

选择性监管及其经济后果研究

——来自沪深交易所年报问询函的证据

胡　宁 | 著

人民日报出版社

需要全本请访问 www.ertongbook.com

本书受国家自然科学基金青年项目（72002173）中央高校基本科研业务费项目（JBK 2001010）的资助

选择性监管及其经济后果研究

——来自沪深交易所年报问询函的证据

Selective Supervision and Its Economic ConsequencesR——

Evidence from the Comment Letters of SSE and SZSE

胡宁

胡宁博士的著作以交易所的年报问询制度为切入点，探讨了中国证券监管过程的政治倾向问题。他发现中国沪深交易所在考虑监管问询时，会受到政治环境的影响进而造成选择性问询，同时这种选择性问询又能够被投资者解读消化。我尤其喜欢文章背后所隐含的证券市场监管者和投资者之间对于选择性问询的“默契”行为。这种默契反映了资本市场背后的政治经济体制对其信息披露制度和信息环境的影响。本书为研究中国资本市场的经济制度提供了新颖的视角和宝贵的证据，我非常乐意推荐给对中国资本市场制度和公司治理感兴趣的高校研究人员和博士研究生。

——黄德尊（Tak—Jun Wong）美国南加州大学马歇尔商学院教授

信息问题是资本市场的建制核心，嵌入一国制度体系. 胡宁博士的专著《选择性管制及其经济后果研究——基于沪深交易所问询函的证据》从管制内生的视角，对政府监管与公司行为相互关系的经验分析，对我国资本市场信息问题的制度阐释进行了较为有益的探索！

——李增泉 上海财经大学会计学院教授

问询函机制是当前交易所一线监管极为重要的一环。胡宁博士借助产权经济学的分析工具，深入探究国家顶层制度设计如何影响监管问询行为及其经济后果。专著《选择性管制及其经济后果研究》不仅丰富了对中国情境下监管过程及其效果的认知，其发现对于推动我国证券交易所不断提升监管效率和效果具有重要启示。

——吕长江 复旦大学管理学院副院长

在我国股票市场发展30年的进程中，证券监管的理念、功能、方式方法等不断演变，具有明显的问题导向特征。胡宁博士的专著《选择性管制及其经济后果研究——基于沪深交易所问询函的证据》，以我国交易所监管问询函作为研究对象，在国家政策层面视野下考察交易所选择性监管行及其经济后果，深化了我国证券监管的政治经济学理解，为证券监管提供了中国情景的本土化的知识。

——辛清泉 重庆大学经济与工商管理学院副院长

前　言

信息披露制度是各国证券市场制度的重要组成部分，上市公司的信息披露质量与资本市场的稳定以及投资者的权益保护息息相关。我国资本市场信息披露质量监管是否有效，一直是理论界和实务界关心的一个重要问题。2011 年 9 月，在借鉴国外经验的基础上，沪深交易所就上市公司信息披露方式进行结构化调整，通过试行信息披露直通车制度将年报信息披露监管工作的重心从事前实质性审核转向事中及事后问询，并从 2014 年年底开始在其官网集中对年报信息进行事后问询和披露。

国外已有关于年报意见信（Comment Letter）的研究主要关注具有什么特征的公司更可能收到意见信。部分学者发现，规模小、成立久、盈利水平低、经营业务复杂、内部控制差的公司更可能收到意见信。（Ettredge et al.，2011；Cassell et al.，2013）然而上述研究仅从财务业绩和治理特征视角回答哪些因素会增加企业收到年报意见信的可能性。但是在政府力量占重要地位的中国，交易所年报问询函与美国 SEC 意见信在问询选择上可能存在系统性差异。根据产权经济学的研究范式，中国沪深交易所在考虑监管问询时，除公司业绩和治理特征外，更可能融入中央顶层设计要

需要全本请访问 www.ertongbook.com

素，进而造成选择性问询。

本书以中国沪深交易所年报问询机制为背景，借助产权经济学分析工具，考察交易所在年报监管过程中是否存在选择性问询。进一步地，本书在选择性问询背景下考察市场投资者对不同类型年报问询函的市场反应。最后，本书从公司治理缺陷以及会计财务行为扭曲的角度考察问询错配带来的经济后果。

具体地，本书以国家产业政策以及反腐败为切入点，考察交易所在年报问询中是否存在选择性监管。研究结论表明：在控制公司业绩和治理特征的基础上，公司所处行业特征和地区腐败特征显著影响了交易所问询函的发函决策，即受国家产业政策支持的行业公司收到年报问询函的概率更低，而注册地发生省部级高级官员落马的公司则面临更高的年报问询概率。进一步地，同样是收到年报问询函，产业政策支持的行业公司收到年报问询问题数量更少，而注册地发生高级官员落马的公司被问询的问题更多。这说明，中国交易所在年报问询决策过程中确实存在选择性。

其次，本书进一步考察选择性问询背景下市场投资者对不同类型年报问询函的市场反应，以验证中国市场投资者融入监管选择后的信息解读能力。研究结果表明，整体来看，收到问询函的公司在事件日前后的超额累计回报显著为负，沪深交易所年报问询函具有信息含量。进一步地，在选择性监管问询背景下，同样是收到年报问询函，产业政策支持的行业公司以及未出现高级官员落马地区的公司因可能存在更为严重的问题，市场负向反应更为显著。说明，在解读不同的年报问询函时，中国投资者消化了监管问询的选择性，该问题的探讨有助于更深刻地理解中国市场信息解读能力和市场运行机制。

进一步地，监管选择性意味着，那些信息披露质量较差公司的相关行为得不到及时地披露和纠正，使投资者和其他利益相关者因面临较高的信息不对称可能蒙受损失。研究发现，那些存在潜在披露问题却没有被监管问询的公司，其未来第一类和第二类代理问题更为严重，表现为管理层薪酬业绩敏感性更低以及大股东“掏空”公司更严重，并且上述现象在产业政策支持行业和未出现高级官员落马地区更严重。

最后，从长期来看，年报信息选择性监管导致的错配必然会反映到企业的会计和财务行为中，进而损害股东和债权人等利益相关者的权益。本书基于激进盈余管理和投资非科学性两个角度考察其经济后果。结果发现：那些存在潜在披露问题却没有被监管问询的公司更可能出现激进的盈余管理、投资与投资机会敏感度差等不良经济后果，并且上述现象在产业政策支持行业和未出现高级官员落马地区更严重。

本书的研究兼具一定的理论意义和实践意义。在理论意义方面，首先，已有关于选择性管制的研究多停留在初步揭示选择性执法存在性方面（Chen et al.，2011；Leuz and Wysocki，2016；张春霞等，2013；许年行等，2013；张敏等，2017），对选择性管制带来的经济后果关注不足，本书试图构建一个选择性管制及其错配经济后果研究的一般性框架，以弥补已有文献的缺失。其次，本书基于中国特殊的制度背景，借助产权经济学分析工具，一定程度上打开了交易所年报问询行为决策的黑箱。具体地，已有关于选择性监管的文献主要从监管效率和监管寻租两个维度展开，本书发现，在转型市场，监管部门在监管过程中更可能融入中央顶层设计，因而从政治（政策倾斜以及政治成本）角度拓展了选择性监管相关文献研究。再次，在验证监管选择性之后，本书从问询函发出时异质性的市场反

应角度进一步丰富了转轨经济中市场投资者信息解读能力。最后，本书从市场反应和问询错配角度丰富及拓展了交易所作为一线监管部门对中国证券市场监管效果的研究。在现实意义方面，本书提出的证券交易所年报选择性问询的结论，对于我国证券交易所不断提升监管效率和效果、助推证券市场稳定以及加强投资者权益保护起到一定的积极作用。同时，已有文献对我国证券交易所年报问询机制缺乏较为系统的研究，本书的研究有助于学术界和实务界更好地认识证券交易所年报问询机制的活动特征。

感谢国内外在本书相关领域较早进行研究的学者们，他们的研究思路和研究结论对本书各个章节的思路起到了重要的启发作用，也使得我有此机会站在巨人的肩膀上将这些思考得以凝练并进行拓展性研究。需要说明的是，本书的出版凝结了导师靳庆鲁教授和主要合作者薛爽教授的心血。本书每个章节使用的数据，包括问询函文本内容数据化等，均源自作者及合作者的收集，没有这些基础数据，本书的研究贡献将大打折扣。此外，还要感谢博士生黄婉以及本科生魏虎跃对书稿进行的认真且细致的校对工作，感谢学院领导及人民日报出版社编辑部老师的大力支持。

当然，限于作者研究水平，书中难免存在疏漏，还请读者不吝指正！

胡宁

2020 年 6 月

目　录

CONTENTS

第一章　引言 …… 1

第一节　研究动机和意义 …… 1

第二节　研究问题的提出 …… 5

第三节　研究结论和主要贡献 …… 8

第四节　论文结构安排 …… 12

第二章　文献回顾 …… 15

第一节　管制理论 …… 15

第二节　信息披露管制 …… 19

第三节　选择性管制理论 …… 24

第四节　年报问询决策及其经济后果 …… 28

第五节　文献评述 …… 30

第三章　中国年报问询机制制度背景 …… 32

第一节　主要国家信息披露监管模式演进及比较 …… 32

第二节 以问询函为载体的新型问询机制 …… 39
第三节 问询函涉及事项描述 …… 40
第四节 本章结论 …… 44

第四章 年报问询函选择性问询 …… 45
第一节 理论分析与研究假说 …… 46
第二节 样本选择 …… 49
第三节 研究设计与研究变量描述 …… 55
第四节 实证检验结果 …… 63
第五节 稳健性检验 …… 69
第六节 本章结论 …… 75

第五章 选择性问询下市场信息解读能力 …… 77
第一节 理论分析与研究假说 …… 78
第二节 样本选择 …… 80
第三节 研究设计与研究变量描述 …… 81
第四节 实证检验结果 …… 93
第五节 稳健性检验 …… 97
第六节 本章结论 …… 100

第六章 监管问询、错配与公司治理 …… 103
第一节 理论分析与研究假说 …… 104
第二节 样本选择 …… 107
第三节 研究设计与研究变量描述 …… 108

第四节 实证检验结果 …… 114
第五节 稳健性检验 …… 121
第六节 本章结论 …… 128

第七章 监管问询、错配与公司会计财务行为 …… 130
第一节 理论分析与研究假说 …… 130
第二节 样本选择 …… 132
第三节 研究设计与研究变量描述 …… 133
第四节 实证检验结果 …… 140
第五节 稳健性检验 …… 144
第六节 本章结论 …… 149

第八章 总结 …… 151
第一节 主要研究发现 …… 151
第二节 研究贡献 …… 153
第三节 研究不足和未来研究方向 …… 155

参考文献 …… 160

附 录 …… 180
附录 A 交易所问询函关键词总结 …… 180
附录 B 事件窗口关系图 …… 182
附录 C 与沪深交易所相关人员的访谈资料 …… 183
附录 D 与问询函相关的其他工作论文及其摘要 …… 191

需要全本请访问 www.ertongbook.com

第一章

引言

第一节　研究动机和意义

与许多海外国家“先松后紧”的改革政策相比，当前中国政府正强调“去政府化、去行政化，让市场力量发挥”的改革策略。传统的信息披露事前审核制度不利于市场信息效率的提升和上市公司主观能动性的发挥。在上述背景下，沪深交易所 2011 年 9 月就上市公司信息披露方式进行重大改革，在借鉴美国、澳大利亚等国监管经验的基础上，试行了信息披露直通车制度，将年报信息披露监管工作的重心从事前实质性审核转向事中及事后问询。根据《信息披露直通车业务指引》相关规定，信息披露直通车是指，“上市公司按照业务规则的规定，将应该对外披露的信息公告通过交易所技术平台直接提交给指定披露媒体，交易所进行事后审核的信息披露方式”。这将进一步促进上市公司树立市场化运作理念，强化上市公司的披露责任，促使市场主体归位尽责。其特点为：过程全自动化、无任何人工干预、披露效率提高。证券交易所问询机制主要包括常规问询（如

年报、半年报问询）和重大事项问询（如并购重组）。考虑到上市公司年度财务报表事项潜在的“猫腻”和风险，交易所会向上市公司发出问询函，要求其对问询函涉及的相关问题进行详细解释、补充说明或者进行错误更正。上市公司需要根据年报问询函的内容及时做出相应的回函。

相较于之前，我国证券交易所监管特征呈现出如下新特点：（1）大力推进监管转型，提升监管透明度；（2）发挥一线监管职能，不断提升监管反应速度和监管专业性；（3）以投资者需求为导向，不断创新信息披露方式。目前，针对上市公司信息披露中出现的突出问题，沪深交易所均建立了重大事项（如并购重组）问询函、定期报告（如年报、半年报、季报）问询函等监管函件及公司回复说明的对外公开披露机制，充分发挥了一线监管部门的主动性、针对性和高效性，为扎实推进监管角色转型，合理引导市场力量发挥合力，提高信息披露监管效率和效果奠定了良好的基础（高佳楠，2017）。

国外已有关于年报意见信的研究主要关注具有什么特征的公司更可能收到意见信。部分学者发现，规模小、成立久、盈利水平低、经营业务复杂、内部控制差的公司更可能收到意见信。（Ettredge et al.，2011；Cassell et al.，2013）然而上述研究仅从上市公司业绩和治理特征的视角回答哪些因素会增加企业收到年报意见信的可能性。但是在政府力量占重要地位的中国，交易所年报问询函与美国 SEC 意见信在问询选择上可能存在系统性差异。张育军[①]（2003）认为，转型中国证券市场的监管能力和监管效率不仅取决于市场制度建设和监管架构的设计，而且在很大程度上取决于市场运行所赖以存在的社会环境、产权结构、政策目标等诸多因

① 历任深交所党委书记、上交所总经理、中国证券监督管理委员会主席助理、党委委员等职，是唯一执掌沪深两大交易所帅印之人。

素。根据产权经济学的研究范式（Wong，2016；李增泉，2017），中国交易所在考虑监管问询时，除公司业绩和治理特征外，更可能融入一些其他考量要素（如国家顶层设计意志），进而造成选择性问询。基于此，本书借助沪深交易所年报问询机制，选取2015—2017年收到证券交易所年报问询函的企业为研究样本，以国家产业政策以及反腐败为切入点，考察交易所在年报问询中是否融入了中央顶层设计意志，进而造成选择性监管。在考察市场对不同类型年报问询函的市场反应之后，本书从公司治理和会计财务行为角度考察问询错配带来的不良经济后果。

本书主要包括四个模块。模块一（第四章）借助产权经济学这一分析工具，将国家产业政策以及反腐败等因素纳入交易所问询决策函数之中，考察交易所在年报问询中是否存在选择性。在此基础上，模块二（第五章）着重于考察在选择性问询背景下市场投资者对不同类型年报问询函的解读能力，模块三（第六章）和模块四（第七章）分别从公司治理缺陷以及由此产生的会计财务行为角度考察问询错配带来的经济后果。文章以选择性监管贯穿全文，沿着“年报选择性问询—市场信息解读—问询错配经济后果”的逻辑链条展开研究。

本书的研究兼具学术贡献与实践价值。学术贡献主要体现在以下五方面。

第一，已有关于选择性管制的研究多停留在揭示选择性执法存在性方面（Chen et al.，2011；Leuz and Wysocki，2016；张春霞等，2013；许年行等，2013；章铁生等，2016；张敏等，2017），对选择性管制带来的经济后果关注不足，本书试图构建一个选择性管制及其错配经济后果研究的一般性框架。正如Leuz and Wysocki（2016）在Journal of Accounting Re-

search 关于信息披露管制文献回顾中提及，已有多数选择性监管的文献仅关注执法的选择性而忽略由此带来的错配后果。本书试图构建一个选择性管制及其错配经济后果研究的一般性框架以弥补已有研究的缺陷。

第二，本书借助产权经济学分析工具，一定程度上打开了交易所年报问询行为决策的黑箱。已有关于年报问询函的文献仅从上市公司业绩和治理特征视角回答哪些因素会增加企业收到年报问询函的可能性（Ettredge et al.，2011；Cassell et al.，2013），但是在政府力量占重要地位的中国，交易所年报问询函与美国 SEC 意见信在问询选择上可能存在系统性差异。相比于美国 SEC 规则导向型（Rule Based）监管特征，中国证监会或交易所等部门的监管更可能表现出原则导向型（Principle Based）特征。根据产权经济学的研究范式，交易所在考虑监管问询时，除公司业绩和治理特征外，更可能融入中央顶层设计意志，进而造成选择性问询。因此，本书在一定程度上打开了交易所年报问询行为决策的黑箱，丰富了中国情境下年报问询函影响因素的研究。

第三，本书借助年报问询机制这一特殊场景，丰富了选择性监管文献。现有文献表明，监管对象的政治背景、经济水平和证券市场的发展阶段会影响证监会选择性监管行为。（戴治勇和杨晓维，2006；Chen et al.，2011；Chen et al.，2012）例如，Chen et al.（2011）研究发现，相比于国有企业，民营企业面临更重的处罚；Chen et al.（2012）进一步研究发现，上市公司违规的时期不同会影响监管者的执法力度；张敏等（2017）发现监管处罚存在“扶贫效应”，即给定违规程度，所在地经济发展水平越低的公司受到的处罚程度越轻。本书发现，在转型市场，监管部门在监管过程中更可能融入中央顶层设计意志，因而从政治（政策倾斜以及政治

成本）角度拓展了选择性监管相关文献研究。

第四，本书丰富和拓展了选择性问询背景下市场投资者对不同类型年报问询函解读能力的文献。给定问询函存在选择性这一前提，在解读不同的年报问询函时，中国投资者（尤其是机构投资者）是消化了问询的选择性还是产生了过度反应是一个值得探讨的问题。该问题的探讨有助于更深刻地理解中国市场信息解读能力和市场运行机制。

第五，本书丰富和拓展了交易所作为一线监管部门对中国证券市场监管效果的研究。已有关于政府监管有效性的研究主要集中于考察证监会（发审委）等中央部门监管效力（Chen et al.，2011；李敏才和刘峰，2012），仅有的关于沪深交易所治理有效性的研究亦未能得出一致的结论（朱伟骅，2003；陈工孟和高宁，2005；黎文靖，2007）。本书从问询机制角度拓展交易所治理有效性的研究，有助于全面揭示交易所一线（选择性）监管效应。

此外，本书的研究亦具有较强的现实意义。本书提出的证券交易所年报选择性问询的结论，对于我国证券交易所不断提升监管效率和效果、助推证券市场稳定以及加强投资者权益保护起到一定的积极作用。同时，已有文献对我国证券交易所年报问询机制缺乏较为系统的研究，本书的研究有助于学术界和实务界更好地认识证券交易所年报问询机制的活动特征。

第二节 研究问题的提出

本书主要包括四个模块。模块一（第四章）借助产权经济学这一分析

工具（Wong，2016；李增泉，2017），将国家产业政策以及反腐败等因素纳入交易所问询决策函数之中，考察交易所在年报问询中是否存在选择性。在此基础上，模块二（第五章）着重于考察在选择性问询背景下市场投资者对不同类型年报问询函的解读能力，模块三（第六章）和模块四（第七章）分别从公司治理缺陷以及由此产生的会计财务行为角度考察问询错配带来的经济后果。文章以选择性监管贯穿全文，沿着“年报选择性问询—市场信息解读—问询错配经济后果”的逻辑链条展开研究。

一、年报问询函选择性问询

国外已有关于年报意见信的研究主要关注具有什么特征的公司更可能收到意见信。部分学者发现，规模小、成立久、盈利水平低、经营业务复杂、内部控制差的公司更可能收到意见信。（Ettredge et al.，2011；Cassell et al.，2013）然而上述研究仅从上市公司业绩和治理特征视角回答哪些因素会增加企业收到年报意见信的可能性。但是在政府力量占重要地位的中国，交易所年报问询函与美国以及澳大利亚等国 SEC 意见信在问询选择上可能存在系统性差异。根据产权经济学的研究范式，中国交易所在考虑监管问询时，除公司业绩和治理特征外，更可能融入中央顶层设计意志，进而造成选择性问询。具体而言，在模块一（第四章）中，本书以交易所年报问询为背景，借助产权经济学分析工具，以国家产业政策以及反腐败为切入点，考察交易所在年报问询中是否存在选择性监管。

二、选择性问询下市场信息解读能力

已有关于我国交易所一线治理效果的文献并未得出一致的结论。黎文

需要全本请访问 www.ertongbook.com