

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

刘 柏, 卢家锐

(吉林大学 商学院, 吉林 长春 130012)

摘要: 强化交易所一线监管作用是近年来中国资本市场监管补短板的重要举措。文章基于年报问询函, 深入探究了交易所对中国上市公司的盈余管理行为是否具有风险甄别能力。结果显示: 首先, 企业的应计盈余管理程度越高, 收到问询函的概率越高, 而且在收到年报问询函的企业样本中, 问询函的精确性和准确性也越高, 这反映了问询函具有精准识别的功能; 其次, 对于非国有企业、深交所上市公司, 以及媒体关注度较高、所处法制环境较好的企业, 问询函对盈余管理的识别效果更加明显; 最后, 问询函同样能够甄别相对隐蔽的真实盈余管理, 并通过影响企业未来的会计绩效而使真实价值回归。文章为中国现阶段监管方式创新性转型的实施效果提供了经验证据。

关键词: 年报问询函; 盈余管理; 信息不对称; 风险识别; 资本市场

中图分类号: F275.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2019)07-0045-14

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.2019.07.004

一、引言

企业的盈余管理行为会降低资本市场定价效率, 导致“泡沫”累积, 埋下风险隐患。由于盈余管理手段的隐蔽性和复杂性, 甄别与监管企业的盈余管理行为一直是困扰资本市场的重要难题(Kothari, 2001)。现有研究从公司内部和外部寻求治理盈余管理行为的途径。有学者发现, 公司内部治理水平对管理者的盈余管理行为具有一定的约束作用(李延喜等, 2007)。对于外部治理因素, 作为证券市场的统一监管主体, 证监会的监管效果尚存在较多争议。Chen和Yuan(2004)以及Haw等(2005)分析了中国证监会的配股核准情况, 发现监管者可以识别盈余管理, 主要是真实盈余管理。Chen等(2005)认为, 证监会处罚是有效果的, 并非“无牙老虎”。而王克敏和廉鹏(2010)发现, 证监会颁布的上市保荐制度只影响了企业会计政策时机的选择, 并没有改善盈余质量。王兵等(2011)发现, 证监会对违规事务所和注册会计师的行政处罚难以降低企业的应计盈余管理水平。近年来, 中国企业频频出现财务欺骗行为而严重侵害投资者利益的现象, 如“獐子岛扇贝出逃”、“康美药业300亿现金消失”等事件, 都反映出目前监管仍是资本市场的短板。十九大报告指出“创新监管方式”, 把主动防范化解风险放在三大攻坚战首位, 特别是发挥交易所一线监管作用, 作为资本市场监管补短板的重要举措。对监管目标发出函件是交易所一线监管的重要方式, 函件主要包括监管函、关注函和问询函等。本文选择年报问询函的原因有以下几

收稿日期: 2018-12-05

基金项目: 国家社会科学基金项目“金融市场开放环境下的金融风险生成逻辑、风险测度和防范机制研究”(18BJY232)

作者简介: 刘 柏(1971—)(通讯作者), 男, 吉林长春人, 吉林大学商学院教授, 博士生导师;

卢家锐(1994—), 男, 广西陆川人, 吉林大学商学院博士研究生。

点:首先,与其他非问询函件相比,问询函属于发函主体的主动行为;^①其次,与其他问询函件相比,年报问询函侧重对公司“信息”的监管,一般是在审核公司年报过程中对信息披露缺失、模糊、异常的部分提出疑问,要求公司书面回复并进一步披露;最后,由于盈余管理指标主要基于年报数据,年报问询函对于交易所识别公司的盈余管理行为更具有针对性。

与证监会的行政处罚不同,交易所的年报问询函指出的上市公司财务信息披露问题尚不严重,且主要是督促公司按期回函进行解释和补充,并不具有处罚性质。那么,交易所年报问询函的监管效力如何呢?本文以企业盈余管理为切入点,基于沪深A股非金融、非房地产公司数据,采用 Heckman 两阶段方法探讨了在中国监管方式创新转型的背景下,交易所年报问询函是否具有风险甄别能力。研究发现,企业的应计盈余管理程度与其收到问询函的概率显著正相关,表明问询函能识别企业的盈余管理行为;在被问询的企业样本中,应计盈余管理程度越高,问询函与会计问题相关的信息密度越高,且企业逾期回函的概率越大,表明问询函具有精确性和准确性。异质性分析表明,对于非国有企业、深交所上市公司,以及媒体关注度高和所处法制环境好的企业,年报问询函识别应计盈余管理的效果更加明显。扩展性检验表明,问询函也能甄别相对隐蔽的真实盈余管理行为,并通过降低企业(尤其是正向应计盈余管理的企业)未来的会计绩效而使真实价值回归。

本文的研究贡献主要包括:第一,国内现有文献主要从市场反应、审计质量、股价崩盘风险和盈余管理等方面探究了问询函的经济后果(陈运森等,2018a、b,2019;张俊生等,2018),但尚未关注其影响因素。与陈运森等(2019)从经济后果视角探究问询函能否减少企业未来的盈余管理行为不同,本文主要从影响因素角度研究了企业当期盈余管理能否被交易所识别而发出年报问询函。关于问询函的影响因素,国外现有研究主要基于盈利能力、审计质量、公司治理、税收规避、政治关联等(Cassell等,2013;Kubick等,2016;Heese等,2017)。检验问询函的风险识别功能是交易所发挥治理作用的重要前提,本文丰富了交易所一线监管有效性的研究,也在一定程度上扩展了问询函的研究视角。第二,现有文献主要从银行、企业、审计师等角度关注盈余管理造成的影响(陆正飞等,2008;王福胜等,2014;曾雪云和陆正飞,2016),但缺乏基于公共执法视角的探讨。作为监管一线的交易场所对企业盈余管理是否敏感,对于防范风险具有重要意义。第三,美国意见信的主体是证监会,而中国问询函的主体主要是交易所。探讨具有中国特色的问询函监管的有效性,可以补充这一领域的研究文献,也是对十九大提出的“深化监管体制改革”效果的一个检验。

二、理论分析与研究假设

在两权分离背景下,所有者和管理者对于企业的真实业绩水平存在信息不对称,拥有信息优势的管理者能够通过一系列会计手段或者安排交易等盈余管理行为来粉饰年报,从而损害市场公平与效率(Healy和Wahlen,1999)。在政府监管方面,以往的研究大多围绕证监会监管进行讨论,且争议较大。Chen和Yuan(2004)以及Haw等(2005)认为,中国监管部门在一定程度上能够识别公司的盈余管理行为;而Anderson(2000)以及宋云玲等(2011)却发现,监管机构无法有效治理财务舞弊现象。尽管《证券法》赋予了证监会和交易所监管上市公司交易和信息披露的权力,但是目前关于交易所监管的研究仍较少,且大多认为交易所监管效果不明显(黎文靖,2007)。

^① 证监会也有类似函件,但所涉及的内容一般比较严重,属于违法违规性质。而交易所函件大多尚未定性,包括监管函、关注函和问询函。监管函和关注函大多属于交易所的被动行为,一般是媒体或投资者先发现问题,而后发出函件;问询函大多是交易所发现信息披露瑕疵或者存疑,要求公司进一步披露,属于交易所的主动行为。

近年来,在强调加强交易所一线监管的背景下,交易所的问询监管作为一种新的监管方式逐渐受到重视。

交易所年报问询函能够识别公司的盈余管理行为,主要原因有以下两点:第一,与过去相比,交易所识别公司盈余管理行为的动机更强。一方面,为完善资本市场制度,国家出台了很多关于加强交易所自律监管职责的法律法规,从法律上强化了交易所识别企业盈余管理等不端行为的动机。另一方面,在国家不断强调交易所职能回归本位、加强一线监管和主动防范化解风险的大背景下,交易所的内部治理结构和工作重心逐渐向一线监管调整(陈运森等,2018a),官员升迁与监管绩效相挂钩。第二,与其他监管机构相比,交易所识别公司盈余管理行为的能力也更强。一方面,作为市场的组织者、运营者和自律监管者,交易所处在资本市场监管体系的第一线,掌握着所有交易活动记录,在信息获取渠道、知识专业性、监管成本等方面具有独特的优势和不可替代的作用。另一方面,交易所问询可以克服以往行政监管处罚对灰色地带的信息披露存疑、但无法直接进行处理的局限,实现从被动监管向主动问询的监管模式转型(陈运森等,2019),在风险识别方面具有制度上的优势。此外,Kubick等(2016)以及Johnston和Petacchi(2017)基于美国数据的研究表明,问询函能够识别企业的税收规避行为和财务报告瑕疵。同理,问询函可能对盈余管理也具有风险识别功能。由此,本文提出以下假设:

假设 1: 企业的盈余管理程度越高,收到问询函的概率越大。

如果交易所年报问询函能够识别企业的盈余管理行为,那么问询函中与会计问题相关的信息密度是否足够高?国外学者发现,美国 SEC 意见信中的内容与企业潜在问题具有相关性。Griffin(2003)发现,SEC 意见信比公司公告反映了更多的企业潜在信息。Cassell 等(2013)的研究显示,企业的审计质量和公司治理越差,SEC 意见信反映出的问题越多。Kubick 等(2016)发现,公司的避税程度越高,SEC 意见信中与税务相关的内容越多。国内学者得到了类似的证据。陈运森等(2018b)的研究表明,问询函内容具有信息含量,并能引起审计师的注意。陈运森等(2019)发现,企业会根据问询函细分特征和问题分类对盈余做出调整,这从侧面说明问询函内容具有针对性,能发挥“看穿式监管”效果。由此,本文提出以下假设:

假设 2: 在收到年报问询函的企业中,盈余管理程度越高,问询函中与会计问题相关的信息密度越大,问询函的精确性越高。

年报问询函仅是对年报中存疑部分进行问询,尚未达到监管标准,并不能说明企业存在相关方面的问题。因此,问询函内容的精确性仅能体现其是否具有针对性,但反映出的问题是否切中要害,还需根据被问询企业的回函表现做出判断。交易所公开的谴责行为和曝光手段会给上市公司带来很多负面影响,因而具有较强的约束力(黎文靖,2007)。年报问询函公告说明公司信息披露质量受到监管层质疑,会影响利益相关者对公司内在价值的判断。一个理性的公司会选择及时回函,减少问询函给公司带来的不必要损失。Cassell 等(2013)认为,公司回复 SEC 意见信越不及时,补救成本越高,如出现工人无法安心工作、融资受到影响等情况。与美国 SEC 意见信相比,中国年报问询函发函和回函公告还具有及时披露的特点,信号传递效果会更强,会增加以下几个方面的成本:第一,上市公司形象受损,经营成本和市场开拓成本增加;第二,上市公司受到投资者质疑,信任度下降,融资成本增加;第三,上市公司更容易受到政府监管部门的关注,政府的支持减少、监督增强,政治成本增加;第四,公司需要花费精力给予有说服力的解释,否则交易所随时可以启动其他监管措施,包括现场调查、再次问询、向证监会提交线索等。需要说明的是,交易所聚集了一批公司治理方面的专家,对上市公司非常熟悉,通过对比行业数据很容易发现异常。面对问询函中的尖锐问题,做出合理解释确实比较困难,但“迟迟不回复”显然不正常,

确较多的公司被问出隐情而导致逾期回函。^①因此,是否逾期回函可以作为问询函是否切中要害的重要判断依据。由此,本文提出以下假设:

假设3:在收到年报问询函的企业中,盈余管理程度越高,企业逾期回函的概率越大,问询函的准确性越高。

本文尝试通过企业盈余管理行为来判断交易所年报问询函是否具有甄别能力,首先基于全样本判断问询函能否识别企业的盈余管理行为,然后从问询函的精确性和准确性两个维度来判断是否实现了精准监管。盈余管理与问询函的关系模型可以用图1描述。

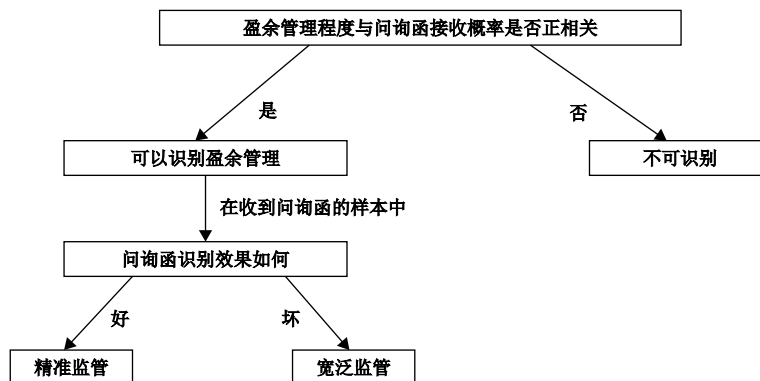


图1 盈余管理程度与问询函的关系模型

三、研究设计

(一)样本选择和数据来源

由于深交所和上交所分别从2015年和2016年开始在其官网的“监管信息公开”栏目披露有关年报问询函数据,且问询发生在年报披露后,因此本文选取2015—2017年度的交易所年报问询函,对应的上市公司数据区间则为2014—2016年度。本文首先通过沪深交易所官网手工收集样本期间内年报问询函公告和对应的回函公告,如果存在数据缺失或者不完整,则通过巨潮资讯网站进行补充。此外,对于一年内被多次问询的公司,只选取第一次作为研究对象。本文其他数据来源如下:(1)财务数据来自国泰安数据库;(2)利用Python编程语言获得沪深交易所和每个上市公司的地址经纬度,计算每个上市公司到对应交易所距离的倒数。借鉴已有研究的做法,本文剔除了以下样本:(1)ST类上市公司;(2)金融类、保险类与房地产类上市公司;(3)变量数据缺失的公司。为了减少极端值的影响,本文对主要连续变量进行了上下1%的缩尾处理。最后,我们得到6864个样本,其中448个样本被问询。

图2分析了年报问询函的行业特征,上市公司与被问询公司的行业分布相差不大,说明沪深交易所在问询监管方面没有行业偏好。

(二)主要变量定义

1. 问询函接收概率。借鉴Cassell等(2013)的研究,问询函接收概率(*Inquiry_Letter*)定义如下:如果公司当年年报公示后至少收到一次与“业绩真实性、会计处理合规性”相关的年报问询函,则*Inquiry_Letter*取1,否则取0。

2. 问询函精确性。Kubick等(2016)发现,企业的避税程度越高,收到的SEC意见信与税务相关程度越大。借鉴其思路,本文认为年报问询函中会计词语出现次数越多,表示问询函公告中会

^① 参见中国证券网:“迟迟不回复的年报问询函”(http://news.cnstock.com/paper,2017-06-01,832889.htm)。

计信息的聚集程度越高,并以函件总字符数进行标准化处理,以此来衡量针对企业盈余管理行为的问询函精确性(Precision)。具体思路如下:首先通过 Python 编程软件把每家公司的年报问询函内容转换为文本,然后剔除空格、换行符等(不包括标点符号)没有实际意义的符号,进而计算总字符数;随后,统计每份年报问询函中会计相关词语^①的出现次数,最后计算会计相关词语占总字符的比例。

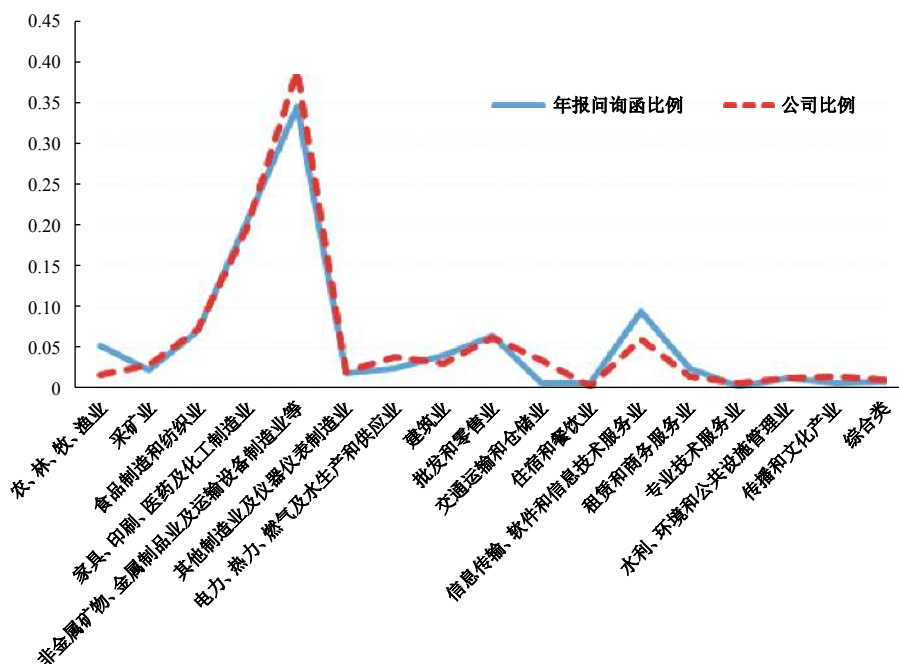


图 2 年报问询函的行业分布

注:参照证监会 2012 年行业分类标准,其中制造业以前两位代码区分,其他行业以第一位代码区分。公司比例为各行业公司在全样本中的占比,年报问询函比例为各行业收到年报问询函的公司在被问询公司中的占比。

3. 问询函准确性。由上文理论分析可知,企业逾期回函将付出巨大的成本(Cassell 等, 2013)。因此,企业是否逾期回函可以反映年报问询函指出的问题是否切中要害,作为问询函准确性(Delay)的代理指标。具体思路如下:首先,通过 Python 编程软件分别从问询函和回函中提取要求回函时间和实际回函时间,对于难以提取的部分则通过手工补充;然后,对比实际回函时间和要求回函时间,判断企业是否逾期回函。若逾期回函,则 Delay 取 1, 否则取 0。

4. 盈余管理程度。由于交易所年报问询函主要侧重于企业信息披露真实性的监管,本文主要采用应计盈余管理来衡量盈余管理程度,该指标被广泛使用(陆正飞等, 2008; 陈运森等, 2019)。黄梅和夏新平(2009)发现,在中国使用分年度分行业的截面修正 Jones 模型表现更优。根据修正的 Jones 模型(Dechow 等, 1995),本文对模型(1)分年度分行业进行 OLS 回归,得到系数 β_0 、 β_1 和 β_2 的估计值。

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$Da_t = \frac{TA_t}{A_{t-1}} - \left[\beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} \right] \quad (2)$$

^① 如“收入”“毛利”“现金”“关联”“减值”“计提”“应收”“预收”“费用”“递延”“利润”“损益”“预付”“应付”等常见的会计用词。

其中, TA_t 为总应计盈余, 等于第 t 年营业利润减去第 t 年经营活动现金流量; ΔREV_t 为企业第 t 年主营业务收入的变化, 等于第 t 年主营业务收入减去第 $t-1$ 年主营业务收入; ΔREC_t 为企业第 t 年应收账款的变化, 等于第 t 年应收账款减去第 $t-1$ 年应收账款; PPE_t 为企业第 t 年固定资产账面原值; A_{t-1} 为企业第 $t-1$ 年期末总资产。

根据模型(2), 我们得出可操控性应计利润(Da)。由于正向或负向的可操控性应计利润都能在在一定程度上体现企业披露的盈余对其真实值的偏离, 本文采用可操控性应计利润(Da)的绝对值($AbsDa$)来衡量应计盈余管理程度, 数值越大说明企业盈余管理程度较高。

(三)实证模型

年报问询函在当年年报公布后(即次年)才审核发函, 在时间上具有一定的滞后性, 因而本文模型中不存在严重的互为因果问题。本文主要的内生性可能来自样本选择偏差, 收到年报问询函的企业可能具有某种特征, 这种特征导致研究问询函精确性和准确性时估计不准确, 因此采用 Heckman 两阶段方法来缓解样本选择偏差问题(Heckman, 1979)。在第一阶段(即检验假设 1), 通过 Probit 模型计算出全样本企业收到年报问询函的概率, 即逆米尔斯比(*Inverse Mill's Ratio*, 简称 *InvMills*), 然后将其作为控制变量加入第二阶段(即检验假设 2 和假设 3), 以控制样本选择偏差问题。

为了检验假设 1, 本文建立如下模型进行 Probit 回归:

$$Inquiry_Letter_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AbsDa_{i,t} + \sum \gamma Var_{i,t}^{control} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

参考 Cassell 等(2013)的研究, 模型(3)中的控制变量包括公司规模(*Size*)、财务杠杆(*Lev*)、公司年龄(*Age*)、两职合一情况(*Dual*)、董事会规模(*Board*)、独立董事比例(*Indirector*)、审计意见(*Opinion*)、成长性(*Grow*)、资产收益率(*Roa*)、亏损情况(*Loss*)、会计师事务所(*Audit*)、年度(*Year*)和行业(*Ind*)。考虑到中国的制度背景, 本文还加入了产权性质(*State*)和证券交易所(*StockExchange*)变量。

为了检验假设 2, 本文将模型(3)得出的 *InvMills* 代入得到如下模型进行 OLS 回归:

$$Precision_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AbsDa_{i,t} + \beta_2 InvMills_{i,t} + \sum \gamma Var_{i,t}^{control} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

为了检验假设 3, 本文将模型(3)得出的 *InvMills* 代入得到如下模型进行 Probit 回归:

$$Delay_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AbsDa_{i,t} + \beta_2 InvMills_{i,t} + \sum \gamma Var_{i,t}^{control} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

借鉴以往相关文献, 在模型(3)的基础上, 模型(4)和模型(5)中还加入了交易所监管强度(*Reglist*)、管理层持股比例(*MSHR*)、管理费用率(*Agency*)、经营现金流(*CFO*)、大股东控制度(*Fir*)以及第 2 至第 5 大股东持股(*Sha2-5*)等控制变量。其中, 交易所监管强度用上市公司与对应交易所距离的倒数(乘以 1 000)来衡量, 因为交易所与公司在地理位置上的邻近性可以影响交易所的监督成本, 并对企业回函产生一种压力。模型中变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
问询函接收概率	<i>Inquiry_Letter</i>	如果公司当年年报公示后至少收到一次与“业绩真实性、会计处理合规性”相关的年报问询函, 则取 1, 否则取 0
问询函精确性	<i>Precision</i>	问询函中会计词语出现次数/总字符数
问询函准确性	<i>Delay</i>	如果公司延期回函, 则取 1, 否则取 0
盈余管理程度	<i>AbsDa</i>	可操控性应计利润的绝对值
产权性质	<i>State</i>	国有取 1, 非国有取 0

续表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
公司规模	<i>Size</i>	年末资产总额的自然对数
财务杠杆	<i>Lev</i>	期末负债总额与资产总额的比值
公司年龄	<i>Age</i>	公司年龄的自然对数
两职合一情况	<i>Dual</i>	两职合一取 1, 否则取 0
董事会规模	<i>Board</i>	董事会人数的自然对数
独立董事比例	<i>Indirector</i>	独立董事人数与董事会人数的比值
审计意见	<i>Opinion</i>	审计意见为标准无保留意见时取 1, 否则取 0
成长性	<i>Grow</i>	营业收入增长率
资产收益率	<i>Roa</i>	净利润与平均总资产的比值
亏损情况	<i>Loss</i>	本期亏损取 1, 否则取 0
证券交易所	<i>StockExchange</i>	公司在深交所上市取 1, 否则取 0
会计事务所	<i>Audit</i>	四大会计事务所审计时取 1, 否则取 0
交易所监管强度	<i>Reglist</i>	公司与对应交易所直线距离的倒数乘以 1 000
管理层持股比例	<i>MSHR</i>	管理层期末持股数与总股数的比值
管理费用率	<i>Agency</i>	管理费用与营业收入的比值
经营现金流	<i>CFO</i>	经营活动现金流净额与总资产的比值
大股东控制度	<i>Fir</i>	第一大股东持股数量/企业总股本
第 2 至第 5 大股东持股	<i>Sha2-5</i>	第 2 至第 5 大股东持股数量/企业总股本
年度	<i>Year</i>	年度虚拟变量
行业	<i>Ind</i>	行业虚拟变量

四、实证结果分析

(一)描述性统计

表 2 列示了主要变量的描述性统计以及未问询与问询公司特征的差异 *T* 检验结果。从中可以看到,除了两职合一情况和管理层持股比例外,问询与未问询公司的其他指标均值存在显著差异。*Inquiry_Letter* 的均值为 0.065,说明约有 6.5% 的企业曾收到年报问询函;*Delay* 的均值为 0.540,说明收到问询函的公司中有一半以上逾期回函,可见中国相对柔性的监管问询还是比较切中要害的;*AbsDa* 的均值为 0.057,略低于孙光国和郭睿(2015)基于 2006—2013 年数据得到的 0.068,说明随着监管水平的上升,中国上市公司的盈余管理水平逐渐降低。问询公司的 *AbsDa* 显著高于未问询公司,在一定程度上说明年报问询函具有识别应计盈余管理的监管效果,这与假设 1 的预期是一致的。其他变量的分布均在合理范围内。^①

表 2 主要变量描述性统计与均值差异检验

变量	全样本					未问询公司 均值	问询公司 均值	<i>T</i> 检验 均值差异
	样本量	最小值	均值	最大值	标准差			
<i>Inquiry_Letter</i>	6 864	0	0.065	1	0.247			
<i>Precision</i>	318	0.004	0.017	0.03	0.006			
<i>Delay</i>	265	0	0.540	1	0.499			

^① 由于部分问询函和回函内容缺失,如问询函内容仅有标题、问询无回函或者有回函但没有注明回复时间,在假设检验时予以剔除,导致样本量少于被问询的公司数 448,但这不影响实证检验结果。

续表 2 主要变量描述性统计与均值差异检验

变量	全样本					未问询公司 均值	问询公司 均值	T 检验 均值差异
	样本量	最小值	均值	最大值	标准差			
<i>AbsDa</i>	6 864	0.001	0.057	0.306	0.057	0.055	0.079	-0.024***
<i>State</i>	6 864	0	0.373	1	0.484	0.380	0.275	0.106***
<i>Size</i>	6 864	19.745	22.162	25.961	1.218	22.184	21.843	0.341***
<i>Lev</i>	6 864	0.054	0.421	0.894	0.204	0.417	0.467	-0.050***
<i>Age</i>	6 864	0	2.053	3.135	0.829	2.046	2.165	-0.120***
<i>Dual</i>	6 864	0	0.262	1	0.440	0.260	0.292	-0.033
<i>Board</i>	6 864	1.609	2.129	2.708	0.200	2.132	2.082	0.050***
<i>Indirector</i>	6 864	0.333	0.375	0.571	0.053	0.375	0.381	-0.006**
<i>Opinion</i>	6 864	0	0.969	1	0.173	0.973	0.917	0.055***
<i>Grow</i>	6 864	-0.684	0.403	6.758	0.972	0.386	0.651	-0.265***
<i>Roa</i>	6 864	-0.148	0.037	0.185	0.049	0.039	0.006	0.032***
<i>Loss</i>	6 864	0	0.401	1	0.490	0.392	0.538	-0.146***
<i>StockExchange</i>	6 864	0	0.638	1	0.481	0.627	0.795	-0.168***
<i>Audit</i>	6 864	0	0.049	1	0.215	0.05	0.031	0.019*
<i>Reglist</i>	6 864	0.303	19.505	461.462	67.445	18.775	29.967	-11.192***
<i>MSHR</i>	6 864	0	0.128	0.672	0.191	0.129	0.118	0.011
<i>Agency</i>	6 864	0	0.089	0.516	0.087	0.088	0.100	-0.012***
<i>CFO</i>	6 864	-0.153	0.046	0.238	0.067	0.047	0.021	0.026***
<i>Fir</i>	6 864	0.086	0.344	0.741	0.145	0.346	0.307	0.039***
<i>Sha2-5</i>	6 864	0.015	0.178	0.455	0.109	0.178	0.189	-0.011**

注:表中使用均值差异的独立样本 T 检验。*、**和***分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平,下表同。

为了更精确地体现出企业盈余管理对收到问询函概率的影响,本文对样本做了进一步的描述性统计,如表 3 所示。从中可以看到,全样本中的问询企业占比为 0.065,盈余管理程度高的企业更容易收到年报问询函,在一定程度上支持了假设 1;此外,负向盈余管理的企业收到年报问询函的比例更高。这是否意味着交易所年报问询函对企业负向盈余管理比较敏感,本文将在稳健性检验中进行讨论。同时,在问询企业子样本中,国有与非国有企业之比为 0.378,随着盈余管理程度的上升,收到问询函的国有企业比例下降。企业的国有性质是不是问询函存在监管俘获现象的一个决定因素,本文也将在稳健性检验中进行讨论。而在盈余管理的不同方向上,收到问询函的国有企业比例变化不大。

表 3 细分样本描述性统计

		全样本			问询企业子样本		
		全样本	问询企业	问询企业/全样本	国有企业	非国有企业	国有/非国有
全样本		6 864	448	0.065	123	325	0.378
盈余管理程度	低	3 433	184	0.054	57	127	0.449
	高	3 433	264	0.077	66	198	0.333
盈余管理方向	正向	3 291	176	0.053	46	130	0.354
	负向	3 573	272	0.076	77	195	0.395

(二)回归结果分析

1. 盈余管理程度与问询函接收概率:假设 1 的检验。从表 4 列(1)中可以看到,解释变量

AbsDa 的回归系数为 1.695,在 1% 的水平上显著。经计算可得,企业盈余管理程度每增加一个单位,收到年报问询函的概率增加 18.312%。这说明企业盈余管理程度与收到年报问询函的概率存在显著的正向相关关系,支持了假设 1,即交易所年报问询函能够识别企业的盈余管理行为。对于控制变量,财务杠杆、公司年龄、成长性、证券交易所与问询函接收概率显著正相关,产权性质、公司规模、审计意见、资产收益率、亏损情况与问询函接收概率显著负相关,大多与 Cassell 等(2013)的研究发现一致。

2. 盈余管理程度与问询函精确性:假设 2 的检验。从表 4 列(2)中可以看到,解释变量 *AbsDa* 的回归系数为 0.014,在 10% 的水平上显著。这说明在被问询的企业样本中,盈余管理程度与问询函的精确性显著正相关,可见交易所年报问询函的内容具有一定的针对性。对于控制变量,公司年龄、成长性、证券交易所与问询函精确性显著正相关,公司规模、资产收益率、亏损情况、经营现金流与问询函精确性显著负相关。此外,*InvMills* 的系数在 5% 的水平上显著,说明采用 Heckman 两阶段方法合理控制了样本选择偏误问题。

3. 盈余管理程度与问询函准确性:假设 3 的检验。从表 4 列(3)中可以看到,解释变量 *AbsDa* 的回归系数为 7.344,在 10% 的水平上显著。这说明在被问询的企业样本中,盈余管理程度与问询函的准确性显著正相关。可见,交易所年报问询函提出的问题切中要害,使得企业的应计盈余管理行为越严重,越难以在规定时间内顺利回函。对于控制变量,财务杠杆、公司年龄、成长性、交易所监管强度与问询函准确性显著正相关,公司规模、董事会规模、资产收益率、亏损情况、经营现金流与问询函准确性显著负相关。此外,*InvMills* 的系数在 5% 的水平上显著,也说明采用 Heckman 两阶段方法合理控制了样本选择偏误问题。

(三)稳健性检验与异质性分析^①

1. 改变盈余管理程度的衡量方法。借鉴以往文献,本文采用基本 Jones 模型(Jones, 1991)与基于业绩匹配的 Jones 模型(Kothari 等, 2005; 叶康涛和刘行, 2011)替代上文中的修正 Jones 模型,重新衡量了盈余管理程度,研究结论与上文基本一致。

2. 剔除再融资需求的干扰。为确保交易所不是通过再融资动机来识别企业的盈余管理倾向,而是通过其年报会计信息做出判断,本文剔除了存在再融资需求的企业,结论基本不变。

3. 控制检验假设 1 时可能存在的稀有事件偏差问题。借鉴 King 和 Zeng(2001)的方法,本文采用稀有事件下的 Logit 回归(即 *Relogit* 模型)和“补对数-对数模型”(即 *Cloglog* 模型)修正了可能存在的稀有事件偏差,结果保持稳健。

4. 控制检验假设 1 时可能存在的内生性问题。假设 1 的检验结果可能受到自选择偏差和遗漏变量问题的干扰,本文采用倾向得分匹配(PSM)方法和面板随机效应重新进行了估计,结果依然稳健。

5. 控制可能存在的遗漏变量。Kubick 等(2016)发现,企业的避税程度越高,收到问询函的概率越大。本文在原模型中增加了税收规避变量,结论保持不变。

6. 区分盈余管理方向的稳健性检验。本文进一步区分了盈余管理方向,发现问询函主要对虚增利润的正向盈余管理行为具有风险甄别作用。

7. 异质性分析。根据企业产权性质、交易所性质、媒体关注度和所处法制环境,本文基于似无相关模型检验表明,对于非国有企业、深交所上市公司,以及媒体关注度高、所处法制环境好的企业,问询函对盈余管理的识别效果更加明显。

^① 限于篇幅,文中未列出稳健性检验与异质性分析结果,备索。

表 4 企业盈余管理对交易所年报问询函的影响: Heckman 两阶段回归分析

	(1)假设 1(选择方程)	(2)假设 2	(3)假设 3
	<i>Inquiry_Letter</i>	<i>Precision</i>	<i>Delay</i>
<i>AbsDa</i>	1.695*** (3.657)	0.014* (1.748)	7.344* (1.936)
<i>State</i>	-0.233*** (-3.132)	-0.002 (-1.496)	-0.868 (-1.465)
<i>Size</i>	-0.130*** (-3.795)	-0.002*** (-2.610)	-0.905*** (-2.995)
<i>Lev</i>	0.676*** (3.622)	0.004 (1.261)	4.342*** (2.676)
<i>Age</i>	0.189*** (4.008)	0.002** (2.335)	1.460*** (2.989)
<i>Dual</i>	-0.008 (-0.124)	-0.001 (-0.752)	-0.069 (-0.342)
<i>Board</i>	-0.256 (-1.265)	-0.003 (-1.264)	-1.641** (-2.126)
<i>Indirector</i>	-0.087 (-0.130)	-0.001 (-0.165)	-1.175 (-0.635)
<i>Opinion</i>	-0.462*** (-3.930)	-0.002 (-0.946)	-1.660 (-1.582)
<i>Grow</i>	0.068*** (2.828)	0.001** (2.337)	0.411** (2.470)
<i>Roa</i>	-5.757*** (-8.734)	-0.071*** (-2.810)	-28.040** (-2.279)
<i>Loss</i>	-0.204** (-2.500)	-0.002* (-1.913)	-1.015** (-2.085)
<i>StockExchange</i>	0.524*** (7.827)	0.005* (1.836)	
<i>Audit</i>	0.165 (1.199)		
<i>Reglist</i>		-0.00005 (-1.372)	0.003** (2.382)
<i>MSHR</i>		0.0001 (0.040)	0.057 (0.101)
<i>Agency</i>		-0.001 (-0.183)	-0.695 (-0.715)
<i>CFO</i>		-0.010** (-2.036)	-2.505* (-1.721)
<i>Fir</i>		0.002 (0.880)	1.071 (1.458)
<i>Sha2-5</i>		0.001 (0.210)	-0.358 (-0.338)
<i>InvMills</i>		0.013** (2.275)	5.994** (2.116)
<i>Constant</i>	1.608* (1.875)	0.030*** (3.331)	10.904*** (3.260)

续表 4 企业盈余管理对交易所年报问询函的影响: Heckman 两阶段回归分析

	(1)假设 1(选择方程)	(2)假设 2	(3)假设 3
	<i>Inquiry_Letter</i>	<i>Precision</i>	<i>Delay</i>
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制
<i>Observations</i>	6 864	318	254
R^2 或 <i>Pseudo R</i> ²	0.156	0.157	0.223

注: 括号内为 t 值或 z 值。 t 值经过稳健标准误修正, 并考虑了公司层面的聚类效应。在检验假设 2 和假设 3 时, *Audit* 和 *StockExchange* 因多重共线性而被剔除。在 *probit* 回归中控制行业虚拟变量时, 部分行业样本被删掉, 因此检验假设 3 时样本量较少。

五、扩展性检验

(一) 年报问询函能否甄别更为隐蔽的企业真实盈余管理行为?

许多研究发现, 管理者倾向于从应计盈余管理转向真实盈余管理, 因为真实盈余管理更隐蔽(Graham 等, 2005)。传统观点认为, 只要真实盈余管理活动是充分披露的, 就不会引发监管者行为(Cohen 和 Zarowin, 2010)。Cunningham 等(2019)发现, 美国 SEC 意见信对于限制应计盈余管理是有效的, 但企业会采取更多的真实盈余管理行为来规避审查。那么, 中国交易所的问询监管对更为隐蔽的真实盈余管理活动是否也具有甄别作用? 借鉴 Roychowdhury(2006)的做法, 本文使用异常生产成本(*EM_PROD*)、异常经营现金净流量(*EM_CFO*)和异常酌量性费用(*EM_DISEXP*)来反映真实活动操控, 并将这三个指标合成为一个综合指标(*EM_Proxy*)。研究发现, *EM_Proxy*、*EM_PROD*、*EM_CFO* 与问询函接收概率显著正相关, *EM_DISEXP* 与问询函接收概率没有显著的关系。这说明企业的真实盈余管理行为能被交易所年报问询函所识别, 且识别作用主要体现在异常生产成本和异常经营现金净流量上。进一步地, *EM_Proxy* 与问询函准确性和精确性显著正相关, 说明问询函也能精准监管企业更为隐蔽的真实盈余管理行为。

(二) 年报问询函能否通过影响企业未来会计绩效进行纠偏?

上文发现, 年报问询函能精准识别企业的应计盈余管理。而由于问询监管没有处罚性质, 仅通过函件公开披露向企业施压, 这是否会促使收函企业积极整改? 为了探究年报问询函对企业未来会计绩效的影响, 本文以下一年会计绩效变化值($Roa_{t+1}-Roa_t$)作为因变量。企业能通过应计盈余管理来修正会计绩效(林大庞和苏冬蔚, 2011), 因此被问询企业的当期会计绩效包含了盈余管理“噪音”, 而问询后如果企业进行了积极整改, 特别是对于为虚增绩效而进行正向盈余管理的企业, 下一期的会计估计方式应更加稳健, 从而表现为未来会计绩效降低。本文在倾向得分匹配样本基础上进行了回归分析, 发现在全样本和正向盈余管理样本中, *Inquiry_Letter* 的系数显著为负; 而在负向盈余管理样本中, *Inquiry_Letter* 的系数不显著。这说明交易所年报问询函能促使被问询企业积极整改, 通过降低企业(尤其是虚增绩效的企业)未来的会计绩效来还原真实绩效。因此, 证券交易所一线监管是有效的。

六、结论与启示

本文以上市公司的盈余管理行为作为切入点, 探讨了在中国监管方式创新转型的背景下, 交易所年报问询函是否具有风险甄别作用。研究发现: (1) 年报问询函能同时识别企业的应计与真实盈余管理行为, 并表现出精准监管的特点; (2) 对于非国有企业、深交所上市公司以及媒体关注高、所处法制环境好的企业, 年报问询函对盈余管理行为的识别效果更加明显; (3) 年报问询函能通过影响企业(尤其是正向应计盈余管理的企业)未来的会计绩效而促使其真实价值回

归。在考虑了样本选择偏差并经过一系列稳健性检验后,本文的研究结论保持不变。

本文的研究结论具有以下实践与政策启示:(1)交易所年报问询函能够识别企业的盈余管理行为,但这种风险甄别作用会受到企业产权性质、交易所性质等因素的影响,由此可能弱化其监管效果。因此,要进一步考虑如何完善交易所一线监管的运作机制,以更好地提升中国资本市场的信息披露质量。(2)媒体监督和法制环境能够强化交易所问询监管的效果。因此,还可通过加强媒体监督和地区法制建设,以及多种监管方式的融合互补,发挥协同治理作用。(3)问询监管方式具有柔性,可以弥补以往以证监会为主的处罚性监管的不足。因此,在监管方式创新转型的背景下,可以采取更多的柔性监管手段,更好地弥补资本市场监管短板,发挥刚柔并济的治理效果。

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,2018a,(4):155-171.
- [2]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.
- [3]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.
- [4]黄梅,夏新平.操纵性应计利润模型检测盈余管理能力的实证分析[J].南开管理评论,2009,(5):136-143.
- [5]黎文靖.会计信息披露政府监管的经济后果——来自中国证券市场的经验证据[J].会计研究,2007,(8):13-21.
- [6]李延喜,包世泽,高锐,等.薪酬激励、董事会监管与上市公司盈余管理[J].南开管理评论,2007,(6):55-61.
- [7]林大庞,苏冬蔚.股权激励与公司业绩——基于盈余管理视角的新研究[J].金融研究,2011,(9):162-177.
- [8]陆正飞,祝继高,孙便霞.盈余管理、会计信息与银行债务契约[J].管理世界,2008,(3):152-158.
- [9]宋云玲,李志文,纪新伟.从业绩预告违规看中国证券监管的处罚效果[J].金融研究,2011,(6):136-149.
- [10]孙光国,郭睿.CFO内部董事有助于董事会履行监督职能吗?[J].会计研究,2015,(11):27-33.
- [11]王兵,李晶,苏文兵,等.行政处罚能改进审计质量吗?——基于中国证监会处罚的证据[J].会计研究,2011,(12):86-92.
- [12]王福胜,吉姗姗,程富.盈余管理对上市公司未来经营业绩的影响研究——基于应计盈余管理与真实盈余管理比较视角[J].南开管理评论,2014,(2):95-106.
- [13]王克敏,廉鹏.保荐制度改善首发上市公司盈余质量了吗?[J].管理世界,2010,(8):21-34.
- [14]叶康涛,刘行.税收征管、所得税成本与盈余管理[J].管理世界,2011,(5):140-148.
- [15]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.
- [16]曾雪云,陆正飞.盈余管理信息风险、业绩波动与审计意见——投资者如何逃离有重大盈余管理嫌疑的上市公司?[J].财经研究,2016,(8):133-144.
- [17]Anderson D M. Taking stock in China: Company disclosure and information in China's stock markets[J]. Georgetown Law Journal, 2000, 88: 1919-1952.
- [18]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.
- [19]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.
- [20]Chen K C W, Yuan H Q. Earnings management and capital resource allocation: Evidence from China's accounting-

- based regulation of rights issues[J]. *The Accounting Review*, 2004, 79(3): 645–665.
- [21]Cohen D A, Zarowin P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 50(1): 2–19.
- [22]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[R]. SSEP Working Paper, 2019.
- [23]Dechow P M, Sloan R G, Sweeney A P. Detecting earnings management[J]. *The Accounting Review*, 1995, 70(2): 193–225.
- [24]Graham J R, Harvey C R, Rajgopal S. The economic implications of corporate financial reporting[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 40(1–3): 3–73.
- [25]Griffin P A. Got information? Investor response to form 10-K and form 10-Q EDGAR filings[J]. *Review of Accounting Studies*, 2003, 8(4): 433–460.
- [26]Haw I M, Qi D Q, Wu Do H, et al. Market consequences of earnings management in response to security regulations in China[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2005, 22(1): 95–140.
- [27]Healy P M, Wahlen J M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting[J]. *Accounting Horizons*, 1999, 13(4): 365–383.
- [28]Heckman J J. Sample selection bias as a specification error[J]. *Econometrica*, 1979, 47(1): 153–161.
- [29]Heese J, Khan M, Ramanna K. Is the SEC captured? Evidence from comment-letter reviews[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2017, 64(1): 98–122.
- [30]Johnston R, Petacchi R. Regulatory oversight of financial reporting: Securities and exchange commission comment letters[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2017, 34(2): 1128–1155.
- [31]Jones J J. Earnings management during import relief investigations[J]. *Journal of Accounting Research*, 1991, 29(2): 193–228.
- [32]King G, Zeng L C. Logistic regression in rare events data[J]. *Political Analysis*, 2001, 9(2): 137–163.
- [33]Kothari S P. Capital markets research in accounting[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31(1–3): 105–231.
- [34]Kothari S P, Leone A J, Wasley C E. Performance matched discretionary accrual measures[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 39(1): 163–197.
- [35]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.
- [36]Roychowdhury S. Earnings management through real activities manipulation[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 42(3): 335–370.

Can Stock Exchange Front-Line Supervision Identify Capital Market Risks? Evidence from the Annual Report Inquiry Letter

Liu Bai, Lu Jiarui

(Business School, Jilin University, Changchun 130012, China)

Summary: The corporate earnings management behavior will reduce the efficiency of capital market pricing, resulting in the accumulation of “bubbles”, which is an important factor influencing risk hazards. In re-

cent years, strengthening the front-line supervision of the exchange is an important action for China's capital market to fill shortcomings. Therefore, it is of great significance to explore whether the front-line supervision of the exchange can identify the corporate earnings management behavior and to verify its active prevention and mitigation of risks.

Based on the evidence of the annual report inquiry letter, this study uses Heckman's two-stage approach to further explore whether the exchange has the "whistleblower" risk screening ability on listed companies' earnings management behavior. The results of the study show that: First, the higher the corporate accrued earnings management level is, the higher the probability of acceptance of the inquiry letter is, and in the sample of companies receiving the annual report inquiry letter, the higher the accuracy of the inquiry letter is, which shows that the inquiry letter has a precise recognition function. Second, the cross-section grouping finds that the inquiry letter identifies more obviously in non-state-owned companies, Shenzhen Stock Exchange listed companies, and the media's earnings management with high degree of concern and good legal environment. Third, the scalability test finds that the inquiry letter also has a screening effect on the relatively hidden real earnings management, and the inquiry letter mainly plays the role of reducing market information asymmetry by reducing companies' future accounting performance for positive earnings management.

This paper has the following contributions: First, the existing domestic literature mainly explores the economic consequences of the inquiry letter from the aspects of market reaction, audit quality, stock price crash risk and earnings management, but has not yet begun to pay attention to the influencing factors of the inquiry letter. Different from Chen, et al. (2019), whether the inquiry letter can reduce the future earnings management behavior from the perspective of economic consequences, this paper mainly studies whether the current corporate earnings management can trigger the identification and supervision of the exchange annual inquiry letter from the perspective of influencing factors. The risk identification function of the inspection inquiry letter is precisely the important premise of the exchange's governance role. It enriches and supplements the research on the effectiveness of the front-line supervision of the exchange by Chen, et al. (2019), and also expands the study perspective of the domestic inquiry letter to a certain extent. According to the literature that the author has mastered, the existing research on the influencing factors of the inquiry letter abroad is mainly based on profitability, audit quality, corporate governance, tax evasion, political connections, etc. However, it has not yet paid attention to whether the corporate earnings management behavior can be accurately identified by the inquiry letter, which enriches the research on the influencing factors of the inquiry letter to a certain extent. Second, the existing literature mainly focuses on the impact of earnings management from the perspective of banks, firms and auditors, but lacks the perspective of public law enforcement to explore the economic consequences of earnings management. As a front-line of supervision, whether the exchange is sensitive to earnings management is of great significance to prevent the occurrence of risks. Third, different from the SEC comment letter in US, the main body of the Chinese inquiry letter is mainly a lower-level exchange. Exploring the effectiveness of the inquiry letter with Chinese characteristics can complement the literature in this field. It is also a test of the effect of the "deepening the reform of the regulatory system" of the 19th National Congress and the reform of the information disclosure through the train policy in 2013.

Key words: annual report inquiry letter; earnings management; information asymmetry; risk identification; capital market

(责任编辑 康健)