

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

聂萍,潘再珍

(湖南大学 工商管理学院,湖南 长沙 410079)

[摘要] 基于沪深交易所问询函监管的重要政策,以2013—2017年中国A股上市公司和年报问询函数据为样本,考察问询函监管对大股东“掏空”行为的治理效应。研究发现,中国式问询函监管有效抑制大股东“掏空”行为;进一步将问询函区分为包含“掏空”关键事项问询函和未包含“掏空”关键事项问询函,发现问询函监管对大股东“掏空”行为的抑制作用主要体现在包含“掏空”关键事项问询函上。从大股东实施“掏空”行为动机看,“掏空”关键事项问询函对大股东“掏空”行为的抑制作用在内部控制治理水平较差的公司中更强。从大股东“掏空”行为实现的客观条件来看,“掏空”关键事项问询函对大股东“掏空”行为的治理效应在法治水平较低地区更显著。

[关键词] 问询函监管;大股东掏空;内部控制;法治环境;问询监管机制;保护中小投资者利益;公司治理

[中图分类号] F275.3 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2019)03-0091-13

一、引言

问询函监管是一种针对公司信息披露的创新监管模式,其备受国外监管机构和学术界高度关注的重要议题^[1-3]。在中国新兴资本市场中,上市公司信息披露事前审核制度不够完善的情况下,年报问询函对公司信息披露进行事后监管,成为监管机构监督上市公司信息披露的重要机制。自从2013年交易所信息披露直通车之后,证监机构开始对上市公司进行年报问询监督(始于2012年度的财务报告),特别是在2015年以后两大交易所出现频发问询函监督的情况,引发媒体和投资者的广泛关注。

近期国外文献开始关注问询函监管的积极效应,发现问询函监管能够减少公司信息不对称并提高公司信息披露程度,减少公司应计盈余管理和公司避税行为等^[2,4-7]。但也有认为问询函监管效应是一把“双刃剑”,如Dechow等发现SEC意见函在问询披露窗口期助长了内幕交易行为^[1];甚至使得公司管理层从应计盈余管理转向更为隐蔽性的真实盈余管理行为^[7]。值得从制度背景差异关注的是,美国证券交易委员会(SEC)对上市公司进行定期常规审核并发放问询意见函,其问询发函与回函内容均不要求及时披露,在公司回函以后才同时披露发函和回函^[1];而我国沪深交易所的问询函按照问询和回复的时间顺序分别及时披露问询发函和回函内容,这种分步披露监管能够及时为市场感知,具有中国特色。但国内少有文献对年报问询函的监管效果进行系统研究。

公司所有权理论中,西方关于委托代理问题的研究主要在分散股权结构的假说下,关注股东与管理层之间的代理问题。相比于美国等西方发达国家分散的股权结构,中国等新兴资本市场的公司股权结构呈现高度集中且“一股独大”的特性。集中的股权会增强大股东谋取控制权私利的动机及能力^[8-9]。在这种环境下,大股东与中小股东的利益冲突成为主要的代理问题,具体表现在大股东利用其控制权侵占中小股东利益的“掏空”行为^[10]。且在中国特色制度背景下,由于公司治理不完善、有效经理人市场缺乏及投资者保护较弱等多方面因素,公司的资源配置常常受控于大股东^[11]。凭借控制权优势,大股东通过关联交易、资金占用等掏空手段侵占了中小股东利益^[12-13]。这使得对大股东的“掏空”行为进行有效监督,保护中小股东利益,成了公司治理理论的一项重要议题^[14]。

在证监机构的年报问询函监管中,高度关注了大股东的关联方交易等“掏空”行为。沪深交易所对A股上市公司2012—2016年的年报问询函数据中,大股东“掏空”关键事项问询的均值占比达4.2%。大股东的“掏空”行为

[收稿日期] 2018-12-03

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目(71702051);湖南省高校创新平台开放基金项目(14K026);湖南省风险导向审计研究基地项目

[作者简介] 聂萍(1972—),女,湖南沅江人,湖南大学工商管理学院副教授,博士,从事资本市场财务与会计研究;潘再珍(1993—),女,贵州镇远人,湖南大学工商管理学院硕士研究生,从事资本市场财务与会计研究,Email:1452094631@qq.com。

损害中小投资者的利益,而问询函监管的目标之一是保护投资者利益,维护市场有效运行。沪深两大交易所对“掏空”行为给予了高度重视,当公司持有“掏空”行为时,沪深交易所会在年报问询函中要求公司补充信息披露,并督促其整改。那么,问询函监管是否能够抑制大股东的“掏空”行为呢?且这种问询函的积极效应是否在具有“掏空”关键事项的年报问询函中更显著呢?

为解答上述问题,本文基于沪深交易所年报问询函监管政策的研究契机,以2013-2017年中国A股上市公司和年报问询函数据为样本,研究问询函监管对大股东“掏空”行为的治理效应。研究发现:(1)年报问询函监管能够有效抑制大股东“掏空”行为,且这种积极效用在具有“掏空”关键事项的年报问询函中更显著。采用倾向得分匹配法的双重差分模型(PSM-DID)和Heckman两阶段方法控制内生性问题后,结论仍然稳健。(2)从大股东实施“掏空”行为动机看,相比于内部控制治理水平高的公司,问询函监管对大股东“掏空”行为的抑制作用在内部控制治理水平低的公司更显著。(3)从大股东“掏空”行为实现的客观条件来看,相比于法治水平较高地区公司,问询函监管对大股东“掏空”行为的抑制作用在法治水平较低地区公司中更显著。

本文的潜在贡献在于:第一,本文从大股东“掏空”行为视角研究了中国转型创新监管方式下年报问询函的有效性议题,丰富了问询函经济后果研究。以往问询函经济后果研究主要从信息披露效应、盈余管理、公司避税行为等方面^[2,4-5,7],缺乏公司大股东和中小股东之间第二类代理问题的问询监管研究。第二,丰富了中国制度背景下大股东“掏空”行为治理的文献。以往关于大股东“掏空”的治理研究主要从市场竞争环境、媒体监督、独立审计以及放松卖空管制等方面考察^[14,15-21]。本文从证监机构的年报问询函监管视角考察其对大股东“掏空”行为的治理效用,为构建中国新兴市场股权高度集中所致“掏空”行为的问询监管机制和保护中小投资者利益具有重要启示。第三,从大股东“掏空”行为动机以及实现的客观条件,研究问询函监管在不同内、外部治理水平下对大股东“掏空”行为的差异治理效应,突出了问询函监管作为弥补中国新兴市场信息环境监督不足的一项重要治理机制安排,丰富了“法与金融”领域的研究文献。

本文后续结构安排如下:第二部分为问询函制度背景的介绍;第三部分为文献回顾;第四部分为理论分析与假设提出;第五部分为研究设计;第六部分为实证结果与分析;最后为研究结论与启示。

二、问询函监管的制度背景

沪深两大证券交易所在其《股票上市规则》中指出上市公司应及时回复交易所发放的问询函,而且将上市公司是否在规定期限内如实回复交易所的问询函作为重要的考核内容之一^①。中国式问询函监管制度与美国SEC意见函制度相比,主要区别体现在以下两点。

第一,问询函监管模式方面,美国的意见函监管为强制定期常规性审核,而中国没有强制定期审核规定。美国《萨班斯408号》规定了SEC公司财务部每三年至少需要对每家上市公司的文件审核一次,自2005年5月12日起,在审核完成之后,SEC会公开披露问询意见函及公司相应的回函^[1]。我国证券监督委员会、上交所和深交所针对公司年报、公司公告内容、信息披露事后审核时认为存在瑕疵等,就可能向上市公司发放问询函,要求公司及时书面一一回复(一般为发函日起10日之内回复)问询函所涉及的问题,并于2015年才步入集中公开披露年报问询函。对于一些重要或还未解决的问询事项,监管机构还会进行再次问询;若被问询公司因特殊原因需要延期回复问询函,则需向监管部门出示书面申请书并对外披露。此外,大部分问询函还要求中介服务机构(如会计师事务所、律师事务所等)对相关问询事项发表专业核查意见,同时有些问询函还要求被问询公司独立董事对相关问询事项发表专业意见。

第二,问询函公开披露方式方面,美国的SEC意见函监管的发函和回函同时披露,而中国的问询监管发函和回函分步及时披露。美国的SEC意见函监管在2012年1月1日之前,问询函相关内容在审核完成45天后才同时披露发函与回函内容;2012年1月1日之后,问询函相关内容在审核完成20天后才同时披露发函与回函内容^[1]。在中国问询监管背景下,自从2013年交易所信息披露直通车开始对上市公司进行年报问询监督,特别是在2015年以后两大交易所出现频发问询函监督的情况。同时,我国上市公司年报问询函按照问询和回复的时间顺序分

^①参见《上海证券交易所上市公司信息披露工作评价办法(2017年修订)》和《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法(2017年修订)》的修订说明。

别披露发函和回函内容。这使得被问询公司及时为市场感知,具有中国特色。

三、文献回顾

(一) 问询函监管的相关研究

问询函监管作为转型经济背景下一种新的监管模式,主要监管公司会计政策的应用和信息披露的履行情况,国外大量文献研究了SEC意见函的监管效果。

关于收到问询函的影响因素,现有研究认为盈利水平低、业务复杂度高以及内部治理薄弱的公司,其更有可能收到SEC的意见函,并且意见函提出的问题越多,修正成本越大^[22]。且有避税倾向的公司更有可能收到与税收相关的意见函^[2]。此外,具有政治关联的公司更有可能收到SEC意见函^[23]。而CFO具有管理经验的公司较少收到SEC意见函^[24]。

关于问询函监管的经济后果,从问询的信息改善视角,Johnston等发现美国SEC意见函使得股票买卖差价中的逆向选择减小,同时在问询后提高了公司的盈余反应系数^[3]。Bozanic等研究发现,来自SEC问询函的管制能够降低公司信息不对称程度,减少公司诉讼风险^[25]。Bens等发现公司收到与公允价值相关的问询函,会减少公司公允价值估计的不确定性^[26]。陈运森等初步验证我国非处罚性监管之问询函具有信息含量,且市场认可财务报告问询函监管的作用^[27]。

从公司行为视角,Li和Liu理论分析了SEC意见函对IPO公司行为的影响,认为SEC意见函对IPO公司盈余管理行为具有抑制效应,降低发行价格^[6]。Cunningham等实证发现了SEC意见函能够有效抑制公司应计盈余管理,但也助长公司管理层的盈余操控行为从应计盈余管理转向更具有隐蔽性的真实盈余管理^[7]。相比于没有收到税收相关意见函的公司,公司收到与税收相关的意见函后在后续年度更能减少避税行为^[2]。SEC意见函的发放增加了公司变更CFO的可能性^[28]。SEC意见函的监管更可能导致小公司或小事务所审计的公司进行财务重述^[22]。

从问询的市场参与决策视角,Wang发现SEC意见函减少分析师预测的乐观偏差和预测分歧度,提高分析师盈余预测的效率^[4]。SEC意见函也会影响外部审计师的行为决策,审计师感知客户存在较高风险,从而调高审计收费^[29]。Cunningham等研究发现,SEC意见函给公司带来较高银行贷款利率,增加了公司融资成本^[30]。

问询函监管还能产生“溢出效应”。Brown等从公司风险因素披露视角,发现SEC意见函对主导行业公司问询时,能够使得同行业内未被问询公司增加后续年度的特有信息披露程度^[5]。Kubick等实证发现,与税相关的意见函监管在同行业公司中具有传导效应,即同行业内没有收到问询函的公司也更加规范其纳税行为^[2]。

可见,证监机构的问询函监管具有信息含量,增加信息透明度,对投资者决策具有增量价值。同时还有效规范了公司的会计政策应用和信息披露策略,对管理层的机会主义行为具有一定的约束作用。

(二) 大股东“掏空”行为的监管治理

有关大股东“掏空”行为的治理方面,从信息透明度视角,洪金明等研究发现,高质量的信息披露能有效抑制控股股东的“掏空”行为^[31]。从外部审计师视角,周中胜和陈汉文研究发现,大股东占用资金严重的公司更倾向于聘请低质量的审计师,审计师能够识别出大股东资金占用,即大股东资金占用越严重,越有可能被出具非标审计意见^[32]。从媒体治理视角,孔东民等研究发现,媒体关注能够有效减少大股东“掏空”的关联交易行为^[17]。李明和叶勇也发现,媒体负面报道对控股股东的“掏空”行为具有治理作用^[16]。在公司内部治理方面,张洪辉等发现,存在内部控制缺陷的公司,其关联交易更易于发生;而良好的内部控制制度能够有效抑制异常关联交易的发生^[33]。叶康涛等在控制独立董事内生性影响后,发现独立董事能够抑制控股股东的“掏空”行为^[34]。最后,从法律环境视角,Gopalan和Jayaraman发现提高投资者的保护水平能够有效抑制控股权的私有收益^[35]。严也舟发现,上市公司所在地的市场化程度越高,政府干预越少,控股股东占用资金越少^[36]。罗党论和唐清泉也发现,市场环境对控股股东“掏空”行为改善具有重要影响^[37]。

综上,有关控股股东的监督治理文献主要从公司信息披露质量、外部审计师、媒体、内部治理及法律环境等视角展开。沪深交易所财务报告问询函监管作为提高信息透明度的一种监管方式,以往文献主要从信息披露展开研究,问询函对大股东“掏空”行为的影响还未得到关注。尤其在中国股权高度集中的特色制度背景下,鲜有文献考察年报问询函对大股东“掏空”行为的影响。基于沪深交易所年报问询函高度关注大股东“掏空”行为,本文试图考察中国制度背景下年报问询函监管对大股东“掏空”行为的治理效应以及不同内外部治理环境下年报问询函监管

对公司大股东“掏空”行为的差异效用。

四、理论分析与假设提出

大股东“掏空”行为严重影响中小股东利益,因此对大股东“掏空”行为治理成了现代公司治理理论的重要议题之一^[14]。年报问询函监管能够抑制大股东的“掏空”行为,其理论分析主要体现在以下方面。

第一,问询函通过发挥管制职能抑制大股东的“掏空”行为。管制经济学理论指出,管制来自投资者对纠正市场失灵的客观需求^[38]。经济体通常建立监管机制予以促进市场正常运行,完善市场失灵的缺陷。中国证券监督管理委员会等机构的设立就是为了制定相关监管措施,对市场进行有效监督。问询函作为证监机构管制的一种形式,其实施就是为了提高公司信息披露的透明度,有效规范市场秩序的健康运行,保护投资者利益。当上市公司财务报告的信息披露不充分或存在瑕疵时,问询函将被发放于此类公司,督促被问询公司整改并完善信息披露,降低资本市场的信息不对称,规范公司经理人以及控股股东行为,进而发挥问询函的监督职能。同时,公司被问询意味着大股东的“掏空”行为更容易被曝光,问询函信息在资本市场传播时,有可能引发政府部门关注,政府监管部门很可能会通过问询函信息这一渠道来强化对公司大股东“掏空”行为的监督。在这种问询压力机制和政府管制下,公司大股东行为可能会更加规范,从而有效减少“掏空”行为。

第二,问询函通过有效市场监督抑制大股东的“掏空”行为。财务报告问询函对被问询公司而言,意味着公司财务信息披露不充分或者未遵守相关规章制度。这可能由于公司有意隐瞒相关信息,或可能对政策的不理解而未充分披露。问询函的发问使公司披露更多信息,这一问询问题和意见函回复都会为利益相关者所感知,进而使得投资者会根据问询问题和自己的分析做出判断,并采取措施来维护自己的利益。基于信息不对称,当公司披露有关大股东“掏空”等负面信息时,投资者将认为公司的实际情况比披露的信息更严重,这将导致对公司失去信心的投资者采取用“脚”投票方式维护自身利益,这在一定程度上会引致股价波动。当股价反映负面消息而下跌时,会使得大股东的财富受到损失。若股价的下跌导致大股东的财富损失大于其“掏空”行为而获得的私有收益时,大股东“掏空”行为会减少^[14]。因此,在问询函带来市场公众关注的舆论监督下,减少公司信息不对称,会使公司大股东因控制权优势而产生的机会主义行为得到收敛,进而督促公司大股东纠正或主动放弃与中小股东利益或公司整体的长期发展目标相悖的“掏空”行为。

第三,问询函通过声誉压力机制抑制大股东的“掏空”行为。声誉作为公司的一项重要无形资产,其在提高行业进入壁垒和增强市场竞争力等方面起到重要作用^[39]。同时,声誉作为一种治理机制,能够约束人们的不规范行为^[40]。问询函监管的发问不仅给公司带来了解决问询函问题并回复意见的执行成本^[22],更重要的是带来了市场关注的声誉成本和市场交易成本。Cunningham等研究发现,SEC意见函会给公司带来较高的银行贷款利率,增加了公司的债务成本^[30]。问询监管对公司控股股东“掏空”行为进行问询后,会影响控股股东的社会声誉。声誉受损的上市公司和控股股东为重述形象以及赢得投资者的信任,这会促使控股股东减少“掏空”行为。

综上,年报问询函能够发挥积极的管制职能效应,并引发市场有效监督和声誉压力机制,督促公司管理层积极回复证监机构问询和修正瑕疵的财务信息披露,降低信息不对称,进而约束大股东侵占中小股东利益的私利行为。同时,当公司收到与“掏空”关键事项相关的年报问询函时,意味着公司存在大股东“掏空”现象更严重,此时大股东“掏空”行为受到证监机构监管的力度更大,市场关注压力也随之增加。针对“掏空”相关的年报问询函更能威慑大股东的“掏空”行为,有效对大股东“掏空”行为进行直接监督治理,进而使得具有“掏空”关键事项的问询函监管对公司大股东“掏空”行为的抑制效用更明显。基于以上理论分析,本文提出如下假设。

H_{1a}:其他条件不变情况下,年报问询函监管能够抑制大股东“掏空”行为。

H_{1b}:与没有“掏空”关键事项的年报问询函相比,具有“掏空”关键事项的年报问询函监管对大股东“掏空”行为的抑制作用更强。

上市公司的内部治理水平是大股东进行“掏空”行为动机的重要影响因素。内部控制是通过一系列制度安排来提高公司经营效率,其在公司决策、执行和监督等方面形成严密的制度体系^[40]。同时,内部控制是保证高质量的财务报告和保护投资者利益的一项重要机制^[41]。较高的内部控制质量能够降低信息不对称程度,此时公司的每项交易决策、执行过程都会受到严格审查和监督。在此情况下,大股东实施“掏空”行为容易被察觉,大股东难以实施关联交易、占用资金等来达到“掏空”行为,进而削弱大股东“掏空”行为的动机。相反,当公司的内

部控制治理较差时,公司大股东的行为处于较不透明的情景下,大股东的“掏空”行为未得到有效审批和监管,会使大股东有较强动机进行利益输送,在这种情况下大股东进行“掏空”行为将更严重^[33]。此时,作为信息披露监督机制的问询函监管,通过提高公司信息透明度,降低资本市场信息不对称,并引发市场投资者广泛关注,在一定程度上弥补公司内部控制治理的不足。因此,本文有理论预期,当公司内部控制治理较差时,问询函监管对大股东“掏空”行为的抑制作用更强。基于以上的理论分析,本文提出如下假设。

H₂:相比于内部控制治理水平较高的公司,年报问询函监管对大股东“掏空”的抑制作用在内部控制治理水平较低的公司中更强。

大股东的“掏空”行为约束还受到法律环境的影响。法律环境作为公司的一项外部治理机制,发挥着基础性的治理作用^[42]。法律是投资者维护自身利益受损的一道重要防线,当大股东利用控制权优势来转移公司利益而侵害中小股东时,大股东“掏空”行为是否能够实现面临的主要约束条件便是法律风险。因为当中小股东意识到自身利益被侵害时,其很有可能通过法律进行自我保护,同时要求大股东进行惩罚性赔偿^[43]。因此,当法律制度健全以及执法部门公正有效时,投资者的利益得到有效保护,这意味着在法律环境良好的地区,大股东“掏空”行为面临的法律风险和经济成本将更为昂贵,能够有效约束大股东的“掏空”行为^[21]。而在法律制度不健全的地区,投资者保护较弱,信息不对称的存在更助长了大股东“掏空”行为的实现。问询监管作为一项信息披露的监督机制,通过提高公司信息披露的透明度,更能揭示法律环境较差地区公司所存在的大股东“掏空”行为,使中小投资者及时感知自身利益被大股东侵占并及时采取应对措施,从而威慑并减少大股东“掏空”的自利行为。因此,在法制不健全的制度背景下,更需要问询函监管予以弥补法制环境治理的不足,从而使得问询函监管在法治环境较差的情景中对大股东“掏空”行为的抑制作用更强。基于以上理论分析,本文提出如下假设。

H₃:相比于法治水平较高的地区,年报问询函监管对大股东“掏空”的抑制作用在法治水平较低的地区更强。

五、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文以2013—2017年中国A股上市公司为研究对象^①,样本财务数据主要来自CSMAR数据库。其中,财务报告问询函数据来自上海证券交易所、深圳证券交易所、巨潮资讯网站和百度新闻网手工收集整理^②。法制环境数据来自王小鲁和樊纲等关于《中国分省份市场化指数报告(2016)》的市场化总指数中的“市场中介组织的发育和法律制度环境”指数^[44]。上市公司内部控制数据来自“迪博·中国上市公司内部控制指数”。本文对数据进行如下处理:(1)剔除金融、保险类公司;(2)剔除数据缺失的样本;(3)为降低异常值的影响,对样本期间所有连续变量在1%上下两端进行了Winsorize处理。最终,获得10925个观测值。

(二) 关键变量定义

1. 问询函监管

(1)年报问询函监管变量(CL_{t-1})。若公司 $t-1$ 年的年报被问询,则 CL_{t-1} 取值为1,否则为0。

(2)“掏空”关键事项的年报问询函($IsaCL_{t-1}$)。本文进一步将年报问询函语境中包含“关联交易”、大股东“利益输送”、大股东“资金占用”等,界定为具有“掏空”关键事项的年报问询函。若公司第 $t-1$ 年的年报被问询且问询函涉及与“掏空”关键事项相关, $IsaCL_{t-1}$ 取值为1,否则为0;若公司第 $t-1$ 年的年报被问询且问询函未涉及与“掏空”关键事项相关, $NonIsaCL_{t-1}$ 取值为1,否则为0。

2. 大股东“掏空”

大股东“掏空”的变化量($\Delta RPT1/\Delta RPT2$)。参考侯青川等、陈胜蓝和卢锐的研究^[14,21],本文使用关联方交

①选择2013—2017年期间原因为2013年沪深交易所信息披露直通车之后,监管机构开始对上市公司进行年报问询函监督(始于2012年度的财务报告)。年报问询函数据采用滞后一期进行测度(即2012—2016年的年报问询函数据)。

②关于年报问询函的收集,2015年以后(始于2014年度的财务报告)问询函数据披露于沪深交易所网站,部分披露于巨潮资讯网;2012年和2013年的年报问询函,沪深交易所网站披露较少。因此,为确保问询函数据的全面性,本文在沪深交易所网站收集基础上,从巨潮资讯网和百度新闻网进行“问询函”“年报问询函”及“定期报告事后审核意见函”等关键词查询,手工收集整理。同时,为使年报问询函数据的完整性,本文将查询范围扩展到一些与问询函信息相关的其他类型公告。

易来度量大股东的“掏空”行为,具体采用两个指标的变化量来度量大股东“掏空”:(1)所有关联交易之和($\Delta RPT1$);(2)总关联交易中剔除合作项目、许可协议、研究与开发成果、关键管理人员和其他事项五类可能存在一定噪音的交易类别,记为 $\Delta RPT2$ 。为了更好反映年报问询函监管对公司未来大股东“掏空”行为的抑制效应,本文将 t 期关联交易金额减去第 $t-1$ 期关联交易金额后得到的变化值除以 t 期的期初总资产,且将以上两个指标均经过年度、行业中位数进行调整。在稳健性检验中,借鉴Jian和Wong的模型估计非正常关联交易变量^[45],并以此来衡量大股东“掏空”。

3. 内部控制

内部控制质量($lnIc$)。本文采用“迪博·中国上市公司内部控制指数”加1并取自然对数后,以中位数为标准区分内部控制质量高组或低组。该指数以企业内部控制基本框架体系作为基础,基于内部控制战略、经营、报告、合规和资产安全五大目标实现程度设计内部控制基本指数,并将内部控制重大缺陷作为修正指标^[46]。

4. 法治环境

地区法治环境($Legal$),参考姜付秀等、陈胜蓝和卢锐的研究^[9,21],本文的地区法治环境数据来自王小鲁和樊纲等关于《中国分省份市场化指数报告(2016)》的市场化总指数中的“市场中介组织的发育和法律制度环境”指数^[44]。该报告提供了2008—2014年的指数。对于2015年、2016年和2017年的指数,参考杨兴全等的研究方法^[47],2015年的指数为2014年的指数加上2013年、2012年和2011年这三年相对于各自前一年指数增加值的平均数,以此类推计算2016年和2017年指数,本文以样本中位数为标准区分法治环境高组或低组。

(三) 模型设定

为检验假设1a,本文构建如下模型:

$$\Delta RPT1_{i,t}/\Delta RPT2_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CL_{i,t-1} + \beta_m Control_{i,t} + Industry + Year + \mu_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中,被解释变量是第 t 期公司大股东“掏空”的变化值指标($\Delta RPT1_t/\Delta RPT2_t$),解释变量是公司第 $t-1$ 年度的年报是否被问询的虚拟变量(CL_{t-1})。

为检验假设1b,参考Cunningham等、刘启亮等的研究^[7,48],本文构建如下模型:

$$\Delta RPT1_{i,t}/\Delta RPT2_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IsaCL_{i,t-1} + \beta_2 NonIsaCL_{i,t-1} + \beta_m Control_{i,t} + Industry + Year + \mu_{i,t} \quad (2)$$

模型(2)中, $IsaCL_{t-1}$ 是第 $t-1$ 期与“掏空”关键事项相关的年报问询函虚拟变量, $NonIsaCL_{t-1}$ 是第 $t-1$ 期与“掏空”关键事项无关的年报问询函虚拟变量。

为检验假设2,本文将内部控制变量($lnIc$)以其中位数划分为高组或低组,分别在模型(2)基础上分组回归。

为检验假设3,本文将地区法治环境变量($Legal$)以其中位数划分为高组或低组,分别在模型(2)基础上分组回归。

上述模型(1)–模型(2)中, $Control$ 代表第 t 期的一组控制变量,参考侯青川等、张洪辉等、陈胜蓝和卢锐的研究^[14,21,33],控制变量包括:公司规模($Size$)、资产负债率(Lev)、净资产收益率(Roe)、上市年限(Age)、成长性($Growth$)、应收账款(Rec)、Tobin's Q值($Tobin's Q$)、股权性质(Soe)、审计师类型($Big4$)、第一大股东持股比例($Fshare$)、独立董事比例($IndepRatio$)、管理层持股比例(ESH)。此外,各模型中还控制了年度和行业固定效应。具体变量定义和度量见表1。

六、实证结果与分析

(一) 描述性统计分析

表2列示了年报问询函样本分布及“掏空”关键事项问询函的统计结果。其中,Panel A的样本年度分布中,在2012—2016年的年报问询函中,年报问询函逐年增多,反映了沪深交易所对公司问询监管的力度逐年加大。Panel B的样本行业分布中,年报问询函分布不均匀,问询函主要集中于制造业(C)。Panel C报告了“掏空”关键事项问询函的具体情况,样本期间共有455家上市公司收到与“掏空”关键事项相关的问询函,占总年报问询函之比约为27.41%(455/1660),说明“掏空”行为是问询函监管高度关注的重要议题之一。

表3列示了主要变量的描述性统计结果。由表3可知,年度关联交易总和的变化值($\Delta RPT1_t$)最大值为1.674,均值为0.048,标准差为0.353,说明各公司年度关联方交易的变化值存在较大差异。剔除合作项目、许可协议、研究与开发成果、关键管理人员报酬、其他事项五类交易类别后的年度关联交易总和的变化量($\Delta RPT2_t$)

表1 主要变量定义与度量

变量名称	变量符号	变量定义
大股东“掏空”	$\Delta RPT1_t$	采用(第 <i>t</i> 期关联交易总和-第 <i>t-1</i> 期关联交易总和)/第 <i>t</i> 期的期初总资产,并经过年度、行业中位数调整
	$\Delta RPT2_t$	采用(剔除合作项目、许可协议、研究与开发成果、关键管理人员报酬和其他事项五类的第 <i>t</i> 期关联交易之和-第 <i>t-1</i> 期剔除上述类别后的关联交易之和)/第 <i>t</i> 期的期初总资产,并经过年度、行业中位数调整
问询函监管是否与“掏空”关键事项相关的问询函	CL_{t-1}	若公司第 <i>t-1</i> 年的财务报告被证监机构问询,则 CL_{t-1} 取值为1,否则为0
	$IsaCL_{t-1}$	若公司第 <i>t-1</i> 年的财务报告被问询且问询函语境涉及“掏空”关键事项取值为1,否则为0
	$NonIsaCL_{t-1}$	若公司第 <i>t-1</i> 年的财务报告被问询且问询函语境未涉及“掏空”关键事项取值为1,否则为0
法治环境	$Legal_t$	来自王小鲁和樊纲等(2017)关于《中国分省份市场化指数报告(2016)》的市场化指数中的“市场中中介组织的发育和法律制度环境”指数 ^[44]
内部控制	$LnIc_t$	采用“迪博·中国上市公司内部控制指数”加1并取自然对数
公司规模	$Size_t$	第 <i>t</i> 年公司总资产的自然对数
负债水平	Lev_t	第 <i>t</i> 年公司总负债/期末总资产
净资产收益率	Roe_t	第 <i>t</i> 年公司净利润/股东权益平均余额
公司年龄	Age_t	第 <i>t</i> 年公司上市年限加1取自然对数
成长性	$Growth_t$	第 <i>t</i> 年公司营业收入增长率
应收账款	Rec_t	第 <i>t</i> 年公司应收账款/期末总资产
Tobin's Q值	$Tobin's Q_t$	公司价值变量,第 <i>t</i> 年公司市场价值与账面价值的比率衡量
产权性质	Soe_t	第 <i>t</i> 年公司控股股东为国有单位或国有法人为1,否则0
审计师类型	$Big4_t$	若第 <i>t</i> 年公司由国际“四大”事务所审计为1,否则取0
股权集中度	$Fshare_t$	第 <i>t</i> 年公司第一大股东持股比例
独立董事比例	$IndepRatio_t$	第 <i>t</i> 年公司独立董事占董事会人数的比例
高管持股比率	ESH_t	第 <i>t</i> 年公司高管持股数/总股数
年度效应	$Year$	研究区间跨5年,设置4个年份虚拟变量
行业效应	$Industry$	据中国证监会关于《上市公司行业分类指引》(2012年版)设置行业虚拟变量

的最大值为1.610,均值为0.047。年报问询函(CL_{t-1})均值为0.152,其中具有“掏空”关键事项的年报问询函($IsaCL_{t-1}$)均值为0.042,说明样本期间大约有15.2%上市公司被沪深交易所进行年报问询,且有4.2%上市公司被问询与大股东“掏空”相关的关键事项,说明我国年报问询函监管高度关注了公司关联交易等大股东自利行为。

(二) 回归结果分析

1. 问询函监管与大股东“掏空”

表4列示了问询函监管对大股东“掏空”的回归结果。(1)式和(3)式的被解释变量为公司年度所有关联交易总和的变化值($\Delta RPT1_t$), (2)式和(4)式为剔除特定项目后的年度关联交易总和的变化值($\Delta RPT2_t$)。表4列(1)和列(2)中,年报问询函(CL_{t-1})的回归系数均在5%统计水平上显著为负,说明相比于没有被问询公司,公司被问询后,基于问询函监管压力带来的股价下跌、声誉受损以及交易成本上升等的反应以及避免再次被问询带来的一系列负面影响,大股东有意规范自己的行为,进而减少损害中小股东利益的“掏空”行为。研究假设1a得到验证。

2. 问询函监管与大股东“掏空”: “掏空”关键事项问询函分析

表4的列(3)和列(4)报告了“掏空”关键事项问询下问询函监管对大股东“掏空”的差异治理,列(3)和列(4)中,具有“掏空”关键事项的问询函($IsaCL_{t-1}$)对两个大股东“掏空”变量($\Delta RPT1_t/\Delta RPT2_t$)的回归系数均在1%统计水平上显著为负,而无“掏空”关键事项问询函($NonIsaCL_{t-1}$)

表2 年报问询函样本分布与“掏空”关键事项问询函统计

Panel A 样本年度分布	
年份	年报问询函观测值
2012	133
2013	138
2014	319
2015	526
2016	544
总计	1660
Panel B 样本行业分布	
行业	
A. 农、林、牧、渔业	53
B. 采矿业	54
C. 制造业	1101
D. 电力、热力、燃气及水生产和供应业	31
E. 建筑业	57
F. 批发和零售业	95
G. 交通运输、仓储和邮政业	26
H. 住宿和餐饮业	6
I. 信息传输、软件和信息技术服务业	104
K. 房地产业	55
L. 租赁和商务服务业	19
M. 科学研究和技术服务业	6
N. 水利、环境和公共设施管理业	16
P. 教育	1
Q. 卫生和社会工作	4
R. 文化、体育和娱乐业	17
S. 综合	15
总计	1660
Panel C “掏空”关键事项问询函	
与“掏空”关键事项相关的问询函	455
与“掏空”关键事项无关的问询函	1205
总计	1660

表3 主要变量描述性统计

Variable	N	Mean	Std	Min	Median	Max
$\Delta RPT1_t$	10925	0.048	0.353	-1.219	0	1.674
$\Delta RPT2_t$	10925	0.047	0.348	-1.203	0	1.610
CL_{t-1}	10925	0.152	0.359	0	0	1
$IsaCL_{t-1}$	10925	0.042	0.200	0	0	1
$NonIsaCL_{t-1}$	10925	0.110	0.313	0	0	1
$LnIc_t$	10925	6.154	1.417	0	6.496	6.699
$Legal_t$	10925	9.494	4.525	1.840	9.650	16.190
$Size_t$	10925	22.300	1.259	19.630	22.150	26.060
Age_t	10925	2.291	0.684	0.693	2.398	3.219
Lev_t	10925	0.449	0.208	0.062	0.441	0.929
$Growth_t$	10925	0.217	0.575	-0.564	0.107	4.024
Roe_t	10925	0.062	0.122	-0.625	0.066	0.374
$Big4_t$	10925	0.057	0.232	0	0	1
Soe_t	10925	0.397	0.489	0	0	1
Rec_t	10925	0.116	0.104	0	0.091	0.466
ESH_t	10925	0.108	0.176	0	0.002	0.648
$Fshare_t$	10925	0.343	0.148	0.084	0.321	0.748
$IndepRatio_t$	10925	0.374	0.053	0.333	0.333	0.571
$Tobin's Q_t$	10925	2.644	2.566	0.201	1.886	15.710

的回归系数不显著。这说明问询函监管对大股东“掏空”行为的治理效应体现在具有“掏空”关键事项的问询函中,而无“掏空”关键事项问询函对大股东“掏空”行为的治理效应并不明显。假设1b得到验证。

3. 问询函监管与大股东“掏空”:内部控制治理视角

表5列示了不同内部控制治理下问询函监管与大股东“掏空”的回归结果。在大股东“掏空”变量($\Delta RPT1_t$)下,列(1)内部控制质量低组中,“掏空”关键事项问询函($IsaCL_{t-1}$)回归系数在1%的统计水平上显著为负,而在内部控制质量高组列(2)中不显著,且组间系数差异通过显著性检验($Chi2=7.43, p=0.0064$),无“掏空”关键事项问询函($NonIsaCL_{t-1}$)的回归系数在内部控制高组和低组均不显著。同理,在大股东“掏空”变量($\Delta RPT2_t$)下,列(3)和列(4)中检验结果也类似上述。这说明问询函监管对大股东“掏空”行为的治理效应主要体现在具有“掏空”关键事项的问询函上,且“掏空”关键事项问询函对大股东“掏空”行为的抑制作用在内部控制质量较差的公司中更显著。表明问询函监管通过提高公司信息透明度,可以作为弥补公司内部控制监督不足的一种治理机制安排,假设2得到验证。

4. 问询函监管与大股东“掏空”:法治环境层面

表6列示了不同法治环境下问询函监管对大股东“掏空”的回归结果。在大股东“掏空”变量($\Delta RPT1_t$)下,列(1)法治环境低组中,“掏空”关键事项问询函($IsaCL_{t-1}$)回归系数在1%的统计水平上显著为负,而在法治环境高组列(2)中在5%统计水平上显著为负,且组间系数差异通过显著性检验($Chi2=6.42, p=0.0113$),无“掏空”关键事项问询函($NonIsaCL_{t-1}$)的回归系数在法治环境高组和低组均不显著。同理,在大股东“掏空”变量($\Delta RPT2_t$)中,列(3)和列(4)中检验结果也类似上述。这说明,问询函监管对大股东“掏空”行为的治理效应主要体现在具有“掏空”关键事项的问询函上,且“掏空”关键事项问询函对大股东“掏空”行为的抑制作用在法治环境较差的情况下更显著。即在我国法制不健全的制度背景下,投资者权益得不到有效保护,问询函监管通过减少信息不对称,规范了大股东“掏空”行为,可以作为弥补外部法治环境监管不足的治理机制安排,假设3得到验证。

5. 稳健性检验

(1) 内生性控制

①倾向得分匹配法的双重差分模型(PSM-DID)。本文研究中可能存在遗漏重要控制变量,从而导致大股

表4 问询函监管对大股东“掏空”的回归结果

Variable	问询函全样本		“掏空”关键事项问询函	
	$\Delta RPT1_t$	$\Delta RPT2_t$	$\Delta RPT1_t$	$\Delta RPT2_t$
	(1)	(2)	(3)	(4)
CL_{t-1}	-0.023** (-2.39)	-0.023** (-2.45)		
$IsaCL_{t-1}$			-0.072*** (-4.24)	-0.068*** (-4.04)
$NonIsaCL_{t-1}$			-0.005 (-0.44)	-0.007 (-0.63)
$Size_t$	-0.002 (-0.60)	-0.003 (-0.70)	-0.003 (-0.68)	-0.003 (-0.78)
Age_t	-0.022*** (-3.26)	-0.021*** (-3.22)	-0.021*** (-3.16)	-0.021*** (-3.14)
Lev_t	0.206*** (9.88)	0.201*** (9.78)	0.209*** (10.06)	0.204*** (9.93)
$Growth_t$	0.092*** (15.41)	0.091*** (15.46)	0.092*** (15.42)	0.091*** (15.48)
Roe_t	0.016 (0.54)	0.034 (1.15)	0.015 (0.52)	0.033 (1.13)
$Big4_t$	-0.017 (-1.09)	-0.018 (-1.20)	-0.017 (-1.11)	-0.019 (-1.22)
Soe_t	-0.032*** (-3.70)	-0.032*** (-3.79)	-0.031*** (-3.67)	-0.032*** (-3.76)
Rec_t	-0.025 (-0.69)	-0.025 (-0.69)	-0.028 (-0.76)	-0.027 (-0.76)
ESH_t	0.006 (0.25)	0.005 (0.20)	0.004 (0.17)	0.003 (0.13)
$Fshare_t$	-0.001 (-0.03)	-0.002 (-0.09)	-0.001 (-0.02)	-0.002 (-0.08)
$IndepRatio_t$	-0.109* (-1.74)	-0.115* (-1.86)	-0.107* (-1.69)	-0.113* (-1.82)
$Tobin's Q_t$	-0.001 (-0.65)	-0.002 (-0.93)	-0.001 (-0.55)	-0.001 (-0.84)
Year/Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	0.079 (0.85)	0.095 (1.04)	0.082 (0.89)	0.098 (1.08)
F	13.627	13.751	13.601	13.664
Adj_R ²	0.037	0.037	0.038	0.038
N	10925	10925	10925	10925

注:括号内数值表示T统计值;***、**、*分别表示在1%、5%和10%的统计水平。

表5 问询函监管与大股东“掏空”:内部控制治理视角

Variable	内控质量		内控质量	
	低组	高组	低组	高组
	$\Delta RPT1_t$	$\Delta RPT1_t$	$\Delta RPT2_t$	$\Delta RPT2_t$
	(1)	(2)	(3)	(4)
$IsaCL_{t-1}$	-0.100*** (-4.69)	0.027 (0.87)	-0.095*** (-4.50)	0.028 (0.93)
$NonIsaCL_{t-1}$	0.004 (0.26)	-0.017 (-1.04)	0.000 (0.01)	-0.017 (-1.02)
$Size_t$	0.007 (1.07)	-0.015*** (-2.80)	0.007 (1.14)	-0.015*** (-2.92)
Age_t	-0.021** (-2.03)	-0.023*** (-2.61)	-0.021** (-2.04)	-0.022*** (-2.59)
Lev_t	0.171*** (5.74)	0.268*** (8.95)	0.164*** (5.58)	0.265*** (8.96)
$Growth_t$	0.082*** (9.06)	0.104*** (13.02)	0.082*** (9.18)	0.102*** (13.05)
Roe_t	-0.031 (-0.79)	0.086 (1.60)	-0.007 (-0.18)	0.091* (1.71)
$Big4_t$	-0.036 (-1.22)	-0.001 (-0.08)	-0.036 (-1.23)	-0.003 (-0.19)
Soe_t	-0.016 (-1.22)	-0.043*** (-3.83)	-0.016 (-1.27)	-0.044*** (-3.91)
Rec_t	-0.013 (-0.24)	-0.060 (-1.29)	-0.014 (-0.25)	-0.059 (-1.29)
ESH_t	0.025 (0.68)	-0.022 (-0.69)	0.021 (0.58)	-0.020 (-0.63)
$Fshare_t$	-0.008 (-0.20)	-0.006 (-0.18)	-0.010 (-0.27)	-0.006 (-0.18)
$IndepRatio_t$	-0.071 (-0.74)	-0.130 (-1.60)	-0.082 (-0.86)	-0.131 (-1.63)
$Tobin's Q_t$	0.001 (0.37)	-0.002 (-0.85)	0.001 (0.35)	-0.003 (-1.23)
$Year/Industry$	Yes	Yes	Yes	Yes
$Constant$	-0.137 (-0.92)	0.338*** (2.81)	-0.130 (-0.89)	0.354*** (2.98)
F	5.187	10.438	5.206	10.495
Adj_R^2	0.025	0.055	0.026	0.056
N	5462	5463	5462	5463
IsaCL _{t-1} 组间系数 差异 (Suest检验)	Chi2=7.43*** Prob > Chi2 =0.0064		Chi2=7.15*** Prob > Chi2=0.0075	
NonIsaCL _{t-1} 组间系 数差异 (Suest检验)	Chi2= 0.76 Prob > Chi2=0.3842		Chi2= 0.49 Prob > Chi2=0.4821	

注:括号内数值表示T统计值;***、**、*分别表示在1%、5%和10%的统计水平上显著。

表6 问询函监管与大股东“掏空”:法治环境层面

Variable	法治环境		法治环境	
	低	高	低	高
	$\Delta RPT1_t$	$\Delta RPT1_t$	$\Delta RPT2_t$	$\Delta RPT2_t$
	(1)	(2)	(3)	(4)
$IsaCL_{t-1}$	-0.077*** (-3.47)	-0.061** (-2.24)	-0.071*** (-3.26)	-0.060** (-2.23)
$NonIsaCL_{t-1}$	-0.012 (-0.77)	0.005 (0.35)	-0.014 (-0.88)	0.002 (0.16)
$Size_t$	0.002 (0.36)	-0.008 (-1.39)	0.001 (0.23)	-0.007 (-1.34)
Age_t	-0.013 (-1.27)	-0.028*** (-3.19)	-0.012 (-1.19)	-0.028*** (-3.22)
Lev_t	0.191*** (6.34)	0.229*** (7.69)	0.186*** (6.26)	0.222*** (7.60)
$Growth_t$	0.099*** (11.90)	0.085*** (9.71)	0.098*** (11.94)	0.084*** (9.76)
Roe_t	-0.033 (-0.81)	0.070 (1.55)	-0.004 (-0.11)	0.071 (1.60)
$Big4_t$	-0.009 (-0.33)	-0.020 (-1.05)	-0.010 (-0.38)	-0.022 (-1.16)
Soe_t	-0.028** (-2.29)	-0.026** (-2.13)	-0.027** (-2.25)	-0.029** (-2.36)
Rec_t	-0.048 (-0.88)	-0.032 (-0.65)	-0.053 (-0.97)	-0.025 (-0.52)
ESH_t	0.012 (0.29)	-0.003 (-0.11)	0.011 (0.27)	-0.004 (-0.14)
$Fshare_t$	0.017 (0.46)	-0.021 (-0.62)	0.016 (0.44)	-0.022 (-0.66)
$IndepRatio_t$	-0.141 (-1.48)	-0.082 (-0.97)	-0.163* (-1.73)	-0.072 (-0.87)
$Tobin's Q_t$	0.002 (0.68)	-0.004 (-1.54)	0.001 (0.40)	-0.004 (-1.62)
$Year/Industry$	Yes	Yes	Yes	Yes
$Constant$	-0.034 (-0.25)	0.248* (1.77)	-0.003 (-0.02)	0.243* (1.76)
F	6.852	7.272	6.866	7.350
Adj_R^2	0.037	0.036	0.037	0.036
N	5215	5710	5215	5710
IsaCL _{t-1} 组间系数差异 (Suest检验)	Chi2=6.42** Prob > Chi2 =0.0113		Chi2= 5.35** Prob > Chi2=0.0207	
NonIsaCL _{t-1} 组间系数 差异 (Suest检验)	Chi2= 0.53 Prob > Chi2=0.4651		Chi2=0.47 Prob > Chi2=0.4929	

注:括号内数值表示T统计值;***、**、*分别表示在1%、5%和10%的统计水平上显著。

东“掏空”行为实际上并不受或不显著受问询函监管的影响;或者问询函和大股东“掏空”行为之间具有因果关系而产生的内生性问题。为此,本文参考Kubick等、Cunningham等的研究^[2,7],采用倾向得分匹配法的双重差分模型(PSM-DID)缓解内生性。

具体地,由于2013年证监会的信息披露直通车以后(始于2012年度的年报)开始披露问询函监管,因此,本文拓展研究区间至2010-2017年,检验年报问询函披露前后一年或前后两年的监管效应。本文首先将问询实验组和控制组公司所有的年度观测值包含在内。其次,分别从“掏空”关键事项问询函和无“掏空”关键事项问询函两个方面,采用倾向得分匹配法(PSM)进行一对一最近邻匹配,构造年报问询函的实验组和控制组^①。再次,

①PSM回归中,被解释变量分别为是否“掏空”问询公司和是否无“掏空”问询公司,模型控制变量包括负债水平(Lev)、成长性(Growth)、审计师类型(Big4)、产权性质(SOE)、独立董事比例(IndepRatio)、董事会规模(DirsSize)、董事长和总经理是否为两职兼任(Dual)以及年度和行业固定效应。

对于实验组和控制组公司,本文匹配并保留年报问询前后一年或问询前后两年的期间,以更好测度和对比收到问询函公司(“掏空”关键事项问询函和无“掏空”关键事项问询函)和没有收到问询函公司的差异效应,并设置双重差分模型的关键解释变量:(a)“掏空”关键事项问询函方面,对于实验组样本(收到“掏空”关键事项问询函公司) $TreatIsaCL$ 取值为1,对于控制组样本(倾向得分匹配公司) $TreatIsaCL$ 取值为0;当“掏空”关键事项问询函公司的实验组和匹配控制组在被年报问询后一年或被问询后两年, $PostIsaCL$ 取值为1,否则为0;(b)无“掏空”关键事项问询函方面,对于实验组样本(收到无“掏空”关键事项问询函公司)则 $TreaNonIsaCL$ 取值为1,对于控制组样本(倾向得分匹配公司) $TreaNonIsaCL$ 取值为0;当无“掏空”关键事项问询函公司的实验组和匹配控制组在被年报问询后一年或被问询后两年, $PostNonIsaCL$ 取值为1,否则为0。最后,本文构建如下双重差分模型:

$$\Delta RPT1_{it}/\Delta RPT2_{it} = \beta_0 + \beta_1 TreatIsaCL_{it}/TreatNonIsaCL_{it} + \beta_2 TreatIsaCL_{it} \times PostIsaCL_{it}/TreatNonIsaCL_{it} \times PostNonIsaCL_{it} + \beta_3 PostIsaCL_{it}/PostNonIsaCL_{it} + \beta_m Control_{it} + Industry + Year + \mu_{it} \quad (3)$$

模型(3)中,交乘项 $TreatIsaCL \times PostIsaCL$ 和 $TreatNonIsaCL \times PostNonIsaCL$ 回归系数的显著性则代表着收到年报问询函(“掏空”关键事项问询函和“无掏空”关键事项问询函)后对大股东“掏空”的不同治理效应。控制变量($Control$)与模型(1)一致,同时控制年度和行业固定效应。

本文分别从“掏空”关键事项问询函和无“掏空”关键事项问询函两个方面来对问询函披露前后一年或前后两年进行双重差分检验,表7的Panel A报告了PSM-DID结果。在表7列(1)和列(2)问询前后一年中, $TreatIsaCL \times PostIsaCL$ 回归系数在1%统计水平上显著为负,在列(3)和列(4)问询前后两年中, $TreatIsaCL \times PostIsaCL$ 回归系数在1%统计水平上显著为负;而 $TreatNonIsaCL \times PostNonIsaCL$ 的回归系数均不显著。说明“掏空”关键事项问询函监管披露效应对大股东“掏空”行为具有抑制效应,支持了本文主要研究结论。

②Heckman 两阶段法。由于上市公司被证监机构问询可能具有选择性,可能使得本文结论具有样本选择性偏差。参考叶康涛等、张传财和陈汉文的研究^[34,49],本文采用Heckman两阶段自选择矫正模型进行检验,第一阶段使用公司可能被问询影响因素的Probit模型,分别对“掏空”关键事项问询函和无“掏空”关键事项问询函公司样本进行回归,计算得到两个逆米尔斯比率(Inverse Mill's Ratio, IMR),分别为 LMR_IsaCL_{t-1} 和 $IMR_NonIsaCL_{t-1}$ 。表7中Panel B的列(1)和列(2)列示了Heckman第二阶段的回归结果, $IsaCL_{t-1}$ 回归系数均在1%统计水平上显著为负,主要结论与前文基本一致。另外,从 LMR_IsaCL_{t-1} 和 $IMR_NonIsaCL_{t-1}$ 回归系数看,在统计上不显著,说明在本文研究中,样本选择偏差的可能性不大。

(2) 大股东“掏空”的替代变量

借鉴Jian和Wong的模型估计非正常关联交易变量($\Delta RPT1_Abnormal_t/\Delta RPT2_Abnormal_t$)^[45],并以此来衡量大股东“掏空”。表7中Panel B的列(3)和列(4)列示了大股东“掏空”的替代变量的回归结果,主要研究结论仍然成立。

(3) 其他稳健性检验

①由于年报问询函有包括年报、半年报和季报问询函,但主要集中于年报问询,因此本文在此剔除半年报和季报问询函。同时,在全样本中考虑剔除ST、*ST类公司,回归结果仍然稳健。

②按公司层面进行了Cluster处理以及采用聚类稳健Robust方法进行回归,经过以上处理结果仍然成立。

综上稳健性测试,其主要回归结果与本文研究结论基本一致^①。

七、研究结论与启示

新时代下中国资本市场频繁呈现问询函的穿透式监管,这种问询监管的效力如何?本文基于沪深交易所年报问询函的重要监管政策,以2013-2017年中国A股上市公司和年报问询函数据为样本,从问询函有效性视角考察问询函监管对公司大股东“掏空”行为的治理效应。研究发现:(1)中国式年报问询函监管对公司大股东“掏空”行为具有明显抑制效果,且这种积极效用主要体现在具有“掏空”关键事项的年报问询函中。采用倾向得分匹配法的双重差分模型(PSM-DID)和Heckman两阶段方法控制内生性问题后,结论仍然稳健。(2)从大股东“掏空”行为的动机视角,相比于内部控制治理水平较高的公司,问询函监管对大股东“掏空”的抑制作用在内部控制

^①限于篇幅,未在文中报告完稳健性测试结果,已留存备案。

治理水平较低的公司更显著。(3)从大股东“掏空”实现的客观条件看,相比于法治水平较高环境下,问询函监管对大股东“掏空”的抑制作用在法治水平较低环境中更强。本文研究结论说明,我国证监会的问询函监管有效抑制大股东的“掏空”行为,有效保护投资者权益,且问询函监管能够弥补公司内外部监督治理不足的一种重要治理机制安排。

本文研究具有重要的政策含义。第一,本文利用沪深交易所年报问询函数据实证发现了问询函监管对大股东“掏空”行为具有治理作用,因此监管机构应该加强对公司大股东关联交易等涉及利益侵占的行为进行问询监管,增强公司关联交易等事项信息披露的透明度,从而有效保护中小投资者利益,更好促进资本市场健康发展。第二,由于公司内部治理较差和制度环境较差地区,信息更不透明,应加强对公司内部治理较弱和法律制度环境较差地区的问询监管,适度增加问询监管内容的广泛性和问询区域的全面性。第三,建议监管机构着力完善年报问询函制度,建立年报问询函的反馈监督机制,鼓励投资者积极参与公司问询,建立投资者对问询事项反馈的互动平台。

本文未来的研究展望如下:交易所问询函制度作为一种信息披露的创新监管模式,在国内学术界才得到初步重视,未来可以关注其他问询函的经济后果,比如问询函对上市公司信息披露的改善和公司管理层自利行为的影响,并购重组问询函的监管效果以及如何结合年审会计师进行监管问询和提高问询监管效力等方面研究,以期更好为交易所问询函政策的完善提供经验支持。同时,探索问询函监管与其他治理机制的互补抑或替代效应议题,这是一个有意义的话题。

参考文献:

[1] Dechow P M, Lawrence A, Ryans J P. SEC comment letters and insider sales [J]. The Accounting Review, 2016, 91(2): 401-439.
 [2] 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.
 [3] Johnston R, Petacchi R. Regulatory oversight of financial reporting: Securities and exchange commission comment letters [J]. Contemporary Accounting Research, 2017, 34(2): 1128-1155.
 [4] Wang Q. Determinants of segment disclosure deficiencies and the effect of the SEC comment letter process [J]. Journal of Accounting & Public Policy, 2016, 35(2): 109-133.
 [5] Brown S V, Tian X L, Jenny W T. 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.
 [6] Li B, Liu Z B. The oversight role of regulators: Evidence from SEC comment letters in the IPO process [J]. Review of Accounting Studies, 2017, 22(3): 1229-1260.
 [7] Cunningham L M, Johnson B A. The switch up: An examination of changes in earnings management after receiving SEC comment letters [R].

表7 问询函监管与大股东“掏空”:稳健性检验

Panel A:内生性检验:PSM-DID				
Variable	问询前后一年PSM-DID		问询前后两年PSM-DID	
	$\Delta RPT1_t$	$\Delta RPT2_t$	$\Delta RPT1_t$	$\Delta RPT2_t$
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>TreatIsaCL_t</i>	0.023 (1.29)	0.023 (1.29)	0.027* (1.82)	0.027* (1.82)
<i>TreatNonIsaCL_t</i>	-0.016 (-1.18)	-0.018 (-1.38)	-0.006 (-0.55)	-0.006 (-0.55)
<i>TreatIsaCL_t</i>	-0.094***	-0.090***	-0.087***	-0.087***
$\times PostIsaCL_t$	(-2.73)	(-2.65)	(-3.29)	(-3.29)
<i>TreatNonIsaCL_t</i>	0.004	0.006	0.008	0.008
$\times PostNonIsaCL_t$	(0.17)	(0.27)	(0.48)	(0.48)
<i>PostIsaCL_t</i>	0.007 (0.31)	0.007 (0.31)	0.001 (0.05)	0.001 (0.05)
<i>PostNonIsaCL_t</i>	-0.007 (-0.44)	-0.008 (-0.49)	-0.004 (-0.29)	-0.004 (-0.29)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-0.007 (-0.05)	0.002 (0.01)	0.044 (0.41)	0.044 (0.41)
F	7.554	7.575	9.956	9.956
Adj_R ²	0.038	0.038	0.037	0.037
N	6346	6346	9363	9363
Panel B: Heckman两阶段和替代变量检验				
Variable	Heckman两阶段		大股东“掏空”的替代变量检验	
	$\Delta RPT1_t$	$\Delta RPT2_t$	$\Delta RPT1_{Abnormal_t}$	$\Delta RPT2_{Abnormal_t}$
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>IsaCL_{t-1}</i>	-0.060*** (-3.50)	-0.057*** (-3.38)	-0.073*** (-4.28)	-0.068*** (-4.08)
<i>NonIsaCL_{t-1}</i>	-0.006 (-0.56)	-0.006 (-0.59)	-0.005 (-0.49)	-0.007 (-0.67)
<i>LMR_IsaCL_{t-1}</i>	0.026 (0.30)	0.014 (0.16)		
<i>IMR_NonIsaCL_{t-1}</i>	-0.040 (-0.48)	-0.035 (-0.43)		
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	0.082 (0.40)	0.110 (0.54)	0.145 (1.56)	0.160* (1.75)
F	13.450	13.561	9.588	9.790
Adj_R ²	0.037	0.037	0.026	0.027
N	10665	10665	10925	10925

注:括号内数值表示T统计值;***、**、*分别表示在1%、5%和10%的统计水平上显著。Heckman两阶段减少的样本量是因为预测逆米尔斯比例(IMR)不成功的样本。

- Working paper, 2018.
- [8] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. *Journal of Finance*, 1997, 52(2): 737-783.
- [9] 姜付秀, 马云飙, 王运通. 退出威胁能抑制控股股东私利行为吗?[J]. *管理世界*, 2015(5): 147-159.
- [10] Johnson S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et al. Tunneling[J]. *American Economic Review*, 2000, (90): 22-27.
- [11] Liu Q, Tian G. Controlling shareholder, expropriations and firm's leverage decision: Evidence from Chinese non-tradable share reform [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2012, 18(4): 782-803.
- [12] Jiang G H, Lee C M C, Yue H. Tunneling through inter-corporate loans: The China experience [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1): 1-20.
- [13] 魏明海, 黄琮宇, 程敏英. 家族企业关联大股东的治理角色——基于关联交易的视角[J]. *管理世界*, 2013(3): 133-149.
- [14] 侯青川, 靳庆鲁, 苏玲, 等. 放松卖空管制与大股东“掏空”[J]. *经济学(季刊)*, 2017(3): 1144-1172.
- [15] 曹裕. 产品市场竞争、控股股东倾向和公司现金股利政策[J]. *中国管理科学*, 2014(3): 141-148.
- [16] 李明, 叶勇. 媒体负面报道对控股股东掏空行为影响的实证研究[J]. *管理评论*, 2016(1): 73-82.
- [17] 孔东民, 刘莎莎, 应千伟. 公司行为中的媒体角色: 激浊扬清还是推波助澜?[J]. *管理世界*, 2013(7): 145-162.
- [18] Fang J X, Lobo G J, Zhang Y Q, et al. Auditing related party transactions: Evidence from audit opinions and restatements[J]. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2018, 37(2): 73-106.
- [19] 韩东京. 所有权结构、公司治理与外部审计监督——来自中国上市公司的经验证据[J]. *审计研究*, 2008(2): 55-64.
- [20] 杜兴强, 郭剑花, 雷宇. 大股东资金占用、外部审计与公司治理[J]. *经济管理*, 2010(1): 111-117.
- [21] 陈胜蓝, 卢锐. 卖空压力与控股股东私利侵占——来自卖空管制放松的准自然实验证据[J]. *管理科学学报*, 2018(4): 68-85.
- [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] 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.
- [24] Ertimur Y, Nondorf M. IPO firms and the SEC comment letter process[R]. Working paper. 2006.
- [25] Bozanic Z, Dietrich J R, Johnson B A. SEC comment letters and firm disclosure [J]. *Journal of Accounting & Public Policy*, 2017, 36(5): 337-357.
- [26] Bens D A, Cheng M, Neamtiu M. The impact of SEC disclosure monitoring on the uncertainty of fair value estimates[J]. *The Accounting Review*, 2016, 91(2): 349-375.
- [27] 陈运森, 邓玮璐, 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.
- [28] 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.
- [29] 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.
- [30] Cunningham L, Schmardebeck R, Wang W. SEC comment letters and bank lending [R]. Working Paper, 2017.
- [31] 洪金明, 徐玉德, 李亚茹. 信息披露质量、控股股东资金占用与审计师选择——来自深市A股上市公司的经验证据[J]. *审计研究*, 2011(2): 107-112.
- [32] 周中胜, 陈汉文. 大股东资金占用与外部审计监督[J]. *审计研究*, 2016(3): 73-81
- [33] 张洪辉, 章琳一, 张蕊. 内部控制与关联交易: 基于效率促进观和掏空观分析[J]. *审计研究*, 2016(5): 89-97.
- [34] 叶康涛, 陆正飞, 张志华. 独立董事能否抑制大股东的“掏空”?[J]. *经济研究*, 2007(4): 101-111.
- [35] Gopalan R, Jayaraman S. Private control benefits and earnings management: Evidence from insider controlled firms [J]. *Journal of Accounting Research*. 2012, 50(1): 117-157.
- [36] 严也舟. 外部治理环境、内部治理结构与合谋侵占实证分析[J]. *管理评论*, 2012(4): 28-35.
- [37] 罗觉论, 唐清泉. 市场环境与控制大股东“掏空”行为研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. *会计研究*, 2007(4): 69-74.
- [38] Stigler G J. The theory of economic regulation[J]. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 1971, 2(1): 3-21.
- [39] Fombrun C, Shanley M. What's in a name? Reputation building and corporate strategy [J]. *The Academy of Management Journal*, 1990, 33(2): 233-258.
- [40] 张会丽, 吴有红. 内部控制、现金持有及经济后果[J]. *会计研究*, 2014(3): 71-96.
- [41] Defond M, Lennox C. Do PCAOB inspections improve the quality of internal control audits?[J]. *Journal of Accounting Research*, 2017, 55(3): 691-627.

- [42]郑国坚,林东杰,张飞达.大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性[J].管理世界,2013(5):157-168.
- [43]刘峰,贺建刚,魏明海.控制权、业绩与利益输送——基于五粮液的案例研究[J].管理世界,2004(8):102-110.
- [44]王小鲁,樊纲,余静文.中国分省份市场化指数报告[M].北京:社会科学文献出版社,2017.
- [45]Jian M, Wong T J. Propping through related party transactions [J]. Review of Accounting Studies, 2010, 15 (1):70-105.
- [46]中国上市公司内部控制指数研究课题组.中国上市公司内部控制指数研究[J].会计研究,2011(12):20-24.
- [47]杨兴全,张丽平,吴昊旻.市场化进程、管理层权力与公司现金持有[J].南开管理评论,2014(2):34-45
- [48]刘启亮,李蕙,赵超,廖义刚,陈汉文.媒体负面报道、诉讼风险与审计费用[J].会计研究,2014(6):81-88.
- [49]张传财,陈汉文.产品市场竞争、产权性质与内部控制质量[J].会计研究,2017(5):67-74.

Inquiry Letters Supervision and Tunneling of Controlling Shareholders: Evidence from Shanghai and Shenzhen Stock Exchange of Annual Report Inquiry

NIE Ping, PAN Zaizhen

(School of Business Administration, Hunan University, Changsha 410079, China)

Abstract: Based on the policy of inquiry letters from the Shanghai and Shenzhen Stock Exchange. Taking Chinese A-share listed firms from 2013 to 2017 as our samples, this paper investigates the governance effect of inquiry letters supervision on controlling shareholders' tunneling behavior. The empirical results show that the regulatory of enquiry letters can effectively restrain the tunneling behavior of controlling shareholders. The inquiry letters are further divided into tunneling-related inquiry letters and non-tunneling-related inquiry letters, and we find that the supervision effect of inquiry letters on controlling shareholders' tunneling is more pronounced in tunneling-related inquiry letters. From the motivation of controlling shareholders to conduct tunneling, the supervision effect of tunneling-related inquiry letters on controlling shareholders' tunneling is stronger in the companies with poor internal control. From the objective conditions of the realization of tunneling behavior, the governance effect of tunneling-related inquiry letters on controlling shareholders' tunneling is more significant in the regions with lower legal level.

Key Words: inquiry letters supervision; controlling shareholders tunneling; internal control; legal environment; inquiry supervision mechanism; protecting the interests of small and mendium investors; corporate governance