

非处罚性监管具有信息含量吗？

——基于问询函的证据

陈运森 邓祎璐 李 哲

(中央财经大学会计学院/中国管理会计研究与发展中心, 北京 100081)

摘 要:监管机构对上市公司出具问询函正成为中国资本市场重要的监管手段,但这种非处罚性监管对于证券市场而言是否具有信息含量?市场是否认可其监管作用?市场反应的强度会受到哪些因素的显著影响?这些都是尚待解决的重要问题。本文通过对财务报告问询函的研究发现,市场对问询函收函公告的反应显著为负,对回函公告的反应显著为正,财务报告问询函有信息含量且市场认可财务报告问询函的监管作用,而且上市公司特征以及财务报告问询函特征会进一步影响市场的反应强度。结论意味着问询函在信息披露监管方面发挥了作用,对证券市场监管的模式创新具有重要的政策启示。

关键词:信息披露; 问询函; 市场反应; 非处罚性监管

JEL 分类号:G14, M41, G18 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2018)04-0155-17

一、引 言

虽然问询函形式的监管政策早已有之,但监管机构(尤其是两大证券交易所)近几年才开始频繁对上市公司出具问询函,并引发媒体和投资者的广泛关注¹。近年来监管层也不断鼓励以问询函形式为代表的证券交易所监管政策,如证监会主席在 2017 年 4 月 15 日“深圳证券交易所年度会员大会”上明确指出,证券交易所作为资本市场重要的监管主

收稿日期:2017-07-07

作者简介:陈运森(通讯作者),管理学博士,副教授,中央财经大学会计学院; Email: chenyunsen@vip.sina.com.

邓祎璐,博士生,中央财经大学会计学院。

李 哲,管理学博士,讲师,中央财经大学会计学院。

* 感谢国家自然科学基金(71572209)、北京市社会科学基金(16GLC077)、中央高校基本科研业务费专项资金和中央财经大学“青年英才”计划(QYP1702)资助。感谢匿名审稿人的宝贵建议,文责自负。

1 四大证券报及其他主流财经媒体都频繁报道与上市公司财务报告“问询函”相关的新闻。2017 年 02 月 21 日,上海证券报:首份沪市年报问询函透出监管大方向。2017 年 04 月 08 日,中国证券报:交易所问询函直击上市公司年报疑点。

体要在证券监督工作中扮演越来越重要的角色,而问询函就是具有代表性的非处罚性监管政策之一²。然而,与问询函在实务界引起的关注程度不同,学术界对问询函形式的监管效果尚未有规范的研究。以往大多数研究都围绕证监会的“行政处罚性监管”(后统称处罚性监管)进行,且研究结论仍存争议,如宋云玲等(2011)认为监管机构并不能对舞弊进行有效监管,但 Firth et al. (2009)、Chen et al. (2011)、曹春方等(2017)的研究发现证监会、省高级法院等监管机构的处罚并非“纸老虎”,而有一定的监管效力。实际上,证监会和交易所对市场进行监管的途径之一,即“非行政处罚性监管”(后统称非处罚性监管),其中重要的手段便是对监管/服务对象发出相关函件,包括监管函、关注函和问询函等。与其它几种形式的函件监管相比³,问询函多为发函主体的主动行为,发函主体在审核上市公司相关公告过程中发现未达到直接监管标准的相关问题(多数是信息披露不准确或内容不全),继而发出函件。尤其是针对财务报告的问询函,一般是发函主体对财务报告进行事后审核,依据国家规定的信息披露规范提出问题,要求公司书面回复并进一步披露。此外,与直接对上市公司的处罚性监管不同,问询函的发函主体多为两大证券交易所,且其针对的上市公司披露问题尚不严重,并非对上市公司直接处罚或监管,而是督促上市公司进行信息补充和回复解释;同时,上述特点与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意见函(comment letters)的制度(发函日和回函日均不及时披露)、澳大利亚证券交易所在公司回函时才同时披露问询函(query letters)内容等制度不同,我国的问询函(inquiry letters)制度存在于独特的中国制度背景下。

针对上述问询函在实务界和学术界受重视程度差异较大,本文着重考察这种监管方式的效力如何。证监会和交易所在发函后还要求上市公司在规定时间内回复,那么问询函收、回函公告是否有信息含量?市场是否认可问询函的监管作用?哪些因素会影响市场对问询函的反应呢?基于此,本文针对财务报告问询函,采用事件研究法,考察了2007-2016年间共计794份问询函收、回函事件的市场反应。实证结果发现,市场对财务报告问询函收函公告的反应显著为负,对回函公告的反应显著为正,说明财务报告问询函有信息含量且其监管作用受到市场的认可;上市公司特征以及财务报告问询函特征会影响市场对问询函的反应敏感性,即投资者针对不同特征的上市公司及问询函做出了不同的反应:投资者在收函公告发布时更加关注公司自身的特征,而在回函公告发布时更加关注财务报告问询函自身的特征。结论表明,尽管问询函的监管性质主要是要求上市公司补充信息披露,并非行政处罚性质,但市场对于这种监管行为给予了充分认可。

² 本文界定“非处罚性监管”即“非行政处罚性监管”。资本市场常见的“监管谈话、谈话提醒;出具监管关注函/警示函;要求报送专门报告、提交合规性检查报告;要求披露资料”等均属于“非行政处罚性监管”范畴。

³ 从发函主体来看,监管函和问询函的发函主体包括证监会、上交所和深交所;而关注函的发函主体仅包括证监会和深交所。从函件内容来看,监管函涉及的问题一般比较严重,发函主体发现公司违反了相关法律法规或规定,从而发函予以警示并敦促整改;关注函是发函主体提示风险并要求公司进一步说明、更正或明确解决方案;问询函是发函主体发现披露瑕疵或对公告内容存疑,从而要求公司进一步披露。

本文的潜在贡献主要体现在三个方面：其一，与以证监会为执行主体的处罚性监管措施不同，问询函涉及的问题尚未严重化且大多为交易所发函，且是典型的非处罚性监管，本文检验了问询函的公告效应和监管作用，拓展了资本市场的监管政策研究；其二，问询函具有鲜明的中国特色，相关研究不但有助于探究交易所监管功能，更有助于准确地发现函件的信息含量，进而增进对中国特色社会主义证券监督机制的优化和完善。具体而言，与美国证券交易委员会的意见函不同，我国的问询函不仅涉及证监局监管，更大一部分是交易所监管。此外，SEC 意见函相关内容在审核完成 20 天后才能公开披露，期间可能存在内幕交易等其他事件。相比之下，我国的问询函一般要求及时披露，便于识别干净的市场反应。与澳大利亚证券交易所的问询函不同，我国的问询函主要针对披露瑕疵、公司相关活动以及公司公告内容等，相当一部分问询函与财务报告直接相关，而不仅仅局限于股价异常或交易量异常。因此，针对中国问询函的研究可以为证券监管模式提供独特的实证情境；其三，本文还有较强的政策启示：监管机构应进一步完善问询函相关制度，增强问询函的监管效力并拓展非处罚性监管的范围。

论文后续安排如下：第二部分对文献进行综述，第三部分介绍相关制度背景并进行理论分析，第四部分为样本选择与研究设计，第五部分列示实证结果，最后是总结。

二、文献综述

国外文献主要基于 SEC 意见函对美国证券交易委员会的监管效果进行研究。Gietzmann and Isidro (2013) 发现当公司收到意见函时机构投资者会降低持股水平。Dechow et al. (2016) 发现内部人会通过在有关收入确认意见函公布前交易而获益。Johnston and Petacchi (2017) 发现公司收到意见函后，买卖差价中的逆向选择减小，盈余反应系数增加。关于问询函的研究大多围绕澳大利亚证券交易所的问询函，Gong (2007) 发现大约 30% 的澳大利亚被问询公司向市场公布了新信息，回函公告后交易量和买卖差价减少，股价在大多数情况下保持稳定，而且公告后的五个交易日内超额回报显著为正。Drienko and Sault (2011) 发现股东财富和交易量与问询公告正相关。Drienko and Sault (2013) 发现在该交易所问询公告发布后的当天，股价有 3.3% 的逆转。Drienko et al. (2017) 进一步发现该交易所的问询函公告后 30 分钟内，股票有 2.7% 的逆转，且公告后几天的回报波动水平和买卖差价都有所减少。

在我国，会计监管的重点之一就是针对企业的会计信息披露监管，而政府监管主要是为了弥补市场机制的不足（黄世忠等，2002）。针对会计信息披露监管，许多学者基于处罚性监管对处罚公告进行了研究：从市场反应角度，伍利娜和高强（2002）发现在证监会处罚公告日后市场反应显著为正，处罚公告后十天由于信息披露存在问题而受罚的公司，其累计超额回报率平均为 0.75%。基于立案公告，吴溪和张俊生（2014）研究发现，在上市公司立案公告日公司日平均超额回报为 -3.83%，且在立案公告当天和后一天的累计超额回报率平均为 -6.42%。虽然《证券法》对证监会和交易所的监管权都进行了规定，

但目前对监管机构监管的研究大多集中在证监会监管,而关于交易所监管的研究普遍认为交易所监管效果欠佳。黎文靖(2007)发现交易所的诚信档案制度能一定程度上促进企业会计信息质量,但这种效果不显著。此外,也有研究检验公司被证监会处罚的影响因素,如曹春方等(2017)发现司法独立性会加大对公司违规行为的查处概率。陆瑶和李茶(2016)还基于管理层影响力视角来对公司违规进行研究。

综上,许多学者已从处罚公告和立案公告的角度对我国监管机构的处罚性监管进行了研究。但实际上,监管机构不仅会通过处罚公告对市场进行处罚性监管,对于一些尚未严重化的问题,还会以发放问询函的方式进行非处罚性监管,问询函的发函主体大部分都为交易所。本文从问询函公告的角度对我国监管机构的监管进行研究,一方面可以探究问询函这一非处罚性监管的有效性,另一方面可以探究交易所在我国监管体系下发挥的监管作用。

三、制度背景与理论分析

(一) 制度背景

近年来,中国证监会的监管手段逐步多样化,涌现出许多非处罚性监管措施。其中,以问询函为载体的监管形式就是我国证监机构在吸取国外经验的基础上所进行的制度性创新。2002年4月25日证监会发布《关于进一步完善中国证券监督管理委员会行政处罚体制的通知》,首次提出在不适用处罚性监管的情形下,应采取非处罚性监管措施;2007年7月18日证监会又在《加强证券期货法律体系建设保障资本市场稳步健康发展》中指出要对非处罚性监管措施的种类和适用范围等进行规范。这些非处罚性监管措施不以行政处理决定为最终目的,但实质性地实现了规范监管客体的需要,对证券市场中的失范行为或将起到有效的约束作用。此外,如表1所示,人大常委、证监会以及交易所针对上市公司信息披露和上市公司信息披露监督制定了一系列相关规定。《证券法》第七十一条规定证券监督管理机构对上市公司公告进行监督,第一百一十五条规定证券交易所对上市公司披露信息进行监督。2006年12月13日证监会发布《上市公司信息披露管理办法》,这标志着我国上市公司规范信息披露正式拉开帷幕。

上交所和深交所的监管职能主要包括监管证券交易活动、监管会员以及监管上市公司信息披露。交易所在监管上市公司信息披露时常用的监管途径之一就是发放问询函。具体而言,上交所和深交所在其《股票上市规则》中指出公司应及时回复交易所问询。两大证券交易所也都在其上市公司信息披露工作考核/评价办法中指出,在考核上市公司时,会重点关注公司是否及时回复交易所问询。现有研究大多围绕问题性质严重的处罚性监管,如处罚公告或立案公告;而对于问题性质尚未严重化的非处罚性监管,如问询函公告却鲜有研究。问询函收函和回函公告是否有信息含量、市场是否认可问询函的非处罚性监管作用以及哪些因素会影响市场对问询函的反应值得探究。

表 1 相关规定

主 体	时 间	相关规定
全国人民代表大会常务委员会	1999 年 7 月 1 日	《中华人民共和国证券法》：证监会和交易所对上市公司披露信息进行监督
中国证券监督管理委员会	2006 年 12 月 13 日	《上市公司信息披露管理办法》：规范信息披露
上海证券交易所	1998 年 1 月	《上海证券交易所股票上市规则》：上市公司应及时回复交易所问询
	2008 年 12 月 2 日	《上海证券交易所市场监察质量报告 (2008)》：以每年发放的问询函次数等指标衡量市场监察发现的及时性
	2015 年 4 月 27 日	《上海证券交易所上市公司信息披露工作评价办法 (2015 年修订)》：依据是否及时回复交易所问询评价上市公司
深圳证券交易所	1998 年 1 月	《深圳证券交易所股票上市规则》：上市公司应及时回复交易所问询
	2017 年 5 月 5 日	《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)》：依据是否及时回复交易所问询考核上市公司

(二) 主要国家的监管模式差异

各国监管机构对市场的监管模式有所不同,但各国交易所都在市场监管中扮演了不可替代的角色。Allen et al. (2005) 认为,中国与大多数国家不同,虽然法律体系和金融体系都尚未健全,但经济却发展迅速,其特有的机制和相关机构的设立弥补了公司治理机制和融资渠道上的不足。我国的上海证券交易所、深圳证券交易所和证券监督管理机构一起对上市公司披露信息进行监督;东京证券交易所通过提交报告和参与圆桌会议来实现与证券交易监督委员会的执法信息交流;伦敦证券交易所负责大部分违法行为的调查处罚,只有在问题十分严重时才提交贸易工业部;美国的纽约证券交易所在 SEC 授权下对市场进行监管;澳大利亚证券交易所主要通过异常信息和投诉实施监管调查。虽然中国、美国以及澳大利亚的监管机构都会通过发函对市场进行监督,但具体机制存在差异。

美国 SEC 的公司财务部会定期审核公司文件,萨班斯 408 号正式规定 SEC 公司财务部每三年至少要对每家公司的文件审核一次。从 2005 年 5 月 12 日起,在审核完成后,SEC 会公开披露意见函和公司相应的回函,但在发函日和回函日均不及时披露。2012 年 1 月 1 日之前,意见函相关内容在审核完成 45 天后才能公开披露;2012 年 1 月 1 日之后,意见函相关内容在审核完成 20 天后才能公开披露,制约了该国背景下关于函件监管的相关实证研究。澳大利亚证券交易所在观察到股价异常或交易量异常时,会向上市公司发放问询函要求进一步解释(Gong 2007),问询函发放时并不会公开披露,只有当上市公司回函后才会披露,即问询和公司的问询回复同时披露(Drienko and Sault 2013)。

相比之下,中国证券监督管理委员会各地证监局、上海证券交易所以及深圳证券交易所

所会针对披露瑕疵、公司相关活动、公司公告内容等对上市公司发出问询函问询相关事项,要求上市公司及时书面回函并公开披露。对于一些问询事项监管机构还会进行再次问询。部分问询函会要求中介机构,如会计事务所、律师事务所、资产评估公司、财务顾问或保荐机构对相关事项发表专业核查意见,还有些问询函会要求公司独立董事对相关事项发表专业核查意见。因此,我国的问询函区别于美国 SEC 意见函和澳大利亚证券交易所的问询函,具有独特的中国制度背景。

(三) 理论分析

财务报告问询函收函公告意味着公司财务信息披露不充分或没有遵守相关规章制度。因此,在财务报告问询函的收函公告事件以后,不仅给相关企业造成负面的声誉损失,还会降低投资者对公司财务报告的信赖感,进而可能诱发证券市场的负面反应。公共利益理论认为,监管源于投资者纠正市场失灵的需求(Stigler,1971)。经济体常通过建立惩罚机制来促进市场正常运行,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措施,对市场进行有效监管。理性行为产生于对成本和收益的权衡,一项监管措施的实施意味着实施者预期监管所带来的市场改善收益要大于监管成本。当上市公司信息披露存在瑕疵时,监管机构会对其发放问询函以进一步了解情况并促进披露,这就属于惩罚机制的一种。这些公司发布收函公告时,公司声誉受损,市场第一反应可能是公司存在某些问题,所以才会收到问询函,对投资者而言这更像是“坏消息”,公司可能达不到投资者的预期,降低了对公司的信任。因此,市场对问询函收函公告更可能呈现负面反应。

财务报告问询函回函公告是公司增加信息披露的一种方式。公司发布回函公告时,信息披露增加,对投资者而言获得了额外信息,投资者可以通过回函公告了解到更多关于公司具体情况的信息,一定程度上也减轻了信息不对称问题,这更像是“好消息”。此外,回函公告对问询函涉及的所有问题都进行了解释回复,大部分回函还列示了图表进一步详细说明,一些回函还有会计师事务所、律师事务所或财务顾问等中介机构的专业核查意见,市场第一反应可能是问题得到了解决,监管起到了作用,公司之后的发展会越来越好。因此,市场对财务报告问询函回函公告更可能呈现正面反应。

问询函的影响势必受到公司信息环境的显著影响。我们选择了会计稳健性、操纵性应计利润、股价崩盘风险、分析师跟踪数、事务所声誉以及企业成长性等六个具有较强代表性的指标全面衡量了公司信息环境。进一步而言,根据信号传递理论,不同的公告内容向市场传递的信号是不同的。问询函公告是一种直接披露,反映了投资者对公司价值的预期,理性的投资者会根据公告内容、问题数量、问题性质来作出判断。具体而言,函件涉及的问题数量越多,投资者反应可能更负面;当问题性质涉及投资者更加重视的方面时,其反应可能更加显著;当函件要求外部中介机构或独立董事发表专业核查意见时,问题可能更严重,从而导致投资者反应更负面;相比于针对交易所回函,当针对证监会回函时,问题可能更严重,从而导致投资者反应更负面;公司延期回函可能是由于问题更加棘手,从而导致投资者反应更负面;当出现二次问询时,意味着一次问询后问题并没有得到充分解决,从而导致投资者反应更负面。

尽管上述理论逻辑说明财务报告问询函收函和回函应该都有信息含量,但之前并没有研究对此进行验证,因此本文对监管机构问询函是否具有信息含量进行实证检验和系统地分析。

四、样本选择与研究设计

(一) 样本选择

本文研究所需的财务报告问询函数据均源自手工查阅,分为收函公告和回函公告⁴。谨慎起见,我们对比了万得(Wind)、国泰安(CSMAR)以及巨潮资讯(Cninf)等数据源,确保能全及样本期间内的所有问询函公告。公告涉及期间为2007年至2016年,其中收函公告集中在2016年,共130份;回函公告集中在2015年和2016年,共903份。为了保障数据的完整性和全面性,我们将查询范围扩展到一些包含问询函相关信息的其他类型公告。来源包括2014及以前年度的财务报告及其补充公告、截至2016年12月31日的“证券监管部门和交易所采取监管措施或处罚及整改情况的公告”、截至2016年12月31日所有的“自查报告及整改计划”。其他会计指标和股价数据来源于国泰安数据库。

表2列示了我们对初始观测的筛选过程。首先,盈余公告后一段时间内的累计超额回报率会出现漂移(Ball and Brown,1968),当本次公告前30天内有其他问询函收、回函公告时,其股价延迟反应可能会干扰本次公告的市场反应,故剔除了公告日前30天公告过其他问询函收、回函公告的观测;其次,我们剔除了回函公告中的2个B股观测;此外,我们要求每个观测在采用市场调整模型估计股票超常回报时,事件窗[-3,3]内都有交易日数据,删除1个不合要求的收函公告以及8个回函公告观测。

表2 样本选取过程

	收函	回函
初始观测	130	903
减: 收、回函公告间隔小于30天的观测	22	206
B股上市公司的观测	0	2
采用市场调整模型事件窗不足7天的观测	1	8
最终样本观测数	107	687

表3列示了财务报告问询函公告样本观测的年度分布。收函观测集中在2016年,回函从2007年开始有1个观测,2016年观测最多为396个观测,我们可以发现财务报告问询函公告在2016年明显增多。

⁴ 回函公告又分为公司回函和相关专业核查机构(会计师事务所、律师事务所、财务顾问等)回函,发布时间通常保持一致。相比之下,公司回函公告更为全面,囊括相关专业核查机构的回函内容,所以我们只选取公司回函公告。

表 3 样本分布

年 份	收函观测数	回函观测数
2007	0	1
2008	0	1
2009	0	0
2010	0	0
2011	0	0
2012	0	1
2013	0	8
2014	0	9
2015	0	271
2016	107	396
总计	107	687

(二) 研究设计

本文采用事件研究法估计财务报告问询函公告事件附近的短期市场反应。针对收函公告的公司特征,我们设计了以下回归模型:

$$CAR_{i,[0,+1]} = a_0 + a_1 Cscore_{i,t-1} + a_2 ABSDA_{i,t-1} + a_3 REM_{i,t-1} + a_4 NCSKEW_{i,t-1} + a_5 Analysts_{i,t-1} + a_6 BIG8_{i,t-1} + a_7 GROWTH_{i,t-1} + a_8 LTA_{i,t-1} + a_9 Lev_{i,t-1} + a_{10} ROA_{i,t-1} + a_{11} SOE_{i,t-1} + \varepsilon \quad (1)$$

$$CAR_{i,[0,+1]} = a_0 + a_1 Cscore_{i,t-1} + a_2 ABSDA_{i,t-1} + a_3 REM_{i,t-1} + a_4 NCSKEW_{i,t-1} + a_5 Analysts_{i,t-1} + a_6 BIG8_{i,t-1} + a_7 GROWTH_{i,t-1} + a_8 LTA_{i,t-1} + a_9 Lev_{i,t-1} + a_{10} ROA_{i,t-1} + a_{11} SOE_{i,t-1} + a_{12} MANUF_{i,t-1} + \varepsilon \quad (2)$$

模型(1)的解释变量包括收函公告前最近年度的会计稳健性、盈余管理幅度、崩盘风险、分析师跟踪人数、是否为前八大会计师事务所以及销售增长作为公司特征的替代变量(Armstrong et al., 2010)。其中会计稳健性(*Cscore*)采用 Khan and Watts(2009)的方法计算。盈余管理指标包括两个方面,可操纵应计水平(*ABSDA*)基于分年度、分行业的修正琼斯模型,而真实活动盈余管理水平(*REM*)借鉴 Cohen and Zarowin(2010)的测度方法。股价崩盘风险(*NCSKEW*)利用 Chen et al.(2001)的负收益偏态系数衡量。分析师跟踪数量(*Analysts*)用实际分析师人数加1再取对数。若公司聘请的会计师事务所位于中注协综合评价排名前八,则 *BIG8* 取1,否则取0。*GROWTH* 为企业的销售增长率。此外,参照吴溪和张俊生(2014),控制变量我们纳入了公司资产规模(*LTA*)、资产负债率(*Lev*)、盈利能力(*ROA*)以及企业性质(*SOE*)。模型(2)在模型(1)的基础上纳入了行业虚拟变量 *MANUF*⁵。由于样本规模较小且超过一半的观测为制造业,借鉴吴溪和张俊生(2014)的

⁵ 由于所有收函公告都在同一年发布,所以我们没有对年度进行控制;由于所有收函公告都是沪市主板,所以我们没有对上市板块进行控制。

做法,设置 *MANUF*(制造业观测取1,否则取0)以控制制造业公司和其他行业公司观测的潜在差异。回归中的解释变量和控制变量都是采用 $t-1$ 期值。

针对收函公告的财务报告问询函特征,我们设计了以下回归模型:

$$\begin{aligned} CAR_{i,[0,+1]} = & b_0 + b_1 LOGQUESTIONNUM_{i,t-1} + b_2 INCONTROL_{i,t-1} + b_3 RD_{i,t-1} + \\ & b_4 MA_{i,t-1} + b_5 RISK_{i,t-1} + b_6 TAX_{i,t-1} + b_7 PERFORMANCE_{i,t-1} + \\ & b_8 VERIFY_{i,t-1} + b_9 INDDIRECTOR_{i,t-1} + b_{10} LTA_{i,t-1} + b_{11} Lev_{i,t-1} + \\ & b_{12} ROA_{i,t-1} + b_{13} SOE_{i,t-1} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} CAR_{i,[0,+1]} = & b_0 + b_1 LOGQUESTIONNUM_{i,t-1} + b_2 INCONTROL_{i,t-1} + b_3 RD_{i,t-1} + \\ & b_4 MA_{i,t-1} + b_5 RISK_{i,t-1} + b_6 TAX_{i,t-1} + b_7 PERFORMANCE_{i,t-1} + \\ & b_8 VERIFY_{i,t-1} + b_9 INDDIRECTOR_{i,t-1} + b_{10} LTA_{i,t-1} + b_{11} Lev_{i,t-1} + \\ & b_{12} ROA_{i,t-1} + b_{13} SOE_{i,t-1} + b_{14} MANUF_{i,t-1} + \varepsilon \end{aligned} \quad (4)$$

我们设置了9个问询函收函公告自身特征变量:将问询函的问题数量加1取自然对数,即为 *LOGQUESTIONNUM*。当问询函的问题内容涉及内部控制时 *INCONTROL* 取1,否则取0;涉及研究开发时 *RD* 取1,否则取0;涉及并购重组时 *MA* 取1,否则取0;涉及风险时 *RISK* 取1,否则取0;涉及税时 *TAX* 取1,否则取0;涉及公司绩效时 *PERFORMANCE* 取1,否则取0。当需要除年审会计师事务所以外的中介机构(如律师事务所、资产评估公司、财务顾问或保荐机构)发表专业核查意见时, *VERIFY* 取1,否则取0;当需要独立董事发表专业核查意见时, *INDDIRECTOR* 取1,否则取0。

其二,针对回函公告的公司特征,我们设计了模型(5),其解释变量同模型(1):

$$\begin{aligned} CAR_{i,[-2,+1]} = & c_0 + c_1 Cscore_{i,t-1} + c_2 ABSDA_{i,t-1} + c_3 REM_{i,t-1} + c_4 NCSKEW_{i,t-1} + \\ & c_5 Analysts_{i,t-1} + c_6 BIG8_{i,t-1} + c_7 GROWTH_{i,t-1} + c_8 LTA_{i,t-1} + \\ & c_9 Lev_{i,t-1} + c_{10} ROA_{i,t-1} + c_{11} SOE_{i,t-1} + \varepsilon \end{aligned} \quad (5)$$

$$\begin{aligned} CAR_{i,[-2,+1]} = & c_0 + c_1 Cscore_{i,t-1} + c_2 ABSDA_{i,t-1} + c_3 REM_{i,t-1} + c_4 NCSKEW_{i,t-1} + \\ & c_5 Analysts_{i,t-1} + c_6 BIG8_{i,t-1} + c_7 GROWTH_{i,t-1} + c_8 LTA_{i,t-1} + \\ & c_9 Lev_{i,t-1} + c_{10} ROA_{i,t-1} + c_{11} SOE_{i,t-1} + c_{12} MANUF_{i,t-1} + \\ & c_{13} POST15_{i,t-1} + c_{14} BOARDMARKET1_{i,t-1} + \\ & c_{15} BOARDMARKET2_{i,t-1} + \varepsilon \end{aligned} \quad (6)$$

模型(6)在模型(5)的基础上控制了样本所处行业(*MANUF*)、年度(*POST15*)⁶以及上市板块的固定效应。由于超过一半的观测集中在2016年,所以 *POST15* 在2016年度取1,而2015及其之前年度取0。上市板块虚拟变量区分主板、中小板和创业板,中小板 *BOARDMARKET1* 取1,否则取0;创业板 *BOARDMARKET2* 取1,否则取0。

针对回函公告的财务报告问询函特征,我们设计了模型(7):

⁶ 2015年以来,许多上市公司开始公开披露问询函的收、回函公告,所以样本主要集中在2015年和2016年。为了最大程度地缓解截面相关所带来的负面影响,我们设置了虚拟变量——*POST15*。

$$\begin{aligned}
CAR_{i,[-2,+1]} = & d_0 + d_1 CSRC_{i,t-1} + d_2 DELAY_{i,t-1} + d_3 TIMES_{i,t-1} + \\
& d_4 LOGQUESTIONNUM_{i,t-1} + d_5 INCONTROL_{i,t-1} + d_6 RD_{i,t-1} + \\
& d_7 MA_{i,t-1} + d_8 RISK_{i,t-1} + d_9 TAX_{i,t-1} + d_{10} PERFORMANCE_{i,t-1} + \quad (7) \\
& d_{11} VERIFY_{i,t-1} + d_{12} INDDIRECTOR_{i,t-1} + d_{13} LTA_{i,t-1} + \\
& d_{14} Lev_{i,t-1} + d_{15} ROA_{i,t-1} + d_{16} SOE_{i,t-1} + \varepsilon
\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
CAR_{i,[-2,+1]} = & d_0 + d_1 CSRC_{i,t-1} + d_2 DELAY_{i,t-1} + d_3 TIMES_{i,t-1} + \\
& d_4 LOGQUESTIONNUM_{i,t-1} + d_5 INCONTROL_{i,t-1} + d_6 RD_{i,t-1} + \\
& d_7 MA_{i,t-1} + d_8 RISK_{i,t-1} + d_9 TAX_{i,t-1} + d_{10} PERFORMANCE_{i,t-1} + \\
& d_{11} VERIFY_{i,t-1} + d_{12} INDDIRECTOR_{i,t-1} + d_{13} LTA_{i,t-1} + d_{14} Lev_{i,t-1} + \quad (8) \\
& d_{15} ROA_{i,t-1} + d_{16} SOE_{i,t-1} + d_{17} MANUF_{i,t-1} + d_{18} POST15_{i,t-1} + \\
& d_{19} BOARDMARKET1_{i,t-1} + d_{20} BOARDMARKET2_{i,t-1} + \varepsilon
\end{aligned}$$

模型(7)在模型(3)的基础上增加了三个回函公告特征。当对证监会回函时 *CSRC* 取 1 ,否则取 0。当公司延期回函时 *DELAY* 取 1 ,否则取 0。当问询函是二次问询时 *TIMES* 取 1 ,一次问询时 *TIMES* 取 0。模型(8)进一步纳入了行业虚拟变量 *MANUF*、年度虚拟变量以及上市板块虚拟变量。表 4 列示了上市公司收/回函公告相关变量的描述性统计。

表 4 上市公司公告相关变量的描述性统计

变量	A 栏: 收函公告相关变量			B 栏: 回函公告相关变量		
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差
<i>Cscore</i>	0.029	0.052	0.074	0.034	0.045	0.042
<i>ABSDA</i>	0.080	0.051	0.087	0.088	0.062	0.088
<i>REM</i>	0.056	0.095	0.202	0.036	0.053	0.169
<i>NCSKEW</i>	-0.061	-0.150	0.738	-0.177	-0.122	0.713
<i>Analysts</i>	1.156	1.099	0.994	1.293	1.386	1.019
<i>BIG8</i>	0.402	0.000	0.493	0.554	1.000	0.497
<i>GROWTH</i>	0.325	-0.015	1.194	0.072	0.018	0.345
<i>LOGQUESTIONNUM</i>	2.288	2.303	0.343	1.901	1.946	0.396
<i>INCONTROL</i>	0.041	0.000	0.200	0.078	0.000	0.269
<i>RD</i>	0.320	0.000	0.469	0.073	0.000	0.261
<i>MA</i>	0.093	0.000	0.292	0.129	0.000	0.336
<i>RISK</i>	0.588	1.000	0.495	0.282	0.000	0.451
<i>TAX</i>	0.072	0.000	0.260	0.126	0.000	0.332
<i>PERFORMANCE</i>	0.433	0.000	0.498	0.310	0.000	0.463
<i>VERIFY</i>	0.082	0.000	0.277	0.053	0.000	0.224

续表						
变量	A 栏: 收函公告相关变量			B 栏: 回函公告相关变量		
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差
<i>INDDIRECTOR</i>	0.021	0.000	0.143	0.022	0.000	0.147
<i>LTA</i>	22.470	22.450	1.279	21.840	21.730	0.952
<i>Lev</i>	0.584	0.582	0.213	0.465	0.463	0.210
<i>ROA</i>	0.000	0.011	0.067	0.004	0.013	0.059
<i>SOE</i>	0.588	1.000	0.495	0.209	0.000	0.407
<i>CSRC</i>				0.029	0.000	0.168
<i>DELAY</i>				0.007	0.000	0.082
<i>TIMES</i>				0.007	0.000	0.082

五、实证结果与分析

(一) 财务报告问询函公告日附近的市場反应

我们计算了样本公司股票在财务报告问询函收函、回函公告日前后 $[-3, 3]$ 窗口期内公告的累计超额回报率(CAR)。如表 5 所示, 收函公告日附近 CAR 的均值为负, 回函公告日附近 CAR 的均值为正, 说明市场对财务报告问询函收函公告有显著为负的市场反应, 对财务报告问询函回函公告有显著为正的市場反应。该趋势可从图 1-2 得到更为直观的展示, 说明财务报告问询函有信息含量且市场认可财务报告问询函的监管作用。

表 5 问询公告日附近的累计超额回报

窗口	A 栏 收函公告(N = 107)		B 栏 回函公告(N = 687)	
	均值	p 值	均值	p 值
-3	0.001	0.801	0.001	0.176
-2	-0.002	0.535	0.003	0.025
-1	-0.004	0.211	0.006	0.000
0	-0.010	0.016	0.009	0.000
1	-0.017	0.001	0.012	0.000
2	-0.014	0.020	0.013	0.000
3	-0.011	0.116	0.014	0.000

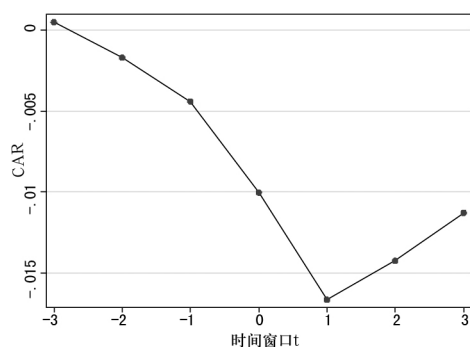


图 1 收函公告日附近的累计超额回报

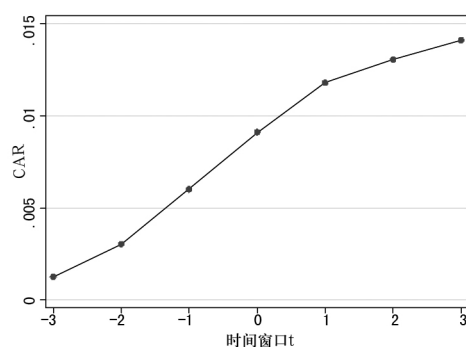


图 2 回函公告日附近的累计超额回报

(二) 财务报告问询函公告效应的多元回归分析

针对财务报告问询函的收函公告,表 6 中 A 栏的第(1)列列示了模型(1)的回归结果。我们发现市场普遍认为会计稳健性好的公司会计信息质量更高,高声誉会计师事务所的客户更值得信赖,所以当这些公司发布收函公告时,市场会觉得很出乎意料,从而做出更加负面的反应。崩盘风险大的公司,在“坏消息”释放时股价“暴跌”幅度更大,从而收函公告发布时市场的反应更加负面。A 栏的第(2)列进一步控制行业,结果基本不变。表 6 中 B 栏的第(3)列列示了模型(3)的回归结果,可发现当财务报告收函公告中涉及内部控制时,公司在财务报告收函公告日附近的市场反应更负面,可能源于市场觉得有关内部控制的问题性质更为严重。B 栏的第(4)列在控制了行业后,进一步验证了前述结果。

表 6 收函公告日附近市场反应的 OLS 回归结果

因变量: $CAR_{[0,+1]}$	A 栏: 公司特征		因变量: $CAR_{[0,+1]}$	B 栏: 问询函特征	
	(1)	(2)		(3)	(4)
<i>Cscore</i>	-0.188*	-0.188*	<i>LOGQUESTIONNUM</i>	0.021	0.021
	(1.76)	(1.70)		(1.29)	(1.3)
<i>ABSDA</i>	0.032	0.032	<i>INCONTROL</i>	-0.027**	-0.026**
	(0.70)	(0.69)		(-2.62)	(-2.35)
<i>REM</i>	-0.011	-0.011	<i>RD</i>	-0.015	-0.014
	(-0.36)	(-0.36)		(-1.52)	(-1.36)
<i>NCSKEW</i>	-0.017**	-0.017**	<i>MA</i>	0.014	0.014
	(-2.19)	(-2.20)		(0.81)	(0.77)
<i>Analysts</i>	-0.004	-0.004	<i>RISK</i>	-0.005	-0.005
	(-0.76)	(-0.76)		(-0.59)	(-0.59)
<i>BIG8</i>	-0.02**	-0.02*	<i>TAX</i>	-0.021	-0.02
	(-2.01)	(-1.97)		(-1.18)	(-1.12)

因变量: $CAR_{[0,+1]}$	A 栏: 公司特征		因变量: $CAR_{[0,+1]}$	B 栏: 问询函特征	
	(1)	(2)		(3)	(4)
<i>GROWTH</i>	-0.002 (-0.38)	-0.002 (-0.38)	<i>PERFORMANCE</i>	-0.01 (-1.08)	-0.01 (-1.00)
<i>LTA</i>	0.009* (1.94)	0.009* (1.85)	<i>VERIFY</i>	0.012 (0.81)	0.012 (0.78)
<i>Lev</i>	0.004 (0.15)	0.004 (0.15)	<i>INDIRECTOR</i>	-0.01 (-0.56)	-0.008 (-0.42)
<i>ROA</i>	0.032 (0.29)	0.033 (0.29)	<i>LTA</i>	0.002 (0.48)	0.002 (0.50)
<i>SOE</i>	0.001 (0.12)	0.001 (0.12)	<i>Lev</i>	0.004 (0.17)	0.004 (0.18)
<i>MANUF</i>		0.000 (0.03)	<i>ROA</i>	-0.007 (-0.08)	-0.016 (-0.18)
			<i>SOE</i>	-0.003 (-0.27)	-0.002 (-0.24)
			<i>MANUF</i>		-0.007 (-0.72)
<i>Constant</i>	-0.205** (2.07)	-0.205* (-1.95)	<i>Constant</i>	-0.087 (-0.91)	-0.086 (-0.91)
N	97	97	N	97	97
R ²	0.155	0.155	R ²	0.106	0.112

注: **、*、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平显著。括号内的值为经过异方差调整的 t 值。下同。

针对财务报告问询函回函公告,表 7 中 A 栏的第(1)列展示了模型(5)的回归结果,可看出当公司在最近年度的会计稳健性越好或聘请高声誉事务所时,财务报告回函公告日附近的市场反应越正面。该结果说明会计稳健性好、会计师事务所为前八大的公司仍是市场眼中的“好公司”,虽然市场在收函公告发布时做出了更负面的反应,但在公司进行详细解释发布回函公告时,市场会觉得监管起到了作用且判断公司会在原有基础上越来越好,从而做出更加正面的反应。A 栏的第(2)列在控制了行业、年度和上市板块后,与前述发现类似。表 7 中 B 栏的第(3)列列示了模型(7)的回归结果,可发现公司针对内部控制等进行详细解释并发布回函公告时,市场判断问询函发挥了监管作用且公司内部控制将得到明显改善,从而做出更加正面的反应。此外,市场认为证监局发函、二次问询、涉税问题或需要独立董事发表专业意见时,问题性质更为严重,且不是解释回复就能马上解决的,所以即使上市公司进行了解释回复,回函公告时市场反应也相对更负面。B 栏的第(4)列在控制了行业、年度和上市板块后,结果仍保持基本一致。

表 7 回函公告日附近市场反应的 OLS 回归结果

因变量: $CAR_{[-2,+1]}$	A 栏: 公司特征		因变量: $CAR_{[-2,+1]}$	B 栏: 问询函特征	
	(1)	(2)		(3)	(4)
<i>Cscore</i>	0.405*** (2.89)	0.352** (2.51)	<i>CSRC</i>	-0.027* (-1.76)	-0.031** (-2.04)
<i>ABSDA</i>	-0.048 (-1.07)	-0.047 (-1.03)	<i>DELAY</i>	-0.002 (-0.07)	0.000 (0.00)
<i>REM</i>	0.018 (0.75)	0.017 (0.70)	<i>TIMES</i>	-0.059** (-2.12)	-0.06* (-1.86)
<i>NCSKEW</i>	0.001 (0.23)	0.002 (0.36)	<i>LOGQUESTIONNUM</i>	-0.006 (-0.49)	-0.001 (-0.10)
<i>Analysts</i>	-0.000 (-0.03)	-0.000 (-0.03)	<i>INCONTROL</i>	0.027* (1.89)	0.027* (1.89)
<i>BIG8</i>	0.014* (1.81)	0.013* (1.72)	<i>RD</i>	-0.009 (-0.71)	-0.01 (-0.75)
<i>GROWTH</i>	0.013 (1.04)	0.012 (0.96)	<i>MA</i>	0.007 (0.58)	0.008 (0.65)
<i>LTA</i>	-0.018*** (-2.65)	-0.016** (-2.28)	<i>RISK</i>	-0.002 (-0.18)	0.001 (0.12)
<i>Lev</i>	0.031 (1.31)	0.025 (1.02)	<i>TAX</i>	-0.021** (-1.97)	-0.022** (-1.97)
<i>ROA</i>	-0.028 (-0.32)	-0.031 (-0.35)	<i>PERFORMANCE</i>	-0.009 (-1.13)	-0.009 (-1.08)
<i>SOE</i>	-0.005 (-0.46)	-0.005 (-0.43)	<i>VERIFY</i>	-0.015 (-0.91)	-0.012 (-0.69)
<i>MANUF</i>		0.003 (0.31)	<i>INDIRECTOR</i>	-0.029** (-2.14)	-0.026** (-1.97)
<i>POST15</i>		-0.01 (-1.15)	<i>LTA</i>	-0.003 (-0.64)	-0.002 (-0.37)
<i>BOARDMARKET1</i>		0.001 (0.06)	<i>Lev</i>	-0.008 (-0.36)	-0.012 (-0.55)
<i>BOARDMARKET2</i>		0.001 (0.04)	<i>ROA</i>	-0.029 (-0.35)	-0.026 (-0.32)
			<i>SOE</i>	0.003 (0.27)	0.003 (0.27)
			<i>MANUF</i>		0.006 (0.73)
			<i>POST15</i>		-0.017* (-1.90)

续表

因变量: $CAR_{[-2,+1]}$	A 栏: 公司特征		因变量: $CAR_{[-2,+1]}$	B 栏: 问询函特征	
	(1)	(2)		(3)	(4)
			$BOARDMARKET1$		0.001 (0.09)
			$BOARDMARKET2$		-0.004 (-0.15)
$Constant$	0.379*** (2.69)	0.328** (2.35)	$Constant$	0.094 (0.94)	0.063 (0.64)
N	588	588	N	588	588
R^2	0.028	0.031	R^2	0.025	0.033

(三) 稳健性检验⁷

我们进行了一系列稳健性检验: 首先, 增补二手资料的财务报告问询函。本文主测试使用的都是一手数据⁸, 此处统筹考察一手资料和二手资料所记载的财务报告问询函的公告事件。二手资料的问询函都是简短几句描述, 提及公司收到过问询函并已回复, 且既没有具体的函件公告也没有全面提及问询函内容, 问询函自身特征变量缺失。因此, 我们基于回函公告对模型(7)和(8)进行检验; 其次, 基于不同的超额回报率计算方法。我们采用了研究中常用的市场模型法来进行替代性度量。市场模型法根据公式 $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$ 计算股票正常回报, 估计窗为 $[-230, -31]$; 再次, 我们改变了剔除天数的规则。主回归中剔除了财务报告收函公告日和回函公告日前 30 天公告过其他问询函收、回函公告的观测。稳健性检验中则剔除了财务报告收函公告日和回函公告日前 3 天、前 5 天、前 10 天公告后其他问询函收、回函公告的观测。最后, 我们控制了不同的上市交易所。针对所有回函公告, 我们加入虚拟变量 $SHSE$, 当公司在上海证券交易所上市时取 1, 在深圳证券交易所上市时则取 0, 以控制不同交易所产生的影响, 上述处理不改变本文的主要结论。

六、研究结论与启示

仅利用行政处罚的方式来监管证券市场是远远不够的, 本文的结论证明非处罚性监管起到了重要的补充约束作用, 并被证券市场充分认可。在这些非处罚性监管举措中, 问询函是我国监管机构近年来规范上市公司财务报告信息披露、完善市场监察的重要非处罚性监管政策之一。然而现有研究较少涉及问询函, 关于问询函公告效应和监管作用的研究相对较少。本文利用我国 A 股上市公司 2007 至 2016 年之间所有的财务报告问询函

⁷ 篇幅所限, 具体表格略去。

⁸ 一手数据公告标题范例《太原化工股份有限公司关于收到上海证券交易所〈关于对太原化工股份有限公司 2015 年年度报告的事后审核问询函〉的公告》。

公告,从收函公告和回函公告两个角度研究了其公告效应。研究发现,资本市场对收函公告有显著为负的市场反应,对回函公告有显著为正的市场反应,市场认可财务报告问询函的非处罚性监管作用。此外,部分上市公司特征以及财务报告问询函特征会影响市场对问询函的反应敏感性。就公司特征而言,当公司收函公告前最近年度的会计稳健性越好、崩盘风险越大以及年审会计师事务所为前八大时,市场反应越负面;当公司回函公告前最近年度的会计稳健性越好、年审会计师事务所为前八大时,市场反应越正面。就财务报告问询函特征而言,当收函公告内容涉及内部控制时,市场反应更负面;当回函公告是回复证监局(而非交易所)时,市场反应更负面;当回函是针对二次问询时,市场反应更负面;当回函公告涉及内部控制时,市场反应更正面;当回函公告涉及税时,市场反应更负面;当回函需要独立董事发表专业核查意见时,市场反应更负面。投资者在收函公告发布期间更关注公司自身特征,而在回函公告发布期间更关注财务报告问询函自身特征。结论表明问询函性质的非处罚性监管措施并不是“纸老虎”,对监管层的资本市场监管政策具有较强的启示作用。本文作为问询函经济后果研究的较早证据之一,只是从短期市场反应的视角进行了剖析,随着时间的积累,可以进一步探究财务报告问询函对没有收函的同行业(同地区)上市公司是否有溢出效应,问询函收函前后的公司盈余管理是否发生变化,以及审计质量是否能得到提高等,作为未来研究方向。

参考文献

- [1]曹春方、陈露兰和张婷婷. 2017,《“法律的名义”:司法独立性提升与公司违规》,《金融研究》第5期,第191~206页。
- [2]黄世忠、杜兴强和张胜芳. 2002,《市场政府与会计监管》,《会计研究》第12期,第3~11页。
- [3]黎文靖. 2007,《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》,《会计研究》第8期,第13~21页。
- [4]陆瑶和李茶. 2016,《CEO对董事会的影响力与上市公司违规犯罪》,《金融研究》第1期,第176~191页。
- [5]宋云玲、李志文和纪新伟. 2011,《从业绩预告违规看中国证券监管的处罚效果》,《金融研究》第1期,第136~149页。
- [6]伍利娜和高强. 2002,《处罚公告的市场反应研究》,《经济科学》第3期,第62~73页。
- [7]吴溪和张俊生. 2014,《上市公司立案公告的市场反应及其含义》,《会计研究》第4期,第10~18页。
- [8]Allen, F., J. Qian, and M. Qian. 2005. “Law, Finance and Economic Growth in China”. *Journal of Financial Economics*, 77(1): 57~116.
- [9]Armstrong, C. S., W. R. Guay, J. P. Weber. 2010. “The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Contracting”. *Journal of Accounting and Economics*, 50(4): 179~234.
- [10]Ball, R., and P. Brown. 1968. “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers”. *Journal of Accounting Research*, 6(2): 159~178.
- [11]Chen, J., H. Hong, and J. C. Stein. 2001. “Forecasting Cashes: Trading Volume, Past Returns and Conditional Skewness in Stock Prices”. *Journal of Financial Economics*, 61(3): 345~381.
- [12]Chen, Y. S., S. Zhu, and Y. Wang. 2011. “Corporate Fraud and Bank Loans: Evidence from China”. *China Journal of Accounting Research*, 4(3): 155~165.
- [13]Cohen, D. A., and P. Zarowin. 2010. “Accrual-based and Real Earnings Management Activities Around Seasoned

- Equity Offerings”. *Journal of Accounting and Economics* ,50(1) : 2 ~ 19.
- [14]Dechow , P. M. , A. Lawrence , and J. P. Ryans. 2016. “SEC Comment Letters and Insider Sales”. *The Accounting Review* ,91(2) : 401 ~ 439.
- [15]Drienko , J. , and S. J. Sault. 2011. “The Impact of Company Responses to Exchange Queries on the Australian Equity Market”. *Accounting and Finance* ,51(4) : 923 ~ 945.
- [16]Drienko , J. , and S. J. Sault. 2013. “The Intraday Impact of Company Responses to Exchange Queries”. *Journal of Banking and Finance* ,37(12) : 4810 ~ 4819.
- [17]Drienko , J. S. J. Sault and A. H. V. Reibniz. 2017. “Company Responses to Exchange Queries in Real Time”. *Pacific – Basin Finance Journal* 45: 116 ~ 141.
- [18]Firth , M. , O. M. Rui , and X. Wu. 2009. “The Timeliness and Consequences of Disseminating Public Information by Regulators”. *Journal of Accounting and Public Policy* ,28(2) : 118 ~ 132.
- [19]Gietzmann , M. B. , and H. Isidro. 2013. “Institutional Investors’ Reaction to SEC Concerns about IFRS and US GAAP Reporting”. *Journal of Business Finance and Accounting* ,40(7 ~ 8) : 796 ~ 841.
- [20]Gong , N. 2007. “Effectiveness and Market Reaction to the Stock Exchange’s Inquiry in Australia”. *Journal of Business Finance and Accounting* ,34(7 ~ 8) : 1141 ~ 1168.
- [21]Johnston , R. , and R. Petacchi. 2017. “Regulatory Oversight of Financial Reporting: Securities and Exchange Commission Comment Letters”. *Contemporary Accounting Research* ,34 (2) : 1128 ~ 1155.
- [22]Khan , M. , and R. L. Watts. 2009. “Estimation and Empirical Properties of a Firm – year Measure of Accounting Conservatism”. *Journal of Accounting and Economics* ,48(2 ~ 3) : 132 ~ 150.
- [23]Stigler , G. J. 1971. “The Theory of Economic Regulation”. *Bell Journal of Economics and Management Science* ,2(1) : 3 ~ 21.

Does the Non – penalty Regulation Have Information Content? Evidence from Inquiry Letters

CHEN Yunsen DENG Yilu LI Zhe

(School of Accountancy , Central University of Finance and Economics)

Abstract: The frequent issuance of inquiry letters by regulators is becoming an important regulatory tool in China’s capital markets. This paper investigates the information content and the regulatory role of the no – penalty regulation. Based on the financial report inquiry letter , the authors document that the market reaction to the receipt announcement is significantly negative , while the market reaction to the reply announcement is significantly positive. The announcement of the financial report inquiry letter has information content and the market recognizes the regulatory role of inquiry letters. Moreover , the characteristics of the listed company and the financial report inquiry letter will affect the market reaction. These findings suggest that inquiry letters play a role in information disclosure regulation.

Key words: Information Disclosure , The Inquiry Letter , Market Reaction , The Non – penalty Regulation

(责任编辑: 林梦瑶) (校对: ZL)