

证券交易所一线监管与会计稳健性

——基于年报问询函的证据

姜永宏¹, 林树哲², 穆金旗¹

(1. 暨南大学 经济学院, 广东 广州 510632; 2. 国家税务总局 东莞市税务局, 广东 东莞 523000)

[摘要] 会计信息缺乏稳健性损害了股东和债权人的利益, 如何进行有效监管是学界和实务界共同关注的焦点问题。选取 2015—2019 年沪深 A 股上市公司为研究对象, 实证分析沪深交易所年报问询函制度对会计稳健性的治理效果, 研究发现, 年报问询函显著提高了被问询企业的会计稳健性, 且当同一年报被问询次数越多、年报问询函问题数量越多、年报问询函需要中介机构发表意见、企业延期回函时, 提升作用越大。进一步分析发现, 对于负债率较高、内部控制质量较差的企业, 年报问询函的监管效果更佳, 同时监管依赖于信息环境, 当企业信息环境较好时效果更明显; 作用机制检验表明, 年报问询函通过降低信息不对称、提高独立董事履职独立性和强化投资者关注来提高会计稳健性。结论表明, 年报问询函能有效提高上市公司信息质量, 发挥一线监管职能, 为监管层进一步“加强事中事后监管, 完善分级分类监管”及提高上市公司会计稳健性提供了政策思路。

[关键词] 年报问询函; 一线监管; 证券交易所; 会计稳健性; 信息披露; 资产负债率; 投资者关注; 信息环境

[中图分类号] F830.9 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2023)01-0068-11

一、引言

党的十八大以来, 资本市场监管机构不断致力于深化监管体制改革, 创新监管模式, 转变监管思路, 提高上市公司质量。2013 年信息披露直通车全面实施后, 交易所开始向全体公众公开披露年报问询函相关信息。2015 年以来沪深交易所问询上市公司的频率逐步攀升, 财经媒体对问询函的有关报道相应增加, 投资者也逐渐重视这一监管政策对上市公司的实际影响。以问询函为代表的证券交易所一线监管在监管体系中的角色日益突出。在此背景下, 深入探究问询函的实际监管效果对于完善事中、事后监管体制以及促进上市公司高质量发展具有重要意义。

在党的十九大报告提出“防范化解重大风险”的背景下, 会计稳健性的风险预警和风险缓冲功能尤为重要。然而, 我国上市公司会计信息缺乏稳健性的情况较为严重, 高估经济收益、低估经济损失的会计行为屡见不鲜, 未经充分确认就提前释放“好消息”, 蓄意隐藏或延迟披露“坏消息”的事件时有发生, 比如, 著名的獐子岛扇贝“逃跑”事件、康美药业与康得新的“双康事件”、广州浪奇深陷存货“不翼而飞”的财务黑洞后又突然传出 26 亿拆迁款“重磅利好”的消息等。值得一提的是, 交易所均在上述事件发生的第一时间发放问询函了解情况, 履行了一线监管职能。较低的会计稳健性导致股东与上市公司严重的信息不对称, 削弱了投资者信心, 不利于资本市场健康运行。鉴于此, 本文从会计稳健性视角切入, 探究并丰富问询函的经济后果, 也为监管层提高上市公司会计信息质量提供政策思路。

国内外研究发现问询函直接的作用在于信息改善方面, 能够有效提高上市公司信息披露质量^[1-2]、

[收稿日期] 2021-11-22

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目(71971098); 国家自然科学基金青年项目(72101063)

[作者简介] 姜永宏(1969—), 男, 四川绵阳人, 暨南大学经济学院教授, 博士生导师, 主要研究方向为公司金融; 林树哲(1997—), 男, 广东汕尾人, 国家税务总局东莞市税务局职员, 主要研究方向为政府监管与公司治理, 通讯作者, 邮箱: Linshuzhe@163.com; 穆金旗(1995—), 男, 河南上蔡人, 暨南大学经济学院博士生, 主要研究方向为公司治理。

改善信息环境^[3-4]。而问询过程中披露的高质量会计信息不仅有利于提升公司治理水平、改善内部控制质量^[5]、抑制盈余管理^[6],还有利于资本市场高质量发展,显著降低股价崩盘风险^[7]、股价同步性^[8]、大股东掏空^[9]等资本市场风险。同时,问询函监管还具有溢出效应,提高了独立董事^[10]、审计师^[11]、分析师^[12]等外部机构的履职独立性、勤勉性,对未收函的同行业企业和具有联结关系的企业也能起到震慑效果^[13]。改善信息质量是问询函制度推行的出发点,因此也自然是研究关注的重点。对于问询函监管的有效性,学者提供了一些证据,却忽略了对“问询函是否对企业会计稳健性具有治理作用”这个重要议题的回答,同时对于会计稳健性影响因素的相关研究主要集中在公司个体层面^[14-15]和宏观政策层面^[16-17],尚未有学者从交易所一线监管的视角对公司会计稳健性的影响展开研究,这也为本文提供了研究机会。

理论上,一方面,交易所问询会直接影响被问询企业的会计稳健性。原因在于交易所针对年报中财务信息披露不充分、不准确、不及时的公司进行问询并要求其在一定期限内给出答复。而上市公司在收函、回函过程中会增加信息披露数量^[1-2]。更多的信息披露使得“好消息”有了更充分真实的证据,“坏消息”得以及时释放,从而企业的会计稳健性得以提高。另一方面,交易所年报问询函能改善企业内部控制,督促大股东、董事会、债权人加强内部监督,使管理层不规范行为得到收敛^[5],并且公告引起公众媒体、机构投资者、分析师等关注会带来外部监督压力^[6],内外部监督力度的增强将减少管理层操纵数据的机会主义和激进的会计处理行为,使会计信息更加审慎稳健,从而提高会计稳健性。

基于此,本文从会计稳健性这一重要的会计信息质量特征考察年报问询函的经济后果。本文的边际贡献主要在于:第一,丰富了关于问询函监管经济后果的研究。已有文献主要从会计信息质量^[6]、会计信息可比性^[2]、业绩预告质量^[4]等角度研究了年报问询函的经济后果,鲜有学者从会计稳健性这一会计信息质量重要特征考察年报问询函的监管作用。本文从会计稳健性视角切入,为交易所一线监管的有效性提供了新证据,拓展了年报问询函经济后果的研究。第二,本文进一步发现年报问询函细分特征不同所产生的监管效果差异,年报问询函对于不同特征的上市公司的异质性作用,同时检验了年报问询函的作用渠道,有助于监管层有的放矢地采取针对性监管措施,也为监管层提高企业会计稳健性拓展了新的思路。第三,基于我国交易所问询函的特殊场景和政策背景,本文结论具有一定的现实意义。在我国交易所自律性监管的特殊场景和政府“放松管制,加强监管”的改革思路下,年报问询函是否具有监管作用关乎资本市场能否健康运行,本文证实了年报问询函监管的有效性,为监管层加强交易所一线监管提供了证据支撑。

二、理论分析与研究假设

根据 Watts 的理论研究,会计稳健性的影响因素主要有契约关系、诉讼风险、税收、管制^[18]。基于此,本文认为年报问询函通过直接和间接两种渠道提高公司的会计稳健性。直接渠道上看,年报问询函直接对财务报告存疑事项进行问询,增加信息披露数量并提高信息披露质量,使得经济收益有更加充分的信息依据,经济损失也得以及时披露,会计稳健性提高。间接渠道上看,一方面年报问询函能缓解股东和管理层的信息不对称,使股东更加了解公司的真实经营状况,便于股东察觉管理层盈余管理、操纵数据等自利行为,缓解代理冲突。另一方面,年报问询函还能引起投资者、媒体、审计师等的广泛关注和后续跟踪,管理层机会主义行为更容易暴露,外部监督压力促使管理层更及时、准确、合理地进行信息确认和披露,抑制操纵会计数据的动机和能力,提高会计稳健性。以下我们对两种渠道展开讨论。

首先,交易所问询函制度可以视为监管层对上市公司会计信息质量要求的一种柔性管制^[19]。交易所从专业的角度向披露存疑的上市公司发出年报问询函,要求上市公司针对年报中的重要事项、复杂事

项进行补充披露和解释说明,有利于增加上市公司披露的信息数量,提高上市公司披露的信息质量和可理解性^[6],公司的经济收益有了更加充分的依据,经济损失也能及时对外披露。同时,交易所审查的专业性和对信息质量要求的严密性会产生震慑力,管理层在监管压力下会提高会计信息的准确性,操纵和掩饰会计数据的动机和机会得到抑制,从而会计稳健性得以提高。其次,根据契约理论,股东-管理层薪酬契约和债务契约的存在导致大股东、董事会、债权人等对会计稳健性的需求^[18]。公司管理层凭借自身的信息优势而存在的主观操纵信息的自利行为在降低会计稳健性的同时也严重损害了大股东、董事会、债权人的利益^[14]。因此,公司收到年报问询函可能会引起利益相关者的关注和重视。他们出于维护自身利益的目的,会更加积极地了解公司真实的经营状况和财务情况,加强对管理层的监督。监督力度的提高进一步使得管理层盈余管理、操纵信息等自利行为更容易被察觉并促使其减少机会主义行为,降低信息不对称,从而提高会计稳健性。最后,交易所问询导致的违规成本和外部监督压力作为“诉讼风险”会间接提高会计稳健性。一方面,投资者从“公开透明”的问询事件中能得到更多有效的信息,这提高了其对上市公司的了解度、关注度和谨慎性,促使管理层在聚光灯下更加审慎地披露会计数据^[20]。另一方面,被问询的上市公司会给投资者留下“坏”印象并使其对公司经营业绩的真实性、合法性产生怀疑,可能导致公司股价暴跌、评级下降等负面影响。高昂的违规成本使管理层自觉避免激进的会计处理方法。此外,年报问询函还能提高审计质量,激励审计机构保持独立性,保障财务报告会计信息的准确性、真实性^[11]。

综上,本文提出核心研究假设:年报问询函能够提高公司的会计稳健性。

三、实证研究设计

(一) 研究样本与数据来源

本文选取2015—2019年沪深A股上市公司为研究对象,并对数据进行如下处理:(1)剔除金融、保险类样本;(2)剔除数据缺失样本;(3)为降低异常值的影响,对连续变量进行上下1%的Winsorize处理。最终得到12198条观测值,其中有1453家公司-年度问询样本。本文年报问询函数据来源于上海证券交易所、深圳证券交易所,并经过手工收集整理,上市公司内部控制质量数据来自迪博数据库,其他财务数据来自CSMAR数据库。

(二) 模型设定

为检验假设,本文构建如下模型:

$$Cscore_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Inquiry_{i,t} + Control_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中, $Cscore_{i,t}$ 是本文主要被解释变量,解释变量为公司第 t 年是否收到年报问询函的虚拟变量 $Inquiry_{i,t}$, $Control_{i,t}$ 是公司第 t 年的一组控制变量, $Year$ 和 $Industry$ 代表年份和行业固定效应。

(三) 变量定义

1. 会计稳健性($Cscore$)。Basu模型是衡量会计稳健性的经典模型,但其根据股票市场指标来衡量会计稳健性的方法忽略了对财务报表稳健性的衡量,且模型本身对市场有效性要求较高,应用于中国资本市场可能带来结果偏差。因此,参考饶品贵的研究^[16],本文采用Khan等提出的C-Score模型衡量会计稳健性^[21],该模型在Basu模型基础上加入公司规模($Size$)、市值账面比(MB)、资产负债率(Lev)的线性组合表示对“好消息”的反应程度和会计稳健性。

2. 年报问询函($Inquiry$)。若公司第 t 年收到年报问询函, $Inquiry$ 取值为1,否则为0。进一步地,本文还对年报问询函的特征进行细分,其中, $Times$ 为公司第 t 年收到年报问询函的总数; $Questions$ 为公司第 t 年年报问询函所含问题数量的总和并加1取自然对数; $Verify$ 为年报问询函是否要求中介机构核查,是为1,否为0; $Delay$ 为公司是否延期回函,是为1,否为0。

3. 控制变量($Control$)。参考梁上坤等的研究^[14],本文选取一系列控制变量,具体变量定义见表1。

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义		
被解释变量	会计稳健性	<i>Cscore</i>	Khan 等的 C-Score 模型 ^[21]		
		<i>Inquiry</i>	公司第 <i>t</i> 年收到年报问询函, 取值为 1, 否则为 0		
		<i>Times</i>	公司第 <i>t</i> 年收到年报问询函的总数		
解释变量	年报问询函	<i>Questions</i>	公司第 <i>t</i> 年收到年报问询函问题数总和加 1 取自然对数		
		<i>Verify</i>	年报问询函要求中介机构核查, 取值为 1, 否则为 0		
		<i>Delay</i>	公司延期回函, 取值为 1, 否则为 0		
		横截面分组变量	内部控制质量	<i>IC</i>	迪博数据库中的内部控制指数
			分析师跟踪	<i>Analyst</i>	反映公司信息环境, 第 <i>t</i> 年公司分析师跟踪人数加 1 取自然对数
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	公司总资产的自然对数		
	资产负债率	<i>Lev</i>	总负债/总资产		
	上市年龄	<i>Age</i>	公司上市年限加 1 取自然对数		
	盈利能力	<i>ROA</i>	净利润/期末总资产		
	成长性	<i>Growth</i>	营业总收入的增长率		
	第一大股东持股比例	<i>TOP1</i>	第一大股东持股数量/公司流通股总股数		
	产权性质	<i>Soe</i>	国有企业取值为 1, 否则为 0		
	两职合一	<i>Dual</i>	董事长和总经理为同一人, 取值为 1, 否则为 0		
	是否亏损	<i>Loss</i>	公司当年净利润为负, 取值为 1, 否则为 0		
	董事会规模	<i>Boardsize</i>	公司董事会总人数加 1 取自然对数		
	独立董事比例	<i>Indir</i>	独立董事人数占董事会总人数比例		
	年度效应	<i>Year</i>	自然年度		
	行业效应	<i>Industry</i>	根据证监会 2012 年发布的行业分类确定		

四、实证结果分析

(一) 描述性统计分析

表 2 列示了本文主要变量的描述性统计结果。其中, 会计稳健性 (*Cscore*) 的均值为 0.069, 标准差为 0.114, 最大值和最小值分别为 0.686、-0.145, 说明不同公司的会计稳健性差异较大, 均值检验结果表明, 收函样本会计稳健性的均值显著高于未收函样本, 且在 1% 水平上显著, 初步判断年报问询函能提高企业的会计稳健性。年报问询函 (*Inquiry*) 的均值为 0.119, 说明样本期间内收到年报问询函的观测值约占总样本的 11.9%。

表 2 主要变量描述性统计结果

变量	总样本						未收函	收函	均值检验
	N	Mean	Std	Min	Median	Max	样本 N = 10745	样本 N = 1453	T 值
<i>Cscore</i>	12198	0.069	0.114	-0.145	0.043	0.686	0.057	0.156	-32.04***
<i>Inquiry</i>	12198	0.119	0.324	0	0	1	0	1	-1
<i>Size</i>	12198	22.370	1.277	19.40	22.229	26.32	22.41	22.05	10.06***
<i>TOP1</i>	12198	0.333	0.145	0.083	0.310	0.752	0.339	0.288	12.78***
<i>Growth</i>	12198	0.266	0.882	-0.814	0.108	11.455	0.278	0.173	4.26***
<i>ROA</i>	12198	0.021	0.096	-0.794	0.030	0.205	0.030	-0.046	29.49***
<i>Boardsize</i>	12198	2.241	0.178	1.792	2.303	2.773	2.246	2.205	8.31***
<i>Indir</i>	12198	0.3766	0.055	0.333	0.3636	0.600	0.376	0.382	-4.34***
<i>Lev</i>	12198	0.447	0.210	0.0573	0.437	1.065	0.439	0.513	-12.75***
<i>Age</i>	12198	2.493	0.562	0.693	2.565	3.332	2.479	2.595	-7.42***
<i>Loss</i>	12198	0.198	0.399	0	0	1	0.168	0.423	-23.37***
<i>Soe</i>	12198	0.386	0.487	0	0	1	0.403	0.257	10.81***
<i>Dual</i>	12198	0.247	0.431	0	0	1	0.243	0.279	-2.96***

注: *、**、*** 分别代表 10%、5%、1% 水平显著。下同。

(二) 相关性分析

表3 报告了主要变量的 Spearman 和 Pearson 相关系数。年报问询函 (*Inquiry*) 和会计稳健性 (*Cscore*) 的 Spearman 和 Pearson 相关系数分别为 0.222 和 0.279, 且均在 1% 水平上显著, 初步判断年报问询函和会计稳健性之间存在显著正相关关系, 其他变量间相关系数较小, 不存在相关性问题。

表3 相关系数表

变量	<i>Cscore</i>	<i>Inquiry</i>	<i>Size</i>	<i>Dual</i>	<i>Growth</i>	<i>Soe</i>	<i>Loss</i>	<i>ROA</i>	<i>Indir</i>	<i>Lev</i>	<i>Age</i>	<i>TOP1</i>	<i>Board</i>
<i>Cscore</i>	1.000	0.222***	-0.282***	0.033***	-0.155***	-0.063***	0.260***	-0.335***	0.011	0.395***	0.137***	-0.174***	-0.096***
<i>Inquiry</i>	0.279***	1.000	-0.081***	0.027***	-0.105***	-0.097***	0.207***	-0.203***	0.044***	0.094***	0.067***	-0.119***	-0.071***
<i>Size</i>	-0.285***	-0.091***	1.000	-0.138***	-0.016*	0.309***	-0.068***	0.001	-0.030***	0.461***	0.287***	0.224***	0.236***
<i>Dual</i>	0.028***	0.027***	-0.130***	1.000	0.040***	-0.277***	-0.023**	0.023**	0.101***	-0.081***	-0.188***	-0.060***	-0.183***
<i>Growth</i>	-0.102***	-0.039***	-0.060***	0.013	1.000	-0.061***	-0.102***	0.233***	0.010	-0.012	-0.122***	-0.008	-0.035***
<i>Soe</i>	-0.068***	-0.097***	0.317***	-0.277***	-0.027***	1.000	0.021**	-0.076***	-0.048***	0.228***	0.438***	0.265***	0.238***
<i>Loss</i>	0.294***	0.207***	-0.075***	-0.023**	-0.023**	0.021**	1.000	-0.301***	0.032***	0.152***	0.168***	-0.101***	-0.040***
<i>ROA</i>	-0.415***	-0.258***	0.054***	-0.008	0.101***	0.033***	-0.269***	1.000	-0.052***	-0.372***	-0.127***	0.130***	0.025***
<i>Indir</i>	-0.244***	-0.118***	-0.037***	-0.005	0.149***	0.021**	-0.065***	0.033***	1.000	-0.004	-0.130***	0.030***	-0.350***
<i>Lev</i>	0.438***	0.115***	0.432***	-0.079***	0.013	0.224***	0.171***	-0.293***	0.002	1.000	0.284***	0.058***	0.118***
<i>Age</i>	0.146***	0.067***	0.270***	-0.189***	-0.008	0.437***	0.168***	-0.072***	-0.037***	0.292***	1.000	-0.015	0.139***
<i>TOP1</i>	-0.178***	-0.115***	0.256***	-0.064***	-0.012	0.269***	-0.092***	0.136***	0.031***	0.053***	-0.021**	1.000	0.023**
<i>Board</i>	-0.095***	-0.075***	0.255***	-0.175***	-0.035***	0.248***	-0.035***	0.039***	-0.557***	0.124***	0.140***	0.039***	1.000

注: 上下半角分别为 Spearman 和 Pearson 相关系数。

(三) 基本分析

表4 列示了年报问询函与会计稳健性的回归结果。在加入其他控制变量后, 变量 *Inquiry* 的系数为 0.0089, 在 1% 水平上显著, 表明年报问询函能显著提高公司的会计稳健性, 交易所发放的年报问询函具有监管效果。

年报问询函发函总数、所含问题数量、是否要求中介参与核查的特征象征着不同的监管强度和问题的严重程度, 而是否延期回函代表着公司在遭到问询函监管后的反应, 本文进一步从这四个角度考察了年报问询函细分特征对会计稳健性的影响。如表5 所示, 列(1) 中, 变量 *Times* 的系数为 0.0089, 在 1% 水平上显著, 表明交易所针对同一年报问询次数越多, 监管力度越大, 公司的会计稳健性越高。列(2) 中, 变量 *Questions* 的系数为 0.0042, 在 1% 水平上显著, 表明年报问询函涉及的问题数量越多, 增加的信息量越多, 越能提高会计稳健性。列(3) 中, 变量 *Verify* 的系数为 0.0119, 在 1% 水平上显著, 表明当年报问询函需要中介机构发表专业核查意见时, 信息准确度越高, 震慑作用越大, 会计稳健性越高, 监管效果越好。列(4) 中, 变量 *Delay* 的系数为 0.0099, 在 1% 水平上显著, 当公司延期回函时, 说明年报问询函切中要害, 公司需要投入更多时间和精力保证回函信息真实、完整、准确, 从而管理层机会主义行为减少, 会计稳健性更高。

表4 年报问询函对会计稳健性的影响

Variable	<i>Cscore</i>
	(1)
<i>Inquiry</i>	0.0089*** (5.46)
Constant	1.1749*** (106.53)
Control	YES
Industry	YES
Year	YES
N	12198
Adj R ²	0.8709

注: 括号内为 t 值, 所有检验均在公司层面聚类标准误。下同。

五、稳健性检验

(一) 内生性问题

1. 基于 Heckman 两阶段的检验

由于是否收到年报问询函可能存在样本选择偏差, 本文采用 Heckman 两阶段模型排除内生性问题。第一阶段, 本文建立 Probit 模型对上市公司收到年报问询函的影响因素进行回归。其中, 除了使用本文所有

控制变量作为影响因素外,参考袁蓉丽、何卓静等的研究^[8,10],采用交易所监管强度(*Supervise*)、年报问询函行业均值(*Inquiry_mean*)作为外生工具变量克服自选择问题,其中以上市公司注册地与交易所之间的地理距离取对数来衡量监管强度,地理距离越远,监管强度越弱。回归结果显示,*Supervise*与*Inquiry*显著负相关,*Inquiry_mean*与*Inquiry*显著正相关。接着,由第一阶段模型计算出逆米尔斯比率(*IMR*)加入第二阶段模型,由表6列(2)可知,在控制样本选择偏差后,变量*Inquiry*的系数为0.0082,在1%水平上显著,与表4主回归结果一致。

2. 基于PSM的检验

是否收到年报问询函和会计稳健性水平可能受公司特征差异的影响,为减小这一内生性问题对结果可靠性的影响,本文对收函公司和未收函公司进行倾向得分匹配(*Propensity Score Matching*,PSM)。参考Cassell等的研究^[22],以公司规模、资产负债率、成长性等变量进行近邻匹配,得到实验组和对照组。未列示的PSM第一阶段结果显示,匹配样本通过平衡性假设和共同支撑假设。表6列(3)为经PSM处理后样本的回归结果,变量*Inquiry*的回归系数为0.0070,在1%水平上显著,在控制两类样本的公司特征差异后,年报问询函仍能显著提高公司会计稳健性。

3. 基于PSM-DID的检验

是否收到年报问询函和会计稳健性之间可能存在互为因果的关系,即会计稳健性可能会反过来影响公司收函的可能性。为缓解变量互为因果关系造成的内生性问题,本文在PSM的基础上构建双重差分模型,研究年报问询函对公司会计稳健性的净影响,模型如式(2)所示:

$$CScore_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Inquiry_firm_i + \beta_2 Inquiry_firm_i \times Post_t + \beta_3 Post_t + Control_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,公司收到过年报问询函*Inquiry_firm*为1,否则为0;参考邓祎璐等的研究^[23],实验组*Post*取首次收到年报问询函及以后年份为1,否则为0,对照组*Post*与实验组保持相同。表6列(4)为PSM-DID模型的检验结果,本文对公司首次收函前后一年进行双重差分,交乘项*Inquiry_firm* × *Post*的系数为

表5 年报问询函细分特征对会计稳健性的影响

	<i>Cscore</i>	<i>Cscore</i>	<i>Cscore</i>	<i>Cscore</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Times</i>	0.0089 *** (5.46)			
<i>Questions</i>		0.0042 *** (5.93)		
<i>Verify</i>			0.0119 *** (6.25)	
<i>Delay</i>				0.0099 *** (5.08)
<i>Constant</i>	1.1749 *** (106.53)	1.1746 *** (106.66)	1.1745 *** (106.81)	1.1756 *** (106.67)
<i>Control</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
N	12198	12198	12198	12198
Adj R ²	0.8709	0.8710	0.8712	0.8709

表6 基于Heckman两阶段、PSM、PSM-DID的检验

	Heckman 第一阶段	Heckman 第二阶段	PSM	PSM-DID
	<i>Inquiry</i>	<i>Cscore</i>	<i>Cscore</i>	<i>Cscore</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Supervise</i>	-0.0115 *** (-3.82)			
<i>Inquiry_mean</i>	1.0212 *** (4.47)			
<i>IMR</i>		0.0519 *** (10.99)		
<i>Inquiry</i>		0.0082 *** (5.48)	0.0070 *** (4.16)	
<i>Inquiry_firm</i> × <i>Post</i>				0.0151 ** (2.36)
<i>Control</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
N	12103	12103	4800	2500
Adj R ²	0.1684	0.8723	0.8687	0.5732

0.0151,在5%水平上显著,表明相比于收函前,公司在收到年报问询函后会计稳健性确实有所提升,本文的结论依然稳健。

4. 基于滞后一期解释变量的检验

会计稳健性低的公司更有可能收到年报问询函。为了更好地缓解内生性问题,本文将解释变量和所有控制变量均滞后一期,考察公司当年收到年报问询函对次年会计稳健性的影响。表7列(1)回归结果显示,变量 *Inquiry* 的系数为0.0184,在1%水平上显著,表明公司当年收到年报问询函显著提高下一年的会计稳健性,本文结论保持不变。

(二) 敏感性测试

1. 基于个体固定效应的检验

为避免不同公司间的个体差异对结论的影响,本文还采用个体固定效应模型进行检验。表7列(2)中,在控制年度和公司个体固定效应后,变量 *Inquiry* 的系数为0.0130,在1%水平上显著,本文主要结论不受影响。

2. 考虑可能存在的替代性解释的影响

年报问询函对会计稳健性的影响可能存在两种替代性解释,一是上市公司信息披露团队的能力存在差异,例如,某些信息披露团队或第三方审查机构不了解或者对会计政策的解读存在偏差导致上市公司会计稳健性较低。年报问询函帮助其纠正了信息披露错误和政策解读的偏差,从而提高了会计稳健性。二是处罚性监管的影响,当监管部门对上市公司违法违规行为做出行政性处罚时,其产生的监管力度和发挥的治理作用可能更大,从而促使公司会计稳健性提高,而不是由于年报问询函的治理效果。因此,本文需要排除以上两种替代性解释的影响。

董秘是上市公司信息发布者和信息披露的主要负责人,当董秘具有财务经历、兼任财务总监、学历更高时,能够更有效披露、传递信息^[24]。“四大”会计师事务所审计往往代表着较高的审计经验和质量^[11]。因此,本文在模型中引入董秘是否有财务经历(*Finance*)、董秘教育背景(*Edu*)、董秘是否兼任财务总监(*CFOSEC*)、是否“四大”审计(*Big4*)、是否受到处罚性监管(*Violation*)五个变量来控制信息披露能力差异和处罚性监管对结果可能的影响,如表7列(3)所示,在加入五个可能的遗漏变量后,变量 *Inquiry* 的系数为0.0079,在1%水平上显著,本文结果依然稳健。

3. 基于会计稳健性不同计量方法的检验

为了避免不同衡量方法产生的误差对结论造成影响,本文还基于Basu提出的盈余/报酬模型来衡量公司会计稳健性^[25]。表7列(4)为Basu模型的回归结果,变量 *Inquiry* × *R* × *D* 的系数为0.0455,在5%水平上显著,表明年报问询函显著提高公司的会计稳健性,且这种监管作用不受会计稳健性衡量方法的影响。

表7 敏感性测试

	滞后一期 解释变量	个体固定 效应	加入控制 变量	Basu 模型
	<i>Cscore</i>	<i>Cscore</i>	<i>Cscore</i>	<i>EPS/P</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Inquiry</i>	0.0184 *** (6.25)	0.0130 *** (6.23)	0.0079 *** (4.67)	-0.0033 * (-1.06)
<i>Inquiry</i> × <i>R</i> × <i>D</i>				0.0455 ** (2.31)
<i>Constant</i>	1.1217 *** (60.36)	0.7166 *** (12.88)	1.1684 *** (97.50)	-0.0855 *** (-5.39)
<i>Control</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Industry/Firm</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	9740	12198	11971	12198
Adj R ²	0.7576	0.8628	0.8707	0.5477

六、进一步分析

(一) 横截面分析

1. 资产负债率的影响

会计稳健性的影响因素之一是债务契约关系,债权人会要求企业采用更稳健的会计政策以保障自

身利益不受损失^[26],即债权人要求企业在资产和利润的会计确认上避免未来才能实现的“好消息”,而必须确认未来才实现的“坏消息”^[16]。交易所识别出上市公司年报中的信息披露、会计处理问题并发放年报问询函,会向市场释放风险预警信号,此时债权人出于利益保护目的会要求上市公司规范会计处理和信息披露,并督促企业采用稳健的会计政策以降低自身债权损失风险。

为了进一步研究不同负债率下年报问询函对会计稳健性的影响,我们按照资产负债率高低对样本进行分组,以资产负债率中位数将样本划分为高组或低组,采用模型(1)进行分组回归,结果如表8列(1)、列(2)所示,负债率高组中变量 *Inquiry* 的系数为 0.0284,在 1% 水平上显著,而在负债率低组中, *Inquiry* 的系数不显著,两组间的组间系数差异在 1% 水平上显著,结果表明年报问询函显著提高了负债率高的企业的会计稳健性,而对负债率低的企业没有显著影响。

2. 内部控制质量的影响

高质量的内部控制能够强化契约机制对管理层机会主义的监控,保障公司经营的合规性,降低发生诉讼风险的可能性。具有高质量内部控制的公司会主动采用稳健的会计政策,限制管理层采取激进的会计处理行为。对于内部控制质量较低的公司,年报问询函“刨根问底”式的问询具有震慑作用,会约束管理层机会主义行为,并且交易所的问询能指导上市公司规范会计处理,提高信息披露质量,在监管导向下企业会计稳健性得以提高。其次,与内部控制有关的年报问询函还能够督促内部控制较低的公司进行整改和完善内部控制制度,有效改善内部控制质量^[5],进而促使公司主动提高会计稳健性。无论从直接影响或是内部控制的间接影响上看,年报问询函对内部控制质量较低的企业会计稳健性的增量治理作用比内部控制质量较高的企业更加明显。

基于迪博内部控制指数数据,我们按照内部控制质量高低对样本进行分组,以迪博内部控制指数中位数将样本划分为高组或低组,分组回归结果如表8列(3)、列(4)所示,内部控制质量低组中,变量 *Inquiry* 的系数为 0.0089,在 1% 水平上显著,而在内部控制质量高组中, *Inquiry* 的系数不显著,两组间的组间系数差异在 1% 水平上显著,结果表明年报问询函显著提高了内部控制质量较低的企业会计稳健性,而对内部控制质量较高的企业没有显著影响。

3. 信息环境的影响

信息环境不仅会影响公司内外部信息不对称程度,较好的信息环境还能对管理层产生外部监督压力,缓解代理问题,抑制管理层激进的会计处理行为。陈运森等发现财务报告问询函在信息环境较好的企业中能显著降低盈余管理程度^[6]。李晓溪等采用分析师跟踪数量衡量外部信息环境,发现分析师跟踪较多的企业在收到年报问询函后,业绩预告质量得到显著提高^[4]。

本文采用分析师跟踪数量 (*Analyst*) 衡量企业信息环境,按照分析师跟踪数量多少将样本划分为信息环境好组或差组,分组回归结果如表8列(5)、列(6)所示,信息环境好组中,变量 *Inquiry* 的系数为 0.0117,在 1% 水平上显著,而在信息环境差组中, *Inquiry* 的系数不显著,两组间的组间系数差异在 1% 水平上显著,结果表明信息环境较好的企业在收到年报问询函后,会计稳健性显著提高。

表8 横截面分析

<i>Cscore</i>	资产负债率		内部控制质量		信息环境	
	低组	高组	低组	高组	差组	好组
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Inquiry</i>	0.0010 (0.35)	0.0284*** (9.36)	0.0089*** (4.50)	0.0008 (0.35)	0.0018 (0.92)	0.0117*** (4.85)
<i>Constant</i>	0.9845*** (35.76)	1.2263*** (49.61)	1.1525*** (64.92)	1.1918*** (79.99)	1.0455*** (57.84)	1.2299*** (74.43)
<i>Control</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	6095	6103	6098	6099	5986	6211
<i>Adj R²</i>	0.6813	0.8241	0.8741	0.8661	0.8482	0.8822
<i>Chi2</i>	50.74***		11.30***		16.08***	
<i>Prob > Chi2</i>	0.0000		0.0008		0.0001	

(二) 作用机制检验

为了验证理论分析中三个影响机制是否存在,本文选取信息不对称、独立董事履职独立性和投资者关注作为代理变量,参考温忠麟等的方法建立一组回归模型进行中介效应检验^[27]:

$$Cscore_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Inquiry_{i,t} + Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Turnover/Dissent/Attention_{i,t} = \beta_1 + \beta_1 Inquiry_{i,t} + Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$Cscore_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Inquiry_{i,t} + \beta_2 Turnover/Dissent/Attention_{i,t} + Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

参考 Amihud 的研究,信息不对称程度越低,买卖价差越小,从而股票流动性越大,换手率越高^[28],因此,本文采用股票换手率(*Turnover*)衡量信息不对称程度;参考何卓静等的研究^[10],本文采用独立董事履职独立性衡量来自公司内部监督压力,以独立董事异议意见(*Dissent*)衡量履职独立性。独立董事作为董事会成员和公司高管,对公司经营情况较为熟悉,对公司决策具有投票表决权,而由于薪酬契约、市场监管的存在,更要求独立董事保持独立性,加强内部监督。当公司被问询时,独立董事出于渎职惩罚风险和职业声誉考虑,将提高履职独立性。参考王丹等的研究^[29],选取投资者关注(*Attention*)代理外部监督压力并以东方财富股吧年发帖数量之和衡量投资者关注度水平。当企业被问询时,中小投资者会在股吧发帖讨论,发表对公司运营的意见、财务报表数据的疑惑,分散的中小投资者在股吧这个平台汇聚成群体力量,进而产生舆论压力。

表9为三个影响机制的检验结果,其中列(1)、列(3)和列(5)回归结果表明,年报问询函显著降低公司信息不对称程度、提高独立董事履职独立性和强化投资者关注;列(2)、列(4)和列(6)回归结果表明,包括公司信息不对称程度、独立董事履职独立性、投资者关注在内的机制变量和年报问询函同样会显著提高企业会计稳健性。此外,本文还进行了 Sobel 检验且至少在 5% 水平上显著,进一步从侧面证明了机制检验结果的有效性。综上,本文认为年报问询函通过降低信息不对称程度、提高独立董事履职独立性和强化投资者关注

表9 年报问询函对会计稳健性的影响机制检验

Variable	信息不对称		内部监督压力		外部监督压力	
	Turnover	Cscore	Dissent	Cscore	Attention	Cscore
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Inquiry</i>	0.4107 *** (3.73)	0.0088 *** (5.38)	0.0302 *** (5.03)	0.0086 *** (5.29)	0.1974 *** (6.86)	0.0083 *** (5.70)
<i>Turnover</i>		0.0003 ** (2.46)				
<i>Dissent</i>				0.0104 ** (2.49)		
<i>Attention</i>						0.0017 *** (3.20)
Constant	23.0028 *** (21.76)	1.1680 *** (101.58)	0.0520 (1.44)	1.1743 *** (106.57)	-0.0489 (-0.17)	1.1748 *** (106.31)
Control	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	12191	12191	12198	12198	12198	12198
Adj R ²	0.4102	0.8712	0.0275	0.8710	0.9539	0.8710
Sobel Test	2.092 **		3.298 ***		3.202 ***	

来提高企业的会计稳健性,表明问询函制度主要通过直接影响信息披露质量、间接提高内部监督压力和外部监督压力发挥作用。

七、结论性评述

本文利用 2015—2019 年中国 A 股上市公司数据和沪深交易所披露的年报问询函数据,实证分析年报问询函制度对会计稳健性的治理效果,研究发现,年报问询函显著提高了公司的会计稳健性,该结论在采用 PSM、PSM-DID、排除替代性解释等方法克服内生性和敏感性后仍然成立。本文还对年报问询函细分特征进行区分,当同一年报被问询次数越多、年报问询函问题数量越多、年报问询函需要中介机构发表核查意见、公司延期回函时,提升作用越强。进一步研究发现,上述结论主要存在于负债率较高、内

部控制质量较差的企业,同时监管依赖于信息环境,当企业信息环境较好时效果更佳。本文还对作用机理进行检验,证实年报问询函通过降低信息不对称、提高独立董事履职独立性和强化投资者关注来提高会计稳健性。

党的十九大以来,我国不断致力于深化资本市场改革,优化监管体系和手段。在“放松管制,加强监管”的改革思路下,本文结论具有重要的政策启示:首先,监管层要进一步加强以年报问询函为载体的交易所一线监管,以“问”来督促上市公司“改”,充分利用连续发函问询、要求中介机构核查、扩大问询范围等多种方式增加问询强度,对上市公司进行“摸底”,当公司延期回函时也要及时关注。其次,交易所所在监管方向上可以提高年报问询函对负债率较高、内部控制质量较差的公司的针对性,通过问询函件指导上市公司在注册制改革下如何提供优质信息披露,并鼓励上市公司、中介机构、媒体合力改善市场信息环境,配合交易所一线监管工作。最后,监管层可以考虑从监管角度入手提高企业会计稳健性,通过问询函以及与问询函“搭档”的监管措施持续加强事中、事后监管。一方面对上市公司未触及违法违规的不利行为进行发函问询,督促其及时整改,另一方面对已经发生违法违规的行为采取对应的监管手段,从而牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

参考文献:

- [1] 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.
- [2] 翟淑萍,王敏,韩贤. 交易所财务问询监管与会计信息可比性——直接影响与溢出效应[J]. *当代财经*, 2020(10): 124-137.
- [3] 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.
- [4] 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.
- [5] 聂萍,潘再珍,肖红英. 问询函监管能改善公司的内部控制质量吗?——来自沪深交易所年报问询的证据[J]. *会计研究*, 2020(12): 153-170.
- [6] 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.
- [7] 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.
- [8] 袁蓉丽,王群,李瑞敬. 证券交易所监管与股价同步性——基于年报问询函的证据[J]. *管理评论*, 2022(2): 281-290.
- [9] 聂萍,潘再珍. 问询函监管与大股东“掏空”——来自沪深交易所年报问询的证据[J]. *审计与经济研究*, 2019(3): 91-103.
- [10] 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[EB/OL]. [2022-06-05]. <http://kns.cnki.net/kcms/detail/12.1288.f.20210806.0954.004.html>.
- [11] 耀友福,林恺. 年报问询函影响关键审计事项判断吗? [J]. *审计研究*, 2020(4): 90-101.
- [12] 丁方飞,刘倩倩. 证券交易所一线监管能提升证券分析师盈利预测质量吗?——基于年报问询函的证据[J]. *当代会计评论*, 2019(4): 46-67.
- [13] 万华林,胡浔,方宇. 监管问询函的制度溢出效应研究——基于内部控制视角的经验证据[J]. *经济学动态*, 2022(5): 53-71.
- [14] 梁上坤,陈冬,付彬,等. 独立董事网络中心度与会计稳健性[J]. *会计研究*, 2018(9): 39-46.
- [15] 沈永建,梁上坤,陈冬华. 职工薪酬与会计稳健性——基于中国上市公司的经验证据[J]. *会计研究*, 2013(4): 73-80.
- [16] 饶品贵,姜国华. 货币政策波动、银行信贷与会计稳健性[J]. *金融研究*, 2011(3): 51-71.
- [17] 黎文飞,巫岑. 产业政策与会计稳健性[J]. *会计研究*, 2019(1): 65-71.
- [18] Watts R L. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications[J]. *Accounting horizons*, 2003, 17(3): 207-221.
- [19] 王艳艳,何如桢,于李胜,等. 管理层能力与年报柔性监管——基于年报问询函收函和回函视角的研究[J]. *会计研究*, 2020(12): 59-70.
- [20] 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.
- [21] Khan M, Watts R L. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48(2-3): 132-150.

- [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] 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.
- [24] 姜付秀, 石贝贝, 马云飙. 董秘财务经历与盈余信息含量[J]. *管理世界*, 2016(9): 161 - 173.
- [25] Basu S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings¹[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1997, 24(1): 3 - 37.
- [26] 姜国华, 张然. 稳健性与公允价值: 基于股票价格反应的规范性分析[J]. *会计研究*, 2007(6): 20 - 25.
- [27] 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.
- [28] Amihud Y. Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects[J]. *Journal of Financial Markets*, 2002, 5(1): 31 - 56.
- [29] 王丹, 孙鲲鹏, 高皓. 社交媒体上“用嘴投票”对管理层自愿性业绩预告的影响[J]. *金融研究*, 2020(11): 188 - 206.

[责任编辑:高婷]

Front-line Supervision of Stock Exchange and Accounting Conservatism ——Evidence Based on Annual Report Inquiry Letter

JIANG Yonghong¹, LIN Shuzhe², MU Jinqi¹

(1. School of Economics, Jinan University, Guangzhou 510632, China;

2. Dongguan Tax Bureau, State Administration of Taxation, Dongguan 523000, China)

Abstract: The lack of conservatism of accounting information damage the interests of shareholders and creditors. How to carry out effective supervision is a common focus of the academic and practical circles. This article empirically analyzes the effect of the annual report inquiry letter on accounting conservatism in Shanghai and Shenzhen stock exchange, using A-share listed companies from 2015 to 2019 as the research objects. The study found that, the annual report inquiry letter significantly improve the accounting conservatism of the inquired company. Furthermore, the greater the number of inquiries for the same annual report, the greater the number of questions in the annual report inquiry letter, the greater the effect of improving the accounting conservatism. When the annual report inquiry letter require an intermediary agency to issue a verification opinion or the company's postponement letter, the greater the effect it has on accounting conservatism. Further analysis found that for companies with high debt ratios and poor internal control quality, the annual report inquiry letter has a better supervision effect. At the same time, the supervision relies on the information environment, and the effect is more obvious when the company's information environment is better. Besides, the mechanism test shows that the annual report inquiry letter improve accounting conservatism by reducing information asymmetry, improving the independence of independent directors in performing their duties, and strengthening investors' attention. The conclusion shows that the annual report inquiry letter can effectively improve the quality of listed companies, give full play to the front-line supervision, and provide policy ideas for the supervision to further "strengthen interim and post supervision, improve hierarchical and classified supervision" and improve the accounting conservatism of listed companies.

Key Words: annual report inquiry letter; front-line supervision; stock exchange; accounting conservatism; information disclosure; asset-liability ratio; investor concern; information environment