的样本中更显著。

2. 企业信息环境的影响。理论上,对于同等程度的风险信号,企业信息环境越差,债权人面临的信息不对称程度越大,债权人的风险感知越强。本文采用修正琼斯模型所估计出的盈余管理的绝对值以及年报是否由四大会计事务所审计两个指标衡量。当盈余管理的绝对值越大以及财务报表由非四大审计时,企业信息环境越差,问询函对杠杆操纵的加剧效应越显著。本文将

① 控制变量中增加了 *Big4*, 指当年企业年报是否由四大会计师事务所审计,其余变量均与模型(1)中的变量相同。

② 对 C 取 1, CC 取 2, CCC 取 3, B 取 4, …… , 以此类推, AAA 取 19; 对于同一公司年度受到多个评级机构评级的,采用其平均值衡量当年的评级得分。

③ 当实验组的分组指标高于其样本中位数时为高组, *CL_High* 取 1, 否则为 0; 反之,实验组为低组, *CL_Low* 取 1, 否则为 0。当模型里同时控制 *CL_High* 和 *CL_Low* 时,各自的系数表示的是两组分别相对于未收到问询函的对照组的杠杆操纵差异,而 *F* 统计量可以检验两个变量的系数差异。下同。

实验组根据上述连续型变量指标的样本中位数划分成高(*CL_High*)和低(*CL_Low*)两组, 或者根据虚拟型变量指标划分为四大审计(*CL_High*)和非四大审计(*CL_Low*)两组, 结果依次列示在表 4 中。结果表明, 问询函对企业杠杆操纵的加剧效应在企业信息环境较差的样本中更显著。

表 3 企业事前风险的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>LEV</i> M1	<i>LEV</i> M1	<i>LEV</i> M1	<i>LEV</i> M2	<i>LEV</i> M2	<i>LEV</i> M2
<i>CL_High</i>	-0.008(-1.188)	0.043*** (6.839)	0.009*** (2.688)	-0.010(-1.492)	0.046*** (8.128)	0.017*** (4.869)
<i>CL_Low</i>	0.041*** (3.374)	0.000(0.079)	0.037*** (6.858)	0.038*** (3.177)	0.009** (2.529)	0.040*** (7.951)
<i>N</i>	3 160	13 836	17 054	4 253	17 892	21 691
<i>Adj. R</i> ²	0.144	0.119	0.103	0.113	0.126	0.118
<i>F-Statistics</i>	14.68***	39.76***	20.69***	13.46***	34.24***	15.26***

表 4 企业信息环境的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>LEV</i> M1	<i>LEV</i> M1	<i>LEV</i> M2	<i>LEV</i> M2
<i>CL_High</i>	0.037*** (7.719)	-0.013(-0.999)	0.043*** (9.360)	-0.001(-0.112)
<i>CL_Low</i>	0.008** (2.299)	0.021*** (6.242)	0.013*** (4.132)	0.026*** (8.263)
<i>N</i>	16 910	15 783	21 701	20 316
<i>Adj. R</i> ²	0.104	0.098	0.119	0.112
<i>F-Statistics</i>	30.65***	6.43**	33.86***	4.60**

3. 企业投融资需求的影响。理论上, 企业收到财报问询函之后进行杠杆操纵的直接动因在于维持融资水平, 进而满足其投资需求(许晓芳和陆正飞, 2020; 许晓芳等, 2020, 2021b; 饶品贵等, 2022)。因此, 该效应会在事前融资约束较大、投资机会较多的样本中更显著。具体而言, 本文采用 *KZ* 指数和企业产权性质衡量企业的事前融资约束水平。当 *KZ* 指数越大以及企业产权性质为民营时, 企业的融资约束程度越高。对于投资机会指标, 本文采用市值面值比来衡量。该比值越大, 表明企业事前投资机会越大。本文将实验组根据上述连续型变量指标的样本中位数划分成高(*CL_High*)和低(*CL_Low*)两组, 或者根据虚拟型变量指标划分为国企(*CL_High*)和非国企(*CL_Low*)两组, 并对模型(1)重新进行回归, 结果依次列示在表 5 中。结果显示, 问询函对杠杆操纵的加剧效应在投融资机需求较大的样本中更显著。

表 5 企业投融资需求的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>LEV</i> M1	<i>LEV</i> M1	<i>LEV</i> M1	<i>LEV</i> M2	<i>LEV</i> M2	<i>LEV</i> M2
<i>CL_High</i>	0.029*** (5.064)	0.009(1.557)	0.035*** (7.528)	0.039*** (7.016)	0.015*** (2.690)	0.035*** (7.700)
<i>CL_Low</i>	0.015*** (3.373)	0.024*** (6.564)	0.008** (2.107)	0.017*** (3.857)	0.030*** (8.523)	0.020*** (5.062)
<i>N</i>	11 795	17 060	17 054	16 013	21 701	21 691
<i>Adj. R</i> ²	0.114	0.101	0.103	0.114	0.117	0.117
<i>F-Statistics</i>	3.72*	5.38**	19.95***	10.20***	4.98**	6.78***

(三) 问询函特征的影响

1. 问询程度的影响。问询程度更大时会传递更多的风险信号, 使得问询函对企业杠杆操纵的加剧效应更加明显。为此, 本文首先选取了问询函中包含的总问题个数、总问询函字数、总问

询函句子数来衡量企业被问询程度。此外,已有研究表明,是否需要第三方机构参与以及企业的回函周期也可以衡量问询程度(李晓溪等,2019;王艳艳等,2020)。问询信息越多、需要第三方机构参与以及回函周期越长,表明问询程度越大。因此,本文预期财报问询函对杠杆操纵的影响在问询内容多、需要第三方机构参与以及回函周期长的样本中更显著。本文将实验组根据上述连续型变量指标的样本中位数划分成高(*CL_High*)和低(*CL_Low*)两组,或者根据虚拟型变量指标划分为需要第三方机构参与(*CL_High*)和不需要第三方机构参与(*CL_Low*)两组,并对模型(1)重新进行回归,结果依次列示在表6中。结果表明,当问询程度更大时,财报问询函对企业杠杆操纵的加剧效应更强。这与理论预期一致。

表 6 问询程度的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>LEV</i> M1	<i>LEV</i> M1	<i>LEV</i> M1	<i>LEV</i> M2	<i>LEV</i> M2	<i>LEV</i> M2
<i>CL_High</i>	0.034*** (7.864)	0.038*** (7.972)	0.037*** (7.806)	0.038*** (8.495)	0.042*** (8.622)	0.042*** (8.694)
<i>CL_Low</i>	0.009** (2.370)	0.015*** (4.130)	0.016*** (4.310)	0.017*** (4.851)	0.022*** (5.827)	0.021*** (5.744)
<i>N</i>	17 059	16 831	16 831	21 700	21 406	21 406
<i>Adj. R</i> ²	0.103	0.103	0.103	0.118	0.120	0.120
<i>F-Statistics</i>	24.03***	17.24***	16.06***	15.61***	12.31***	13.27***
	(1)	(2)	(3)	(4)		
	<i>LEV</i> M1	<i>LEV</i> M1	<i>LEV</i> M2	<i>LEV</i> M2		
<i>CL_High</i>	0.023*** (6.564)	0.025*** (5.682)	0.030*** (8.591)	0.033*** (7.429)		
<i>CL_Low</i>	0.015*** (2.716)	0.017*** (4.402)	0.019*** (3.928)	0.022*** (5.969)		
<i>N</i>	17 059	17 023	21 700	21 656		
<i>Adj. R</i> ²	0.100	0.100	0.117	0.117		
<i>F-Statistics</i>	2.06	2.02	3.61*	4.18**		

2. 问询内容的影响。除了问询程度,不同的问询内容对债权人风险感知的影响也存在差异。当财报问询函的问询内容涉及表外或有风险(如涉及诉讼、仲裁、汇率风险等),或者债权人本身更关注的表内财务风险(如偿债、欠款、违约、流动性风险等)时,债权人更倾向于将企业收到财报问询函视为风险信号并进行风险调整(胡宁等,2020)。此时,财报问询函对企业杠杆操纵的加剧效应会更加明显。据此,本文根据问询内容将财报问询函划分为涉及债权人关注的风险(*CL_Risk*)和不涉及债权人关注的风险(*CL_NonRisk*)两种类型,并重新对模型(1)进行回归,结果依次列示在表7中。回归结果表明,当财报问询函的问询内容涉及债权人更关注的风险时,其对企业杠杆操纵的加剧作用更显著。这与理论预期一致。

表 7 问询内容的影响

	(1)	(2)
	<i>LEV</i> M1	<i>LEV</i> M2
<i>CL_Risk</i>	0.023*** (7.068)	0.029*** (9.356)
<i>CL_NonRisk</i>	-0.006 (-0.765)	-0.007 (-0.903)
<i>N</i>	17 060	21 701
<i>Adj. R</i> ²	0.100	0.117
<i>F-Statistics</i>	12.11***	20.79***

六、拓展性分析^①

（一）年报问询函与中期报告问询函的差异

相较于中期报告，年度报告往往更会成为投资者关注的重点。因此，相较于中期报告问询函，年报问询函可能会传递出更多风险信号或者更会引起债权人的风险感知，进而对企业的杠杆操纵行为产生更强的影响。另外，无论是年报问询函还是中期报告问询函，企业被问询都意味着企业存在财务错报的可能和潜在风险，因此均会同等地引起债权人的风险感知。为了检验两者的影响及差异，本文先剔除当年同时收到过年报问询函与中期报告问询函的样本，然后再根据问询函类型将其划分为年报问询函和中期报告问询函。结果显示，年报问询函与中期报告问询函均会对企业杠杆操纵产生影响，且经济系数不存在显著差异，这表明债权人会同等地看待两种问询函传递的风险信号。

（二）其他类型问询函的影响

接下来，本文尝试检验其他类型问询函是否能发挥风险信号传递作用，进而对企业杠杆操纵行为产生影响。除了财报问询函，企业还会收到并购重组类问询函和涉及各种可能事项的一般问询函。由于针对并购重组特定事项的问询函过于特殊，因此本文不予以考虑，而是检验一般问询函的影响。一方面，一般问询函可能不会对企业杠杆操纵行为产生影响。这是因为，一般问询函侧重于对企业日常经营活动的细节（如关注股权状态变化、股价异常变动、审计师变更、关联交易等）进行问询，既较少涉及与企业偿付能力相关的重大基本面变动情况，也不会涉及会计信息存疑进而导致债权人对企业信息的重新估计问题。因此，一般问询函难以通过加剧债权人信息风险和估计风险而对企业杠杆操纵产生影响。但另一方面，一般问询函的问询内容在一定程度上仍然关系到了企业的经营状况，债权人出于谨慎考虑仍然可能会将一般问询函视为风险信号从而产生风险调整行为，最终加剧企业杠杆操纵。

为了对不同类型问询函各自对杠杆操纵的效应进行检验，本文首先剔除当年同时收到过财报问询函与一般问询函的样本，然后再根据问询函类型将其划分为财报问询函和一般问询函，并分别对模型(1)重新进行回归。结果显示，一般问询函并未对企业杠杆操纵行为产生显著影响，这表明债权人较少在意针对普通事项的一般问询函。

（三）内外部公司治理机制的影响

被问询企业为了实现杠杆操纵目的，需要通过表外负债、名股实债或操纵研发支出与固定资产等会计科目实现，而良好的内外部治理机制可以约束企业的操纵能力，进而减轻财报问询函对杠杆操纵的影响。在内部公司治理机制方面，许晓芳和陆正飞(2020)指出，有效的内控制度可以规范企业流程，抑制不当行为，减少企业的操纵能力；在外部公司治理机制方面，吴晓晖等(2022)和卿小权等(2023)发现机构投资者作为专业的投资者，同时拥有专业知识和监督能力，可以较好地抑制企业的杠杆操纵行为。据此，本文检验了内控有效性和机构投资者持股的影响。回归结果显示，良好的内部控制可以很好地削弱财报问询函对企业杠杆操纵产生的不利影响；而机构投资者持股对财报问询函与企业杠杆操纵的关系不产生影响。

七、结论与启示

监管问询函在维护证券市场稳定、建立健全投资者保护的过程中扮演着日益重要的角色。然而，其在发挥监督治理作用的同时也向市场传递了企业存在潜在风险的信号，进而会对企业

^① 限于篇幅，本部分更为具体的描述、回归结果及讨论可向作者索取。

产生不利影响。为此,本文从企业杠杆操纵视角进行了探究。研究发现,财报问询函会加剧企业的杠杆操纵行为,且这一效应在经过一系列稳健性检验之后仍然成立。机制检验表明,问询函引发了债权人风险感知,进而迫使企业进行杠杆操纵以维持投融资需求。本文的拓展性分析表明,年报问询函与非年报问询函均会对杠杆操纵产生影响,而一般问询函则不会产生影响;此外,良好的内控可以抑制企业杠杆操纵能力,最终削弱财报问询函的不利影响。

本文的研究可以帮助监管部门加深对监管问询函效应的认识,有助于推动我国问询监管制度以及配套政策的进一步完善。从本文的研究结论中可以得到如下启示:第一,监管部门在发挥监管作用的同时还需要兼顾对企业、债权人以及中小股东等市场参与者的引导作用。本文的研究结论表明,债权人会将企业收到财报问询函视为风险信号,改变信贷决策,进而迫使企业进行杠杆操纵以维持投融资需求。因此,监管部门需要时刻关注新的监管政策会给企业、债权人、中小投资者等重要市场参与方造成何种压力和负面影响。一方面,相关部门应帮助利益相关者理性评判企业,引导市场对监管行为形成正确预期,减少市场的过度反应;另一方面,相关部门需注意压力情境下微观企业经济动机和行为的变化,如金融化程度的加剧(林慧婷等,2021)、杠杆操纵程度加剧等,从而及时防范和化解隐性风险。第二,监管部门需要加深对企业杠杆操纵的认知,在监管问询实践中对企业的杠杆操纵行为及相关会计处理和信息披露要多加关注,及时发挥预防性监管作用。由于杠杆操纵手段较为隐蔽,且当前实务界和学界对企业杠杆操纵行为的认识尚浅,对企业杠杆操纵手段关注不足。因此,加深杠杆操纵相关行为认知、强化相应监管可以更好地发挥问询函的正面效应。第三,监管部门和企业应增强信息披露,优化企业信息环境。本文研究指出,资本市场对企业收函持消极态度的根源来自企业事前风险以及企业信息环境。因此,及时进行相关信息披露,减少外部利益相关者的风险感知,可以避免因为投资者恐慌而施加于企业的额外成本。此外,良好的内控机制可以抑制企业杠杆操纵能力,因此监管部门和上市公司需进一步增强企业的内控有效性,完善公司治理机制。第四,监管部门需对财报问询函的发函持谨慎态度,适当将与会计处理和信息披露关联度较小的问询事项转移到一般问询函上。根据拓展性检验结果,相对于财报问询函,一般问询函对利益相关者的风险信号传递作用较弱。因此,监管部门可以通过优化问询监管类型和规范监管问询制度,从而降低问询函的风险导向与负面影响。

主要参考文献:

- [1]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[J].金融研究,2018,(4):155-171.
- [2]陈运森,邓祎璐,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.
- [3]邓祎璐,陆晨,兰天琪,等.非处罚性监管与企业风险承担——基于财务报告问询函的证据[J].财经研究,2021,(8):123-138.
- [4]何卓静,王新,曾攀.交易所年报问询与独立董事履职行为研究[J].南开管理评论,2023,(3):64-74.
- [5]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.
- [6]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.
- [7]李晓溪,饶品贵,岳衡.银行竞争与企业杠杆操纵[J].经济研究,2023,(5):172-189.
- [8]李晓溪,杨国超.为发新债而降杠杆:一个杠杆操纵现象的新证据[J].世界经济,2022,(10):212-236.
- [9]林慧婷,何玉润,刘金雅.财务报告问询函压力与企业金融化[J].会计研究,2021,(9):65-76.

- [10]卿小权,董启琛,武瑛. 股东身份与企业杠杆操纵——基于机构投资者视角的分析[J]. 财经研究, 2023, (2): 138-153.
- [11]饶品贵,汤晟,李晓溪. 地方政府债务的挤出效应:基于企业杠杆操纵的证据[J]. 中国工业经济, 2022, (1): 151-169.
- [12]吴晓晖,王攀,郭晓冬. 机构投资者“分心”与公司杠杆操纵[J]. 经济管理, 2022, (1): 159-175.
- [13]许晓芳,陈素云,陆正飞. 杠杆操纵:不为盈余的盈余管理动机[J]. 会计研究, 2021a, (5): 55-66.
- [14]许晓芳,陆正飞. 我国企业杠杆操纵的动机、手段及潜在影响[J]. 会计研究, 2020, (1): 92-99.
- [15]许晓芳,陆正飞,汤泰劫. 我国上市公司杠杆操纵的手段、测度与诱因研究[J]. 管理科学学报, 2020, (7): 1-26.
- [16]许晓芳,汤泰劫,陆正飞. 控股股东股权质押与高杠杆公司杠杆操纵——基于我国 A 股上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2021b, (10): 153-170.
- [17]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.
- [18]Bens D A, Cheng M, Neamtiu M. The impact of SEC disclosure monitoring on the uncertainty of fair value estimates[J]. *The Accounting Review*, 2016, 91(2): 349-375.
- [19]Bertrand M, Mullainathan S. Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences[J]. *Journal of Political Economy*, 2003, 111(5): 1043-1075.
- [20]Bozanic Z, Dietrich J R, Johnson B A. SEC comment letters and firm disclosure[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2017, 36(5): 337-357.
- [21]Brown S V, Tian X L, Tucker J W. The spillover effect of SEC comment letters on qualitative corporate disclosure: Evidence from the risk factor disclosure[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2018, 35(2): 622-656.
- [22]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, 88(6): 1875-1908.
- [23]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, 37(2): 917-944.
- [24]Gietzmann M B, Isidro H. Institutional investors' reaction to SEC concerns about IFRS and US GAAP reporting[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2013, 40(7-8): 796-841.
- [25]Gietzmann M B, Pettinicchio A K. External auditor reassessment of client business risk following the issuance of a comment letter by the SEC[J]. *European Accounting Review*, 2014, 23(1): 57-85.
- [26]Graham J R, Li S, Qiu J P. Corporate misreporting and bank loan contracting[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 89(1): 44-61.
- [27]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [28]Kubick T R, Lynch D P, Mayberry M A, et al. The effects of regulatory scrutiny on tax avoidance: An examination of SEC comment letters[J]. *The Accounting Review*, 2016, 91(6): 1751-1780.
- [29]Li B, Liu Z B. The oversight role of regulators: Evidence from SEC comment letters in the IPO process[J]. *Review of Accounting Studies*, 2017, 22(3): 1229-1260.
- [30]Wang Q. Determinants of segment disclosure deficiencies and the effect of the SEC comment letter process[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2016, 35(2): 109-133.

Comment Letters, Creditor Risk Perception, and Corporate Leverage Manipulation

Wang Xiaojia¹, Mao Xinshu², Yu Fu²

(1. Business School, University of International Business and Economics, Beijing 100029, China; 2. Business School, Beijing Technology and Business University, Beijing 100048, China)

Summary: While comment letters have played significant roles in governance, they also signal potential risks to the market. If market participants use these signals to judge a company's quality, negative market reactions may follow. This raises the question of whether such adverse reactions could distort corporate behavior, contradict regulatory intentions, and even lead to systemic financial risks. This crucial issue has received limited attention in current research. Therefore, this paper intends to explore the economic consequences of comment letters from the perspective of corporate leverage manipulation, so as to supplement and extend this topic.

Taking non-financial listed companies in China's A-share market from 2013 to 2021 as the research sample, this paper finds that financial report comment letters will exacerbate corporate leverage manipulation. Mechanism analysis shows that financial report comment letters trigger creditor risk perception, thereby forcing companies to maintain their investment and financing needs through leverage manipulation. Furthermore, this paper provides supplementary verification from two aspects: corporate characteristics and comment letter characteristics. In terms of corporate characteristics, this effect is more significant in samples with higher ex-ante risks, poorer information environment, and higher investment and financing needs; in terms of comment letter characteristics, this effect is more significant when the degree of comment is higher and the comment content involves risks that creditors are concerned about. Expansion analysis shows that both mid-term report comment letters and annual report comment letters will have an impact on corporate leverage manipulation; compared to financial report comment letters, general comment letters do not have an impact on leverage manipulation; and the effectiveness of internal controls can weaken the impact of financial report comment letters on leverage manipulation.

The inspiration of this paper is as follows: Regulatory authorities should balance their supervisory and guiding roles for enterprises, creditors, and minority shareholders, deepen their understanding of corporate leverage manipulation to ensure effective preventive supervision, and issue financial report comment letters cautiously to reduce its adverse impact. The conclusions not only enhance the research on comment letters and leverage manipulation, but also contribute to optimizing China's regulation system, which has significant implications for preventing hidden corporate debt risks and promoting the development of China's capital market.

Key words: comment letters; leverage manipulation; debt financing; risk perception

(责任编辑 景 行)