

# 问询函监管对信息披露质量的影响研究

高慧雯

上海工程技术大学, 上海

收稿日期: 2022年5月21日; 录用日期: 2022年6月11日; 发布日期: 2022年6月23日

## 摘要

信息披露质量是上市公司质量的重要因素, 沪深交易所近年逐步建立了以信息披露为主的监管理念和以问询函为主要手段的资本市场监管模式。本文基于全国A股市场2014~2020年的年报问询监管函数据, 采用KV度量法衡量信息披露质量, 运用双固定效应模型考察问询函监管对信息披露质量的影响。研究发现, 问询函监管可以显著提升上市公司的信息披露质量。异质性检验发现, 相较于国有企业, 问询函监管对非国有企业信息披露质量的提升更显著; 相较于两职分离的企业, 问询函监管对两职合一企业的信息披露质量存在更强的提升作用。根据研究结果, 本文提出建议如下: 证券交易所应不断完善问询函监管机制, 重视以问询函为主的非处罚性监管制度, 及时发函要求上市公司纠正年报披露中存在的问题; 上市公司要以身作则及时回复问询函, 不断提高信息披露质量, 健全财务体系制度, 为市场提供高质量的信息。

## 关键词

信息披露质量, 问询函监管, 产权属性

# Research on the Influence of Inquiry Letter Supervision on the Quality of Information Disclosure

Huiwen Gao

Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: May 21<sup>st</sup>, 2022; accepted: Jun. 11<sup>th</sup>, 2022; published: Jun. 23<sup>rd</sup>, 2022

## Abstract

The quality of information disclosure is an important factor affecting the quality of listed compa-

nies. In recent years, Shanghai and Shenzhen Stock Exchange has gradually established the supervision concept based on information disclosure and the capital market supervision mode based on inquiry letter. Based on the annual report inquiry supervision letter data of the national A-share market from 2014 to 2020, this paper uses the KV measurement method to measure the quality of information disclosure, and uses the double fixed effect model to investigate the impact of inquiry supervision on the quality of information disclosure. The study found that inquiry letter regulation can significantly improve the quality of information disclosure of listed companies. The heterogeneity test found that compared with state-owned enterprises, inquiry letter supervision improved the quality of information disclosure of non-state-owned enterprises more significantly; compared with enterprises with two separate positions, inquiry letter supervision plays a stronger role in improving the quality of information disclosure of two in one enterprises. According to the research results, this paper puts forward the following suggestions: stock exchanges should constantly improve the supervision mechanism of inquiry letters, pay attention to the non punitive supervision system based on inquiry letters, and send letters in time to require listed companies to correct the problems existing in the disclosure of annual reports; listed companies should set an example, respond to inquiry letters in time, constantly improve the quality of information disclosure, improve the financial system and provide high-quality information for the market.

## Keywords

Information Disclosure Quality, Inquiry Letter Supervision, Property Right Attribute

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

我国资本市场发展的过程充分说明了诚信建设的重要性。诚信建设和提高上市公司质量则需要资本市场的高信息披露质量。在成熟的资本市场上，投资风险、信息不对称都会对股价或是投资者选择产生重大影响。从投资者的角度来看，投资者的知情权、诉讼权、决策权需要从制度上得到保障。新证券法着重强调信息披露制度，表明了对公司信息披露的严厉监管的态度。从上市公司角度，提高信息披露质量就是在提升上市公司质量，更好地吸引投资者投资，发挥好资本市场资源配置的功能。

从 2014 年开始，我国上交所和深交所建立了以事后监管为主的监管模式，以问询函为主要的监管手段在市场监管中愈发普遍。自 2013 年沪深两大证券交易所开通“信息披露直通车业务”后，交易所会根据上市公司的日常经营、媒体关注、投资者投诉、临时公告以及定期公告等多个方面进行问询。问询函的作用不仅仅是事后审核问询，而且是在敦促各大公司提升自己的信息披露质量，以信息披露违规或不充分等问题公开的方式，警示企业及时整改，也给市场传递了监管的方向。

本文基于全国 A 股市场 2014~2020 年的年度财务报告问询监管函数据，并且建立了衡量信息披露质量的衡量模型，检验了问询函监管政策对于信息披露质量的提升作用。本文研究发现问询函监管对企业信息披露质量有明显的促进作用，并且对于非国有企业和两职合一企业的作用更为显著。现有研究对影响信息披露质量的因素有较多的讨论，但鲜有文章从问询函的角度探究，这为本文的研究提供了契机。

## 2. 文献综述与研究假设

投资者的投资在很大程度上依赖于企业的信息披露，信息披露质量能够很好地反映出上市公司管理

层履行受托责任的水平[1]。当公司信息披露不及时、不完整，或是有信息披露违规的问题，意味着公司的内部管理存在漏洞[2]。上市公司的信息披露一旦存在不及时、不完整，信息披露违规，就有可能导致负面报道，引发股价大幅波动[3]。其次，上市公司的信息披露质量较低，甚至受到监管处罚后，投资者难以继续信任公司，从而增加了融资难度。

公司收到问询函，表明证券交易所可能会继续加大对该公司的关注力度[4]，投资者由此估测到风险，会更加谨慎投资。公司需要改善自己的信息披露质量，以减轻投资者的疑虑，减少监管部门对公司的关注，从而降低公司的筹资成本。年报问询函能显著提升公司信息披露的水平，促进公司更高质量地披露信息。此外，问询函监管能更好地提升公司效率，改善公司的内部管理，优化市场资源配置。

基于此，本文提出：

假设 1：收到问询函后，公司的信息披露质量会显著提高。

问询函对企业信息披露质量的影响会受到上市公司产权属性的调节。产权属性的差别会导致在公司治理和投资融资方面，国有与非国有企业存在着很大的差别[5]。这些差异可能会使得问询函监管对公司信息披露质量的影响在非国有企业和国有企业身上存在不同。对于非国有企业而言，问询函监管可能会增加企业筹资的难度，从而对企业造成经济损失，迫使非国有企业披露更多的高质量的信息，以减轻投资者的疑虑，减少监管部门对公司的关注，从而降低公司的筹资成本[6]。而国有企业会受到政策的优待以及与政府存在天然的关联，能够降低公司面临的规制压力，同时收到处罚的力度也会较轻。在问询函监管中，政府会提供一定的保护作用，从而降低了问询函监管对公司信息披露质量的影响。

基于此，本文提出：

假设 2：相较于国有企业，问询函监管对非国有企业的信息披露质量的影响更显著。

问询函对企业信息披露质量的影响也会受到两职安排的调节。两职合一的公司，作为董事长的总经理在参与决策的过程中，能够总览全局，权衡利弊，相较于两职分离的公司决策执行的效率更高，对于政策的适应速度也更快[7]。对于如问询函的监管形式，两职合一的公司有更快的相应，能够更快地提升公司信息披露质量以减少监管部门对公司的关注，从而减少投资者的疑虑。

基于此，本文提出：

假设 3：相较于两职分离企业，问询函监管对两职合一企业的信息披露质量的影响更显著。

### 3. 研究设计

#### (一) 样本选取与数据来源

本文选取 2014~2020 年中国 A 股上市公司作为研究对象，并对数据进行如下处理：1) 剔除 ST、PT 公司；2) 剔除金融、保险类公司；3) 剔除数据缺失的样本；4) 为消除异常值的影响，对样本区间所有连续变量在 1% 的上下两端进行了缩尾处理。

上市公司的财务数据源自 CSMAR 数据库和 Wind 数据库。本文的问询函数据来自于上海证券交易所、深圳证券交易所、巨潮资讯网站和百度新闻网，并且通过手工整理得到。

#### (二) 信息披露质量的度量

本文参照 Ascioglu *et al.*、周开国等对信息披露质量的衡量方法。Kim and Verecchia 的研究发现，信息披露质量越差的公司，投资者对交易量信息依赖越大，交易量对收益率的影响即 KV 指数越大，代表上市公司越低的信息披露质量。

构造 KV 指数的模型如下：

$$\ln\left|\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}\right| = \lambda_0 + \lambda \left(\frac{Vol_t}{Vol_0} - 1\right) + \varepsilon$$

其中,  $P_t$  和  $Vol_t$  分别是公司第  $t$  日的股价和交易量,  $Vol_0$  是公司 2014~2020 年平均交易量。采用分组 OLS 回归得到每个公司每年的  $\lambda$  值来构建 KV 指数。

### (三) 控制变量选取

本文选取了以下的控制变量, 包括公司规模(LnSize)、偿债能力(Lev)、股权集中度(Top1)、产权性质(SOE)、两职合一(Dual)、管理层持股比例(Msh)、独立董事占比(Indepen)、董事会规模(Board)、营业收入增长率(Growth)、每股收益(Reps)、审计师类型(Big4)、盈利能力(ROA)、上市年限(Age)。具体变量定义可见表 1。

**Table 1.** Definition of key variables

**表 1.** 关键变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
信息披露质量	KV	采用 KV 指数来衡量
年报问询函	IL	企业第 $t$ 期收到问询函为 1, 否则为 0
公司规模	LnSize	第 $t$ 期公司总资产的自然对数
偿债能力	Lev	第 $t$ 期公司总负债/期末总资产
股权集中度	Top1	第一大股东持股比例*100%
产权性质	SOE	是否为国有企业, 国有取值为 1, 非国有取值为 0
两职合一	Dual	两职合一取值为 1, 否则为 0
管理层持股比例	Msh	管理层持股比例*100%
独立董事占比	Indepen	本年独立董事比例*100%
董事会规模	Board	董事会人数的自然对数
营业收入增长率	Growth	第 $t$ 期公司营业收入/ $t-1$ 期的营业收入
每股收益	Reps	第 $t$ 期公司净利润/总股本
审计师类型	Big4	若第 $t$ 期公司由国际“四大”审计为 1, 否则取 0
盈利能力	ROA	第 $t$ 期公司净利润/期末总资产
上市年限	Age	第 $t$ 期公司上市年限加 1 的自然对数

### (四) 研究模型选择

为考察问询函监管是否对上市公司信息披露质量存在影响, 本文构建如下模型:

$$KV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IL_{i,t} + \sum_j \beta_j \text{Control}_{j,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

模型中被解释变量 KV 是衡量公司信息披露质量的指标, IL 为企业第  $t$  期是否收到问询函的 Dummy 变量。本文经过豪斯曼检验, 使用控制年份和行业的双向固定效应模型进行多元回归分析。

## 4. 实证结果分析

### (一) 描述性统计

表 2 为全样本的描述性统计结果, 由表 2 可见, KV 即公司信息披露质量, 最大值为 4.447, 最小值仅为 0.0612, 表明上市公司间信息披露质量存在很大的差距。IL 即第  $t$  期收到问询函的数据为 0.243, 可知在样本期间收到问询函的公司占 A 股市场比例为 24.3%, 这表明了问询函监管已有了一定程度的覆盖面。其余控制变量的描述与先前研究相似, 本文不再赘述。

**Table 2.** Descriptive statistics  
**表 2.** 描述性统计

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
KV	10,909	0.924	0.775	0.0612	4.447
IL	10,909	0.243	0.429	0	1
Lnsiz	10,909	21.98	1.150	17.95	28.10
Lev	10,909	0.387	0.206	0.00906	3.919
Top1	10,909	0.322	0.141	0.0300	0.900
SOE	10,653	0.193	0.395	0	1
Dual	10,909	0.343	0.475	0	1
Msh	10,909	0.875	0.331	0	1
Indepen	10,909	0.378	0.0554	0.167	0.750
Board	10,909	2.213	0.174	1.609	2.944
Growth	9,176	0.301	3.377	-1.309	263.3
Reps	10,909	0.343	0.714	-10.04	14.07
Big4	10,909	0.0242	0.154	0	1
ROA	10,909	0.0314	0.117	-4.946	0.786
Age	10,909	1.877	0.790	0	3.434

## (二) 多元回归分析

表 3 为全样本的多元线性回归模型，列(1)为双向固定效应模型下年报问询函对上市公司信息披露质量的回归结果，列(2)为加入控制变量后的结果。列(1)和列(2)的结果显示，收到交易所问询函的公司的 KV 指数显著高于未收到问询函的公司，即收到年报问询函对上市公司信息披露质量存在显著的促进作用，前文的假设 1 得到了验证。

**Table 3.** Multiple linear regression  
**表 3.** 多元线性回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	KV	KV	缩短期间 KV	面板交互 KV
IL	-0.173*** (-8.33)	-0.151*** (-7.34)	-0.172*** (-7.48)	-0.157*** (-7.61)
lnsiz		-0.017 (-0.58)	0.035 (0.86)	-0.039 (-1.28)
lev		-0.173* (-1.66)	-0.268** (-2.19)	-0.159 (-1.54)
Top1		1.101*** (5.35)	1.280*** (4.49)	1.009*** (4.86)

## Continued

Dual		-0.017	-0.013	-0.019
		(-0.60)	(-0.40)	(-0.65)
Msh		-0.035	-0.015	-0.039
		(-0.82)	(-0.30)	(-0.93)
Indepen		0.554	0.471	0.558
		(1.58)	(1.08)	(1.57)
Board		0.116	0.081	0.103
		(0.98)	(0.55)	(0.87)
growth		-0.001	0.001	0.000
		(-0.25)	(0.15)	(0.03)
Reps		0.141***	0.136***	0.136***
		(6.36)	(5.28)	(5.75)
Big4		0.003	0.057	0.007
		(0.04)	(0.54)	(0.08)
ROA		-0.062	-0.174	-0.078
		(-0.63)	(-1.34)	(-0.67)
Age		0.248***	0.468***	0.330***
		(4.66)	(7.34)	(6.16)
Constant	1.456***	-0.463	-1.703	-0.061
	(3.47)	(-0.54)	(-1.54)	(-0.07)
R-squared	0.158	0.174	0.172	0.201
年份	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
Observations	10,909	9176	7907	9176

## (三) 稳健性检验

本文采用多种方法检验基准回归结果的稳健性。第一，本文度量上市公司的信息披露质量的方式，其数值在很大程度上与公司股价相关，而 2015 年的股市异常波动是一个不可忽视的因素，忽视市场的波动可能会导致结果出现偏误，因此本文对 2016 年及以后的数据做回归分析，结果如表 3 中第 3 列所示，问询函监管对上市公司信息披露质量提升作用依然显著，并且提升作用相比全样本的结果更强。第二、经典的双向固定效应模型仅仅考虑二维累加效应，即时间和行业的效应叠加，而本文引入了行业差异和时间差异的交互项，可以反映出共同因素对不同个体的效应差异。结果如表 3 中第 4 列所示，在引入行业差异和时间差异的交互项后，结果依旧显著。可见问询函对于上市公司的信息披露质量存在显著的促进作用的结论是稳健的。

## (四) 异质性检验

表 4 列 1 和列 2 是公司产权异质性分析的回归结果，国有企业的回归影响系数不显著，而非国有企业的回归系数在 1% 的水平上显著，说明问询函监管对国有企业的信息披露质量没有显著的促进，但对于非国有企业的促进作用是显著的。假设 2 得到了验证。

**Table 4.** Heterogeneity test  
**表 4.** 异质性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	KV	KV	KV	KV
	非国有企业	国有企业	两职分离	两职合一
IL	-0.176*** (-7.83)	0.056 (0.89)	-0.135*** (-5.19)	-0.194*** (-4.87)
Insize	-0.008 (-0.23)	-0.110 (-1.50)	-0.024 (-0.61)	-0.020 (-0.36)
lev	-0.142 (-1.22)	-0.019 (-0.06)	-0.138 (-0.96)	-0.043 (-0.29)
Top1	1.097*** (4.09)	0.570 (1.48)	0.839*** (3.24)	2.060*** (4.41)
Msh	-0.037 (-0.68)	-0.050 (-0.67)	-0.042 (-0.72)	0.003 (0.03)
Indepen	0.286 (0.71)	1.163 (1.40)	0.407 (0.93)	0.571 (0.91)
Board	0.014 (0.11)	0.381 (1.10)	0.084 (0.52)	0.081 (0.36)
growth	-0.002 (-0.38)	0.004 (0.46)	0.006 (0.93)	-0.006** (-2.01)
Reps	0.146*** (5.84)	0.218*** (3.09)	0.158*** (4.29)	0.170*** (4.97)
Big4	0.018 (0.17)	-0.095 (-0.63)	0.027 (0.29)	-0.141 (-0.66)
ROA	-0.049 (-0.47)	-2.683*** (-3.66)	-0.324* (-1.70)	0.054 (0.43)
Age	0.391*** (6.65)	-0.129 (-0.79)	0.184*** (2.60)	0.464*** (5.02)
Constant	-0.600 (-0.62)	2.024 (1.07)	-0.454 (-0.40)	0.257 (0.19)
R-squared	0.189	0.186	0.159	0.215
year FE	YES	YES	YES	YES
industry FE	YES	YES	YES	YES
Observations	7202	1754	6076	3100

表 4 列 1 和列 2 是公司产权异质性分析的回归结果，可见对于两职合一和两职分离的公司，问询函监管对公司信息披露质量都有显著的影响。对于两职合一的公司，问询函监管的回归系数为-0.194，相较于两职分离的公司，回归系数更小。表明了问询函监管对于两职合一的公司更能促进信息披露质量的提升。假设 3 得到了验证。

## 5. 结论与讨论

本文以上交所和深交所 2014~2020 年向上市公司发送的问询函为研究对象,以沪深两市的 A 股上市公司为样本,探究了问询函监管对信息披露质量的影响。研究表明,问询函监管显著地促进了上市公司信息披露质量的提升。本文还进一步研究了其在国有和非国有、两职分离和两职合一的不同影响程度。相较于国有企业,问询函监管对非国有企业信息披露质量的促进作用更显著;相较于两职分离的企业,问询函监管对两职合一企业的信息披露质量存在更强的提升作用。本文检验了研究结果的稳健性,结论依然是稳健的。

对证券交易所来说,应该不断改善问询函监管模式,提高问询函自身制度的透明度,重视以事后监管为主的监管制度,及时发函要求公司改正年报披露中存在的不及时、不完整和信息披露违规等问题,提升信息披露质量,同时加强对信息披露质量低的公司关注度,及时发函公布,将风险讯号传递给信息披露使用者;对上市公司来说,要以身作则,遵守法律法规,及时回复问询函,树立良好的公司形象,逐步提高信息披露质量,健全财务体系制度,为市场提供高质量的信息。

## 参考文献

- [1] 范合君,王思雨. 缄默不语还是直抒己见: 问询函监管与独立董事异议[J]. 财经论丛, 2022(3): 68-78.
- [2] 王燕嘉. 非处罚性监管对企业税务筹划行为的影响研究——基于问询函的实证分析[J]. 会计之友, 2022(6): 83-89.
- [3] 宋力,张明尧. 问询函监管、会计信息质量与分析师盈余预测[J/OL]. 沈阳工业大学学报(社会科学版): 1-8, 2022-04-09.
- [4] 赵浏寰,徐颖,范文娟. 问询监管能否降低股价同步性?——基于信息不对称视角[J]. 财会通讯, 2021(14): 67-71+92.
- [5] 梅蓓蕾,郭雪寒,叶建芳. 问询函的溢出效应——基于盈余管理视角[J]. 会计研究, 2021(6): 30-41.
- [6] 黄浩,常亮. 问询监管对上市公司信息披露影响的实证检验[J]. 统计与决策, 2021, 37(4): 150-153.
- [7] 胡宁,曹雅楠,周楠,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.