

DOI:10.12361/2661-3263-05-09-116054

# 监管问询函的经济后果研究评述及展望

刘蕊

河南理工大学财经学院, 中国·河南 焦作 454000

**【摘要】**近几年, 监管问询函对企业的影响成为了学者们的研究焦点, 作为一种非处罚性质的监管手段, 监管问询函是证券市场监管的补充机制, 并且使证券交易所实现了由事前监督企业转向了事后监督。文章回顾了国内外文献关于监管问询函的经济后果研究, 系统梳理了其对市场反应、信息效应方面产生的影响, 并结合现有文献对未来研究指出了可能的研究方向, 以期丰富相关理论体系。

**【关键词】**监管问询函; 市场反应; 盈余管理; 审计质量

## Review and Outlook of the Economic Consequences of the Regulatory Inquiry Letter

Liu Rui

School of Finance and Economics, Henan Polytechnic University, Henan Jiaozuo 454000

**[Abstract]** In recent years, the influence of the regulatory inquiry letter on enterprises has become the research focus of scholars. As a non-punishment regulatory means, the regulatory inquiry letter is a supplementary mechanism of the securities market supervision, and the stock exchange has realized from the advance supervision of enterprises to the post-supervision. This paper reviews the research on the economic consequences of the regulatory inquiry letter, systematically sorts out its influence on the market reaction, earnings management, audit quality and other aspects, and points out the possible research directions for the future research combined with the existing literature, in order to enrich the relevant theoretical system.

**[Keywords]** Regulatory inquiry letter; Market response; Earnings management; Audit quality

**【基金项目】**河南省重点研发与推广专项(软科学)项目研究(212400410567); 国家社科基金预研项目(项目编号: GSKY2017-11)

### 1 引言

党的十九大报告指出, 市场必须重视防范金融风险, 坚定深化金融改革, 为防止发生“灰犀牛”“黑天鹅”事件, 必须强化金融监管。在实现监管模式转型的大背景下, 为了避免信息披露过程中的信息不对称问题, 证监会加大了信息披露的一线管理力度, 强化了市场的事中事后监管, 所以, 从信息披露直通车改革以来, 监管问询函成为了证券交易所对企业审查重要的“事后审查制度”。

相对国内, 国外学者有关于意见函的研究较为成熟, 涉及的领域包括问询函对相关利益者的影响、公司收函后的回函方式、避税措施、盈余管理等方面, 相关研究证实了美国证监会切实履行了监管职能。国内的相关研究证实了监管问询函能够有效地抑制企业的应计盈余管理行为, 同时发现企业内部控制存在的问题。此外, 也证实了监管问询机制能够识别非上市公司的并购重组风险, 提示企业规避风险, 加速对风险因素的调整。

### 2 监管问询函的市场反应

杨海波和李建勇<sup>[1]</sup>认为, 问询监管的市场反应为正, 澳大利亚学者 Gong N<sup>[2]</sup>的一项研究表明, 上市公司在回复交易所的监管问询函后, 市场数据显示正的异常收益率, 股价在此时存在显著的逆转现象。但也有研究显示, 在年报问询函的问询窗口期, 问询函对累计异常收益率(CAR)产生显著负面影响, 这表明相关函件的收入以及回复均会引起市场显著的负面反应<sup>[3]</sup>。

李琳<sup>[4]</sup>将深交所2015-2016年的年报问询函以及回函作为样本, 研究在函件的回复期, 内部工作人员倾向于利用信息差, 在

股票市场进行择时交易, 以减持股份的方式来避免更大的损失。如果企业收到意见函, 具有更大炒作动机的发行人会降低IPO发行价格<sup>[5]</sup>。陈运森等人<sup>[6]</sup>的一项研究发现, 企业接收到问询函公告之后, 市场对其反应显著为负, 对回函的反应显著为正, 陶雄华和曹松威也有相同的观点<sup>[7]</sup>。

### 3 监管问询函的信息效应

#### 3.1 监管问询函对盈余管理的影响

对于企业来说, 上一年年报或当年季报、半年报的收函总数越多, 或同一份财务报告被问询次数越多, 当年的盈余管理降低幅度越大<sup>[9]</sup>。Cunningham 等人<sup>[10]</sup>也发现意见函与财务盈余管理的减少和对实际盈余管理的替代有关, 随之而来的增加真实盈余管理的行为, 在民营企业、信息环境较好的企业以及多次收函企业中更为显著<sup>[11]</sup>, 而在上市时间长或是国有企业、审计师声誉高的企业这种倾向在一定程度上会得到抑制<sup>[12]</sup>。

#### 3.2 监管问询函对信息披露质量的影响

排除内生性的影响之后, 采用DID模型和PSM配对的实证研究显示, 财务报告问询函会显著降低企业的信息不对称水平和盈余管理程度, 加大上市公司实际利润与业绩预期的偏差, 提升企业业绩预报准确性<sup>[13]</sup>。信息披露质量较差、信息不对称程度较高的并购重组交易更容易收到问询函, 证实了监管问询函能够识别并购重组中的潜在风险<sup>[14]</sup>。外国学者 Bozanic Z 等人<sup>[15]</sup>发现, 作为重要监管制度的财报问询函, 能够在一定程度上督促企业减少信息披露机会主义行为, 促使企业提高信息披露质量, 发挥改善信息质量的效应<sup>[16]</sup>。

### 3.3 监管问询函对风险防范的影响

信息透明度较低的公司中,交易所年报问询函能够显著降低公司股价崩盘的风险<sup>[17]</sup>。企业收到年报问询函后,承担风险的水平显著提高,并且收到年报问询函的次数越多、问题数量越多、回函公告总数越多,对企业提高风险承担水平的作用越强<sup>[18]</sup>。从信号理论来看,重组问询函对并购交易的风险起到了预警作用。研究表明收到负面询问的企业,交易失败的风险增加,未来发生商誉减值的风险变大<sup>[19]</sup>。

## 4 监管问询函的公司治理效应

### 4.1 监管问询函对高管更换的影响

企业收到问询函的频次与高管更换的概率呈现正相关关系。进一步地,企业收到对同一份年报的问询次数越多,或是问询函中包含的问题数量越多,高管更换的概率越大<sup>[20]</sup>。现有文献显示,非处罚性监管形式的意见函、问询函能够明显提升公司高管变更的可能性;另外,问询函的特征、公司本身的治理情况等,对高管变更的概率都有或多或少的影响<sup>[21]</sup>。

### 4.2 监管问询函对纳税行为的影响

Kubick T R 等学者<sup>[22]</sup>的研究显示,收到意见函的企业,内容里面如果涉及到税务的相关信息,相对于收到非税务相关意见函的企业,会在收函之后减少避税行为,这也符合了税收成本增加的预期。

## 5 总结及研究展望

### 5.1 总结

目前的研究并没有很好的区分不同的监管问询函所带来的后果,年报问询函、重组问询函所能发挥的效果,依赖于被问询企业的具体实施业务和特征。并且,我国现有的研究对于监管问询函与其他问询机制之间的关系仍处于未知状态,对于问询函来说,它的监管效用得到了广泛的认可,但对处罚性监管,两者在处理手段、经济后果之间都存在着显著差异。对于企业所披露的内容也不准确、不全面,说法过于笼统,不利于企业进行后续预防机制的构建。最后,现有的文献以美国为主要样本来源,缺乏特殊国情下的本土证据,国内文献对于各类问询函的具体研究方向仍有可探索的空间。

### 5.2 研究展望

(1) 细分监管问询函的类型,根据类别研究不同的经济后果。在未来的研究中,针对现有研究的不足,细分监管问询函的类型,才能进一步帮助企业了解监管动向,更好的应对证券交易所的询问,提升信件使用者的阅读有效性。(2) 分析监管问询函的文本信息,从内容中找到证监会的关注方向。对问询函的文件内容、文本特性等方面进行更加深入的研究和探索,以便从文字叙述上区分不同的监管问询函,从而了解证券交易所给出的信号表示。(3) 进一步研究监管问询函与处罚性监管措施之间的关系。在尚未确认企业行为是否构成违规时,问询函能够起到提醒企业以及利益相关者的作用,为后续的处罚性函件打下基础,将两种性质的函件进行关联性的研究,能够更好地帮助监管者运用不同的监管手段,从而更加规范的约束企业的行为。

## 参考文献:

[1] 杨海波,李建勇. 问询监管的市场反应——基于深交所数据的实证分析[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2018, 33(02): 84-93.  
 [2] Gong N. Effectiveness and Market Reaction to the Stock Exchange's Inquiry in Australia[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2010, 34(7-8): 1141-1168.  
 [3] 郭飞,周泳彤. 交易所年报问询函具有信息含量吗?[J]. 证

券市场导报, 2018(07): 20-28.

[4] 李琳,张敦力,夏鹏. 年报监管?内部人减持与市场反应——基于深交所年报问询函的研究[J]. 当代财经, 2017(12): 108-119.

[5] Li B, Liu Z. The oversight role of regulators: evidence from SEC comment letters in the IPO process[J]. Review of Accounting Studies, 2017, 22(3): 1229-1260.

[6] 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(04): 155-171.

[7] 陶雄华,曹松威. 我国证券交易所问询函的公告效应分析[J]. 统计与决策, 2018, 34(23): 167-170.

[8] Johnston R, Petacchi R. Regulatory Oversight of Financial Reporting: Securities and Exchange Commission Comment Letters[J]. Social Science Electronic Publishing, 2017, 34: 1128-1155.

[9] 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, 35(03): 169-185+208.

[10] 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]. Social Science Electronic Publishing, 2020, 27(2): 917-944.

[11] 周卉. 交易所年报问询函与上市公司盈余管理方式的选择[J]. 财会月刊, 2021(20): 30-39.

[12] 张岩. 问询函监管与企业的真实盈余管理对策[J]. 当代财经, 2020(03): 90-101.

[13] 翟淑萍,王敏. 非处罚性监管提高了公司业绩预告质量吗——来自财务报告问询函的证据[J]. 山西财经大学学报, 2019, 41(04): 92-107.

[14] 李晓溪,杨国超,饶品贵. 交易所问询函有监管作用吗?——基于并购重组报告书的文本分析[J]. 经济研究, 2019, 54(05): 181-198.

[15] 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.

[16] 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, 35(08): 173-188+192.

[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, 21(10): 112-126.

[18] 邓祎璐,陆晨,兰天琪,陈运森. 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, 47(08): 123-138.

[19] 赵立彬,傅祥斐,李莹,赵妍. 交易所问询函能识别公司内控风险吗?——基于年报问询函的经验证据[J]. 南方金融, 2020(10): 40-51.

[20] 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, 32(04): 194-205.

[21] Gietzmann M, Marra A, Pettinicchio A. Comment Letter Frequency and CFO Turnover: A Dynamic Survival Analysis[J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 2016, 31(1): 79-99.

[22] Kubick T R, Lynch D P, Mayberry M A. The Effects of Regulatory Scrutiny on Tax Avoidance: An Examination of SEC Comment Letters[J]. The Accounting Review, 2016, 91(6): 1751-1780.