

**本科毕业设计[论文]**

**证交所问询监管与资本市场信息效率**

**院 系 管理学院**

**专业班级 财务1801班**

**姓 名 邓加蒙**

**学 号 U201815851**

**指导教师 吴晓兰**

**2022年 5 月23日**

**学位论文原创性声明**

本人郑重声明：所呈交的论文是本人在导师的指导下独立进行研究所取得的研究成果。除了文中特别加以标注引用的内容外，本论文不包括任何其他个人或集体已经发表或撰写的成果作品。本人完全意识到本声明的法律后果由本人承担。

作者签名： 年 月 日

**学位论文版权使用授权书**

本学位论文作者完全了解学校有关保障、使用学位论文的规定，同意学校保留并向有关学位论文管理部门或机构送交论文的复印件和电子版，允许论文被查阅和借阅。本人授权省级优秀学士论文评选机构将本学位论文的全部或部分内容编入有关数据进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存和汇编本学位论文。

本学位论文属于 1、保密 囗 ，在 年解密后适用本授权书。

2、不保密 囗 。

（请在以上相应方框内打“√”）

作者签名： 年 月 日

导师签名： 年 月 日

**摘 要**

在证券交易所加强对上市公司事中和事后监管的背景下，发放问询函是监管部门履行职责的重要方式。问询函通常针对上市企业披露信息的具体内容，提出明确的问询要求，这能够促进公司改善其信息披露，进而对资本市场信息效率产生影响。  
 基于这一背景，本文选取了2015-2019年沪深交易所A股全部数据作为实证研究的样本，检验了交易所问询函制度对于资本市场信息效率的影响及其作用机理。结果表明，问询函与股价同步性指标之间有明显的负向关系，并且分析师或者媒体关注增加会削弱两者之间的关系。基于“信息效率观”，较低的股价同步性代表较高的资本市场信息效率，这意味着问询函能够提高资本市场信息效率。接着本文对结果进行了稳健性检验，进一步证实了股价同步性确实能够衡量股价中的特质性信息含量，即问询函制度能够促使信息融入股价，从而提升资本市场信息效率。本文启示监管部门应当重视问询监管制度，进一步规范企业的信息披露。同时，交易所应加强问询函监管的针对性，重点关注特质性信息的披露，加大对不合规企业的监管力度，维护资本市场环境稳定。

**关键词：**问询监管；资本市场信息效率；股价同步性；信息披露

**Abstract**

Under the background that the stock exchange strengthens the supervision of listed companies during and after the event, the issuance of inquiry letters is an important way for the regulatory authorities to perform their duties. The inquiry letter usually puts forward clear inquiry requirements for the specific content of the information disclosed by the listed company, which can promote the company to improve its information disclosure, and then have an impact on the information efficiency of the capital market.

Based on this background, this paper selects all the data of A shares of Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges from 2015 to 2019 as a sample for empirical research, and examines the impact of the exchange inquiry letter system on the information efficiency of the capital market and its mechanism of action. The results show that there is a clear negative relationship between inquiry letters and stock price synchronicity indicators, and increased analyst or media attention will weaken the relationship between the two. Based on the "information efficiency concept", lower stock price synchronicity represents higher capital market information efficiency, which means that inquiry letters can improve capital market information efficiency. Then this paper conducts a robustness test of the results, further confirming that stock price synchronicity can indeed measure the idiosyncratic information content in stock prices, that is, the inquiry letter system can promote the integration of information into stock prices, thereby improving the information efficiency of the capital market. This article suggests that the regulatory authorities should pay attention to the inquiry supervision system and further regulate the information disclosure of enterprises. At the same time, the exchange should strengthen the pertinence of the supervision of inquiry letters, focus on the disclosure of idiosyncratic information, increase the supervision of non-compliant enterprises, and maintain the stability of the capital market environment.

**Key Words：**Inquiry Supervision; Information Efficiency of the Capital Market; Stock Price Synchronicity; Information Disclosure

**目 录**

**摘要 [I](#_Toc790458038_WPSOffice_Level1)**

**Abstract** [**I**](#_Toc790458038_WPSOffice_Level1)**I**

[**1 绪论** **1**](#_Toc790458038_WPSOffice_Level1)

[1.1 研究背景和研究问题 1](#_Toc894404324_WPSOffice_Level2)

[1.2 研究目的和研究意义 2](#_Toc2015428115_WPSOffice_Level2)

[1.3 研究方法和研究内容 2](#_Toc1040764674_WPSOffice_Level2)

[**2 文献综述** **4**](#_Toc877571103_WPSOffice_Level1)

[2.1 关于问询函制度的研究 4](#_Toc419840525_WPSOffice_Level2)

[2.2 关于资本市场信息效率的研究 7](#_Toc1775923280_WPSOffice_Level2)

[2.3 文献述评 10](#_Toc67357307_WPSOffice_Level2)

[**3 假设提出与研究设计** **11**](#_Toc350376780_WPSOffice_Level1)

[3.1 理论分析与研究假设 11](#_Toc382381386_WPSOffice_Level2)

[3.2 研究设计 13](#_Toc1412882678_WPSOffice_Level2)

[**4 实证结果及分析** **15**](#_Toc1592484267_WPSOffice_Level1)

[4.1 描述性分析 15](#_Toc794382908_WPSOffice_Level2)

[4.2 问询函与资本市场信息效率 15](#_Toc287701357_WPSOffice_Level2)

[4.3 稳健性检验 18](#_Toc1411017702_WPSOffice_Level2)

[**结束语** **22**](#_Toc312603693_WPSOffice_Level1)

[**致谢** **23**](#_Toc1185267689_WPSOffice_Level1)

[**参考文献** **24**](#_Toc735739451_WPSOffice_Level1)

[**附录** **29**](#_Toc362113531_WPSOffice_Level1)

**1 绪论**

**1.1 研究背景和研究问题**

**1) 研究背景**

近年来，注册制改革是资本市场高质量发展的关键制度建设，其重点是以信息披露为核心的制度建设理念，与之配套，就需要相应加强事后监管。对于信息披露的质量究竟如何认定、必备要素如何界定，上市公司、中介机构等市场主体均缺乏经验。问询制度作为重要的事后监管方式，交易所通过问询函件表达所关切的内容，正是上市公司学习如何提供优质信息披露的最佳实践。

Malkiel（1970）认为资本市场信息效率是指企业股票价格反映所有信息的能力，Wurgler（2000）与朱杰（2019）的研究认为其可以一定程度上衡量资本市场的运行与定价效率，可以反应资本市场实现金融资源优化配置功能的程度。在资本市场的所有信息中，相比于影响面更广的行业资讯与市场宏观信息，企业本身的特质性信息往往能够定向影响股价。所以，有关资本市场信息效率的研究主要侧重于企业本身的信息对其股票价格的影响。在拥有较高信息效率的资本市场中，上市企业的股价可以更加准确地反映企业的价值，从而引导投资者作出更加理性正确的决策，让资金流向能够产生更多价值的公司，有利于市场整体投资效率的提升。以往的研究大多用股价同步性来衡量资本市场的信息效率，本文建立在股价同步性的“信息效率观”之上，即认为股价同步性与资本市场定价效率显著负相关（Chan and Hameed，2006；游家兴和汪立琴，2012）。

**2) 研究问题**

基于研究背景，本文主要探讨以下问题，证券交易所对于上市企业的问询函制度是否能够发挥治理和事后监管作用，即能否提高公司披露信息的有用性，督促公司揭露治理的实际情况，从而使得更多企业层面的特征性信息融入股价，促进资本市场信息效率的提升。

**1.2 研究目的和研究意义**

**1) 研究目的**

基于研究背景与研究问题，本文提出以下研究目的：

本文首先通过实证分析对所提出的研究问题进行回答，即证券交易所发放问询函是否能够促使更多企业特质性信息融入股价从而影响资本市场信息效率；

其次，希望能够通过本次研究对证券交易所问询函以及资本市场信息效率的相关文献进行补充；

最终，本文希望给出政策启示。基于当前中国资本市场在制度环境和投资者保护方面的现状，有效的信息披露与传递是资本市场发挥资源配置功能的重要保障。本文希望基于研究结果能够给予监管者一些政策启示，启发他们重视非惩罚性的事后监管模式。

**2) 研究意义**

本文的理论意义是给出证交所问询函制度对资本市场信息效率造成影响的直接证据，并对其作用机制进行探究，同时也希望能对证交所问询函制度以及资本市场信息效率的相关文献做出有益补充。

本文的现实意义是从信息披露的视角解析交易所问询函制度在中国这样一个新兴和转型经济体中扮演的角色，探讨问询函对于资本市场有效运行的作用，丰富关于非处罚性监管经济后果的研究。

**1.3 研究方法和研究内容**

**1) 研究方法**

文献分析法。首先对问询函制度与资本市场信息效率相关的文献进行整理与总结，以了解并探讨目前关于证交所问询函制度的成果与可能进一步探究的方向；其次，基于所梳理的文献进行理论分析并提出研究问题；

实证分析法。首先，利用固定效应模型，控制年度与行业效应，得到证交所问询函对资本市场信息效率影响的基本回归结果；其次，加入调节变量进一步验证问询函对资本市场信息效率的作用；最后，对模型进行稳健性检验，以验证结论的可靠性。

**2) 研究内容**

基于提出的研究问题，本文探讨了证券交易所问询函制度是否会引起资本市场信息效率的变化。根据上海证券交易所官网以及深圳证券交易所官网对问询函相关内容的披露，本文收集了2015-2019年每年度企业收到问询的信息，并根据以往文献的方法计算出股价同步性数据以衡量资本市场信息效率。首先，对问询函与股价同步性指标进行初步回归，结果显示解释变量的回归系数显著为负。这说明问询函确实与股价同步性指标呈负相关，将自变量换成问询函数量，结论不变。基于信息效率观，该结果表明问询函能够显著提升资本市场信息效率。其次，分析师关注和媒体关注都能够明显削弱问询函与股价同步性间的负相关关系，即分析师和媒体追踪削弱了问询函制度对资本市场信息效率的提升作用，这有效分离了作为信息渠道的分析师和媒体与问询函对被解释变量的作用，进一步证实了问询函对资本市场信息效率的提升作用。最后，为了验证研究结果的可靠性，本文利用PSM匹配和Heckman两阶段模型进行了稳健性检验，并将被解释变量股价同步性替换成能够代表信息透明度以及披露质量的其他指标，结果支持了股价同步性作为资本市场信息效率代理指标的有效性，问询函影响股价同步性确实是通过影响企业信息披露质量，促进信息融入股价，从而提升了资本市场信息效率。

全文结构安排如下：

第2章是文献综述，分为对交易所问询函制度以及对资本市场信息效率相关文献的回顾。

第3章是假设提出与研究设计。基于前文的文献综述，本章进行了理论分析，并依次提出假设；接着，本章详细介绍了实证研究部分的数据来源、相关变量以及模型设定。

第4章展示了本文的实证结果与相关分析。首先，本文的主要假设得到了验证，交易所发放问询函确实能够降低企业的股价同步性，提升资本市场信息效率，并且通过加入调节变量进一步证实了问询函能够增加股价中的信息含量继而对资本市场信息效率产生积极影响。此外，本章通过PSM匹配，Heckman两阶段模型以及变量替代法证实了本文研究结论的可靠性。

最后为全文的结束语，本章整理了研究结论并给出了本文的政策启示；同时指出了本文存在的不足并给出了后续研究的方向。

**2 文献综述**

**2.1 关于问询函制度的研究**

**1) 问询函制度的定义及实施现状**

证监会主席易会满于2021年5月表示，应正确处理好放松管制和加强监管的关系。这意味着交易所自律监管仍是保证资本市场有序运行的重要途径，拥有很大的施展空间。在资本市场正常运行中，利益相关者需要借助信息来支持他们的决策行为，而上市企业公布的财报或者相关公示正是重要且直接的信息来源，因此，监管部门需要有效实施披露制度去保障企业公开信息的完整性以及真实性，以保证资本市场的有效运行。监管部门的监管公开分为五大类，分别是：关注函、问询函、监管函、警示函、行政处罚。这五类的区别主要在于定义不同、违规严重程度不同、出现的违规问题领域不同。

表2-1 监管部门的五类公开监管方式

|  |  |
| --- | --- |
| 关注函 | 并不代表该上市公司一定存在违规行为，只是交易所对该公司某些项目或事件表关注态度，提前作出提示。 |
| 问询函 | 并不代表该上市公司一定存在违规行为，但是企业需要对交易所问询的事项进行充分说明，并且会设有说明指定日。 |
| 监管函 | 上市公司有涉嫌违法违规的行为，证监会会发出监管函以示警告。 |
| 警示函 | 证监会发放警示函代表该公司存在确凿违规现象，但不构成行政处罚，一般以违规减持，占用资金，信披未全为主。 |
| 行政处罚 | 该上市公司存在严重违规操作，证监会对其进行行政处罚，甚至可能直接退市。 |

近年来在注册制改革的背景下以信息披露为制度建设理念核心，与之配套的是加强事后监管，以体现“放松管制、加强监管”的理念。本文的研究对象是国内的重要事后监管方式之一——问询函制度。国内的问询监管是通过发放问询函，对企业存在的尚不严重的问题进行问询并要求企业按时给予答复，并公开透明地向媒体、投资者等外部信息使用者披露问询内容，这是一种非处罚性监管手段而非直接处罚。我国的问询监管是由交易所负责的不定期审核，主要关注点在于报表披露、公司公告、重组事项、关联交易、股票异常波动等，在事后审核时交易所若认为企业的信息披露存在问题，就可能向该企业发放问询函。

国内的信息披露制度于2013年开始改革，从2014年起沪深证券交易所逐步对外公布问询上市企业的相关消息，所以学者这几年才开始对中国的问询函制度展开研究。接下来，本文将围绕问询函制度的经济后果对已有文献进行梳理。

1. **问询函制度对企业信息环境的影响**

问询函能够影响公司财报等内部信息环境。首先，收到问询函的公司会规范下一年度的披露行为，增强企业年度报表的可读性。对我国并购重组类问询函的研究结果证实，进行回函能够改善企业与外部的信息不对称问题，促进信息的披露。进一步发现，公司对公布信息的改进越多，其并购成功概率越高，未来表现也越好。这表明问询函能够使得公司在以后期间更为主动地改善信息的披露质量，甚至披露对企业不利的信息（李晓溪等，2019）。国外的研究同样发现，被问询的企业在收到意见函后会更加详细地披露信息（Wang，2016）。其次，收到问询函能够提高业绩预告质量。在中国转型经济背景下，业绩报告能够提供重要的预见性信息。李晓溪等（2019）的研究说明企业会提高业绩预测的质量以应对问询监管的负面影响，且这些企业受到影响程度的大小与其收到的问询函数量、覆盖内容、问询语气等特征有明显的相关性。特别是当企业面对外部监管加强和较高的法律风险时，业绩预告的质量提升更为明显。另一方面，收到意见函会增加公司在未来进行负面披露的意愿，并在同行业中产生溢出效应。一些重要的意见函，尤其是强调内部控制缺陷的意见函（Anantharaman和He，2016），比如发布资产减值公告或是披露内部控制缺陷等，可以明显增强企业未来披露负面信息的意愿。当一个行业的领头羊或者很多该行业竞争者收到意见函并被要求对问询问题进行答复时，这个行业内的其他相关企业就算在该年度并未收函，他们依旧会在未来期间改进自身的信息披露以避免被问询（Brown等2018）。

基于市场反应视角的研究证实了问询函具有信息含量，能够影响外部信息环境。部分学者认为，收函与回函都会引起市场明显的负面反应。研究结果表明在收回函公告后的一个月内，累计超额收益回报率均小于0并逐渐降低（李琳等，2017）。进一步的研究表明，企业内部人员更有可能在问询函的回复期抛售对企业的持股，并且这些样本的股票价格会产生更为严重的负向反应。这从某种程度上说明问询函确实揭露了企业的敏感信息，该结果与国外学者对美国意见函的研究结论相同（Dechow等，2016）。郭飞和周泳彤（2018）对中国内地证交所的问询监管进行了研究，结果表明，当交易者越关心证交所问询函发放情况及问询内容，他们会对被问询的企业有更加明显的消极评价，从而导致更显著的负向市场反应。另一部分学者的研究证据表明，收函消息的公布会引发市场负面反应，但回函公告却会带来市场的正面反应。研究表明，在公布问询函消息前后的3天时间窗内，累计超额收益回报率显著为负，但在回函公告日显著为正（陈运森等，2018）。这意味着收到问询函的消息透露了该公司的信息披露不够完善与合规，这种“坏消息”会导致企业损失一定的信誉，而回函消息则是公开表明企业改进了披露质量，市场的反应表明其认可问询函监管的效果。

**3) 问询函制度对利益相关者决策的影响**

内部利益相关者的决策行为方面，首先，陈运森等（2019）研究表明由于监管压力和潜在的补救成本，交易所问询函可能会抑制管理层的应计盈余管理行为，然而，企业会因此更多地进行真实的盈余操控行为，这种行为更难被发现（Cunningham等，2019）。此外，若公司进行更多避税行为，会有更大概率收到关于税务方面的问询（Kubick等，2016），并且在收函后该公司的避税行为显著变少。其次，聂萍和潘再珍（2019）的研究表明，大股东在企业收到问询函之后会明显掩饰自身动机并约束自己的行为，减少对中小股东利益的侵害。Gietzmann等（2016）的研究证明，首席财务官的变更频率随着企业收到问询函频率的增加而增加，并且问询函所包含内容严重与否也会对首席财务官的变更率产生影响。问询函对企业内部减持影响的研究结果表明，企业内部人员会在答复问询函前大规模抛售股票以应对问询事项公布的不利信息导致的企业股票价格下跌（李琳等，2017）。除此之外，Li Bing和Liu Zhenbin（2017）研究了交易所问询监管对首次公开发行（IPO）价格的影响。结果表明若企业收到交易所的问询函，他们会降低首次公开发行价格，其原因是问询函增加了风险因素或负面信息的披露，投资者接收到这些信息后对发行公司的态度变得更消极，愿意支付的价格降低。

在外部利益相关者决策方面，问询函会对债权人和机构投资者的决策产生明显影响。银行在所有债权人中在拥有最强的信息收集能力，外加其收入结构旨在降低下行风险，为了能够有效获取借款人的信用情况，他们会去调查借款公司曾经被监查的相关信息。研究表明，银行在评估借款人信誉时，必然会考察其是否经常收到问询函（Cunningham等，2017）。胡宁等（2020）的研究结果同样表明，交易所的问询监管会增加公司的借款成本，这印证了中国证券交易所问询监管的有效性。且当问询函涉及到一些重要的会计问题，如抵押资产的追回，或者被问询公司被要求更正披露信息时，借款利率的上升会更加明显。Gietzmann和Isidro（2013）验证了问询监管对机构投资者的影响。研究发现，当公司收到美国证券交易委员会的意见函时，机构投资者会减少其资本持有量。也就是说，机构投资者认为企业收到问询函是负面消息，所以收到问询函后他们会减少对该企业的持股比例。

问询函对于审计师行为也有明显影响。问询函重点关注企业内控薄弱、面临的经营与诉讼风险这些与审计过程紧密相关的问题，因此问询监管会使得审计所面对风险与监管压力，从而导致审计所的行为与决策发生变化。国内外学者普遍认为，监管问询可以规范审计行为。陈运森等（2018）的研究表明，当公司收到问询函时，其会计师事务所更有可能出具非标准审计意见，试图以此来降低审计失败的风险。当中介机构（如事务所）出具的审计意见出现在问询函中时，审计质量将显著提高。问询函在提升审计质量的同时还可能使得审计机构对审计收费重新进行考量。与没有被监管部门问询的企业相比，审计师认为与收询企业合作会面临更高的成本与风险，因此他们会收取更多的审计费。而且随着收函次数与包含的问题增多，企业需要支付更高的审计费用（陈硕等，2018）。更进一步的研究表明，在被审计的其他企业和审计团队之间会因证交所的问询而在审计质量方面出现间接影响（彭雯等，2019；Bills等，2020）。

**2.2 关于资本市场信息效率的研究**

**1) 资本市场信息效率的影响因素**

接下来，本文从宏观和微观的角度回顾了影响资本市场信息效率的因素。

在宏观方面，影响资本市场信息效率的因素主要包括宏观政策实施以及客观条件改变。随着沪港股票市场交易互联互通机制的开展，海外市场的投资者可以更加便利地进入内地资本市场，他们比内地投资者在投资方面更有经验，还可能拥有更专业的团队，能够更广泛地收集有效信息并及时进行处理与分析（Grinblatt and Keloharju，2000），他们也会有更强的意愿督促企业的管理层，从而约束企业高层的行为。国内学者钟覃琳和陆正飞（2018）的研究也得到了一致的结论，这些更专业的投资者通过更有依据性的交易行为促进了资本的合理流向，提升了股票价格所反应信息的有效性（连立帅等，2019）。同时，杨昌安等（2020）和郭照蕊等（2021）的研究发现高铁的建成促进了各地投资者到高铁企业所在地进行实地考察，这推动了投资者与企业之间的信息流通，使更多的企业异质性信息纳入上市企业的股价，让特质信息较多地体现，从而促进资本市场信息效率的提高。除此之外，朱杰（2019）的研究表明上市企业积极响应“一带一路”合作倡议可以促进更多企业异质信息融入股价，刘飞等（2021）的研究表明放松卖空管制通过吸引分析师与投资者的关注从而对资本市场信息效率产生影响。唐松等（2011）在对民营A股上市公司的研究中发现，在市场化程度低、政府干预多的地区，政治关系与股价同步性之间存在明显的正向关系，也就是说政治关系导致企业股票价格的信息含量较低。

在微观方面，本文分别从企业治理角度、财务及非财务信息披露角度以及市场交易者角度进行梳理。从企业治理角度，田高良等（2013）的研究表明董事会成员年龄的跨度越大信息披露质量会越高，能够有效促进公司特质信息融入公司股价。而罗进辉等（2015）认为有经验与口碑的董事会秘书拥有出色的能力与人际关系网，也能够促进资本市场信息效率的提升。李秉成和郑珊珊（2019）的研究表明拥有更强能力的企业管理层会吸引更多分析师追踪，这使得分析师能够更精准地分析公司现在与未来的发展情况并向外部传递，从而提升资本市场信息效率。从会计信息角度，沈华玉等（2017）认为企业会计信息稳健性的提升能够促进股价中融进更多异质性信息，张婷等（2020）和张淑惠等（2021）认为企业财报中或有事项信息披露增多、风险信息披露增多也有着同样的效果，最终能够提升资本市场信息效率。此外，一些非财务信息的披露比如上市公司自媒体信息披露（黄宏斌等，2021）对资本市场信息效率也能够产生积极的影响。游家兴和汪立琴（2012），熊家财等（2014）从市场交易者的角度对资本市场信息效率的影响因素进行了研究。结果表明机构投资者能够促进异质信息与股票价格的融合，提高资本市场的信息效率。这是由于机构投资者拥有更多资源与更强的专业能力，他们对公司治理和财务盈余等信息有着更专业的理解，从而能够更加理性地进行价值投资，这使得投资者整体更为理性，推动市场信息传递机制的完善，最终有利于资本市场信息效率。对于个人投资者，孙鲲鹏和肖星（2018）的研究表明，社交媒体有利于投资者更好地理解有关上市公司的信息，当企业受到较多的媒体关注，其与交易者之间的信息不对称程度降低，基本面信息的决策有用性得到提高（黄俊等，2014） 。

**2) 资本市场信息效率的衡量方式**

以往的文献通常用股价同步性度量资本市场信息效率。股价同步性又称股价的同涨同跌，这是每只股票价格变动与市场平均变动之间的关系（Roll，1988），通常用 CAPM模型对个股收益与市场收益回归模型的拟合优度（*R2*）度量。本文参照国内外研究的做法计算股价同步性，采用周个股收益率利用以下模型回归（Hutton等，2009；Gul等，2010；朱杰等，2019）：

*Ri,t = β0 + β1 Rm,t + β2 Rm,t-1 + β3 Rl,t + β4 Rl,t-1 + εi,t* (2-1)

其中，*Ri,t*是股票*i*在第*t*周考虑现金红利再投资的周个股收益率；*Rm,t*是全部A股企业在第*t*周流通市值加权平均收益率；*Rm,t-1*指的是A股所有股票在第*t-1*周经流通市值加权的平均收益率，*Rl,t*的是按照2012年中国证监会行业分类标准（各年有可能发生变动），以公司流通市值为权重，所在行业剔除本企业股票的其他股票加权平均得到的平均收益率。*Rl,t-1*指的是第*t-1*周行业平均收益率。

按照模型(2-1)对每支股票回归，获得各公司每年的拟合优度*R2* ，*R2*代表着企业股价变动能被市场变动所解释的部分。为了控制异常值的影响，符合计量经济学的要求，本文按照模型(2-2)对拟合优度进行对数化处理，使其呈现正态分布，最终得到了衡量资本市场信息效率的指标股价同步性（*SYNi,t*）。

*SYNi,t =ln* [ *R2 /* (*1-R2* ) ] (2-2)

对于股价同步性与信息效率的关系存在两种观点。其一是“信息效率观”，认为较低的股价同步性代表更多企业特质信息进入了股价（Morck et al, 2000; Durnev et al, 2003; Ferreira & Laux, 2007）。该学派的学者认为股价的波动一定程度上能被企业特质信息解释，*SYNi,t*指标可以衡量股价中企业层面信息的含量。较高的股价同步性说表明个体波动随着系统性波动程度较大，股价中含有越少的特质信息。很多学者都采用该学派提出的概念，同时该理论得到了很多实证研究的证实，这也是本文实证依据的理论基础。

另一种则是“非理性因素观”(Shiller, 1981；DeLong，1989)，认为股价同步性低的企业出现了更多的金融异象，其股价反应的特质性信息更少。具体而言，

该学派的学者认为较小的R2代表股价中的非理性因素较多，包括噪声、泡沫、投资者情绪、投资者心理偏见以及其他非基本面因素，而不是反映了更多的企业异质性信息。

**2.3 文献述评**

已有有关问询函制度经济后果的文章主要从信息披露、市场反应、利益相关者决策等视角展开。国外的学者充分研究了美国证监会以及澳大利亚证交所实施的意见函监管制度导致的市场反应，研究结果表明意见函制度在西方资本市场能够发挥重要作用。而对于国内资本市场监管效果的研究大多是围绕着处罚性监管，而对于非处罚性监管制度的研究成果较少，已有的文章大多是对问询监管的有效性展开研究。并且，由于监管问询制度在国内实施时间不长，问询函所涉及的信息披露问题不算严重且监管的力度不大，目前关于问询函的研究不能充分回答问询监管制度是否对中国资本市场定价效率产生影响。因此这样一种国内新兴的监管方式是否能够在中国资本上发挥显著监管作用，尤其是是否能够有助资本市场有效运行仍有待进一步检验。

除此之外，已有研究也较少深入探讨证交所问询函制度是如何影响资本市场运行效率，即问询函是否是通过提升信息披露质量，促进信息融入股价从而影响资本市场信息效率还有待检验。那么，本文将从信息披露的角度切入，探究证交所问询制度对中国资本市场信息效率的影响。

**3 假设提出与研究设计**

**3.1 理论分析与研究假设**

**1)** 问询函与资本市场信息效率

资本市场信息效率衡量企业股价反映企业信息和价值的能力。资本市场由信息驱动，充分且高效的信息交流是市场进行有效资源配置的保障。而问询监管作为国内交易所事后监管的常规手段，在进行过程中需要进行公开透明的调查，并且向外部用户披露质询内容，因而它可能改变管理层行为与决策、企业所面对的风险以及企业年报质量等。在不同的逻辑下，问询函对股价同步性指标产生影响的解释方式不同。接下来，本文将从所支持的“信息效率观”来论述问询函对资本市场信息效率的影响，并提出假设。

一方面，证交所问询函制度能够使得企业披露的信息更加可靠，降低信息不对称水平，改善资本市场信息环境。根据已有文献，证券交易所会将问询函发放给信息披露不充分或出现披露违规迹象的企业，要求企业按时对问询内容进行回复并发布回复公告，这可以有效约束公司盈余管理程度，能够促进企业规范披露行为并且提高业绩预告质量。而且，问询函会要求第三方机构审查企业财务报表中有风险隐患的事项和财务数据并独立发表意见，可以有效提高上市公司披露的信息质量。这说明证交所问询函对企业具有明显的监督作用，督促其披露更多真实可靠的治理和盈利信息，使投资者获得更加具体的公司层面的信息。

另一方面，从投资者关注的角度来看，信息环境好的情况下，交易者愿意且可以更多地使用这些信息支持他们的投资决策，从而有助于提高市场运行的效率。交易者总是不断地从资本市场收集与上市公司相关的信息，希望利用收集到的信息进行股票交易，从而获得超额收益。如果收集信息的边际收益小于边际成本，投资者便不会有动力去收集并利用信息进行交易。相较于信息不对称程度较高的情况，当上市企业拥有较低的信息不对称程度，上市公司侵害投资者权益的可能性更低，投资者更容易理解这些公司信息。此时，一方面，投资者会期望自己的利益不被内部人轻易侵占，从而具有更强的动机去搜集公司信息；另一方面，投资者会因为更能够理解与公司相关的信息，从而更多地利用这些信息进行投资决策，最终将对资本市场信息效率产生正面的影响。

基于以上的思路，证券交易所向企业发放问询函可以提高企业信息的透明程度，增加信息披露质量，从而降低企业内外的信息不对称程度，使更多的企业特质信息融入到公司的股票价格中，从而对资本市场的信息效率产生积极影响。因此本文提出了以下研究假设：

H1：问询函制度能够显著提升资本市场信息效率。

**2) 进一步研究：分析师关注与媒体关注**的调节效应

如果已经证明，证交所向企业发放问询函确实能够显著影响资本市场信息效率，为了更好地理解两者之间的关系，本文加入分析师关注以及媒体关注用以考察其对这种作用的调节效应。

上市公司向资本市场发出的信息，一般是经由信息媒介传递给外部交易者的，分析师作为信息的载体之一，具有比普通投资者更强的分析理解能力，可以获取更多独特的公司层面的信息，并通过研究报告向资本市场传达更有价值的信息。也就是说，对于被更多分析师追踪的上市企业，投资者更能理解上市企业财务信息与经营情况，这可以增加股票价格中有效信息的含量，从而提升资本市场的信息效率。若证交所向企业发放问询函确实可以改善信息环境，帮助揭露更多企业层面的异质性信息，显著发挥其监管效力，那么与被较少分析师追踪的企业相比，分析师关注增加会削弱证交所问询函提升资本市场信息效率的程度。基于上述分析，提出以下假设：

H2：分析师关注增加会减弱问询函对资本市场信息效率的促进作用。

当企业受到更多的媒体注意，其代理成本会降低，增加投资者接收到的企业信息，促进上市企业治理效率的提高(醋卫华等，2012; 罗进辉，2012) 。因此当企业受到较多的媒体注意，企业与投资者之间的信息不对称程度更低，基本面信息的决策有用性得到提升(黄俊等，2014) ，企业层面的信息逐步进入股票价格，最终促使资本市场效率的提升。此时，问询函通过降低信息不对称对资本市场信息效率所能起到的增量作用较小。下面提出本文第三个研究假设：

H3：媒体关注增加会减弱问询函对资本市场信息效率的促进作用。

**3.2 研究设计**

**1) 数据来源**

本文选取2015-2019年间所有A股上市企业作为样本，研究问询函对资本市场信息效率的影响。从2014年起交易所向部分上市企业进行问询并公开披露问询内容，当年发放问询函的次数较少，随后几年发出的问询函数量逐渐增多，因此样本从2015年开始选取。参考现有文献，本文按照以下步骤筛选初始样本：

删除行业为金融与房地产的样本；

删除ST、\*ST 的样本；

删除资不抵债的样本；

删除重要数据为空值的样本；

删除当年首次公开发行及年交易日不足一月的样本。

有关问询函的数据以证券交易所官方网站公示的信息为来源，计算股价同步性的相关收益率数据从Wind数据库收集，其他公司特征性信息是从国泰安数据库（CSMAR）收集，使用的统计软件为Stata16。

1. **相关变量**

表 3-1 变量列表

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **变量类型** | **变量** | **符号** | **定义** |
| 被解释变量 | 股价同步性 | *SYNi,t* | 详见前文资本市场信息效率的衡量方法 |
| 解释变量 | 收到问询函 | *Inquiry* | 样本公司在当年收到了问询函取1，否则取0 |
| 问询函次数 | *Inquiry\_n* | 为当年度各上市企业收到问询函的次数 |
| 控制变量 | 公司规模 | *Size* | 公司规模，公司总资产取自然对数 |
| 公司成长性 | *TobinQ* | 公司的市场价值与账面价值比 |
| 总资产收益率 | *Roa* | 公司净利润与总资产的比值 |
| 股票换手率 | *Turnover* | 年度股票交易量与流通股股数的比值 |
| 公司年龄 | *Age* | 公司成立月份的自然对数 |
| 审计质量 | *Big4* | 审计机构为四大则为1，否则为0 |
| 机构投资者持股 | *Institu* | 机构投资者持股股数与公司总流通股的比值 |
| 第一大股东持股 | *Lholding* | 公司第一大股持有股份数量/已发行股份总数 |
| 产权性质 | *State* | 公司控股股东为国有性质时取1，否则取0 |
| 年度 | *year* | 年度虚拟变量 |
| 行业 | *ind* | 行业虚拟变量 |
| 调节变量 | 分析师关注 | *Analyst* | 企业被分析师关注数量加1并取对数 |
|  | 媒体关注 | *Media* | 企业被媒体报道次数的自然对数 |

被解释变量：股价同步性（*SYNi,t*），度量资本市场信息效率。本文是基于股价同步性的“信息效率观”，即较低的股价同步性代表较多的企业异质性信息进入了股票价格，提高资本市场信息效率。

解释变量：哑变量（是否收到问询）以及问询函特征变量（收到问询函次数）*。*

对于控制变量的选择则是参考有关股价同步性的文献，表3-1中展示了本文选取的控制变量，同时，本文设定了年度与行业的哑变量，控制年度及行业差异。

1. **模型设定**

为检验证交所问询监管对资本市场信息效率的影响，文章构建以下模型：

*SYNi,t = β0* + *β1 Inquiry* + *βk* ∑ *(Controls+year+ind)* + *εit* (3-1)

其中：*SYNi,t*代表企业*i*在第*t年*的股价同步性；*I**nquiry*表示问询函的相关变量。*β1*反映交易所发放问询函对企业股价同步性的影响，如果*β1*<0则代表交易所发放问询函降低了企业的股价同步性，进而提升了资本市场信息效率。其他可能影响股价同步性的控制变量*Controls*，包括公司规模（*Size*），公司成长性（*TobinQ*），资产收益率（*Roa*），公司年龄（*Age*），股票换手率（*Turnover*），审计质量（*Big4*），机构投资者持股比例（*Institu*），第一大股东持股（*Lholding*），产权性质（*State*）。*∑year*和*∑ind*分别代表企业固定效应和时间固定效应，用以控制不同公司之间的差异以及不同时间可能的冲击。

为了验证假设H2，探究问询函、分析师关注与资本市场信息效率之间的关系，本文构建了模型(3-2)，其中*Analyst*为调节变量，表示分析师关注。*Inquiry×Analyst*为问询函与分析师关注的交乘项，衡量解释变量问询函对被解释变量股价同步性的作用可能受到*Analyst*的影响。*SYNi,t=β0*+*β1Inquiry*+*β2Analyst+β3Inquiry×Analyst*+*βk*∑*(Controls+year+ind)*+*εit*(3-2)

为了验证假设H3，探究问询函、媒体关注与资本市场信息效率之间的关系， 本文构建了模型(3-3)，其中*Media*为调节变量，表示媒体关注。*Inquiry×Media*为问询函与媒体关注的交乘项，衡量解释变量问询函对被解释变量股价同步性的作用可能受到*Media*的影响。

*SYNi,t=β0*+*β1Inquiry*+*β2Media*+*β3Inquiry×Media*+*βk*∑*(Controls+year+ind)*+*εit* (3-3)

**4 实证结果及分析**

**4.1 描述性分析**

表 4-1 描述性统计

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **变量** | **观测值** | **均值** | **标准差** | **最小值** | **最大值** |
| *SYNi,t* | 11801 | -0.144 | 0.868 | -4.545 | 2.415 |
| *Inquiry* | 11801 | 0.170 | 0.376 | 0.000 | 1.000 |
| *Inquiry\_n* | 11801 | 0.213 | 0.532 | 0.000 | 7.000 |
| *Size* | 11801 | 22.148 | 1.306 | 17.641 | 28.524 |
| *TobinQ* | 11801 | 1.869 | 2.234 | 0.017 | 83.227 |
| *Roa* | 11801 | 0.051 | 0.043 | -0.055 | 0.526 |
| *Turnover* | 11801 | 6.147 | 0.891 | 1.670 | 8.598 |
| *Age* | 11801 | 5.384 | 0.312 | 4.072 | 7.287 |
| *Big4* | 11801 | 0.057 | 0.233 | 0.000 | 1.000 |
| *Instituhold* | 11801 | 43.102 | 25.101 | 0.001 | 101.140 |
| *Lholding* | 11801 | 34.123 | 14.642 | 0.290 | 89.090 |
| *State* | 11801 | 0.333 | 0.471 | 0.000 | 1.000 |

表4-1展示了本文重要变量描述性统计的结果，回归共有11801个样本观测值，其中股价同步性（*SYNi,t*）的均值是-0.144，最小值是-4.545，最大值是2.415，标准差为0.868，这显示出在选取样本的期间内各企业股价同步性值之间有着明显的差距。是否收到问询函（*Inquiry*）的均值为0.170，这意味着在样本期间内收到证交所问询函的观测值约占样本总量的17%，而收到问询函次数（*Inquiry\_n*）的均值为0.213。其他控制变量的描述性统计相关结果与已有相关文献所示基本相同。

附录表A报告了主要变量的Pearson相关系数。证券交易所问询函（*Inquiry*）和股价同步性（*SYNi,t*）的Pearson相关系数为-0.115且在1%的水平上显著，说明问询函变量与股价同步性变量之间存在明显的负向相关关系。

**4.2 问询函与资本市场信息效率**

**1) 问询函与股价同步性**

根据模型(3-1)的回归结果如表4-2所示，从表中数据可以看出，无论是否控制企业特征指标、是否控制年份以及行业效应，解释变量问询函（*Inquiry*）的回归系数为均在1%的水平上显著小于0。这说明企业是否收到问询函与股价同步性之间呈现显著负相关关系。此外，其他控制变量的回归系数的正负也是较为合理的，与相关研究文献结论基本一致。

进一步地，用企业收到问询函次数（*Inquiry\_n*）作为解释变量代入模型(3-1)进行检验，结果如表4-2第(5)列显示，两者之间的系数为-0.154，且在1%的水平上显著，进一步验证了证券交易所问询函对股价同步性的负向影响。可以认为，企业收到问询函的次数越多，交易所对企业信息披露的督促效果就越明显，因此收到问询函次数多的企业股价同步性较低。

表 4-2 问询函与股价同步性

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **变量** | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| SYN1 | SYN1 | SYN1 | SYN1 | SYN1 |
| *Inquiry* | -0.264\*\*\*  （-12.52） | -0.214\*\*\*  （-11.46） | -0.264\*\*\*  （-12.69） | -0.220\*\*\*  （-12.30） |  |
| *Inquiry\_n* |  |  |  |  | -0.154\*\*\*  （-12.17） |
| *Size* |  |  | 0.094\*\*\*  （10.04） | 0.041\*\*\*  （4.66） | 0.026\*\*\*  （3.27） |
| *TobinQ* |  |  | 0.019\*\*\*  （4.66） | -0.043\*\*\*  （-11.51） | -0.045\*\*\*  （-12.31） |
| *Roa* |  |  | -1.573\*\*\*  （-7.61） | -0.406\*\*  （-2.21） | -0.692\*\*  （-4.06） |
| *Turnover* |  |  | -0.043\*\*\*  （-4.12） | -0.251\*\*\*  (-24.56) | -0.249\*\*\*  (-24.38) |
| *Age* |  |  | -0.196\*\*\*  （-7.43） | -0.017  （-0.72） | -0.006  （-0.28） |
| *Big4* |  |  | -0.112\*\*\*  （-3.11） | -0.111\*\*  （-3.56） | -0.111\*\*\*  （-3.56） |
| *Instituhold* |  |  | -0.004\*\*\*  （-8.49） | -0.004\*\*\*  （-11.23） | -0.004\*\*\*  （-11.43） |
| *Lholding* |  |  | -0.001\*  （-2.49） | -0.002\*\*\*  （-3.00） | -0.001\*\*\*  （-2.68） |
| *State* |  |  | 0.288\*\*\*  （14.45） | 0.208\*\*\*  （11.55） | 0.217\*\*\*  （12.16） |
| *Constant* | -0.099\*\*\*  （-11.41） | 0.181\*  （1.72） | -0.693  （-2.50） | 1.407\*\*\*  （5.08） | 1.638\*\*\*  （6.07） |
| *N* | 11801 | 11801 | 11801 | 11801 | 11801 |
| *R2* | 0.0131 | 0.2481 | 0.0692 | 0.3329 | 0.3319 |
| *Year* | No | Yes | No | Yes | Yes |
| *Industry* | No | Yes | No | Yes | Yes |

括号内为稳健的t统计量；\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1。

**2) 问询函、分析师关注与股价同步性**

表4-3第(2)列报告了问询函、分析师关注与股价同步性之间关系的回归结果，其中本文关注交乘项（*Inquiry\_n×Analyst*）。回归系数表明，证交所发放问询函仍然显著降低企业的股价同步性。而交乘项的回归系数是0.021，在1%的水平上显著为正，这表明该交乘项明显削弱了问询函和股价同步性之间的负向关系，即对于分析师追踪较少的企业，问询函更有助于揭示企业异质性信息，从而促进股价同步性进一步降低的效果更明显，这有效分离了分析师关注与证券交易所问询函对被解释变量股价同步性的作用。

表 4-3 问询函，分析师关注与股价同步性

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **变量** | （1） | (2) |
| SYN1 | SYN1 |
| *Inquiry\_n* | -0.154\*\*\*  （-12.17） | -0.182\*\*\*  （-9.96） |
| *Analyst* |  | -0.037\*\*\*  （ -4.85） |
| *Inquiry\_n×Analyst* |  | 0.021\*\*\*  （1.89） |
| *Controls* | Yes | Yes |
| *Constant* | 1.638\*\*\*  （6.07） | 1.436\*\*\*  （4.92） |
| *N* | 11801 | 11,801 |
| *R2* | 0.3319 | 0.3333 |
| *Year* | Yes | Yes |
| *Industry* | Yes | Yes |

1. **问询函、媒体关注与股价同步性**

表4-4第(2)列报告了证券交易所问询函、媒体关注与股价同步性之间关系的回归结果。可以看出，问询函仍能显著降低股价同步性。而交乘项*Inquiry\_n×Media*的回归系数为0.039，在1%的水平上显著为正，这表明该交乘项明显削弱了问询函和股价同步性之间的负向关系，即受到媒体关注越少的企业，问询函更有助于揭示企业异质性信息，更明显地促进股价同步性降低，这有效分离了媒体关注与证券交易所问询函对被解释变量股价同步性的作用。

表 4-4 问询函，媒体关注与股价同步性

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **变量** | （1） | (2) |
| SYN1 | SYN1 |
| *Inquiry\_n* | -0.153\*\*\*  （ -12.31） | -0.176\*\*\*  （-5.66） |
| *Media* |  | -0.056\*\*\*  （ -7.38） |
| *Inquiry\_n×Media* |  | 0.039\*\*\*  （2.66） |
| *Controls* | Yes | Yes |
| *Constant* | 1.412\*\*\*  （5.07） | 1.310\*\*\*  （4.72） |
| *N* | 11,709 | 11,709 |
| *R2* | 0.3315 | 0.3346 |
| *Year* | Yes | Yes |
| *Industry* | Yes | Yes |

基于“信息效率观”，较低的股价同步性代表更高的资本市场信息效率。那么以上的实证结果证明，对企业发放问询函能够明显著提升资本市场信息效率。并且进一步研究表明分析师以及媒体关注增加会削弱问询函对资本市场信息效率的提升作用，假设H1，H2，H3初步得到了验证。

**4.3 稳健性检验**

前文的实证结果表明，证券交易所问询函确实对资本市场信息效率产生了正面影响。然而，考虑到可能存在的样本选择偏差问题以及股价同步性作为信息效率的衡量指标的有效性，本文进行了以下稳健性检验：

1. **PSM倾向得分匹配**

由于证券交易所发出问询函并不是随机的，即企业收到问询函和股价波动间或许会有政策自选择情况的出现，那么证券交易所很可能会倾向于向股价波动的企业发出问询函。因此，为了缓解内生性问题，减少被问询企业与没有被问询企业特征差异的影响，本文将*Inquiry*=1的上市企业作为实验组，其余的为控制组，用PSM方法对两类公司进行分类，重新用配对样本进行实证检验。

本文选择能够影响企业收到证交所问询函的因素作为协变量，如*Size、TobinQ、ROA、Turnover、Age、Big4、Instituhold、Lholding、Analyst、State*；然后利用近邻匹配并按照1:1比例筛选出实验组和控制组的样本。如表4-5所示，配对前实验组与控制组样本中的协变量均存在显著差异，而配对之后则不存在显著差异，说明成功通过了配对后的平衡假设检验。

表 4-5 匹配平衡假设检验

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 协变量 | 匹配前（U） | 均值 | | T检验 | |
| 匹配后（M） | 处理组 | 控制组 | t | p>|t| |
| *Size* | U | 22.055 | 22.167 | -3.51 | 0.000 |
| M | 22.056 | 22.051 | 0.12 | 0.906 |
| *TobinQ* | U | 1.989 | 1.844 | 2.65 | 0.008 |
| M | 1.988 | 1.912 | 1.01 | 0.312 |
| *ROA* | U | 0.041 | 0.053 | -11.21 | 0.000 |
| M | 0.041 | 0.042 | -0.87 | 0.384 |
| *Turnover* | U | 6.101 | 6.156 | -2.52 | 0.012 |
| M | 6.100 | 6.088 | 0.47 | 0.641 |
| *Age* | U | 5.409 | 5.379 | 3.98 | 0.000 |
| M | 5.409 | 5.421 | -1.19 | 0.236 |
| *Big4* | U | 0.039 | 0.061 | -3.85 | 0.000 |
| M | 0.039 | 0.036 | 0.50 | 0.620 |
| *Instituhold* | U | 40.898 | 43.555 | -4.33 | 0.000 |
| M | 40.915 | 41.203 | -0.38 | 0.706 |
| *Lholding* | U | 31.367 | 34.689 | -9.30 | 0.000 |
| M | 31.362 | 31.445 | -0.19 | 0.852 |
| *Analyst* | U | 1.308 | 1.565 | -8.92 | 0.000 |
| M | 1.307 | 1.254 | 1.48 | 0.139 |
| *State* | U | 0.260 | 0.348 | -7.71 | 0.000 |
| M | 0.260 | 0.262 | -0.14 | 0.886 |

表 4-6 稳健性检验结果

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **变量** | (1)(PSM) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| SYN1 | SYN2 | SYN3 | Tran | Ea | kv |
| *Inquiry* | -0.217\*\*\*  （-8.92） | -0.346\*\*\*  （-13.69） | -0.335\*\*\*  （-15.95） | 29.874\*  （1.95） | -0.039\*\*  （-2.56） | -0.018\*\*\*（-3.90） |
| *Controls* | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| *Constant* | 1.167\*\*  (2.36） | 2.844\*\*\*（7.26） | 1.124\*\*\*  （3.45） | 1118.706\*\*  （4.73） | -0.372\*\*  （-1.54） | -0.384\*\*\*  （-5.45） |
| *N* | 3,651 | 11,801 | 11,801 | 5934 | 6752 | 11,430 |
| *R2* | 0.3698 | 0.2888 | 0.2991 | 0.1159 | 0.0806 | 0.1774 |
| *Year* | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| *Industry* | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |

上述测试通过后，用模型(3-1)对配对后的样本再次回归，相关结果展示在表4-6中。表4-6第(1)列显示问询函和股价同步性的回归系数为-0.217，依旧在1%的水平上显著，这一结果证实了在进行了PSM配对后，证交所问询监管仍然可以发挥提升资本市场信息效率的作用，结果并没有本质改变，这进一步证实了主假设。

1. **Heckman两阶段模型**

本文通过Heckman两阶段模型控制企业是否被问询的样本选择偏差问题。在阶段一，本文建立Probit模型来估计一家公司在当年是否会收到问询函的概率。因变量为是否收到问询函，自变量考虑会影响问询函的因素，并加入问询函行业均值作为外生工具变量。根据这个模型，为每一个样本计算出逆米尔斯比率(IMR），用于修正样本选择偏差的值。在阶段二中，将IMR作为一个控制变量加入模型(3-1)进行回归。

回归结果如表所示。第一阶段中行业均值与企业是否收到问询显著正相关。在阶段二中加入IMR控制样本选择偏差后重新回归，IMR回归系数显著，说明样本选择偏差的确影响了最初模型的估计。而问询函的估计系数在1%的水平上

显著为负，与主回归结果一致，说明结果稳健。

表 4-7 Heckman两阶段模型回归结果

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 第一阶段（probit模型） | | 第二阶段 | |
| *Y=Inquiry* | | *Y=SYNit* | |
| *Ind\_mean* | 2.260\*\*\*(18.73) | *Inquiry* | -0.148\*\*\*(-11.59) |
|  |  | *IMR* | 0.20\*\*\*(4.46) |
| *Controls* | Yes | *Controls* | Yes |
| *Constant* | -1.226\*(-2.43) | *Constant* | 1.128\*\*\*(4.01) |
| *N* | 11801 | *N* | 11801 |
| *Pseudo R2* | 0.0702 | *R2* | 0.3342 |
| *Year&Industry* | Yes | *Year&Industry* | Yes |

1. **变量替换法**

首先，本文将被解释变量替换，采用根据另两种模型回归得到的股价同步性。其一是参考朱红军等（2007）的模型*Ri,t* = *β0* + *β1 Rm,t* + *εi,t*回归得到股价同步性；另一种方式则是参考王亚平等（2009）在文献中构建的模型*Ri,t* = *β0*+ *β1 Rm,t* + *β2 Rl,t* + *εi,t*回归得到股价同步性。将这两组被解释变量重新代入模型(3-1)进行稳健性检验。检验结果如表4-6第(2)、(3)列展示，改变被解释变量股价同步性的计算方式并重新进行模型(1)回归的实证结果再次验证了主假设。

除此之外，本文计划利用能够代表信息透明度以及信息披露质量的指标替换股价同步性，探讨其是否代表、在何种程度上代表信息含量，以验证股价同步性的信息效率观。

对于衡量信息透明度的指标，本文采取两种方式。首先，本文根据Bhattacharya等（2003）的方式构建指标Tran，该值越大代表信息越透明。此外，本文选择盈余激进度（*Ea*）来衡量信息透明度。盈余激进度代表了公司延迟对损失的确认以及提早对收益进行确认的程度，会导致应计利润增加，违背了稳健性原则。*Ea*的数值越大，意味着企业的管理层有更大概率修改财务数据，外界无法获取企业真实的经营情况与财务状况，也就意味着会计信息更加不透明。本文分别用*Tran*和*Ea*代替模型(3-1)的被解释变量股价同步性进行重新估计，结果见表4-6。

对于信息披露质量的衡量，本文参照Kim和Verrecchia（2001）的研究模型，使用*kv*指数对信息披露质量进行衡量。*kv*指数是交易量影响股票收益率的系数，涵盖了企业强制与自愿披露的所有信息，能够衡量资本市场对交易量的依赖程度，进而衡量上市企业信息披露的实际效果。较高的*kv*指数表示市场更依赖交易量而非企业披露的信息，即上市企业信息披露质量较低。

结果显示，无论是用*Tran*还是*Ea*作为企业透明度的衡量指标，解释变量问询监管的系数都大于0，且在10%的水平上显著性。而采用信息披露质量（*kv*）作为被解释变量时，*Inquiry*的回归系数为-0.018，并在1%的水平上显著。

这证实了较低的股价同步性确实能够代表更高的信息含量。即交易所对企业进行问询能够督促公司揭露治理的实际情况，提高披露信息的有用性，从而使得企业特质性信息融入股价，促进资本市场信息效率的提升。

**结束语**

本章整理了本文的研究结论，并基于研究结论给出政策启示。同时，本文具体分析了研究的不足之处，给出后续可以进一步探讨的方向。本文考察了问询函制度能否影响资本市场信息效率，研究结果表明：

1) 证交所发放问询函能够显著降低股价同步性，并且进一步研究表明分析师关注以及媒体关注会削弱问询函对股价同步性的降低作用。

2) 采用PSM法，Heckman两阶段模型以及替换变量法进行稳健性检验，回归结果显示结论仍然可靠。这证实了较低的股价同步性确实能够代表更高的信息含量，即交易所对企业进行问询能够督促公司揭露治理的实际情况，提高披露信息的有用性，从而使得特质性信息融入股价，促进资本市场信息效率的提升。

为了促进资本市场积极发展，本文根据研究结论给出如下政策启示：

1. 问询监管作为重要的非处罚性监管方式，促进了资本市场信息效率的提

升，因此交易所应持续推行并完善问询监管相关制度，为交易者做出投资决策创

造良好的市场环境，促进资本市场有效运行。

1. 监管部门应坚持以信息披露为核心的理念，关注上市企业信息披露违规

问题，重点关注特质性信息披露不足以及不合规的公司，并加强监管的严厉程度。

同时，本研究也存在一定的局限性。

1) 首先，股价同步性作为度量资本市场信息效率的指标本身就存在两种观点：一种是“信息效率观”，另一种是“非理性因素观”，本文是基于“信息效率观”考察问询函是否能降低股价同步性，提升资本市场信息效率。虽然稳健性检验证实了问询函是通过让更多的公司特质信息进入股价从而提升资本市场信息效率，但是本文没有直接通过实证研究排除非理性因素的作用，后续可以对此展开进一步研究，即验证对企业问询是否会让投资者过度反应，增加噪音交易。

2) 其次，注册制在科创板以及创业板进行试点之后，主板全面推行注册制将是下一步重要的工作。在这种背景下问询函制度作为重要的事后监管手段在问询重点与监管要求上可能发生变化，这对于企业信息披露质量可能会有不同的影响，因此其对于资本市场信息效率的影响也可能改变，这将是未来可以进行探究的方向。

**致谢**

喻家山下，东湖之畔，四年匆匆，经历了疫情的严冬，又盼来了春色满园。

感谢我的父母与家人。一路以来，你们无条件地支持我的决定，让我在爱与鼓励下成长为独立又有趣的大人。

感谢一路以来帮助过我的老师。因为有你们的引领，我见识到了知识世界的广阔，塑造了自己的思想见解，也拥有了让生活多彩的能力。

感谢我的朋友。我们彼此帮助，彼此需要，我们思维碰撞，又相互安慰，希望未来我们都能够实现理想，勇敢地做自己。

感谢这个时代。每一代人有每一代人的可爱，每一代人也有每一代人的苦恼，其实从来没有哪一代人是轻松的。但至少，这个英雄不问出处的时代，这个不再羞于谈论梦想的时代，助力无数平凡人的梦想落地开花。我们可以相信奋斗，相信创造，相信有志者事竟成。

我时常思考，总有收获。愿我永远充满思索的激情与力量，以最平淡的勇气遇见自己，在意料之中的每一天，带着意料之外的惊喜。

邓加蒙

2022.5.25

**参考文献**

[1] Anantharaman D, and He L. Regulatory Scrutiny and Reporting of Internal Control Deficiencies: Evidence from the SEC Comment Letters, Rutgers Business School Working Paper, 2016.

[2] Bhattacharya U, Daouk H and Welker M. The World Price of Earnings Opacity[J]. The Accounting Review, 2003, 78(3): 641-678.

[3] Bills K L, Cating R, Lin C and Seidel T A. The Spillover Effect of SEC Comment Letters through Audit Firms, Michigan State University Working Paper, 2020.

[4] Brown S V, Tian X L and Tucker J W. 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.

[5] Chan K, Hameed A. Stock Price Synchronicity and Snalyst Coverage in Emerging Markets [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80(1): 115-147.

[6] Cunningham L M, and Johnson B A, Johnson E S, [Lisic](https://xueshu.baidu.com/s?wd=author:(LL%20Lisic)%20&tn=SE_baiduxueshu_c1gjeupa&ie=utf-8&sc_f_para=sc_hilight=person) L L. The Switch Up: An Examination of Changes in Earnings Management After Receiving SEC Comment Letters[J]. Contemporary Accounting Research forthcoming, 2019, 37(2): 917-944.

[7] Cunningham L M, Schmardebeck R and Wang W. SEC Comment Letters and Bank Lending[J], University of Tennessee Working Paper, 2017.

[8] DeLong J B, Shleifer A, Summers L H, Waldmann R J. The size and incidence of the losses from noise trading[J], Journal of Finance, 1989, 44:681-696.

[9] Dechow P M, Lawrence A and Ryans J, SEC Comment Letters and Insider Sales[J], The Accounting Review, 2016, 91(2), 401-439.

[10]Durnev A, Mock R, Yeung B and Zarowin P. Does Greater Firm-Specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing?[J], Jorunal of Accounting Research, 2003, 41(5): 797-836.

[11]Ferreira M A, Laux P A. Corporate Governance, Idiosyncratic Risk and Information Flow[J]. The Journal of Finance, 2007, 62( 2) : 951-989．

[12]Gietzmann M B, and 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.

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

[14]Grinblatt M, Keloharju M. The Investment Behavior and Performance of VariousInvestor Types: A Study of Finland’s Unique Data Set[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 55(1): 43-67.

[15]Gul F A, Kim J, Qiu A A. Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit Quality and Stock Price Synchronicity: Evidence from China[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 95(3): 425-442.

[16]Hutton A, Marcus A, Tehranian H. Opaque financial reports, R2, and crash risk[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94(1): 67–86.

[17]Kim O and Verrecchia R E. The Realtion Among Disclosure, Returns and Trading[J]. The Acchounting Review, 2001, 76(4): 633-654.

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

[19]Li B and Liu Z. The Oversight Role of Regulators: Evidence from SEC Comment Letters in the IPO Process[J]. Review Accounting Study, 2017(22): 1229-1260.

[20]Malkiel B G, Fama E F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work[J]. The Journal of Finance, 1970, 25(2): 383-417.

[21]Morck R, Yeung B, Yu W. The Information Content of Stock Marke: Why do Emerging Markets have Synchro-nous Stock Price Movements[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1) : 215-260．

[22]Roll R. R2[J]. The Journal of Finance, 1988, 43(2): 541-566．

[23]Shiller R J. Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? [J]. The American Economic Review, 1981, 71(3), 421-436. [24]Wang Q. Determinants of Segment Disclosure Defificiencies and the Effect of the SEC Comment Letter Process, Journal of Accounting and Public Policy[J]. 2016(35): 109-133.

[25]Wurgler J. Financial Markets and the Allocation of Capital[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 187-214．

[26]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, 35(4): 158-164.

[27]陈运森, 邓祎璐和李哲. 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]陈运森, 邓祎璐和李哲. 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.

[29]陈运森, 邓祎璐和李哲. 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.

[30]醋卫华, 李培功. 媒体监督公司治理的实证研究[J]. 南开管理评论, 2012, 15(1): 33-42.

[31]郭飞和周泳彤. 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.

[32]郭照蕊和张天舒. 高铁开通对资本市场定价效率的影响研究[J]. 管理学报, 2021, 18(4): 614-623.

[33]胡宁, 曹雅楠, 周楠和薛爽. 监管信息披露与债权人定价决策——基于沪深交易所年报问询函的证据[J]. 会计研究, 2020(3): 54-65.

[34]黄俊和郭照蕊．新闻媒体报道与资本市场定价效率——基于股价同步性的分析[J]．管理世界, 2014(5): 121-130.

[35]李秉成和郑珊珊. 管理者能力能够提高资本市场信息效率吗？——基于股价同步性的分析[J]. 审计与经济研究, 2019(3): 80-90.

[36]李琳, 张敦力和夏鹏. 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.

[37]李晓溪, 饶品贵和岳衡. 年报问询函与管理层业绩预告[J]. 管理世界, 2019(8)：173-192.

[38]李晓溪, 杨国超和饶品贵. 交易所问询函有监管作用吗？——基于并购重组报告书的文本分析[J]. 经济研究, 2019(5): 181-198.

[39]连立帅, 朱 松和陈 超. 资本市场开放与股价对企业投资的引导作用: 基于沪港交易制度的经验证据[J]. 中国工业经济, 2019(3): 100-118.

[40]刘飞和吕盼盼. 放松卖空管制与上市公司股价同步性——基于“事前威慑”与“事后惩罚”效应的检验[J]，财会月刊，2021(20): 135-143.

[41]罗进辉. 媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角[J]. 金融研究, 2012(10):153-166.

[42]罗进辉, 向元高和金思静. 董事会秘书能够提高资本市场效率吗 ———基于股价同步性的经验证据[J]. 山西财经大学学, 2015,37(12): 80-90.

[43]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.

[44]彭雯, 张立民, 钟凯和黎来芳. 监管问询的有效性研究：基于审计师行为视角分析[J]. 管理科学,2019(4): 17-30.

[45]沈华玉, 郭晓冬, 吴晓晖. 会计稳健性、信息透明度与股价同步性[J]. 山西财经大学学报, 2017, 39(12): 114-124.

[46]孙鲲鹏, 肖星. 互联网社交媒体、投资者之间交流与资本市场定价效率[J]. 投资研究, 2018(4): 140-160.

[47]唐松, 胡威, 孙铮. 政治关系、制度环境与股票价格的信息含量——来自我国民营上市公司股价同步性的经验证据[J]. 金融研究, 2011(7): 182-195.

[48]田高良, 杨 星和马 勇. 董事会多元化特征对股价信息含量的影响研究[J]..西安交通大学学报（社会科学版）, 2013, 33(6): 34-40.

[49]王亚平, 刘慧龙和吴联生. 信息透明度、机构投资者与股价同步性[J]. 金融研究, 2009(12): 162-174.

[50]熊家财, 苏冬蔚. 股票流动性与企业资本配置效率[J]. 会计研究, 2014(11): 54-60.

[51]杨昌安, 何熙琼. 高铁能否提高地区资本市场的信息效率———基于公司股价同步性的视角[J]. 山西财经大学学报, 2020, 42(6): 30-44.

[52]游家兴, 汪立琴. 机构投资者、公司特质信息与股价波动同步性———基于R2的研究视角[J]. 南方经济, 2012(11): 89-101．

[53]张淑惠, 周美琼, 吴雪勤. 年报文本风险信息披露与股价同步性[J]. 现代财经, 2021(2): 62-78.

[54]张 婷, 张敦力. 或有事项信息披露能降低股价同步性吗[J]. 中南财经政法大学学报, 2020(3): 3-14.

[55]钟覃琳和陆正飞. 资本市场开放能提高股价信息含量吗——基于“沪港通”效应的实证检验[J]. 管理世界, 2018(1): 169- 179.

[56]朱红军, 何贤杰, 陶林. 中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗—基于股价同步性和股价信息含量的经验证据[J]. 金融研究, 2007(2): 110-121.

[57]朱 杰. “一带一路”倡议与资本市场信息效率[J]. 经济管理, 2019(9): 38-56．

**附录**

表A 主要变量的Pearson相关系数

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | *SYNit* | *Inquiry* | *Size* | *Turnover* | *Roa* | *Turnover* | *Age* | *Big4* | *Institu* | *Lholding* | *State* |
| *SYNit* | 1.000 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| *Inquiry* | -0.120\*\*\* | 1.000 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| *Size* | 0.147\*\*\* | -0.024\*\*\* | 1.000 |  |  |  |  |  |  |  |  |
| *Turnover* | -0.040\*\*\* | 0.016\*\*\* | -0.382\*\*\* | 1.000 |  |  |  |  |  |  |  |
| *Roa* | -0.107\*\*\* | -0.095\*\*\* | -0.129\*\*\* | 0.234\*\*\* | 1.000 |  |  |  |  |  |  |
| *Turnover* | -0.086\*\*\* | -0.023\*\* | -0.515\*\*\* | 0.153\*\*\* | 0.022\*\* | 1.000 |  |  |  |  |  |
| *Age* | -0.015 | 0.040\*\*\* | 0.148\*\*\* | -0.091\*\*\* | -0.057\*\*\* | -0.208\*\*\* | 1.000 |  |  |  |  |
| *Big4* | 0.019\*\* | -0.035\*\*\* | 0.364\*\*\* | -0.076\*\*\* | 0.025\*\*\* | -0.190\*\*\* | 0.017\* | 1.000 |  |  |  |
| *Institu* | 0.018\* | -0.037\*\*\* | 0.459\*\*\* | -0.058\*\*\* | 0.030\*\*\* | -0.364\*\*\* | 0.108\*\*\* | 0.249\*\*\* | 1.000 |  |  |
| *Lholding* | -0.018 | -0.083\*\*\* | 0.188\*\*\* | -0.089\*\*\* | 0.113\*\*\* | -0.154\*\*\* | -0.054\*\*\* | 0.146\*\*\* | 0.496\*\*\* | 1.000 |  |
| *State* | 0.167\*\*\* | -0.074\*\*\* | 0.408\*\*\* | -0.139\*\*\* | -0.173\*\*\* | -0.258\*\*\* | 0.247\*\*\* | 0.145\*\*\* | 0.445\*\* | -0.231\*\*\* | 1.000 |

注：\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1。



**本科毕业设计（论文）任务书**

题 目 证交所问询监管与资本市场信息效率

（任务起止日期：2021年11月2日～2022年6月5日）

院 系 管理学院

专业班级 财务管理201801班

姓 名 邓加蒙

学 号 U201815851

指导教师 吴晓兰

教研室（系、所）负责人 20 年 月 日审查

院（系）负责人 20 年 月 日批准

|  |
| --- |
| 课题内容：  1、证交所问询监管与资本市场信息效率的相关概念及理论；  2、国内外相关研究的文献综述；  3、证交所问询监管与资本市场信息效率相关性的实证分析；  4、相关结论及建议。 |
| 课题任务要求：  了解我国使用证交所问询函现状，理论联系实际地分析我国问询监管影响资本市场信息效率的内在机理 |
| 主要参考文献（由指导教师选定）：  相关书籍、期刊、网络资料 |
| 同组设计者：  无 |
| 指导教师签名：  年 月 日 |