

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

邓祎璐¹, 陆晨², 兰天琪³, 陈运森²

(1. 华北电力大学 经济与管理学院, 北京 102206; 2. 中央财经大学 会计学院, 北京 100081;
3. 清华大学 经济管理学院, 北京 100084)

摘要: 证券交易所对上市公司发放问询函是近年来加强一线监管的重要体现, 但对这种非处罚性监管的经济后果研究比较缺乏。文章基于交易所财务报告问询函, 研究了非处罚性监管对企业风险承担的影响。研究表明, 收到财务报告问询函后, 企业风险承担水平显著提高, 且收到的财务报告问询函总数越多、针对同一财务报告的问询次数越多、财务报告问询函问题数量越多、回函公告总数越多, 提高企业风险承担水平的作用越强, 同时财务报告问询函的细分特征也会影响其对企业风险承担的促进作用。进一步研究发现, 国有产权和政治关联不利于问询函监管发挥作用, 问询函监管通过缓解股东和管理层之间的代理问题, 提高了企业风险承担水平和投资效率。文章的研究验证了非处罚性监管的有效性, 体现了十九大报告强调的“创新监管方式改革”, 也为“经济高质量发展目标”提供了来自资本市场的证据。

关键词: 非处罚性监管; 问询函; 风险承担; 一线监管

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2021)08-0123-16

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20200616.103

一、引言

中共中央政治局在2019年7月30日召开会议对未来经济工作进行部署, 首次在政治局级别会议中提出“提高上市公司质量”, 这意味着提高上市公司质量将成为证券市场监管的重中之重。近年来, 我国证券市场监管制度逐渐走向多样化, 除了传统的行政处罚性监管(下文统称处罚性监管)外, 以交易所问询函为代表的非行政处罚性监管(下文统称非处罚性监管)越来越受到重视(陈运森, 2019; 陈运森等, 2019), 监管方式的转变呼应了党的十九大报告中提到的“创新监管方式”和“完善市场监管和执法体制”。2013年信息披露直通车全面实施后, 上市公司信息披露方式从“先事前审核再公开披露”转变为“先公开披露再事后审核”, 推动了问询函制度的发展。当发现上市公司在信息披露过程中存在问题时, 交易所会及时发放问询函, 问询函本身并不意味着公司发生了实质性违规行为, 只是交易所督促上市公司补充并完善信息披露的日常“提醒”手段(张俊生等, 2018)。随着非处罚性监管的频率增加和地位提高, 问询函逐渐走进公众视

收稿日期: 2020-03-19

基金项目: 国家自然科学基金项目(71872198); 中央高校基本科研业务费专项资金(2021MS024)

作者简介: 邓祎璐(1994-), 女, 湖南邵阳人, 华北电力大学经济与管理学院讲师;
陆晨(1997-), 女, 山东烟台人, 中央财经大学会计学院硕博连读生;
兰天琪(1996-), 女, 山东烟台人, 清华大学经济管理学院博士研究生;
陈运森(1985-)(通讯作者), 男, 江西赣州人, 中央财经大学会计学院教授, 博士生导师。

野,媒体的相关报道也不断增多。^①

与监管部门高度重视和公众媒体密切关注不同的是,现阶段学术界对我国证券监管的研究大多集中在处罚性监管(Chen等,2005;陈工孟和高宁,2005),而较少关注非处罚性监管。虽然已有部分研究探讨了问询函的经济后果(陈运森等,2019;李晓溪等,2019),但是其对企业具体行为的监管效果尚未得到全面深入的论证。交易所问询函能否从根本上规范企业信息披露,促进企业长远发展,还是“外强中干”而难以对企业行为产生实质性影响?这一研究话题有待进一步探讨。基于此,本文从企业经营发展过程中的一项重要行为——风险承担切入,将对问询函这一交易所非处罚性监管措施的有效性进行检验。这不仅能够丰富非处罚性监管的经济后果研究,还能为如何促进企业风险承担提供新的思路。

企业在投资决策中选择未来收益和现金流不确定性较大的投资项目被称为风险承担(Wright等,1996)。风险承担不仅能够提高企业绩效,促进企业持续高质量发展(Boubakri等,2013;余明桂等,2013a),还有利于整个社会资本的积累(John等,2008)。然而,根据委托代理理论,股东和管理层之间的利益并不总是一致的,管理层不能像股东一样分散风险,可能会出于追求“安逸生活”(Bertrand和Mullainathan,2003)、以稳定的业绩向股东证明自己的能力(Hirshleifer和Thakor,1992)等动机放弃高风险高收益的项目;根据信息不对称理论,管理层与股东之间的信息不对称使股东很难及时察觉并抑制管理层的机会主义行为,导致企业风险承担不足(黄健峤等,2020),不利于企业长期发展。理论上,问询函收函和回函过程会增加信息披露数量且具有震慑性,有助于提高信息披露质量(陈运森等,2019)。问询函通过改善信息环境,能够降低管理层与股东之间的信息不对称程度。企业收到问询函后,内部监督力度的增强会使管理层的机会主义行为更容易被察觉,离职风险提高,“求稳”的风险规避行为难以继续;同时,外部监督力度的增强会约束管理层的机会主义行为,媒体舆论所造成的声誉受损也会提高管理层的积极性。综上所述,企业收到问询函后,信息不对称程度降低,内部和外部监督力度增强,能够缓解委托代理问题,最终提升企业风险承担。

为了探究交易所非处罚性监管是否会对企业风险承担产生影响,本文基于2013—2017年我国A股上市公司的财务报告问询函数据进行了实证检验。研究表明,收到财务报告问询函后,企业风险承担水平显著提高,且收到的财务报告问询函总数越多、针对同一财务报告的问询次数越多、财务报告问询函问题数量越多、回函公告总数越多,对企业风险承担的促进作用越强。本文还检验了财务报告问询函的细分特征对企业风险承担水平的异质性影响,发现当问询函需要中介机构发表核查意见、涉及风险等重要事项、公司延期回函或回函间隔天数较长时,能够更大幅度地提升企业风险承担水平。本文进一步做了横截面检验和机制检验,并探讨了财务报告问询函与投资效率之间的关系。本文从风险承担视角为问询函监管的有效性提供了证据。

本文的贡献体现在:第一,丰富了监管政策的经济后果研究。理论界对证券市场监管政策的经济后果研究以处罚性监管为主,关于非处罚性监管,国际上大多基于美国证券交易委员会发出的意见函展开讨论(Kubick等,2016;Bozanic等,2017)。而基于我国交易所问询函的特殊场景,虽然部分学者从盈余管理、审计、股价崩盘风险、业绩预告和高管变更(张俊生等,2018;陈运森等,2018b,2019;李晓溪等,2019;邓祎璐等,2020)等视角进行了探讨,但是尚缺少风险承担这一重要行为的相关研究。本文从企业风险承担的视角切入,为交易所非处罚性监管的有效性提

^① 参见《两市半年报问询函过百份,促上市公司完善信息披露》,《证券日报》,2019年10月18日;《何处深水,哪有暗礁?逾百份年报问询函明示监管方向》,《上海证券报》,2020年5月9日。

供了证据,拓展了监管政策经济后果相关文献。第二,本文为研究企业风险承担提供了新的思路。虽然已有诸多研究聚焦于风险承担的影响因素,但是这些研究大多集中在企业内部特征(Wright等,1996;李小荣和张瑞君,2014)和外部环境(Hilary和Hui,2009;刘行等,2016;刘志远等,2017)等方面,尚未有研究从监管层面探讨企业风险承担的影响因素,本文的研究填补了这方面的空白。第三,本文的结论具有一定的现实意义。信息披露直通车实施后,交易所的监管职能越来越受到重视,以问询函为代表的非处罚性监管是交易所的重要监管手段,问询函能否达到预期的监管效果意义重大。本文从风险承担视角肯定了非处罚性监管的作用,为促进企业高质量发展提供了新思路,也发现了国有企业和政治关联企业中间询函监管效果欠佳的问题,为交易所强化一线监管职能提供了经验证据,有助于实现十九大报告提出的“创新监管方式”和2019年中央政治局会议提出的“提高上市公司质量”的目标。

二、文献综述

(一)非处罚性监管研究

国外关于非处罚性监管的研究大多基于美国证券交易委员会(SEC)的意见函制度。从信息质量来看,Bozanic等(2017)的研究表明,SEC意见函改善了信息披露质量,提高了信息透明度;Johnston和Petacchi(2017)同样发现了意见函改善公司信息质量的作用;Duro等(2019)发现,在意见函公开披露后,公司财务报告信息含量增加。从外部监管者来看,Gietzmann和Pettinicchio(2014)发现,收到意见函后,审计师会重新定价,审计收费有所提高;Wang(2016)发现,意见函会提高分析师预测的准确性。从溢出效应来看,Brown等(2018)研究发现,公司收到关于风险披露的意见函会对其他相关公司产生溢出效应。从公司行为来看,Kubick等(2016)发现,税收规避程度高的公司更有可能收到意见函,收到意见函后这些公司的避税程度显著下降。

我国背景下的非处罚性监管制度在监管机构和披露时间上与美国存在本质差异。目前,国内大部分针对证券监管的研究都以处罚性监管为切入点,仅有少数文献聚焦于交易所问询函。在影响因素方面,盈余管理水平较高(刘柏和卢家锐,2019)或存在政治关联(Chen等,2020)的企业更可能收到问询函。在经济后果方面,陈运森等(2018a)研究了财务报告问询函收函和回函公告的市场反应,发现问询函确实具有一定的信息含量;张俊生等(2018)发现,问询函能够通过缓解信息不对称和削弱管理层隐藏“坏消息”的动机来降低股价崩盘风险;陈运森等(2018b)的研究表明,问询函能够提高审计质量,增加审计收费,提高审计师变更概率;胡宁等(2020)指出,公司收到年报问询函后,债务资金成本明显提高。围绕公司具体行为,陈运森等(2019)发现收到财务报告问询函的公司盈余管理行为能够得到有效抑制;李晓溪等(2019)发现收到年报问询函的公司在下一年度业绩预告的积极性和精确度都有所提高;邓祎璐等(2020)发现问询函会显著提高高管变更概率。现有研究虽然从不同视角为问询函的监管效果提供了一些证据,但是遗漏了企业风险承担这一重要行为。

关于非处罚性监管的现有研究大多基于美国的制度背景展开,但受限于权威性和及时性的不同,其研究结论不一定适用于我国。探讨我国非处罚性监管的有效性具有重要的理论和现实意义,既能补充非处罚性监管相关研究,又能为加强监管效果和完善监管制度提供证据。而目前国内相关研究仍在起步阶段,尚没有研究从企业风险承担视角探讨非处罚性监管的有效性。

(二)风险承担研究

关于企业风险承担的现有研究一部分聚焦于经济后果,发现企业风险承担能提高公司价值和资产配置效率(Low,2009;余明桂等,2013a),促进社会资本增长(John等,2008)。而更大一部

分从企业内部特征和外部环境角度切入,探讨了风险承担的影响因素。从企业内部特征来看,股权特征、公司治理和管理层特征等因素都会对企业风险承担产生影响。在股权特征方面,与国有企业相比,民营企业的风险承担水平较高(Boubakri等,2013;李文贵和余明桂,2012;余明桂等,2013b);多元化大股东持股(Faccio等,2011)和国有企业较长的金字塔层级(苏坤,2016)会提高企业风险承担水平,而夫妻共同持股会降低企业风险承担水平(肖金利等,2018)。在公司治理方面,独立董事比例越高(Beasley,1996)、董事会规模越小(Cheng,2008)、CEO管理自主权越大(张三保和张志学,2012)、管理层激励越有效(王栋和吴德胜,2016),企业风险承担水平越高。在管理层特征方面,当管理者过度自信(余明桂等,2013a)、高管拥有社会网络(张敏等,2015)、CEO年龄较小(Serfling,2014)或者独立董事具有政治关联(周泽将等,2018)时,企业风险承担水平较高。

从企业外部环境来看,宏观经济、社会文化、官员更替、政府补贴、债权人保护以及卖空压力都会对企业风险承担产生影响。在宏观经济方面,房价越高(刘行等,2016)、经济政策不确定性越高(刘志远等,2017),企业风险承担水平越高。在社会文化方面,社会冲突(杨瑞龙等,2017)和宗教文化(Hilary和Hui,2009)会降低企业风险承担水平。此外,官员更替(钱先航和徐业坤,2014)和政府补贴(毛其淋和许家云,2016)有助于企业风险承担,而债权人保护(Acharya等,2011)和卖空压力(倪晓然和朱玉杰,2017)不利于企业风险承担。

积极的风险承担不仅有利于企业高质量发展,还能促进社会进步。因此,研究如何改善企业风险承担不足的问题具有重大意义。而目前对风险承担影响因素的研究大多围绕企业内部特征和外部环境,尚没有研究关注证券市场监管尤其是非处罚性监管的可能影响。

三、制度背景、理论分析与研究假说

(一)制度背景

《证券法》规定“国务院证券监督管理机构依法对证券市场实行监督管理”,“证券交易所应当对上市公司及相关信息披露义务人披露信息进行监督”,这明确了证监会和交易所的监管职责。随着我国证券市场的逐步成熟,监管制度不断革新,监管手段日益多样化。早期的监管措施主要为处罚性监管,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》中首次明确了非处罚性监管的概念。2008年,证监会在《服务改革创新,完善法律体系促进资本市场持续稳定健康发展》中指出,积极探索具有及时矫正功能的非行政处罚性的监管措施,非处罚性监管开始进入公众视野。2013年起,交易所开始实施信息披露直通车,信息披露审核的重点由事前转向事后,问询函这种非处罚性监管手段越来越受到重视,响应了党的十九大报告提出的“健全金融监管体系”的号召。当认为公司在信息披露中存在不足、对公司并购重组等重大事项或对公司经营活动中其他事项存在疑问时,交易所会向公司发出问询函,要求公司及时回复并披露收函和回函的相关信息,部分问询函还会要求会计师事务所、律师事务所等中介机构发表意见。交易所发出的问询函中财务报告问询函占比最大,财务报告也是交易所事后审核的重点对象,因此本文的研究围绕财务报告问询函展开。

我国的问询函有其独有的特点:第一,发函机构不同。我国的问询函主要由交易所发出,而美国的意见函则是由SEC发出。相比而言,我国发函机构的监管级别较低,这可能会影响其监管有效性。第二,披露及时性不同。我国问询函在收函和回函时均需及时披露,而美国意见函的披露具有一定的时滞,SEC对问题公司发放意见函的行为并不会及时传递到市场,而是等到审核完成后20天(2012年1月1日之后)或45天(2012年1月1日之前)才会进行公开披露,信息滞后可能会对其监管效果产生干扰。因此,研究我国背景下问询函制度的监管效果意义重大。

(二)理论分析与研究假说

理想状态下,股东希望管理层选择净现值为正的项目以实现公司价值最大化。但在现实中,根据委托代理理论,企业所有权和经营权分离导致股东和管理层之间的利益并不总是一致的,管理层可能会出于追求自身利益最大化的动机而损害股东利益。管理层的财富高度依赖于其所供职的企业,无法像股东一样很好地分散风险。因此,他们往往具有风险规避的倾向(Jensen 和 Meckling, 1976),为了避免投资失败给个人财富、职业发展和声誉造成负面影响,而偏好低风险项目,放弃高风险高收益的项目,导致企业风险承担不足。Bertrand 和 Mullainathan(2003)研究发现,与扩张商业帝国相比,管理层可能更喜欢“安逸的生活”,会放弃需要付出更多努力、承担更大失败风险的项目。Hirshleifer 和 Thakor(1992)研究发现,管理层希望通过投资项目的成功向股东证明自己的能力,也会因此刻意降低风险承担水平。此外,根据信息不对称理论,管理层与股东掌握的信息是非对称的,管理层作为内部职业经理人拥有更多的公司私有信息,股东很难及时察觉并抑制管理层因机会主义动机而放弃高风险高收益项目的行为,最终导致企业风险承担不足。然而,财务报告问询函不仅能提升信息披露数量和质量,降低信息不对称程度,还可能发挥非处罚性监管效力,强化内部和外部监督,缓解股东和管理层之间的代理问题,从而提高企业风险承担水平。

从信息不对称角度来看,问询函发函和回函过程中涉及大量公司信息,公司公开回函后,信息披露数量增多;同时,出于对问询函震慑作用和信息披露违规成本的考量,公司随后可能会提高信息披露的准确性和真实性(陈运森等, 2019)。公司收到问询函后,信息披露数量的增多和质量的提升有助于缓解股东和管理层之间的信息不对称问题,帮助股东更加了解公司的真实经营状况,察觉并抑制管理层偷懒、自利等机会主义行为,促使管理层决策向最优决策趋近,从而提高企业风险承担水平。

从内部监督角度来看,公司收到问询函可能会引起股东和董事会的重视,促使其更加积极地发挥监督作用,加强对管理层的监督。内部监督力度的增强会使管理层的机会主义行为更容易被察觉(Wright 等, 1996),这有助于缓解股东与管理层之间的代理冲突,抑制管理层出于机会主义动机而放弃高风险项目。此外,内部监督力度的增强还显著提高了高管变更风险(邓祎璐等, 2020)。管理层的安逸生活被扰乱,职业发展面临瓶颈,之前“求稳”的风险规避行为难以继续,从而促使其放手一搏选择高风险项目,希望通过获取高额回报来降低被解雇的可能性,最终促使风险承担水平提高。

从外部监督角度来看,与美国的意见函不同,我国的问询函要求及时披露,这一监管信息能够很快传递到市场,引起审计师、媒体和投资者的广泛关注和后续跟踪(陈运森等, 2018a, b)。企业收到问询函后,外部监督力度增强,管理层的机会主义行为更容易暴露,管理层会规范和约束自身行为,更加勤勉尽责,从而促使风险承担水平提高。此外,关于问询函的媒体曝光有损于企业和管理层声誉,给管理层带来巨大压力(Dyck 等, 2008),迫使其采取行动扭转公众的负面预期(于忠泊等, 2012; 戴亦一等, 2013)。而较高的风险承担水平意味着管理层充分利用投资机会,未来可能获得更多收益,从而向市场传递出一种积极信号(李文贵和余明桂, 2012)。因此,收到问询函后,为了挽回声誉,管理层会减少机会主义行为,也更可能投资高风险高收益的项目。

基于上述分析,本文提出假说 1: 财务报告问询函会提高企业风险承担水平。

在假说 1 的基础上,本文进一步研究财务报告问询函的特征。公司在一年内收到财务报告问询函的数量越多、同一份财务报告被问询的次数越多、问询函中问题的数量越多,意味着公司财务报告中存在的问题越多、监管力度越大,越容易引起利益相关者的重点关注,管理层机会主

义行为越容易暴露,对风险承担的促进作用可能越显著;回函数量越多,回函所需投入的时间精力越多,利益相关者获得的额外信息就越多,对公司情况的了解越深入,使得信息不对称程度降低,管理层偷懒或自利的难度增大,从而有利于提高企业风险承担水平。此外,当财务报告问询函需要中介机构发表核查意见时,中介机构的监管力度更大;当问询函中的问题涉及风险时,管理层会更加注意自身的风险承担行为;当财务报告问询函中涉及审计时,审计师会给予高度关注并提高审计质量;当财务报告问询函中涉及税收、并购重组或关联交易等重大事项时,这些事项对公司未来发展至关重要,从而对管理层的震慑作用较强;如果公司延期回函或回函间隔天数较长,则表明问询函中的问题切中要害,公司回函成本较高。在上述情况下,问询函的监管作用更强,监管效果更佳,更能缓解代理问题,约束管理层机会主义行为,从而促使风险承担水平提高。基于上述分析,本文提出假说2:不同特征的财务报告问询函对企业风险承担的影响会有所差异。

四、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文之所以从财务报告问询函的角度探究非处罚性监管与企业风险承担之间的关系,是因为在所有类型的问询函中,财务报告问询函占很大比例,且对财务报告的问询能够改善信息环境,抑制管理层机会主义行为,缓解委托代理问题(陈运森等,2019),而委托代理问题是造成风险承担水平较低的重要原因。本文以2013—2017年沪深A股上市公司为初始研究样本,起始时间选定为2013年是因为这一年是信息披露直通车实施的年份,在此之前问询函数量极少。本文剔除了金融行业及相关财务数据缺失的样本,^①最终得到13178个观测值,其中收到财务报告问询函的观测值为1766个。本文的问询函数据通过手工收集得到,其他数据来自CSMAR数据库。为了避免极端值的影响,本文对所有连续变量进行了上下1%的缩尾处理。

(二)模型构建与变量定义

为了研究财务报告问询函对风险承担的可能影响,借鉴John等(2008)以及余明桂等(2013a)的研究,本文构建了模型(1)。^②

$$RISKTAKE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IL_{i,t} + \sum CONTROLS + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $RISKTAKE$ 为被解释变量,参照John等(2008)以及余明桂等(2013a)的研究,本文采用企业盈利的波动性来衡量风险承担水平。本文以三年(收函当年、前一年和后一年)为一个观测时段,计算企业在每个观测时段内经行业年度调整的 ROA 的标准差,具体计算如模型(2)和模型(3)所示。^③

$$RISKTAKE_i = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{n=1}^N (ADJ_ROA_{i,n} - \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N ADJ_ROA_{i,n})^2} \quad (2)$$

$$ADJ_ROA_{i,n} = \frac{EBIT_{i,n}}{LTA_{i,n}} - \frac{1}{X_n} \sum_{k=1}^X \frac{EBIT_{k,n}}{LTA_{k,n}} \quad (3)$$

① 由于相当一部分问询函是针对ST企业,剔除这部分样本可能会导致结果有偏差,因此本文没有剔除ST企业。

② $INQUIRY$ 表示公司第 t 年是否收函,公司第 t 年收到的年报问询函是针对第 $t-1$ 年的年度报告,即公司2017年收到的年报问询函是针对其2016年的年报,本文检验的是交易所针对公司2016年的年报发出问询函对2017年风险承担的影响。虽然模型中的核心解释变量和被解释变量是同期的,但是仍存在一个滞后效应。

③ 模型(2)和模型(3)中 i 为企业, n 为观测时段内的年度, N 为3, X 为某行业的企业总数, k 为该行业的第 k 家企业。

参照陈运森等(2019)的研究,本文的主要解释变量为财务报告问询函相关指标(*IL*),包括是否收函(*INQUIRY*)、收函总数(*IL_NUM*)、收函次数(*IL_TIMES*)、问题数量(*QUESTIONS*)和回函总数(*REPLY*)。参照李文贵和余明桂(2012)以及张洪辉和章琳一(2016)的研究,模型中加入了一系列控制变量,具体变量及定义见表1。由于本文研究问询函这种非处罚性监管对企业风险承担的影响,模型中还加入了公司是否因违法违规受处罚并披露(*VIOLATE*)这一变量,以控制处罚性监管的影响(陈运森等,2019)。此外,模型中还控制了行业和年度固定效应。

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
风险承担	<i>RISKTAKE</i>	计算方法见模型(2)和模型(3)
是否收函	<i>INQUIRY</i>	公司第 <i>t</i> 年收到财务报告问询函则取值为1,否则为0
收函总数	<i>IL_NUM</i>	公司第 <i>t</i> 年收到的财务报告问询函总数加1后取对数
收函次数	<i>IL_TIMES</i>	公司第 <i>t</i> 年针对同一财务报告的问询次数最大值加1后取对数
问题数量	<i>QUESTIONS</i>	公司第 <i>t</i> 年收到的所有财务报告问询函问题数量之和加1后取对数
回函总数	<i>REPLY</i>	公司第 <i>t</i> 年财务报告问询函回函公告的总数加1后取对数
财务报告问询函 细分特征	<i>VERIFY</i>	财务报告问询函需要中介机构发表核查意见则取值为1,否则为0
	<i>RISK</i>	财务报告问询函涉及风险则取值为1,否则为0
	<i>AUDIT</i>	财务报告问询函涉及审计则取值为1,否则为0
	<i>TAX</i>	财务报告问询函涉及税收则取值为1,否则为0
	<i>MAJOR</i>	财务报告问询函涉及并购重组或关联交易等重大事项则取值为1,否则为0
	<i>DELAY</i>	公司延期回函则取值为1,否则为0
	<i>REPLYGAP</i>	公司第 <i>t</i> 年所有财报问询函回函间隔天数的总和加1后取对数
公司规模	<i>LTA</i>	公司总资产的对数
资产负债率	<i>LEV</i>	总负债/总资产
盈利能力	<i>ROA</i>	息税前利润/总资产
成长性	<i>GROWTH</i>	营业收入增长率
固定资产比率	<i>PPE</i>	固定资产净值/总资产
第一大股东持股比例	<i>TOP1</i>	公司年末第一大股东的持股比例
产权性质	<i>SOE</i>	国有企业取值为1,否则为0
处罚性监管	<i>VIOLATE</i>	公司因违法违规受处罚并披露则取值为1,否则为0
政治关联	<i>PC</i>	公司董事长或总经理目前或曾经是政府官员、人大代表或政协委员则取值为1,否则为0
行业和年度	<i>IND, YEAR</i>	行业和年度哑变量

为了研究财务报告问询函细分特征对风险承担的影响,本文基于收函样本构建了模型(4)。

$$RISKTAKE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IL_{i,t} + \sum CONTROLS + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中,主要解释变量为财务报告问询函的细分特征(*IL_D*),包括是否需要中介机构发表核查意见(*VERIFY*)、是否涉及风险(*RISK*)、是否涉及审计(*AUDIT*)、是否涉及税收(*TAX*)、是否涉及并购重组或关联交易等重大事项(*MAJOR*)、是否延期回函(*DELAY*)以及回函间隔天数(*REPLYGAP*)。

五、实证结果分析

(一)描述性统计与相关性分析

表2列示了变量的描述性统计结果,并根据是否收到财务报告问询函进行了分组检验。组间差异检验表明,收函组的风险承担水平均值和中位数均高于未收函组,且在1%的水平上显

著,初步判断财务报告问询函对企业风险承担有促进作用。相关性分析(结果未列示)表明,风险承担与是否收函之间存在显著的正相关关系,且其他变量间的相关系数较小,模型不存在多重共线性问题。

表2 描述性统计

变量	所有公司 (N=13 178)		未收到财务报告问询函的公司 (N=11 412)		收到财务报告问询函的公司 (N=1 766)		均值检验	中位数检验
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数	T 值	Z 值
RISKTAK	0.044	0.028	0.041	0.027	0.066	0.035	-15.32***	-12.77***
LTA	22.160	22.020	22.180	22.020	22.030	22.000	4.64***	2.70***
LEV	0.434	0.421	0.429	0.416	0.467	0.460	-6.93***	-6.24***
ROA	0.051	0.048	0.054	0.050	0.031	0.034	15.98***	15.92***
GROWTH	0.219	0.108	0.209	0.108	0.285	0.106	-4.95***	0.23
PPE	0.219	0.183	0.221	0.184	0.206	0.170	3.45***	3.96***
TOP1	34.260	32.140	34.780	32.950	30.870	28.770	10.36***	10.65***
SOE	0.372	0.000	0.390	0.000	0.257	0.000	10.81***	10.76***
VIOLATE	0.106	0.000	0.086	0.000	0.237	0.000	-19.46***	-19.18***

注: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。*、**和***分别表示在10%、5%和1%水平上显著,下表同。

(二)回归分析

表3列示了模型(1)的回归结果。可以看到,列(1)中INQUIRY的系数为0.019且在1%的水平上显著,表明财务报告问询函能够提高企业风险承担水平,证实了财务报告问询函的监管效果;列(2)中IL_NUM的系数为0.018且在1%的水平上显著,表明收到财务报告问询函的数量越多,对企业风险承担的促进作用越大;列(3)列IL_TIMES的系数为0.019且在1%的水平上显著,表明针对同一财务报告的问询次数越多,监管效果越好;列(4)中QUESTIONS的系数为0.010且在1%的水平上显著,表明财务报告问询函问题数量越多,越能促进企业风险承担;列(5)中REPLY的系数也在1%的水平上显著为正,表明回函公告总数越多,企业回函成本越高,越有利于提高风险承担水平。

表3 财务报告问询函对企业风险承担的影响

被解释变量: RISKTAK	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
INQUIRY	0.019*** (8.11)				
IL_NUM		0.018*** (8.24)			
IL_TIMES			0.019*** (8.23)		
QUESTIONS				0.010*** (8.23)	
REPLY					0.023*** (8.49)
CONTROLS	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	13 178	13 178	13 178	13 178	13 178
Adj. R ²	0.185	0.187	0.186	0.187	0.188

表4列示了模型(4)的回归结果。可以看到,当需要中介机构发表核查意见时,财务报告问询函的震慑作用更强,企业更有可能提高风险承担水平;当财务报告问询函中涉及风险时,企业会对风险承担情况给予更多的关注,更大程度地提高风险承担水平;当财务报告问询函涉及审计时,审计师监督力度增强,促使企业提升风险承担水平;当财务报告问询函涉及税收、并购重组或关联交易等重大事项时,企业会更重视经营发展,促使风险承担水平提高;当企业延期回函或回函间隔天数较多时,问询函正中要害,监管效果更佳,更能提高风险承担水平。上述发现与预期一致。

表4 财务报告问询函细分特征对企业风险承担的影响

被解释变量: <i>RISKTAKE</i>	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>VERIFY</i>	0.015*** (3.62)						
<i>RISK</i>		0.010** (2.31)					
<i>AUDIT</i>			0.013*** (2.99)				
<i>TAX</i>				0.014** (2.11)			
<i>MAJOR</i>					0.013*** (2.91)		
<i>DELAY</i>						0.019** (1.98)	
<i>REPLYGAP</i>							0.005*** (2.65)
<i>CONTROLS</i>	控制	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	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Observations</i>	1 766	1 766	1 766	1 766	1 766	1 766	1 766
<i>Adj. R²</i>	0.175	0.172	0.173	0.172	0.174	0.172	0.173

(三)稳健性检验

1. PSM 检验

公司特征的差异可能会同时影响是否收到财务报告问询函和风险承担水平。为了控制这一内生性问题对结果可靠性的影响,本文参考陈运森等(2019)的研究,根据是否发生财务重述、是否存在内部控制缺陷、公司规模、公司上市年限、是否由“四大”会计师事务所审计、第一大股东持股比例、是否亏损、销售增长率以及审计师是否变更进行倾向得分匹配(*Propensity Score Matching, PSM*),匹配方式为1:1最近邻匹配。^①表5列示了倾向得分匹配后的回归结果。^②可以看到,财务报告问询函相关指标的系数依然显著为正,在控制公司特征差异的影响后,本文结果依然是稳健的。

① 匹配后变量通过了平衡性检验。

② 借鉴陈运森等(2019)的研究,在PSM第一阶段根据收函的“公司-年度”进行1:1配对。比如,实验组中的甲公司2017年收到财务报告问询函,根据甲公司2016年相关特征在历年从未收到过问询函的公司中进行1:1最近邻匹配,最终乙公司2016年相关特征与之最为匹配,形成对照组。在PSM第二阶段回归时,将实验组和对照组中公司的所有年度观测纳入样本,所以表5中的样本数为9456。

表 5 PSM 检验

被解释变量: <i>RISKTAKE</i>	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>INQUIRY</i>	0.016*** (6.42)				
<i>IL_NUM</i>		0.015*** (6.62)			
<i>IL_TIMES</i>			0.016*** (6.58)		
<i>QUESTIONS</i>				0.008*** (6.64)	
<i>REPLY</i>					0.020*** (6.81)
<i>CONTROLS</i>	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Observations</i>	9 456	9 456	9 456	9 456	9 456
<i>Adj. R²</i>	0.176	0.178	0.177	0.178	0.179

2. PSM+DID 检验

财务报告问询函与风险承担之间可能存在互为因果的关系,为了更好地缓解内生性问题的影响,在 PSM 的基础上,本文构建了如下双重差分(DID)模型:

$$RISKTAKE_{it} = \beta_0 + \beta_1 INQUIRY_ALL_i + \beta_2 INQUIRY_ALL_i \times POST_t + \beta_3 POST_t + \sum CONTROLS + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中, *INQUIRY_ALL* 为公司是否收到财务报告问询函的哑变量,如果公司收到过财务报告问询函,则该变量取值为 1, 否则为 0; *POST* 为时点变量,公司第一次收到问询函及之后的年度取值为 1, 否则为 0; 控制变量与模型(1)保持一致。回归结果见表 6 中列(1), 对公司收函前后两年进行差分,^①交乘项 *INQUIRY_ALL*×*POST* 的系数为 0.008 且在 5% 的水平上显著。^②这表明收到财务报告问询函确实会提升企业风险承担水平, 本文的结论依然稳健。

3. Heckman 两阶段检验

上文的模型中可能存在自选择问题,即交易所会根据公司特征选择是否发函。为了避免自选择问题对结果的影响,本文采用 Heckman 两阶段模型进行检验,结果见表 6 中列(2),^③依然能够得出财务报告问询函促进企业风险承担的结论。

4. 采用滞后一期的解释变量

为了更好地缓解内生性问题,并厘清当年收到财务报告问询函对下一年企业风险承担的影响,模型(1)中采用滞后一期的解释变量,结果依然与表 3 保持一致。

① 根据上文方法进行 PSM 匹配后,保留公司收函前后两年的观测进行差分。为了减少样本损失,收函前后均只要能保证至少一年的数据即可,所以表 6 中列(1)的样本数为 6237。

② 匹配后的样本满足平行趋势假设,且前后三年进行差分的结果也保持不变。

③ Heckman 第一阶段的模型根据是否发生财务重述、是否存在内部控制缺陷、公司规模等影响公司收函概率的变量构建,这些变量可能存在缺失值,导致第一阶段的样本数少于 13 178,计算得到的逆米尔斯比(MILLS)少于 13 178 个,所以表 6 中列(2)的样本数为 12 396,少于总样本数 13 178。

5. 采用风险承担的不同衡量方式

首先,将 *ROA* 分别定义为“净利润与总资产的比值”以及“息税折旧及摊销前利润与总资产的比值”;其次,采用不同时段计算盈利波动性,分别使用第 $t-2$ 年至第 $t+1$ 年以及第 $t-2$ 年至第 t 年;最后,借鉴肖金利等(2018)的研究,采用资产负债率(*LEV*)和现金持有水平(*CASH*)来衡量企业风险承担水平。本文结论依然稳健。^①

六、进一步分析

(一)横截面检验

在不同特征的公司中,财务报告问询函对企业风险承担的影响是否存在差异?本文围绕企业与政府之间的关系展开深入分析。

所有者缺位和激励约束不足使国有企业面临比较严重的委托代理问题,管理层的机会主义行为得不到有效抑制,因而国有企业的风险承担水平较低(李文贵和余明桂,2012)。此外,如果企业存在政治关联,则可能迎合地方政府官员追求经济迅速增长的需求,注重短期业绩的提升(袁建国等,2015),导致风险承担水平较低。那么,在不同产权性质和政治关联的企业中,财务报告问询函对风险承担的影响是否存在差异?政治关联企业可能会利用其与政府之间的密切关系逃脱处罚,干扰执法的及时性和效率(许年行等,2013),或者在受到监管处罚后没有动力实质性规范自身行为。本文预期,企业与政府之间的关系会影响问询函发挥监管作用,在国有企业和政治关联企业中的监管效果欠佳。本文通过在模型中加入交乘项的方式进行了检验,结果见表7。可以看到,列(1)中是否收函(*INQUIRY*)和产权性质(*SOE*)的交乘项系数显著为负,列(2)中是否收函(*INQUIRY*)和政治关联(*PC*)^②的交乘项系数也显著为负,均与预期一致。^③

(二)机制检验

财务报告问询函通过有效的非处罚性监管,缓解了股东和管理层之间的代理问题,从而提高了企业风险承担水平。为了验证这种影响机制,本文参考温忠麟等(2004)的方法进行中介效应检验。首先,检验财务报告问询函能否显著提高企业风险承担水平,这一结果已在表3列(1)中得到验证;然后,检验财务报告问询函能否显著缓解股东和管理层之间的代理问题;最后,同时检验财务报告问询函和代理问题对企业风险承担的影响。管理层私有收益是两权分离情况下管理层追求自身利益最大化的产物,能够体现典型的代理问题(Jensen和Meckling,1976),所以本文使用管理层超额在职消费(*UNPERKS*)来衡量代理问题。借鉴权小锋等(2010)的研究,预期正常的管理层在职消费水平使用模型(6)估计。

表6 PSM+DID及Heckman两阶段检验

被解释变量: <i>RISKTAK</i> E	(1)	(2)
<i>INQUIRY_ALL</i>	0.005** (2.49)	
<i>INQUIRY_ALL</i> × <i>POST</i>	0.008** (2.43)	
<i>POST</i>	-0.001 (-0.39)	
<i>INQUIRY</i>		0.064*** (4.15)
<i>MILLS</i>		1.264*** (4.37)
<i>CONTROLS</i>	控制	控制
行业	控制	控制
年度	控制	控制
<i>Observations</i>	6 237	12 396
<i>Adj. R</i> ²	0.183	0.259

① 受篇幅限制,部分结果未列示,留存备查。

② 参照Fan等(2007)以及许年行等(2013)的研究,当公司董事长或总经理目前或曾经是政府官员、人大代表或政协委员时,政治关联变量(*PC*)取值为1,否则为0。

③ 国有企业中收到财务报告问询函的比例为9.2%,政治关联企业中收到财务报告问询函的比例为12.1%。

$$\frac{PERKS_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{ASSET_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta SALE_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{FIXED_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{INVENTORY_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} + \beta_5 LNEMPLOYEE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中, *PERKS* 为管理层在职消费, 等于管理费用减去董监高薪酬、计提的坏账准备、存货跌价准备以及当年的无形资产摊销等明显不属于在职消费的项目。*ASSET* 为总资产, $\Delta SALE$ 为营业收入变动额, *FIXED* 为固定资产净额, *INVENTORY* 为存货总额, *LNEMPLOYEE* 为员工总数的自然对数。对模型(6)进行分年度分行业回归, 得到预期正常的在职消费, 实际在职消费与正常在职消费的差额即为超额在职消费(*UNPERKS*)。如表7中列(3)所示, *INQUIRY* 的系数显著为负, 表明财务报告问询函显著降低了超额在职消费, 缓解了股东和管理层之间的代理问题; 如列(4)所示, *INQUIRY* 的系数显著为正, *UNPERKS* 的系数显著为负, 表明 *UNPERKS* 起到了部分中介作用。同时, 本文还做了 *Sobel* 检验, *Sobel Z* 值为 2.468, 在 5% 的水平上显著。因此, 代理问题是财务报告问询函与企业风险承担之间的中介变量, 验证了上文的理论预期。

表 7 进一步分析

被解释变量	<i>RISKTAKE</i>		<i>UNPERKS</i>	<i>RISKTAKE</i>	<i>INVEST_EF</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>INQUIRY</i>	0.021*** (7.30)	0.022*** (7.80)	-0.004*** (-4.09)	0.018*** (8.03)	-0.001* (-1.78)
<i>INQUIRY</i> × <i>SOE</i>	-0.010** (-1.98)				
<i>INQUIRY</i> × <i>PC</i>		-0.010** (-2.13)			
<i>PC</i>		-0.004*** (-3.13)			
<i>UNPERKS</i>				-0.042* (-1.75)	
<i>SOE</i>	-0.000 (-0.24)	-0.002 (-1.22)	-0.002** (-1.96)	-0.002 (-1.14)	-0.004*** (-7.64)
<i>CONTROLS</i>	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年度	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Observations</i>	13 178	13 178	13 006	13 006	12 343
<i>Adj. R</i> ²	0.186	0.187	0.408	0.184	0.058

(三)财务报告问询函与投资效率

财务报告问询函缓解了代理问题, 降低了管理层放弃高风险投资项目的可能性, 这种投资行为的变化很可能最终提高企业投资效率。因此, 本文进一步探讨了财务报告问询函对企业投资效率的影响。借鉴 Richardson(2006)的研究, 本文利用模型(7)计算投资效率(*INVEST_EF*)。

$$INVEST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 LTA_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 CASH_{i,t-1} + \beta_5 ROA_{i,t-1} + \beta_6 LISTAGE_{i,t-1} + \beta_7 INVEST_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

其中, *INVEST* 为企业投资水平, 等于企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金除以总资产。*Q* 为企业投资机会, 用营业收入增长率衡量。*LTA* 为公司规模, *LEV* 为资产负债率, *CASH* 为现金持有水平, *ROA* 为盈利能力, *LISTAGE* 为公司上市年龄的自然对数。对模型(7)进行分年度分行业回归, 取残差的绝对值得到投资效率(*INVEST_EF*), 数值越小则投资效率越高。表7中列(5)显示, *INQUIRY* 的系数显著为负, 表明财务报告问询函能显著提高企业投资效率。

七、结论与政策建议

与处罚性监管相比,以问询函为代表的非处罚性监管因监管机构权威性不足和违规成本较低而面临监管是否有效的质疑。本文研究表明,收到财务报告问询函能够显著提高企业风险承担水平,且收到财务报告问询函的总数越多、针对同一财务报告的问询次数越多、财务报告问询函问题数量越多、回函总数越多,对企业风险承担的促进作用越强。同时,当问询函需要中介机构发表核查意见,问询函中涉及到风险、审计、税收、并购重组或关联交易等重大事项,或者公司延期回函、回函间隔天数较长时,能够更大幅度地提升风险承担水平,不同细分特征的财务报告问询函对风险承担水平的影响也存在差异。进一步研究发现,财务报告问询函对风险承担的促进作用受到政企关系的影响,国有企业和政治关联企业中间询函的监管效果欠佳;问询函监管主要通过缓解股东和管理层之间的代理问题,提高了企业风险承担水平;此外,问询函能够显著提高企业投资效率。本文从企业风险承担的角度为非处罚性监管的有效性提供了证据,也为如何促进企业风险承担提供了新思路。

党的十九大报告首次提出“经济高质量发展”,而证券监管有助于提升上市公司质量。本文的研究结论具有以下政策启示:从公司经营的角度来看,企业要积极承担风险,寻求持续发展,努力提高自身质量,认真对待交易所监管,避免侥幸心理。从投资者的角度来看,投资者需要重点关注企业风险承担水平和交易所问询函监管动态,及时调整投资方案,维护自身利益。从政策监管者的角度来看,交易所应加强并完善非处罚性监管制度,巩固一线监管地位,规范企业信息披露行为,促进企业持续发展,最终提高企业整体质量;此外,交易所在问询函监管的过程中还需重点关注国有企业和政治关联企业,切实做到持续监管、精准监管,从而推动整个资本市场的高质量发展。

参考文献:

- [1]陈工孟,高宁. 我国证券监管有效性的实证研究[J]. 管理世界, 2005, (7): 40-47.
- [2]陈运森. 强化监管问询 增加信息披露违法违规成本[N]. 中国证券报, 2019-05-11(A07).
- [3]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, 2018a, (4): 155-171.
- [4]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[J]. 审计研究, 2018b, (5): 82-88.
- [5]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.
- [6]戴亦一,潘越,陈芬. 媒体监督、政府质量与审计师变更[J]. 会计研究, 2013, (10): 89-95.
- [7]邓祎璐,李哲,陈运森. 证券交易所一线监管与企业高管变更——基于问询函的证据[J]. 管理评论, 2020, (4): 194-205.
- [8]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.
- [9]黄健峤,王雅琪,邓祎璐,等. 股票市场开放提高企业创新产出水平了吗?——基于沪港通的准自然实验[J]. 会计与经济研究, 2020, (1): 21-37.
- [10]李文贵,余明桂. 所有权性质、市场化进程与企业风险承担[J]. 中国工业经济, 2012, (12): 115-127.
- [11]李小荣,张瑞君. 股权激励影响风险承担: 代理成本还是风险规避?[J]. 会计研究, 2014, (1): 57-63.

- [12]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.
- [13]刘柏,卢家锐. 交易所一线监管能甄别资本市场风险吗?——基于年报问询函的证据[J]. *财经研究*, 2019, (7): 45-58.
- [14]刘行,建蕾,梁娟. 房价波动、抵押资产价值与企业风险承担[J]. *金融研究*, 2016, (3): 107-123.
- [15]刘志远,王存峰,彭涛,等. 政策不确定性与企业风险承担: 机遇预期效应还是损失规避效应[J]. *南开管理评论*, 2017, (6): 15-27.
- [16]毛其淋,许家云. 政府补贴、异质性与企业风险承担[J]. *经济学(季刊)*, 2016, (4): 1533-1562.
- [17]倪骁然,朱玉杰. 卖空压力影响企业的风险行为吗?——来自 A 股市场的经验证据[J]. *经济学(季刊)*, 2017, (3): 1173-1198.
- [18]钱先航,徐业坤. 官员更替、政治身份与民营上市公司的风险承担[J]. *经济学(季刊)*, 2014, (4): 1437-1460.
- [19]权小锋,吴世农,文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. *经济研究*, 2010, (11): 73-87.
- [20]苏坤. 国有金字塔层级对公司风险承担的影响——基于政府控制级别差异的分析[J]. *中国工业经济*, 2016, (6): 127-143.
- [21]王栋,吴德胜. 股权激励与风险承担——来自中国上市公司的证据[J]. *南开管理评论*, 2016, (3): 157-167.
- [22]温忠麟,张雷,侯杰泰,等. 中介效应检验程序及其应用[J]. *心理学报*, 2004, (5): 614-620.
- [23]肖金利,潘越,戴亦一. “保守”的婚姻: 夫妻共同持股与公司风险承担[J]. *经济研究*, 2018, (5): 190-204.
- [24]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, (2): 373-406.
- [25]杨瑞龙,章逸然,杨继东. 制度能缓解社会冲突对企业风险承担的冲击吗?[J]. *经济研究*, 2017, (8): 140-154.
- [26]余明桂,李文贵,潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. *金融研究*, 2013a, (1): 149-163.
- [27]余明桂,李文贵,潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担[J]. *经济研究*, 2013b, (9): 112-124.
- [28]于忠泊,田高良,张咏梅. 媒体关注、制度环境与盈余信息市场反应——对市场压力假设的再检验[J]. *会计研究*, 2012, (9): 40-51.
- [29]袁建国,后青松,程晨. 企业政治资源的诅咒效应——基于政治关联与企业技术创新的考察[J]. *管理世界*, 2015, (1): 139-155.
- [30]张洪辉,章琳一. 产权差异、晋升激励与企业风险承担[J]. *经济管理*, 2016, (5): 110-121.
- [31]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.
- [32]张敏,童丽静,许浩然. 社会网络与企业风险承担——基于我国上市公司的经验证据[J]. *管理世界*, 2015, (11): 161-175.
- [33]张三保,张志学. 区域制度差异、CEO 管理自主权与企业风险承担——中国 30 省高技术产业的证据[J]. *管理世界*, 2012, (4): 101-114.
- [34]周泽将,马静,刘中燕. 独立董事政治关联会增加企业风险承担水平吗?[J]. *财经研究*, 2018, (8): 141-153.
- [35]Acharya V V, Amihud Y, Litov L. Creditor rights and corporate risk-taking[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(1): 150-166.
- [36]Beasley M S. An empirical analysis of the relation between board of director composition and financial statement fraud[J]. *Accounting Review*, 1996, 71(4): 443-465.
- [37]Bertrand M, Mullainathan S. Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences[J]. *Journal of Political Economy*, 2003, 111(5): 1043-1075.
- [38]Boubakri N, Cosset J C, Saffar W. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(3): 641-658.

- [39]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.
- [40]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.
- [41]Chen G M, Firth M, Gao D N, et al. Is China’s securities regulatory agency a toothless tiger? Evidence from enforcement actions[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2005, 24(6): 451–488.
- [42]Chen Y S, Deng Y L, Jin Y F, et al. Political connection and regulatory scrutiny through comment letters: Evidence from China[J]. *International Review of Finance*, 2020, 20(3): 789–798.
- [43]Cheng S J. Board size and the variability of corporate performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(1): 157–176.
- [44]Duro M, Heese J, Ormazabal G. The effect of enforcement transparency: Evidence from SEC comment-letter reviews[J]. *Review of Accounting Studies*, 2019, 24(3): 780–823.
- [45]Dyck A, Volchkova N, Zingales L. The corporate governance role of the media: Evidence from Russia[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(3): 1093–1135.
- [46]Faccio M, Marchica M T, Mura R. Large shareholder diversification and corporate risk-taking[J]. *The Review of Financial Studies*, 2011, 24(11): 3601–3641.
- [47]Fan J P H, Wong T J, Zhang T Y. Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China’s newly partially privatized firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 84(2): 330–357.
- [48]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.
- [49]Hilary G, Hui K W. Does religion matter in corporate decision making in America?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(3): 455–473.
- [50]Hirshleifer D, Thakor A V. Managerial conservatism, project choice, and debt[J]. *The Review of Financial Studies*, 1992, 5(3): 437–470.
- [51]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.
- [52]John K, Litov L, Yeung B. Corporate governance and risk-taking[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(4): 1679–1728.
- [53]Johnston R, Petacchi R. Regulatory oversight of financial reporting: Securities and exchange commission comment letters[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2017, 34(2): 1128–1155.
- [54]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.
- [55]Low A. Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 92(3): 470–490.
- [56]Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2–3): 159–189.
- [57]Serfling M A. CEO age and the riskiness of corporate policies[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 25: 251–273.
- [58]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.
- [59]Wright P, Ferris S P, Sarin A, et al. Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk taking[J]. *Academy of Management Journal*, 1996, 39(2): 441–458.

Non-penalty Regulations and Corporate Risk-taking: Evidence from Financial Report Inquiry Letters

Deng Yilu¹, Lu Chen², Lan Tianqi³, Chen Yunsen²

(1. School of Economics and Management, North China Electric Power University, Beijing 102206, China;

2. School of Accountancy, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China;

3. School of Economics and Management, Tsinghua University, Beijing 100084, China)

Summary: In recent years, the securities market supervision system of China has gradually diversified, and the non-penalty regulations represented by inquiry letters have attracted more attention. With the increasing frequency of non-penalty regulations, inquiry letters gradually come into the public view, and the relevant media reports are also increasing. The current academic research on China's securities supervision mainly focuses on penalty regulations, and less on non-penalty regulations. Although some studies have explored the economic consequences of inquiry letters, and found that non-penalty regulations improve the quality of auditing and the accuracy of performance forecast, and reduce the risk of stock price crash, whether the inquiry letters can truly play a regulatory role remains to be further explored.

Under this condition, using the panel data of A-share listed companies from 2013 to 2017, this paper tests the effectiveness of inquiry letters from the perspective of corporate risk-taking. The results show that after receiving financial report inquiry letters, the level of corporate risk-taking is significantly increased; the more the total number (times) of financial report inquiry letters, the more inquiries contained in inquiry letters, and the more the total number of reply announcements, the stronger the promotion effect on corporate risk-taking. Meanwhile, the characteristics of inquiry letters will also affect the promotion of corporate risk-taking. Furthermore, we find that state-owned property rights and political connections are not conducive to the regulatory role of inquiry letters, inquiry letter regulation improves the level of corporate risk-taking by alleviating the agency problem between shareholders and the management, and inquiry letters significantly improve investment efficiency.

This paper makes several contributions: Firstly, it makes complement to the relevant literature of non-penalty regulations by testing the economic consequences of inquiry letters in the new viewpoint of risk-taking. Secondly, it also enriches the studies of risk-taking behaviors, as the existing studies mainly focus on the internal and external environment. Thirdly, it has practical contributions by providing empirical evidence to affirm the effectiveness of non-penalty regulation methods, which helps to respond to the call of "innovating regulatory methods" proposed by the Report of the 19th National Congress of the Communist Party of China.

Key words: non-penalty regulations; inquiry letters; risk-taking; frontline regulation

(责任编辑 康健)