

交易所年报问询能提升上市公司盈余质量吗？

——基于深交所数据的实证分析

马亚红

(兰州财经大学 会计学院,甘肃 兰州 730020)

[摘要]在上市公司公告年报后,交易所会组织专业人员对年报进行审核,并针对可能的疑问向上市公司发放年报问询函,要求公司回复并公开披露。基于这一制度背景,以深交所A股上市公司为研究对象,针对2014年至2017年间年报被问询的上市公司进行研究,发现在控制其他因素后,当年度年报被交易所问询的公司,其盈余管理程度更高、盈余质量更差,表明交易所在年报审核中是有的放矢的,关注到此类盈余质量更差的公司;同时发现,国有控股公司被问询的可能性低于非国有控股公司,表明交易所在年报问询中可能存在偏倚现象;进一步检验发现在年报被问询后,公司次年的盈余管理程度依然较高,盈余质量并未得到改善,年报问询这一非处罚性监管措施在改善盈余质量方面的监管效果有限。

[关键词]年报问询函;盈余质量;信息披露监管;盈余管理;年报审核;证券市场监管;年度报告

[中图分类号]F276 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2021)02-0069-10

一、引言

随着我国证券市场监管的不断完善,监管模式逐渐由事前审核向事中和事后审核延伸,且监管重点以信息披露为核心,不断提升资本市场的公开度和透明度。上市公司年度报告内容涵盖广泛且翔实,作为重要的信息披露文件,一经公告即受到投资者的密切关注,交易所亦需要进行事后监管审核。随着以信息披露为中心的事中事后监管新机制成为交易所上市公司监管工作的要点,在上市公司年报披露后,上海证券交易所(以下简称“上交所”)和深圳证券交易所(以下简称“深交所”)公司管理部均会组织大量财务、审计、公司治理等方面的专家审核年报,并就存在的问题向上市公司发出审核问询函件,要求公司在规定期限内对问询函回复并公开披露被问询及回复情况,同时交易所也在其网站“监管信息公开”栏目中对问询函及其回复信息进行披露。

年报问询作为交易所对上市公司的监管手段之一,其初衷是为了提高上市公司的信息披露水平,使得信息披露更加公开和透明,发现问题上市公司,保护投资者利益。对上市公司而言,盈余信息是监管部门和市场参与者非常关注的信息,盈余信息的真实程度也是上市公司盈余质量高低的反映。那么作为一项监管措施,对上市公司盈余管理活动的监管效果如何是本文所关注的问题。

本文的主要贡献体现在针对我国交易所年报问询函这一非处罚性监管措施,研究其对上市公司盈余管理的治理作用,并对监管效果进行验证。年度报告作为公司重要的信息披露文件之一,在信息披露以后,监管部门组织专业人员进行审核并发布问询函,这一监管措施耗费了大量的资源,作为一项监管措施效果如何,需要我们在各个方面做出评价,并针对存在的问题做出改进。

年报事后审核一直是交易所信息披露监管的一项重要措施。在2014年之前,交易所发出年报问询函后,仅要求上市公司向交易所等监管部门回复即可,并无强制的公告要求,因此仅有少量上市公司公

[收稿日期]2020-05-02

[基金项目]甘肃省高等学校科研项目(2020B-147)

[作者简介]马亚红(1982—),女,甘肃礼县人,兰州财经大学会计学院讲师,主要研究方向为资本市场财务问题,邮箱:mayah@qq.com。

告年报问询函及其回复,资本市场信息使用者无法知悉上市公司被交易所问询这一事项以及具体问询内容。自2014年开始,深交所开始要求公司回复有关问询内容并予以公开披露,2017年开始上交所也开始披露对上市公司年度报告的事后审核情况。此做法一方面希望能提升上市公司信息披露水平,另一方面也希望市场参与主体不仅能看到上市公司披露的信息,还能了解信息披露监管过程,使市场参与者更深入地了解公司。在年报问询函强制公开披露四年之后,这一监管手段也越来越常规化,此信息的公开披露也为我们研究相关问题提供了契机。

年报问询制度是交易所常规监管措施之一,一旦上市公司被问询,则问询函以及回复将进行公开披露,该信息披露可能产生以下几个方面的后果:(1)如果问询涉及的问题较为严重,且上市公司不能做出合理的解释和处理,则会引起交易所的现场检查或者移交证监会进行立案调查;(2)问询问题如若涉及上市公司年度报告中的财务数据或其他信息披露,则可能需要对相关的年度报告进行重述或者补充公告;(3)如果问询中涉及问题较为轻微,则仅需要回复说明即可。所以年报问询制度是监管机构对上市公司进行处罚等措施的前置程序之一,问询函本身就包括了关于上市公司可能存在的一些问题,其公告必然引起市场参与者的关注和反应。

二、文献综述

(一) 问询函相关研究综述

美国证券交易委员会(SEC)会向其监管的上市公司发放意见函(Comment Letters),现有的文献主要基于SEC意见函的市场反应和监管效果进行研究。研究发现公司收到意见函后机构投资者会改变其投资水平和投资组合^[1];若公司在境外有大量的长期再投资收益,则更有可能收到SEC的意见函^[2];内部人会利用知悉的信息在意见函披露前减持股份^[3];意见函的公布导致股票盈余反应系数增加^[4]。澳大利亚证券交易所也有相应的问询制度,学者们研究了问询函公布后的市场反应相关问题^[5-7]。以上制度背景与我国交易所问询制度有一定的相似之处,但我国证券市场处于发展初期,上市公司及利益相关者面对监管措施的反应是否与发达国家资本市场一致值得研究。

针对监管机构的监管措施,我国学者主要关注相关的经济后果,并对实施效果做出评价。由于年报问询函的公开披露始于近几年,之前的学者更多围绕处罚性监管措施进行研究。随着非处罚性监管措施的不断实施,仅关注监管机构的处罚措施及其后果是不够的。在问询函公告后的近几年,作为非处罚性监管措施之一,学者们也对其实施后的经济后果进行了研究。一方面,这些研究主要关注交易所问询后的市场反应,杨海波等研究发现问询监管公告对上市公司股票超额收益有显著影响^[8];陶雄华等以A股被问询公司为样本,研究发现当上市公司由于重大资产重组行为受到问询时产生正的公告效应,当上市公司由于定期财务报告被问询时,则产生负的公告效应^[9]。围绕对上市公司年度报告进行问询的年报问询函,学者们也进行了专门的研究:李琳等针对深交所年报问询函及其公司回复函研究发现,年报监管函件披露前后的内部人存在异常减持交易,存在异常减持交易的公司年报问询函及公司回复函披露后均出现更加负面的股价反应^[10];陈运森等的研究表明,公司被问询时超额收益为负,但回函公告时超额收益为正,且上市公司特征以及年报问询函特征会影响市场的反应强度^[11];也有学者研究发现年报问询相关超额收益为负且反应具有一定的滞后性^[12]。虽然上述研究的结论有所不同,但总体表明年报问询函具有信息含量,引发市场参与者的关注并改变了投资者的预期和行为。另一方面,学者也针对年报问询函可能产生的其他经济后果进行研究,发现年报问询会导致更高的审计费用^[13],被问询公司更有可能被出具非标意见审计报告^[14],表明问询函引起了审计师的注意,审计费用和审计质量受到影响;此外年报问询能够降低公司股价崩盘风险^[15]。

通过文献的梳理可以发现,作为一项非处罚性监管措施,年报问询函具有信息含量,在公布后对资本市场参与者产生影响,有一定的经济后果。

(二) 盈余管理相关研究综述

Watts 和 Zimmerman 对盈余管理进行了定义,并将盈余管理分类为应计盈余管理和真实盈余管理,前者指在财务报告编制过程中使用职业判断改变结果,后者指通过规划交易活动改变财务报告结果^[16]。目前关于盈余管理研究的文献主要集中在以下几个方面:首先是研究哪些因素会影响企业盈余管理行为,研究者认为首次亏损的出现会引发公司的盈余管理行为^[17],为了避免亏损或获得配股权都会导致公司进行盈余管理^[18];而大股东控制权及高管控制权比例均会影响公司盈余管理行为^[19-20];被特别处理的公司更有可能进行盈余管理^[21],激进的战略导致公司盈余管理程度会更高^[22]。其次是研究盈余管理产生的经济后果,认为盈余管理不仅影响公司债务契约^[23-24],亦会影响公司未来经营业绩^[25-26]。最后是研究盈余管理的治理途径,认为机构投资者持股可以降低公司盈余管理倾向^[27],媒体关注也可以对此问题进行外部监督^[28],高质量的审计可以抑制公司盈余管理行为^[29],高质量内部控制也可以对管理层形成监督,降低盈余管理程度^[30]。

作为交易所的一项事后监管措施,年报问询函对上市公司的盈余管理行为会产生怎样的影响,是本文关注的主题。年报问询函作为一项事后监管措施,交易所监管人员在审核年报过程中是否会关注上市公司的盈余管理行为,针对高盈余管理的公司发放问询函?同时在监管措施实施以后,如果上市公司盈余管理行为被交易所关注,导致年报被问询,在之后年度上市公司盈余管理行为是否会有所收敛?围绕这几个问题,本文将展开研究。

三、理论分析与假设提出

年报审核作为交易所一项重要的监管措施,其组织和实施由交易所专业人员完成,这些专业人员具有财务会计、公司治理及法律等方面的专业知识,在年报审核中能够发现公司信息披露方面存在的问题,如财务数据的真实性和合理性。以深交所给予深圳市康达尔(集团)股份有限公司的〔2018〕年第252号年报问询函为例,该问询函中要求公司对如下几个方面的问题做出回复:(1)关于收入确认,要求公司结合深圳房地产市场的具体行情和公司的收入确认政策,说明平均销售单价和商品房销售收入的合理性和合规性;(2)关于成本的真实性和合理性,要求公司分别说明2015年至2017年平均结转成本与期末未销商品房平均成本存在较大差异的具体原因;(3)解释应收账款大幅度增加的原因;(4)解释其他应收款大额计提减值准备的原因及商誉计提减值准备的测试过程。从该问询函内容可以非常明确地看到交易所在审核年报过程中非常重视财务数据的真实性,对上市公司可能采取的财务造假或盈余管理手段都予以了关注,并要求公司对这些问题做出详细回复。我们阅读了其他公司的年报问询函,同样发现大多数年报问询函中的重点都是围绕公司财务报告展开的,对公司财务数据真实性和合理性提出的质疑。可以看出交易所在审核中非常重视财务数据本身的真实性问题,因此我们推测根据审核结果被问询的公司,其数据真实性应该较低,这里我们用盈余质量来衡量信息真实性。然而,年报问询函仅仅是提出合理的怀疑,并无足够的证据证明上市公司确实存在问题,所以交易所年报问询函是否能准确定位那些盈余质量更低的公司,据此本文提出以下假设。

假设1:当年盈余质量较低的公司,年报更容易被交易所问询。

在研究行政处罚影响因素和经济后果的过程中,部分学者将公司所有权性质作为一个重要因素进行考虑。由于我国特定的经济背景,上市公司可以分为国有控股和非国有控股。相对于非国有控股,国有控股上市公司与政府部门及相应监管机构可能产生一些关联,这些关联的存在可能导致其对监管部门进行游说,以逃避监管和处罚的行为。这些关联的存在是否会导致监管部门在处罚过程中存在“护犊子”的偏倚现象呢?现有研究发现国有控股上市公司因所有权性质而具备更高的政治关联度,更容易逃避行政监管^[31];同等情况下,国有控股上市公司受到行政处罚的概率小于非国有控股公司^[32]。根据本文研究内容,结合上述学者的研究结论,本文从交易所年报问询函的角度提出以下假设,即监管处罚可能存在产权

偏倚。

假设 2:同等情况下,与国有控股上市公司相比,非国有控股上市公司年度报告被问询概率更高。

我国资本市场发展初期,处罚性监管措施较多,非处罚性监管措施较少。而随着资本市场的不断发展,监管要求不断提高,监管手段逐渐丰富,监管从事前向事中和事后不断延伸,非处罚性监管措施也不断发展,年报问询函就是其中之一。对于监管措施提升公司盈余质量的效果问题,学者们针对不同的处罚措施,得出了不同的研究结论。有研究发现行政处罚可以减少公司的盈余管理行为,提升盈余质量^[33-34];但也有学者发现证券监管部门的行政处罚并不能改变上市公司的盈余管理行为,上市公司的盈余质量并不会提高,而且在监管处罚以后,上市公司可能会采用更隐蔽的真实盈余管理代替应计盈余管理^[35-36]。行政处罚作为处罚性监管措施,其治理效果目前来看仍具有不确定性。那么作为非处罚性监管措施,交易所年报问询函是否能真正具有对盈余管理的治理作用呢?虽然被交易所问询且公开问询信息会引起资本市场参与者的关注,作为专业人员,交易所监管人员的职业判断能力可能会优于资本市场中缺乏财务等专业知识的普通投资者,问询函会以公开披露的方式曝光存在疑点的问题,增加企业盈余管理行为被发现的风险。但是,交易所年报问询是一种非处罚性监管措施,只要公司能合理回答交易所提出的问询,则不会产生太大的影响。同时如果公司年报被问询后当年度未受到其他相应处罚,则可以认为此类问题并没有那么严重,在之后的年度便可如法炮制,且因信息已经披露,利益相关者的关注程度也会降低。因此年报问询函监管的震慑效果较弱,可能无法改变公司进行盈余管理的动机,且问询函并不具备处罚性,无法达到相应的惩治效果。据此本文提出以下假设。

假设 3:公司年度报告被问询后,盈余质量未得到改善。

四、研究设计

(一) 数据来源

经检索上交所和深交所网站,深交所自 2015 年开始在其“监管信息公开”专栏发布年报问询函以及公司回函信息,上交所自 2017 年开始。鉴于深交所年报问询函披露情况更为完整,时间跨度更长,本文以深交所官网公布的 2014 年至 2017 年年报问询函(问询函实际公布年度为 2015 年至 2018 年)为对象,手工检索并整理出年报问询函相关资料。本文研究样本为在深交所上市的 A 股上市公司,同时作了如下处理:(1)剔除银行、保险等金融行业上市公司;(2)剔除截至 2017 年 12 月 31 日已退市的公司样本;(3)剔除研究数据不全的公司;(4)在验证假设 3 的过程中,根据需要剔除 2014 年度数据和各年度新上市公司。研究所需其他数据来自 CSMAR 和 WIND 数据库。研究中为减少异常值的影响,对连续变量在 1% 和 99% 分位水平上进行 Winsorize 处理。数据处理和实证分析使用 Stata15.0 软件完成。

(二) 变量设定与度量

1. 盈余质量

根据 Dechow 等的研究^[37],本文采用修正的 Jones 模型测度应计盈余管理水平,反映公司盈余质量。具体计算过程如下:

(1) 对深交所 A 股上市公司数据根据以下模型分行业、分年度进行回归,行业分类按照证监会 2012 分类标准,对制造业保留两位行业代码,得到参数 β_0 、 β_1 、 β_2 的分行业、分年度估计值。

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{\Delta A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

其中 $TA_{i,t}$ 为公司 i 第 t 期的总应计利润,其值等于营业利润减去经营活动现金流量净额; $\Delta REV_{i,t}$ 为公司 i 第 t 期与 $t-1$ 期的营业收入的差额; $\Delta REC_{i,t}$ 为公司 i 第 t 期期末与 $t-1$ 期期末的应收账款的差额; $PPE_{i,t}$ 为公司 i 第 t 期期末的固定资产原值;为了去除规模的影响,本文引入公司 i 第 $t-1$ 期期末的总资产 $A_{i,t-1}$ 。

(2) 将根据上述公式计算出的系数估计值代入以下公式,计算出每家公司的非操纵性应计利润 NDA 。

$$NDA_{i,t} = \beta_0 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}}$$

(3) 计算可操纵应计利润,即盈余管理程度 DA 。

$$DA_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} - NDA_{i,t}$$

当 DA 为正数,说明公司调增利润,进行向上的盈余管理,当 DA 为负数,说明公司调减利润,进行向下的盈余管理。根据本文的研究目的,我们也对 DA 取绝对值为 $|DA|$,其值越大说明盈余管理程度越高,公司盈余质量越低。在检验假设3的过程中,为反映公司盈余质量的变化情况,设定变量 $\Delta|DA|$,其值等于当年度 $|DA|$ 值减去上年度 $|DA|$ 值,数值若为负数且负值越大,表示盈余改善程度越高。

2. 年报问询函

本文分别设定两个变量 $Inquiry_1$ 和 $Inquiry_2$ 表示上市公司是否收到年报问询函。若公司当年度年报被交易所问询,则 $Inquiry_1$ 取值为1,否则为0;当公司前一年度年报被交易所问询,则 $Inquiry_2$ 取值为1,否则为0。根据对深交所网站公布信息的统计,深交所在2015年至2018年对深市主板、中小板和创业板上市公司发出年报问询函的情况为:2015年针对108家公司2014年度年报共计发出114封年报问询函;2016年针对177家公司2015年度年报共计发出188封年报问询函;2017年针对200家公司2016年年度报告共计发出206封年报问询函;2018年针对298家公司2017年年度报告共计发出311封年报问询函。在研究过程中,针对一年内多次收到交易所问询函的公司,我们将其视为一次观测。

3. 其他变量

参照现有的研究^[32,34],本文的控制变量主要包括企业规模、盈利指标、财务杠杆、现金流量等几个公司特征指标;同时因年度报告中最主要的组成部分财务报告是经过审计师审计后公告的,年报是否被问询与审计质量存在相关性,因此本文也控制了审计意见类型和会计师事务所特征。另外在我国A股上市的公司,如因违规或其他原因被特殊处理,则其股票简称前会被冠以ST,这类型的公司本身有一定的问题,因此在研究中也控制公司是否被ST。除此以外,由于我国上市公司根据控股股东性质的不同,可以分为国有控股和非国有控股,两类公司在公司治理方面存在不同,导致产权性质也可能会影响公司盈余质量,因此在研究中对产权性质进行控制。最后控制了公司治理特征变量是否两职合一、公司董事会规模和第一大股东持股比例。具体变量名称及定义如表1所示。

表1 变量名称及定义表

变量类型	变量名称	variable name	变量定义
被解释变量	年报问询1	$Inquiry_1$	若公司当年度年报被问询则取值为1,否则为0
	盈余质量变化	$\Delta DA $	当年度 $ DA $ 减去上年度 $ DA $
解释变量	盈余质量1	$ DA $	根据修正的Jones模型测度出的可操控应计绝对值
	盈余质量2	DA	根据修正的Jones模型测度出的可操控应计金额
控制变量	年报问询2	$Inquiry_2$	若公司前一年度年报被问询则取值为1,否则为0
	产权性质	soe	当公司为国有控股时取1,否则为0
	公司规模	$size$	公司年末资产总额取对数
	财务杠杆	lev	公司年末资产负债率
	盈利能力	roa	公司当年总资产收益率
	现金流量	cfo	公司经营活动现金流量净额
	审计意见	$opinion$	标准无保留意见取1,否则为0
	事务所类型	$audit$	年报审计的会计师事务所为“四大”取1,否则为0
	是否ST	st	公司简称中含ST则为1,否则为0
	两职合一	$duality$	若董事长与总经理不是同一人则为1,否则为0
董事会规模	$board$	董事会人数加1取自然对数	
第一大股东持股比例	$first$	第一大股东持股比例	
年度	$year$	自然年度	
行业	$industry$	根据证监会2012年发布的行业分类确定	

(三) 模型设定

为验证假设 1 和假设 2,以当年度年报是否被问询为被解释变量,以盈余质量为解释变量,在控制其他变量的基础上设定模型(1):

$$inquiry_1_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 |DA|_{i,t} + \beta_2 soe_{i,t} + \beta_3 lev_{i,t} + \beta_4 roa_{i,t} + \beta_5 cfo_{i,t} + \beta_6 opinion_{i,t} + \beta_7 audit_{i,t} + \beta_8 size_{i,t} + \beta_9 st_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)的研究样本为 2014 年至 2017 年深交所 A 股上市公司,共计 6702 个公司年度观测符合要求。

为验证假设 3,以盈余质量的变化作为被解释变量,以前一年度年报是否被问询作为解释变量,在控制其他变量的基础上设定模型(2):

$$|DA| \setminus \Delta |DA|_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 inquiry_2_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 lev_{i,t} + \beta_4 roa_{i,t} + \beta_5 cfo_{i,t} + \beta_6 opinion_{i,t} + \beta_7 audit_{i,t} + \beta_8 soe_{i,t} + \beta_9 st_{i,t} + \beta_{10} duality_{i,t} + \beta_{11} board_{i,t} + \beta_{12} first_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型(2)主要为检验年报被问询后上市公司的盈余质量变化情况,我们从两个方面进行验证。首先,以当年度 $|DA|$ 为被解释变量,检验被问询以后年度其盈余质量绝对值的高低。其次,我们以当年度的 $|DA|$ 减去上一年度的 $|DA|$ 来度量 $\Delta |DA|$,如该值为负数,则说明公司盈余管理程度降低,盈余质量有所改善。由于要计算 $\Delta |DA|$,需要上年度数据,因此 2014 年及当年度 IPO 公司在该研究中被剔除,在该检验中研究样本为 2015 年至 2017 年深交所 A 股上市公司,共计 4831 个公司年度观测值。

五、实证结果及其分析

(一) 描述性统计

主要变量描述性统计结果如表 2 所示。从描述性统计结果来看,DA 的均值接近于 0,说明有公司进行正向的盈余管理,也有公司进行负向的盈余管理。Inquiry_1 表明有 11.22% 的上市公司当年度年报被问询,Inquiry_2 表明有 9.6% 的上市公司上年度年报被问询。

(二) 回归分析结果

首先为检验假设 1 和假设 2,以公司当年度报告是否被问询为被解释变量,以盈余管理程度 $|DA|$ 为解释变量,进行 Logit 回归结果如表 3 所示。表 3 第(1)列所列示结果为不控制其他变量的情况下对 Inquiry_1 和 $|DA|$ 做 Logit 回归,显示盈余管理程度越高,盈余质量越差,公司当年度年报被问询的可能性越高,初步验证了假设 1。在表 3 第(2)列中,我们加入控制变量,结果依然显示出盈余质量差的公司被问询的概率更高一些。这说明交易所在组织专业人员进行年报事后审核的过程

中,通过对年报所披露信息的分析,确实可以发现那些盈余质量更差的公司,可见年报的事后审核是具备一定的监管效力的。从控制变量来看,公司规模对是否问询影响不显著,而财务指标资产负债率和总资产收益率则显著相关,负债率越高的企业越容易被问询,而收益率越高的企业越不容易被问询,这与我们一般的认识是一致的。经营活动现金流量净额与是否被问询负相关,但不显著。从审计的角度来看,如果审计师出具标准无保留意见的审计报告,则年报被问询的可能性更低,同时“四大”会计师事务所担任审计师的公司被问询的可能性更低。当公司股票被特别处理时,公司被问询的可能性更高。

表 2 主要变量描述性统计结果

变量名称	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
$ DA $	6702	0.114	0.107	0	0.552
DA	6702	-0.048	0.144	-0.475	0.380
$\Delta DA $	4831	0.0037	0.147	-0.528	0.550
Inquiry_1	6702	0.112	0.316	0	1
Inquiry_2	4831	0.096	0.294	0	1
soe	6702	0.225	0.417	0	1
cfo	6702	2.650	8.290	-1.870	5.420
roa	6702	0.0427	0.0559	-0.165	0.210
lev	6702	0.397	0.202	0.0523	0.886
size	6702	21.96	1.091	19.80	25.38
st	6702	0.0160	0.125	0	1
opinion	6702	0.969	0.175	0	1
audit	6702	0.0267	0.161	0	1
duality	6702	0.684	0.465	0	1
board	6702	2.22	0.18	2.07	2.94
first	6702	0.32	0.14	0.036	0.89

对于产权性质变量,其系数为负数,且在1%水平上显著。这说明在控制其他变量的情况下,公司为国有控股时,其被问询的可能性更低。这也就初步验证了假设2,说明在年报问询这一非处罚性监管措施中,监管部门也存在对国有控股上市公司的偏倚现象。

进一步分析,公司在进行盈余管理时根据需要会有不同的方向,比如想扭亏为盈的公司会进行向上的盈余管理,表现为DA是正数,而当年利润较多想隐藏部分利润以备不时之需的公司则会进行向下的盈余管理,表现为DA是负数。相对而言,向上的盈余管理可能意味着公司经营状况不佳,涉及虚增利润等行为,其危害程度较向下的盈余管理更高,那么交易所在进行年报审核监管的过程中,是否会更关注向上的盈余管理,也就是向上盈余管理程度更高的企业,其年报被问询的可能性更高呢?为回答这一问题,我们利用模型(1),并将其中的解释变量|DA|更换为未进行绝对值处理之前的DA,其值为负代表向下的盈余管理,其值为正代表向上的盈余管理,如果交易所确实会更关注那些正向盈余管理的公司,则DA的系数应该为正。具体分析结果如表3第(3)列所示,根据结果我们可以看到,DA与是否被问询正相关,但结果不显著,我们的假设未得到验证,说明交易所在审核过程中可能更关注信息披露的真实性。其他控制变量系数显示的结果与之前的分析一致。

为验证假设3,我们从以下角度进行分析。根据模型(2),首先以公司盈余质量|DA|为被解释变量,以公司前一年度报告是否被问询Inquiry_2为解释变量,在控制其他变量的基础上进行回归分析,检验公司在年度报告被问询的次年盈余质量的高低,也初步验证年报被问询这一非处罚性监管手段对改善公司盈余质量的效果。如果Inquiry_2的系数为负数,则说明监管措施对盈余质量的改善是有效果的,具体结果如表4所示。表4第(1)列为未控制其他变量的分析结果,第(2)列为加入控制变量的分析结果。第(1)列、第(2)列的结果均表明,Inquiry_2的系数为正值,这说明在公司前一年度年报被交易所问询后,次年公司盈余管理水平相对于未被问询的公司仍然较高,盈余质量并未得到改善,初步验证了假设3。

为进一步分析假设3,参照前人的研究^[32],本文以公司盈余质量变化 $\Delta|DA|$ 为被解释变量,以公司前一年度报告是否被问询Inquiry_2为解释变量,在控制其他变量的基础上进行回归分析。如果年报被问询这一非性监管手段对改善公司盈余质量确实有效,则公司前一年度年报被问询后,之后年度盈余管理程度应该降低, $\Delta|DA|$ 更可能是一个负值,因此若Inquiry_2的系数值为负数,则表明被问询公司盈余质量有所

表3 盈余质量与年报被问询关系分析

Inquiry_1	(1)	(2)	(3)
DA	1.906*** (4.30)	0.969** (2.10)	0.152 (1.34)
DA			
soe		-0.563*** (-3.51)	-0.480*** (-3.65)
size		0.0286 (0.42)	-0.0622 (-0.97)
lev		0.872** (2.58)	0.936*** (2.86)
roa		-12.78*** (-12.27)	-12.25*** (-11.95)
cfo		-5.64 (-0.69)	-6.78 (-0.82)
opinion		-2.894*** (-11.92)	-2.685*** (-11.27)
audit		-1.653*** (-2.68)	-1.242* (-1.71)
st		4.700*** (12.13)	4.173*** (11.50)
cons	-3.561*** (-27.29)	-0.658 (-0.47)	1.776 (1.30)
N	6 702	6 702	6 702

备注:括号中为t值,***表示检验在1%的水平上显著,**表示检验在5%的水平上显著,*表示检验在10%的水平上显著,下同。

表4 盈余质量与前一年度年报是否被问询的实证检验一

DA	(1)	(2)
Inquiry_2	0.031*** (4.95)	0.019*** (2.83)
size		-0.002 (-0.77)
lev		0.050*** (4.44)
roa		-0.043 (-1.14)
cfo		-0.00001 (-0.32)
opinion		-0.041*** (-3.70)
audit		-0.003 (-0.30)
st		-0.001 (-0.07)
soe		0.001 (0.18)
duality		0.007** (2.19)
board		-0.011 (-1.11)
first		0.020 (1.64)
cons	0.118*** (71.01)	0.192*** (3.92)
N	5 168	5 168

改善。根据这一思路所得的结果见表5第(1)列、第(2)列。在不控制其他变量的情况下, *Inquiry_2* 的系数为正, 加入控制变量后为负数且很小; 无论是否加入控制变量, *Inquiry_2* 的系数均不显著, 再次验证了假设3。这表明公司前一年度年报被交易所问询后, 盈余质量并未得到改善, 说明这一监管措施的监管效果有限。

在此基础上, 区分产权性质对该问题进行进一步分析, 将上市公司区分为国有控股和非国有控股公司两组, 并按照上述方法分别进行实证检验, 结果如表5第(3)列、第(4)列所示。在国有控股公司组, *Inquiry_2* 的系数为正且该系数在10%水平上显著, 意味着年报问询函发放后的次年盈余质量更差; 而非国有控股公司组, *Inquiry_2* 的系数为负且较小, 说明发放年报问询函与盈余质量改善正相关, 但该系数不显著。这一结果同样表明, 年报问询函这一监管措施对盈余质量的改善效果有限。

(三) 稳健性检验

本文所研究问题可能存在内生性, 为剔除内生性的影响, 采用倾向得分匹配法(PSM)进行进一步分析。以满足研究条件的前一年度年报被问询公司为处理组, 控制研究中变量匹配未被问询的公司作为对照组样本。经过PSM处理后, 限于篇幅未列示的平衡性检验结果显示, 匹配后的处理组样本与对照组在主要控制变量方面基本不存在显著差异。用匹配成功后的样本进行模型(2)的回归检验, 具体结果如表6所示, 与前文基本一致, *Inquiry_2* 的系数不显著, 说明上年度年报被问询对盈余质量治理效果有限, 研究结论具有一定的稳健性。

表5 盈余质量变化与前一年度年报是否被问询的实证检验二

$\Delta DAI $	全部样本		国有控股公司	非国有控股公司
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Inquiry_2</i>	0.004 (0.61)	0.0003 (0.03)	0.034 * (1.79)	-0.009 (-0.99)
控制变量	未控制	控制	控制	控制
<i>cons</i>	0.003 *** (2.81)	0.090 ** (2.00)	-0.113 (-1.24)	0.148 *** (2.80)
N	4 831	4 831	1 116	3 715

表6 PSM后盈余质量变化与前一年度年报是否被问询的实证检验

$\Delta DAI $	全部样本		国有控股	非国有控股
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Inquiry_2</i>	-0.003 (-0.25)	-0.002 (-0.21)	0.036 (1.37)	-0.011 (-0.88)
控制变量	未控制	控制	控制	控制
<i>cons</i>	0.006 (0.69)	0.044 (0.33)	0.303 (1.09)	0.025 (0.16)
N	730	730	154	576

六、结论性评述

随着我国资本市场信息披露的不断规范和监管方式的不断创新, 年报问询函这一交易所监管工具作为重要信息披露文件年度报告的监管手段, 从2014年起以公开信息的方式向市场披露, 这一监管方式变化引起了资本市场参与者的关注。年报问询函一方面改变了以往比较单向的监管方式, 上市公司不仅需要公告公司年报被问询这一事实, 同时也要在交易所限定期限内回复年报问询函中问题并予以公告, 部分情况下还需要公司独立董事或会计师事务所出具相应的意见。这必然会对上市公司年度报告信息的披露施加压力、提高要求, 增加信息披露违规成本。作为一项监管措施, 其产生了怎样的经济后果, 监管效果如何就成为一个值得研究的问题。本文即是在此制度背景下展开研究, 以我国深交所A股上市公司为研究样本, 对年报问询这一监管方式提升公司盈余质量方面的效果进行研究。

根据本文研究结果, 首先交易所年报监管问询函所针对的对象确实是盈余管理程度更高、盈余质量更差的公司, 这说明交易所在年报事后审核过程中, 确实是关注到了这些公司异常的盈余质量, 被问询公司盈余质量更差, 亦表明这一监管措施在实施过程中目标明确, 准确定位了问题公司, 监管具有效率。其次, 针对年报问询函是否能够减少公司盈余管理行为这一问题, 我们发现被问询公司在之后年度的盈余质量并未得到改善, 依然是盈余管理水平高、盈余质量差。这一结论表明, 监管问询函的实施并没有显著改善被问询公司的盈余质量, 被问询公司可能仅仅是在形式上满足了监管要求, 但实际上其盈余管

理程度依然很高,监管问询函在改善公司盈余质量方面的监管效果是不显著的。因此,为了更进一步提升上市公司信息披露质量,实质上改变上市公司利用盈余管理等手段调节利润、满足监管要求的问题,必须加大对信息披露违规处罚力度,增加信息披露违规成本,通过严格执法,保证信息披露质量。作为一项非处罚性监管措施,由于上市公司在年报监管问询后并不会面临直接处罚,只需要披露相应信息即可,因此其威慑力较处罚性监管措施更弱。为了加强监管效果,监管机构应更进一步实施后续监管,跟进问题上市公司,在监管中要实质重于形式,关注上市公司通过盈余管理调节利润,满足监管要求的情形。在此过程中,对于确实违规的公司,必须采取其他处罚性监管措施,不能以信息披露代替违规惩处,唯有如此,才能改善年报问询函的监管效果,提高上市公司信息披露质量,为更加公开、真实的信息披露提供保障。

参考文献:

- [1] Gietzmann M B, Isidro H. Institutional investors' reaction to SEC concerns about IFRS and US GAAP reporting[J]. *Journal of Business Finance and Accounting*, 2013, 40(7-8): 796-841.
- [2] Eiler L, Kutcher L. SEC comment letters related to permanently reinvested earnings[J]. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 2016, 34(3): 110-116.
- [3] Dechow P M, Lawrence A, Ryans J P. SEC comment letters and insider sales[J]. *The Accounting Review*, 2016, 91(2): 401-439.
- [4] Johnston R, Petacchi R. Regulatory oversight of financial reporting: Securities and exchange commission comment letters[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2017, 34(2): 1128-1155.
- [5] Gong N. Effectiveness and market reaction to the stock exchange's inquiry in Australia[J]. *Journal of Business Finance and Accounting*, 2007, 34(7-8): 1141-1168.
- [6] Drienko J, Sault S J. The intraday impact of company responses to exchange queries[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2013, 37(12): 4810-4819.
- [7] Drienko J, Sault S J, Reibniz A H V. Company responses to exchange queries in real time[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2017, 45(5): 116-141.
- [8] 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(2): 84-93.
- [9] 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(23): 167-170.
- [10] 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.
- [11] 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.
- [12] 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(7): 20-28.
- [13] 陈硕, 张然, 陈思. 证券交易所年报问询函影响了审计收费吗? ——基于沪深股市上市公司的经验证据[J]. *经济经纬*, 2018(4): 158-164.
- [14] 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*, 2018(5): 82-88.
- [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] Watts R L, Zimmerman J L. *Positive accounting theory*[M]. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1986.
- [17] 陆建桥. 中国亏损上市公司盈余管理实证研究[J]. *会计研究*, 1999(9): 25-35.
- [18] 陆宇建. 从 ROE 与 ROA 的分布看我国上市公司的盈余管理行为[J]. *经济问题探索*, 2001(3): 63-69.
- [19] 雷光勇, 刘慧龙. 大股东控制、融资规模与盈余操纵程度[J]. *管理世界*, 2006(1): 129-136.
- [20] 王克敏, 王志超. 高管控制权、报酬与盈余管理——基于中国上市公司的实证研究[J]. *管理世界*, 2007(7): 111-119.
- [21] 蔡春, 朱荣, 和辉, 等. 盈余管理方式选择、行为隐性化与濒死企业状况改善——来自 A 股特别处理公司的经验证据[J]. *会计研究*, 2012(9): 31-38.
- [22] 孙健, 王百强, 曹丰, 等. 公司战略影响盈余管理吗? [J]. *管理世界*, 2016(3): 160-169.
- [23] 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.
- [24] 方红星, 刘淑花. 盈余管理与企业债务期限[J]. *财经问题研究*, 2017(5): 57-64.

- [25]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.
- [26]许文静,王君彩. 应计盈余管理动机、方向与公司未来业绩——来自沪市A股经验证据[J]. 中央财经大学学报,2018(1):68-76.
- [27]高雷,张杰. 公司治理、机构投资者与盈余管理[J]. 会计研究,2008(9):64-73.
- [28]于忠泊,田高良,齐保奎,等. 媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察[J]. 管理世界,2011(9):127-140.
- [29]范经华,张雅曼,刘启亮. 内部控制、审计师行业专长、应计与真实盈余管理[J]. 会计研究,2013(4):81-88.
- [30]刘启亮,罗乐,张雅曼,高管集权、内部控制与会计信息质量[J]. 南开管理评论,2013(1):15-23.
- [31]李敏才,罗党论. 政治关联、审计师选择与审计师独立性——基于中国A股民营上市公司的经验证据[J]. 中国会计与财务研究,2011(2):1-44.
- [32]刘慧婷,杨永聪. 企业产权性质影响了证券监管的有效性吗?——基于企业盈余管理的视角[J]. 广东财经大学学报,2018(1):1-44.
- [33]夏立军,鹿小楠. 上市公司盈余管理与信息披露质量相关性研究[J]. 当代经济管理,2005,27(5):145-150.
- [34]沈红波,杨玉龙,潘飞. 民营上市公司的政治关联、证券违规与盈余质量[J]. 金融研究,2014(1):194-206.
- [35]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.
- [36]高利芳,盛明泉. 证监会处罚对公司盈余管理的影响后果及机制研究[J]. 财贸研究,2012(1):134-141.
- [37]Dechow P M, Sloan R G, Sweeney A P. Detecting earnings management[J]. The Accounting Review, 1995, 70(2):193-225.

[责任编辑:高婷]

Can the Stock Exchange's Annual Report Inquiry Improve Earnings Quality of Listed Companies?

An Empirical Analysis Based on Data of Shenzhen Stock Exchange

MA Yahong

(School of Accounting, Lanzhou University of Finance and Economics, Lanzhou 730020, China)

Abstract: After the listed company discloses the annual report, the exchange will organize professionals to review the annual report, and issue an annual report inquiry letter to the listed company for possible questions, requesting the company to reply and publicly disclose. Based on this institutional background, this paper takes the A-share listed companies of Shenzhen Stock Exchange as the research object, and studies the listed companies whose annual reports were inquired from 2014 to 2017. The research finds that after controlling other factors, when the annual report is inquired by the exchange, the company has a higher degree of earnings management and a worsening earnings quality, which indicates that the exchange is targeted in the annual report review, focusing on companies with poorer earnings quality. It is also found the possibility of state-controlled listed companies being questioned is lower than non-state-owned holdings companies, indicating that there is a bias in the annual report inquiry of the exchange. Further test shows that after the annual report is inquired, the level of earnings management of the company in the next year is still high, and earnings quality has not been improved. The regulatory effect of annual report inquiry, a non punitive regulatory measure, is limited in improving earnings quality.

Key Words: annual report inquiry letter; earnings quality; information disclosure supervision; earnings management; reviewing of annual report; supervision of stock market; annual report