

交易所问询监管与股权融资成本

——基于投资者风险感知视角

胡耀丹^{1, 2}, 王稳华^{1, 2}

(1. 云南财经大学 会计学院, 云南 昆明 650221;

2. 云南财经大学 云南省服务计算重点实验室, 云南 昆明 650221)

摘要: 本文以2013—2021年中国沪深A股上市公司为样本, 从投资者风险感知视角实证检验交易所问询监管对股权融资成本的影响。结果显示: 公司收到定期报告问询函后股权融资成本显著上升, 并且同年收到定期报告问询函数量越多、同一份定期报告被问询次数越多、定期报告问询函中的问题总数量越多, 股权融资成本上升幅度越大, 说明交易所问询监管会增加投资者的风险感知, 进而导致股权融资成本升高。异质性检验结果显示, 当投资者专业能力较强、交易风险较大、市场化程度较低和审计质量较低时, 投资者对定期报告问询函所披露风险的感知能力更强, 交易所问询监管对股权融资成本的正向影响更大。进一步研究发现, 作为一种非处罚性监管, 交易所问询监管是处罚性监管的有力补充, 二者都具有良好的市场监管效果。本文的研究结论为证券监管部门依法保护投资者合法权益和防范市场风险提供了政策参考。

关键词: 交易所问询监管; 股权融资成本; 定期报告问询函; 风险感知; 投资者保护

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1000-176X(2024)05-0062-13

一、问题的提出

党的十九大报告提出, 要“转变政府职能, 深化简政放权, 创新监管方式”。为促进经济高质量发展, 党的二十大报告再次强调, 要“加强和完善现代金融监管, 强化金融稳定保障体系”。上市公司信息披露是资本市场监管对象之一。其中, 交易所问询监管作为一种创新监管方式, 对于强化证券交易所一线监管职能, 深入推动证券监管方式转型具有重要意义。2013年, 上海证券交易所和深圳证券交易所分别发布《上海证券交易所上市公司信息披露直通车业务指引》《深圳证券交易所上市公司信息披露直通车业务指引》, 正式实施信息披露直通车改革, 标志

收稿日期: 2024-02-20

基金项目: 国家自然科学基金地区科学基金项目“高管团队特征对企业数字化转型的影响研究”(72262033); 教育部人文社会科学研究青年项目“年报问询监管与上市公司融资行为研究”(20YJC630043); 云南省科技厅应用基础研究青年项目“党组织参与公司治理对民营企业投资活动的影响”(202001AU070057)

作者简介: 胡耀丹(1988-), 女, 云南昆明人, 副教授, 博士, 主要从事公司治理和内部控制研究。E-mail: yaodan_hu@163.com

王稳华(通讯作者)(1991-), 男, 云南曲靖人, 讲师, 博士, 博士后, 主要从事公司治理和资本市场研究。E-mail: wenhua_wang@163.com

着交易所对上市公司信息披露的监管方式由事前审核转向事后监管。直通车业务实施以来,交易所对上市公司对外披露的年报、半年报和季报等定期报告进行审查,针对信息披露不准确或内容存在歧义等问题向公司发放定期报告问询函,要求被问询公司在规定期限内(通常为5个工作日)公开回函。这种问询监管制度强化了交易所一线监管职能,对维护市场秩序、防范市场风险、保护投资者合法权益并推进监管体制转型发挥了重要作用。

现有研究发现,交易所问询监管既具有监管效应,有利于提升公司治理水平^[1]、抑制公司税收规避行为^[2],又具有信息增量效应和风险信号传递效应,对分析师^[3]和审计师^[4]行为产生较大影响。作为重要的利益相关者,投资者会密切关注公司的各种行为,收集公司的各类信息,判断公司的风险水平,然后要求相应的风险溢价以保护自身合法权益。股权融资成本在一定程度上体现了投资者所要求的风险溢价水平,现有研究表明,股权融资成本的高低会受到公司信息披露质量和公司声誉的影响^[5]。定期报告不仅是公司最重要的信息披露文件,也是投资者了解公司的关键渠道,而证券交易所通过对定期报告进行定向、深度的复查,针对其中存在的问题向上市公司发放定期报告问询函,可以有效提升公司的财务报告质量^[6],提高收函公司的年报可读性。按照信息风险定价理论中信息透明度越高则股权融资成本越低的逻辑,交易所问询监管会通过提高公司信息披露质量进而降低股权融资成本。另外,交易所问询监管具有风险甄别功能,能够预测公司的违规行为,提高未来财务违规稽查的可能性^[7],能够甄别公司应计盈余管理及真实盈余管理^[8],对公司声誉造成影响。在投资者保护机制不够完善的资本市场中,公司声誉对上市公司信息披露质量具有担保作用,有助于降低所有者与经营者、债权人等利益相关者之间的信息不对称程度,因此,公司声誉对于融资过程至关重要,较差的公司声誉将会导致较高的股权融资成本^[9]。按照信号传递和声誉机制理论,交易所发放定期报告问询函向外释放了风险信号,会提高投资者的风险感知水平,并对公司声誉造成负面影响,进而提高公司的股权融资成本。那么,交易所问询监管对股权融资成本究竟有何影响?投资者会因问询函提高公司信息披露质量而降低预期报酬率,导致公司股权融资成本下降?或会因感知问询函所传递的风险信号而提高预期报酬率作为风险补偿,导致公司股权融资成本上升?现有研究尚未给出明确的答案。基于此,本文以2013—2021年中国沪深A股上市公司为样本,基于交易所针对定期报告所发放的问询函,从投资者风险感知视角探讨交易所问询监管对股权融资成本的影响。

本文可能的边际贡献在于:首先,丰富了交易所问询监管经济后果的研究。区别于公司治理视角,本文从投资者风险感知视角出发,以投资者预期报酬率为落脚点,检验交易所问询监管对股权融资成本的影响,拓展了交易所问询监管在投资者保护方面的相关研究。其次,拓宽了股权融资成本影响因素的研究。现有研究主要从公司信息披露质量、媒体报道、审计质量和社会制度规范等视角研究股权融资成本的影响因素,鲜有文献关注交易所问询监管的相关作用。本文基于投资者风险感知视角,探讨交易所发放定期报告问询函对股权融资成本的影响,拓展了股权融资成本影响因素的相关研究。最后,在实践意义方面,本文为创新监管方式的有效性提供了证据支撑。在深化监管体制改革的过程中,证券交易所作为一线监管机构,其主要职责在于防范市场风险并保护投资者利益。本文的研究发现,证券交易所发放的定期报告问询函具有风险信号传递效应,能够提高投资者风险感知,具有良好的投资者保护作用。本文的研究结论既证实了问询监管制度有利于交易所履行投资者保护责任,又能够为进一步创新监管方式提供政策参考。

二、文献综述、理论分析和研究假设

(一) 文献综述

1. 交易所问询监管经济效果的相关研究

交易所发放定期报告问询函旨在引导上市公司加强公司治理,提高信息披露质量,防范市场

风险, 保护投资者合法权益。现有研究表明, 交易所问询监管发挥了积极作用。在公司治理方面, 交易所问询监管具有监管效应, 有助于抑制公司税收规避^[2]和盈余管理^[6]等机会主义行为。在信息披露方面, 交易所问询监管能促进公司加强信息披露, 提高信息披露质量和披露效率^[10], 降低上市公司盈余反应系数。收到问询函的公司会适时改变未来的信息披露策略, 尽量少披露企业负面信息以保护公司声誉, 回函公告的可读性变得更强、语言更加谨慎^[11]。此外, 交易所问询监管有助于提升公司业绩预告的积极性, 提高业绩预测的准确度, 改善业绩预告文本的信息披露质量^[12]。在利益相关者行为方面, 交易所问询监管提供了增量信息, 有助于降低分析师预测误差、分歧度和乐观性偏差^[3]。同时, 其还具备风险信号传递效应, 能够识别资本市场风险^[9], 有助于提高审计质量^[13]。有学者发现, 重组类问询函有助于识别并购重组中的潜在风险, 降低并购重组中的信息不对称程度进而提升并购绩效^[14]。薪酬问询函降低了高管薪酬水平和超额薪酬, 减少高管在职消费^[15]。但也有学者发现, 交易所问询监管会对公司产生负面影响, 当公司收到问询函时, 资本市场会出现负面反应^[16]。在公司治理方面, 交易所问询监管增加了公司高管变更^[17]、CFO 离职和审计师变更^[18]的概率。在盈余质量方面, 在问询函对外披露之前, 内部人会利用私有信息从事内幕交易活动^[19]; 交易所问询监管虽有助于减少应计盈余管理, 但同时也可能引发企业进行真实盈余管理^[20]。在企业融资方面, 交易所问询监管会加剧企业融资约束, 增加债务资金成本, 减少公司新增银行贷款^[21]。

2. 股权融资成本影响因素的相关研究

股权融资成本产生于公司与投资者之间的信息不对称, 是投资者为减少公司风险对自身权益造成损失而要求的风险溢价。上市公司财务报告质量及信息披露质量是影响股权融资成本的重要因素^[5]。高质量的会计信息具有定价功能, 能够减少资本市场上的逆向选择问题, 提高上市公司信息披露可读性且有助于缓解信息不对称, 从而降低股权融资成本。上市公司通过企业家微博等非正式信息传递机制传递信息^[22]、提高环境信息披露质量^[23]等行为均有助于降低股权融资成本。除此之外, 公司治理层面、市场层面和制度层面的其他相关因素也会通过降低信息不对称程度影响投资者风险判断, 进而影响股权融资成本。从公司治理层面看, 公司治理水平的提升可以约束高管的自利行为, 降低股权融资成本^[24]。公司声誉越差^[9], 股权融资成本越高。从市场层面看, 媒体报道有助于减小投资者与公司之间的信息不对称程度, 进而降低股权融资成本^[25]。从制度层面看, 违反社会规范的公司面临更高的股权融资成本^[26]。

3. 文献评述

通过梳理相关文献可以发现, 现有研究主要集中于交易所问询监管的公司治理效应、信息效应和风险信号传递效应及其引起的审计师、分析师和债权人的行为变化, 较少关注其对投资者决策的影响。现有研究认为, 信息披露质量是股权融资成本的重要影响因素, 定期报告是投资者全面、客观了解公司经营状况的主要渠道, 定期报告的披露质量对股权融资成本有较大影响。交易所针对定期报告发放问询函在释放风险信号的同时也缓解了投资者与公司之间的信息不对称, 而鲜有文献研究其对投资者要求的风险溢价究竟有何影响。因此, 本文从投资者风险感知视角探究交易所问询监管对股权融资成本的影响, 既拓展了交易所问询监管有效性的研究范畴, 又能在实践中为深化投资者保护提供参考。

(二) 理论分析和研究假设

在资本市场上, 由于投资者与公司之间存在信息不对称, 为了减少公司潜在风险对自身权益造成的损失, 处于信息劣势的投资者往往会根据公司的经营情况要求相应的风险溢价作为补偿。定期报告作为投资者了解公司经营状况的重要信息来源, 其披露质量会影响投资者决策。当公司定期报告存在信息披露不充分、不准确等问题时, 交易所将针对这些问题向公司发放定期报告问询函。从理论上来说, 交易所问询监管将会对股权融资成本产生两种不同的影响: 一方面, 交易

所问询监管具有风险信号传递效应,交易所向公司发放定期报告问询函,说明公司在信息披露或经营方面存在若干问题,这一风险信息将会引起投资者的风险感知。作为风险补偿,投资者将相应提高预期报酬率,导致公司股权融资成本上升。另一方面,交易所问询监管为投资者提供增量信息,按照交易所问询监管的制度要求,收到定期报告问询函的公司应公开回函,及时披露经营方面的细节信息。这些信息对投资者而言是增量信息,有助于缓解投资者与公司之间的信息不对称,进而降低公司股权融资成本。鉴于此,本文将从风险信号和增量信息两个角度进行具体的分析论证。

基于风险信号角度,交易所问询监管向市场传递了被问询公司具有风险的信号,会引起投资者风险感知进而提高股权融资成本。首先,交易所向公司发放定期报告问询函在一定程度上反映了被问询公司存在当期风险,是未来经营具有重大不确定性的先兆,潜在的经营风险将导致股权融资成本上升。定期报告问询函中所涉及的问题是由证券交易所的专业人员经过职业判断后提出的,其内容重点关注信息披露的真实完整性以及公司经营过程中的重大风险领域。现有研究证实了定期报告问询函能够识别资本市场风险^[8]。从这个意义来看,交易所发放定期报告问询函向投资者释放了风险预警信号,会受到投资者的广泛关注。根据风险补偿原理,当公司经营风险较高时,投资者作为风险承担者需要更高的预期报酬率作为风险补偿。定期报告问询函释放的风险信号将不利于投资者的风险评价,进而导致更高的股权融资成本。其次,定期报告问询函经由国家权威监管机构发放,在一定程度上有损公司声誉。如前文所述,收到定期报告问询函往往意味着公司存在信息披露不完善、内部控制制度不健全或公司治理水平低下等问题,容易引起负面的市场反应,对企业声誉亦会造成负面影响。在投资者保护机制不够完善的资本市场上,声誉可为公司信息披露起到担保作用,对公司融资行为和资本结构有更大影响。拥有良好声誉的公司更容易受到客户信赖,有助于维持良好的客户关系、保持较高的利润率,在提升公司业绩的同时也降低公司的经营风险,并向投资者传递经营状况良好的信号。相反,负面声誉加大了公司通过长期借款或发行债券进行融资的难度,会影响客户对产品质量的判断并提高客户讨价还价的能力,在损害当期业绩的同时,也会导致投资者提高必要的预期报酬率,形成较高的股权融资成本。最后,交易所发放定期报告问询函这一消息一经媒体报道后,将进一步提高投资者对风险的敏感度,影响风险评估结果,导致公司股权融资成本上升。在信息不对称的情况下,投资者了解公司经营状况的信息来源除了公司披露的定期报告外,还有诸如媒体报道、股吧和监管机构公告等非公司披露渠道。收到定期报告问询函的公司相当于被监管部门打上“问题公司”的标签,而负面信息的传播渠道更广,传播速度更快。由于人脑具有负面偏好机制,投资者会依据这一负面信息而忽略公司总体情况,在投资过程中要求更高的风险溢价。基于以上分析,交易所问询监管将会导致股权融资成本上升。

基于增量信息角度,现行监管制度要求被问询公司在回函中披露更多细节,为投资者提供了增量信息,有助于缓解投资者与公司之间的信息不对称,从而降低股权融资成本。首先,相对于未被问询的公司而言,交易所问询监管为投资者提供了关于被问询公司增量信息的获取渠道。针对定期报告问询函提出的问题,交易所要求上市公司进行说明和补充,当公司消极或模糊回复定期报告问询函中的问题时,交易所会进行多次问询,直至公司准确回复相关问题才会终止。根据相关规定,公司需要在巨潮资讯网公开回函、及时披露相关信息,在公司的回函报告中,部分信息是公司已披露定期报告中没有的信息。因此,交易所问询监管给投资者提供了增量信息,这有利于缓解其与公司之间的信息不对称程度。其次,交易所问询监管有利于提高公司的信息披露质量。为了降低交易所问询监管给公司造成的负面影响,收到定期报告问询函的公司会加强公司治理,减少管理层在信息披露方面的机会主义行为,强化公司信息披露能力。有研究显示,交易所问询监管会提升公司业绩预告的积极性,增加业绩预测准确度,并改善披露预告的文本信息质

量^[12]。按照财务报告质量越高、股权融资成本越低的信息风险定价理论,交易所问询监管会发挥信息改善效应,通过披露增量信息降低股权融资成本。

综合以上分析,本文提出以下对立假设:

假设1:在其他条件相同的情况下,交易所问询监管提高了股权融资成本。

假设2:在其他条件相同的情况下,交易所问询监管降低了股权融资成本。

三、研究设计

(一) 研究样本和数据来源

深圳证券交易所于2011年10月开始试行信息披露直通车业务,但并未公开披露定期报告问询函的相关内容,直到2013年全面正式开通该业务后才在其网站披露相关问询函。同年,上海证券交易所开始实施信息披露直通车业务。因此,本文以2013—2021年沪深A股非金融上市公司为初始样本,剔除ST、*ST、PT类企业和其他数据缺失的样本后,得到15 793个样本。交易所问询监管相关数据由作者手工从沪深交易所官网、巨潮资讯网等网站收集整理完成,其他数据均来自于CSMAR数据库。为了避免极端值对结果的影响,本文对所有连续变量进行1%和99%分位的缩尾处理。

(二) 变量定义

1.被解释变量:股权融资成本(COC)

股权融资成本是公司进行股权融资付出的成本,也是投资者要求的最低预期报酬率。目前,有关股权融资成本的测度主要分为事前和事后两种方法。毛新述等^[27]发现,在中国资本市场上,事前股权融资成本测度模型总体而言优于CAPM和Fama-French三因子模型等事后股权融资成本测度模型,能更恰当地捕捉到各风险因素的影响。因此,本文采用PEG模型和OJ模型估算事前股权融资成本(COC_PEG和COC_OJ),并用以衡量股权融资成本。具体计算公式如下:

$$\text{COC_PEG} = \sqrt{(\text{EPS}_{i,t+2} - \text{EPS}_{i,t+1})/P_{it}} \quad (1)$$

其中, $\text{EPS}_{i,t+2}$ 是分析师对i公司t+2期每股盈余预测的均值, $\text{EPS}_{i,t+1}$ 是分析师对i公司t+1期每股盈余预测的均值, P_{it} 是i公司t期的收盘价。

$$\text{COC_OJ} = A + \sqrt{A^2 + \text{EPS}_{i,t+1}/P_{it} [g_2 - (\gamma - 1)]} \quad (2)$$

其中, $\gamma = \lim_{t \rightarrow \infty} \text{EPS}_{i,t+1}/\text{EPS}_{it} = g_p + 1$, $A = [\gamma - (1 + \text{DPS}_{i,t+1})/P_{it}]/2$, $g_2 = (\text{EPS}_{i,t+2} - \text{EPS}_{i,t+1})/\text{EPS}_{i,t+1}$, $\text{DPS}_{i,t+1}$ 是公司t+1期的普通股每股股利,其余变量定义如前文所述。

2.解释变量:交易所问询监管(IL)

借鉴现有研究^[16],本文采用是否收到定期报告(年报、半年报、季报)问询函(CL)的虚拟变量、同年收到定期报告问询函的数量(CLNum)、同一份定期报告被问询次数(CLTimes)和定期报告问询函中的问题总数量(Questions)四个指标衡量交易所问询监管。具体衡量方式如下:公司t年收到针对t-1年的年报或t年的半年/季报问询函时,是否收到定期报告问询函的虚拟变量(CL)取1,否则取0;用公司t年收到定期报告问询函总数加1的自然对数衡量定期报告问询函的数量(CLNum);用当年同一定期报告被问询次数加1的自然对数的最大值衡量同一份定期报告被问询次数(CLTimes);用公司t年收到所有定期报告问询函的问题数量之和加1的自然对数衡量定期报告问询函中的问题总数量(Questions)。

3.控制变量

借鉴现有研究,本文所选取的控制变量包括:系统性风险(Beta),用公司股票收益率与市场收益率回归的系数衡量;股票流动性(Liquid),用公司股票年换手率衡量;账面市值比

(BM), 用公司账面价值与市场价值的比值衡量; 公司规模 (Size), 用公司总资产的自然对数衡量; 财务风险 (Lev), 用公司总负债与公司总资产的比值衡量; 资产收益率 (Roa), 用公司营业利润与总资产的比值衡量; 成长能力 (Growth), 用公司本年营业收入与上年营业收入的差值与上年营业收入的比值衡量; 大股东持股比例 (Top), 用第一大股东持股比例衡量; 公司年龄 (Age), 用公司上市年限衡量。此外, 本文还控制了行业和年份固定效应。

(三) 模型构建

为了检验交易所问询监管对股权融资成本的影响, 本文构建如下回归模型:

$$COC_{it} = \beta_0 + \beta_1 IL_{it} + \beta_2 Beta_{it} + \beta_3 Liquid_{it} + \beta_4 BM_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 Roa_{it} + \beta_8 Growth_{it} + \beta_9 Top_{it} + \beta_{10} Age_{it} + \mu_j + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, 被解释变量 COC_{it} 是股权融资成本, 回归分析时分别采用 COC_PEG 和 COC_OJ 进行衡量; 解释变量 IL_{it} 为交易所问询监管, 包括是否收到定期报告问询函的虚拟变量 (CL)、同年收到定期报告问询函的数量 (CLNum)、同一份定期报告被问询次数 (CLTimes) 和定期报告问询函中的问题总数量 (Questions) 四个指标。 μ_j 表示行业固定效应, δ_t 表示年份固定效应, ε_{it} 为随机扰动项, 其他控制变量定义如前文所述。由于被解释变量为连续变量, 本文采用 OLS 回归, 所有回归均在 Stata 中完成。

(四) 描述性统计

各变量的全样本描述性统计和按照是否被交易所问询的分组样本描述性统计检验结果如表 1 所示。由表 1 可知, 在全样本中, 以 PEG 模型计算的股权融资成本 COC_PEG 和以 OJ 模型计算的股权融资成本 COC_OJ 的均值分别为 0.105 和 0.131。在未收到和收到定期报告问询函的分组样本中, COC_PEG 的均值分别为 0.104 和 0.110, COC_OJ 的均值分别为 0.130 和 0.135, 且均通过组间差异检验, 表明相对于未收到定期报告问询函的公司, 收到定期报告问询函的公司股权融资成本更高, 这与本文的假设 1 更为接近。其余控制变量在两组样本中表现出一定的差异性。

表 1 主要变量的分组样本描述性统计结果

变 量	所有公司 (N=15 793)		未收到定期问询函 (N=14 952)		收到定期报告问询函 (N=841)		均值检验
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数	t值
COC_PEG	0.105	0.101	0.104	0.101	0.110	0.106	-4.605***
COC_OJ	0.131	0.126	0.130	0.126	0.135	0.130	-3.508***
Beta	1.051	1.056	1.050	1.055	1.064	1.076	-1.340
Liquid	1.674	1.335	1.663	1.328	1.875	1.498	-4.908***
BM	1.014	0.608	1.007	0.603	1.143	0.731	-3.241***
Size	22.530	22.330	22.520	22.320	22.610	22.510	-1.951*
Lev	0.417	0.411	0.414	0.409	0.467	0.477	-7.781***
Roa	0.058	0.051	0.060	0.052	0.041	0.034	10.368***
Growth	0.210	0.141	0.209	0.142	0.226	0.114	-1.425
Top	0.347	0.328	0.349	0.331	0.310	0.291	7.411***
Age	2.081	2.197	2.064	2.197	2.381	2.398	-10.691***
变 量	样本量	均值	中位数	最小值	最大值		
CL	15 793	0.058	0	0	1		
CLNum	841	0.059	0	0	1.386		
CLTimes	841	0.059	0	0	1.099		
Questions	841	0.194	0	0	3.638		

注: ***和*分别表示在1%和10%水平上显著。

四、实证结果与分析

(一) 基准回归分析

交易所问询监管与股权融资成本的基准回归结果如表2所示。

表2 基准回归结果

变 量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	COC_PEG				COC_OJ			
CL	0.005*** (4.202)				0.004*** (3.118)			
CLNum		0.007*** (4.200)				0.006*** (3.127)		
CLTimes			0.007*** (4.294)				0.006*** (3.269)	
Questions				0.002*** (4.213)				0.002*** (3.180)
Beta	-0.003*** (-2.628)	-0.003*** (-2.625)	-0.003*** (-2.622)	-0.003*** (-2.640)	-0.004*** (-3.963)	-0.004*** (-3.960)	-0.004*** (-3.957)	-0.004*** (-3.971)
Liquid	-0.002*** (-6.427)	-0.002*** (-6.433)	-0.002*** (-6.434)	-0.002*** (-6.437)	-0.002*** (-7.134)	-0.002*** (-7.139)	-0.002*** (-7.142)	-0.002*** (-7.144)
BM	0.008*** (22.069)	0.008*** (22.076)	0.008*** (22.069)	0.008*** (22.075)	0.007*** (18.128)	0.007*** (18.133)	0.007*** (18.128)	0.007*** (18.133)
Size	-0.001*** (-3.375)	-0.001*** (-3.383)	-0.001*** (-3.371)	-0.001*** (-3.391)	-0.001*** (-3.905)	-0.001*** (-3.911)	-0.001*** (-3.900)	-0.001*** (-3.916)
Lev	0.029*** (14.600)	0.029*** (14.606)	0.029*** (14.602)	0.029*** (14.583)	0.023*** (10.255)	0.023*** (10.259)	0.023*** (10.253)	0.023*** (10.240)
Roa	0.046*** (7.299)	0.046*** (7.305)	0.046*** (7.305)	0.046*** (7.301)	0.024*** (3.413)	0.024*** (3.418)	0.024*** (3.422)	0.024*** (3.418)
Growth	0.004*** (4.843)	0.004*** (4.851)	0.004*** (4.839)	0.004*** (4.868)	0.004*** (4.152)	0.004*** (4.158)	0.004*** (4.147)	0.004*** (4.170)
Top	-0.025*** (-13.198)	-0.025*** (-13.198)	-0.025*** (-13.198)	-0.025*** (-13.200)	-0.022*** (-10.518)	-0.022*** (-10.517)	-0.022*** (-10.516)	-0.022*** (-10.518)
Age	-0.002*** (-5.046)	-0.002*** (-5.042)	-0.002*** (-5.054)	-0.002*** (-5.048)	-0.002*** (-3.722)	-0.002*** (-3.719)	-0.002*** (-3.734)	-0.002*** (-3.727)
常数项	0.027*** (3.260)	0.026*** (3.250)	0.026*** (3.260)	0.027*** (3.260)	0.066*** (7.600)	0.067*** (7.590)	0.066*** (7.600)	0.066*** (7.600)
行业 FE/ 年份 FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	15 793	15 793	15 793	15 793	15 793	15 793	15 793	15 793
R ²	0.237	0.237	0.237	0.237	0.195	0.195	0.195	0.195

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著，括号中为t值。下表同。

由表2列(1)和列(5)可知,当被解释变量为PEG模型计算的股权融资成本COC_PEG时,解释变量是否收到定期报告问询函(CL)的系数为0.005,且在1%水平上显著;当被解释变量为OJ模型计算的股权融资成本COC_OJ时,解释变量是否收到定期报告问询函(CL)的系数为

0.004,且在1%水平上显著。基于此,本文的假设1得到验证,这说明交易所问询监管向投资者传递了风险信号,增加了投资者的风险感知,投资者据此要求更高的投资报酬率作为风险补偿,进而提高了股权融资成本。本文的假设2未得到验证,这说明尽管交易所问询监管可能为投资者提供获取增量信息的渠道,但并未降低股权融资成本。

进一步地,本文将解释变量替换为同年收到定期报告问询函的数量(CLNum)、同一份定期报告被问询次数(CLTimes)和定期报告问询函中问题总数量(Questions)三个变量重新进行回归。回归结果如表2列(2)至列(4)和列(6)至列(8)所示,无论被解释变量是COC_PEG还是COC_OJ,同年收到定期报告问询函数量(CLNum)、同一份定期报告被问询次数(CLTimes)和定期报告问询函中的问题总数量(Questions)与股权融资成本均呈显著正相关关系,这说明同年收到定期报告问询函数量越多、同一份定期报告被问询次数越多、定期报告问询函中的问题数量越多,问询函释放的风险信号越明确,投资者的风险感知度也越高,因而要求风险溢价水平也更高。该结果进一步说明交易所问询监管具有风险信号传递效应,会引起投资者的风险感知进而导致股权融资成本升高,本文的假设1得到进一步验证。

(二) 稳健性检验^①

1. 替换股权融资成本变量

由于基准回归中股权融资成本分别采用PEG模型和OJ模型计算得到,为了避免不同度量方式产生误差并影响研究结论,本文使用MPEG模型计算股权融资成本重新进行回归。结果显示,是否收到定期报告问询函(CL)的系数为0.003,同年收到定期报告问询函的数量(CLNum)的系数为0.005,同一份定期报告被问询次数(CLTimes)的系数为0.005,定期报告问询函中问题总数量(Questions)的系数为0.002,且均在5%水平上显著,这说明收到定期报告问询函的公司股权融资成本更高,依然支持本文的假设1。

2. Heckman两阶段回归

有研究发现,业绩较差或信息披露存在问题的公司收到定期报告问询函的概率更大,即交易所发放定期报告问询函具有选择性。借鉴现有研究^[6],本文利用Heckman两阶段回归解决样本选择偏差问题。第一阶段,在模型(3)控制变量的基础上,增加同年同行业平均收函概率(CL_Mean)、公司内部控制水平(IC)以及盈余管理程度(DA)作为第一阶段的控制变量,通过第一阶段回归得到逆米尔斯比率(IMR);第二阶段,将IMR作为控制变量加入模型(3)进行回归。结果显示,加入IMR后解释变量是否收到定期报告问询函(CL)与COC_PEG的系数为0.016,与COC_OJ的系数为0.014,且均在5%水平上显著,说明本文的基准回归结果较为稳健。

3. 倾向得分匹配(PSM)

上市公司是否收到定期报告问询函与公司特征有关,为了降低公司特征对本文研究结论的影响,本文采用PSM法进行进一步检验。本文采用李晓溪等^[14]的做法,将收到定期报告问询函的公司作为实验组,通过1:4有放回近邻匹配得到的公司作为对照组,选择公司规模(Size)、财务风险(Lev)、成长能力(Growth)、资产收益率(Roa)和大股东持股比例(Top)作为匹配变量,通过倾向得分匹配法重新对模型(3)进行回归。结果显示,匹配后样本中解释变量是否收到定期报告问询函(CL)的系数为0.005,同年收到定期报告问询函的数量(CLNum)的系数为0.007,同一份定期报告被问询次数(CLTimes)的系数为0.007,定期报告问询函中问题总数量(Questions)的系数为0.002,且均在1%水平上显著,这说明本文的基准回归结果较为稳健。

(三) 异质性分析

针对公司定期披露的年报、半年报和季报中存在的违规信息或表述不清等情况,交易所向公

^① 稳健性检验结果未在正文中列出,留存备案。

司发布定期报告问询函,并要求公司在规定期限内进行公开回函。在发函和回函的过程中,公司对外披露了更多的信息,在降低投资者与公司之间信息不对称的同时也释放了诸多风险信号。从上文分析可知,对于投资者而言,问询监管主要具有风险信号传递效应,且投资者的风险感知程度越高,股权融资成本越高。为了进一步证实投资者风险感知是交易所问询监管引起股权融资成本升高的主要原因,本文基于投资者风险感知能力存在差异的不同情景,从投资者专业能力、交易风险、市场化程度和审计质量四个维度进行异质性分析。异质性分析结果如表3所示。

表3 异质性分析结果

变 量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	投资者专业 能力较强	投资者专业 能力较弱	交易 风险较大	交易 风险较小	市场化 程度较高	市场化 程度较低	审计 质量较高	审计 质量较低
CL	0.005*** (2.823)	0.002 (0.939)	0.007*** (4.838)	0.002 (1.021)	0.003 (1.506)	0.007*** (4.229)	0.007 (1.345)	0.005*** (3.829)
常数项	0.157*** (16.756)	0.154*** (11.774)	0.158*** (17.872)	0.153*** (9.240)	0.177*** (17.638)	0.168*** (14.622)	0.185*** (8.560)	0.133*** (16.572)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业FE/ 年份FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	7 897	7 896	9 503	6 290	8 158	7 635	1 210	14 583
R ²	0.275	0.228	0.255	0.230	0.242	0.245	0.332	0.237

1. 投资者专业能力的异质性分析

当投资者具备更丰富的专业知识储备时,其能够更好地感知定期报告问询函所释放的风险信号,并及时将相关信息反映到股价当中。本文采用机构投资者持股比例来度量投资者专业能力,将机构投资者持股比例大于中位数的组别定义为投资者专业能力较强组,预测当公司有更多的专业投资者时,投资者的风险感知能力更强,交易所问询监管将提高股权融资成本。由表3列(1)和列(2)可知,在投资者专业能力较强的组别中,解释变量是否收到定期报告问询函(CL)的系数为0.005,且在1%水平上显著,这说明当投资者的专业能力更强时,其对风险信息更为敏感,对定期报告问询函所释放的风险感知度也更高,从而导致股权融资成本更高。

2. 交易风险的异质性分析

当交易风险更大时,公司额外披露信息将导致更大的股价波动,加剧投资者的风险感知。本文采用当年日收益率的标准差衡量股价波动率,将股价波动率大于中位数的组别定义为交易风险较大组,预测当公司交易风险较大时,交易所问询监管释放的风险信号将被进一步放大,进而导致更高的股权融资成本。由表3列(3)和列(4)可知,在交易风险较大的组别中,解释变量是否收到定期报告问询函(CL)的系数为0.007,且在1%水平上显著,这说明当市场交易风险较大时,投资者更容易感知到交易所问询监管释放的风险信号,从而导致股权融资成本更高。

3. 市场化程度的异质性分析

在市场化程度更高的地区,由于信息来源更多、传播范围更广,即便投资者没有注意到交易所问询监管所揭示的风险,也可以从媒体报道或分析师报告中获取相关信息。此时,由于信息来源较为广泛,交易所问询监管所释放的风险效应将被削弱。本文采用王小鲁等^[28]编制的市场化指数衡量上市公司所在地区的市场化程度,将市场化指数高于中位数的组别定义为市场化程度较高组,预测当市场化程度较高时,交易所问询监管引发的投资者风险感知较低,其对股权融资成本的正向影响将被削弱。由表3列(5)和列(6)可知,在市场化程度较低的组别中,解释变量是否收到定期报告问询函(CL)的系数为0.007,且在1%水平上显著,这说明在市场化程度较

低的地区,信息渠道匮乏将导致公司和投资者之间出现较高的信息不对称程度,投资者对公司受到监管部门问询这一事件更加敏感。此时,交易所问询监管更容易引发投资者风险感知,从而导致股权融资成本更高。

4. 审计质量的异质性分析

交易所问询监管的监管对象是经过审计后公开披露的定期报告,当审计质量较低时,投资者将对经审计的财务报告的相关风险更加敏感。本文采用朱丹和李琰^[25]的做法,以事务所规模衡量审计质量,将聘请非国际四大会计师事务所的公司定义为审计质量较低组,预测当审计质量较低时,投资者等外部信息使用者对信息披露质量存疑,对于定期报告问询函将更加敏感,进而提高股权融资成本。由表3列(7)和列(8)可知,在审计质量较低的组别中,解释变量是否收到定期报告问询函(CL)的系数为0.005,且在1%水平上显著,这说明审计质量较低时,投资者风险感知度更高,从而导致股权融资成本更高。

(四) 进一步分析

正如前文所述,以处罚公告为代表的行政处罚性监管和以问询函为代表的非行政处罚性监管是中国监管机构常用的监管措施^[17]。其中,行政处罚的实施主体通常为中国证券监督管理委员会,主要受《中华人民共和国行政处罚法》《中华人民共和国证券法》《股票发行与交易管理暂行条例》等约束,具体处罚措施包括罚款、没收非法所得、警告和批评等;而非行政处罚的实施主体通常为交易所,主要监管内容为信息披露不准确或披露内容不全面等问题。可见,行政处罚实施主体级别更高,处罚力度更大,在众多研究中也证实了其更具威慑效应。近年来,尤其是党的十九大报告提出“创新监管方式”后,交易所作为信息披露的监管机构逐渐成为市场监管的主力军,其实施的非处罚性监管也受到广泛关注。本文将样本分为受行政处罚和未受行政处罚两个组别,重新进行回归,以检验处罚性监管和非处罚性监管对股权融资成本的影响,如表4所示。

表4 是否受行政处罚的分组回归结果

变 量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	受行政处罚				未受行政处罚			
CL	-0.007 (-0.891)				0.005*** (4.516)			
CLNum		-0.010 (-0.891)				0.008*** (4.505)		
CLTime			-0.010 (-0.891)				0.008*** (4.604)	
Questions				-0.003 (-0.872)				0.002*** (4.477)
常数项	0.036 (0.499)	0.036 (0.499)	0.036 (0.499)	0.035 (0.478)	0.155*** (21.428)	0.155*** (21.435)	0.155*** (21.425)	0.155*** (21.452)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业FE/ 年份FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	219	219	219	219	15 574	15 574	15 574	15 574
\bar{R}^2	0.351	0.351	0.351	0.351	0.237	0.237	0.237	0.237

由表4列(1)至列(4)可知,衡量交易所问询监管的四个解释变量的系数均不显著,由列(5)至列(8)可知,四个解释变量的系数均在1%水平上显著。以上结果表明,非处罚性监管(交易所问询监管)对股权融资成本的影响仅存在于未受行政处罚的样本中,说明投资者对行政

监管释放的风险感知能力更强, 当上市公司同时受到处罚性监管和非处罚性监管时, 非处罚性监管的效应将有所削弱。这一结果也说明交易所问询监管可以作为处罚性监管的有力补充, 在上市公司未受到行政处罚时, 定期报告问询函所释放的风险信息能够传递给投资者。在风险感知的作用下, 投资者要求提高风险溢价, 从而导致股权融资成本提高。

五、研究结论与政策启示

(一) 研究结论

交易所问询监管是中国监管体制改革中实行的创新监管方式, 也是证券交易所引导和维护资本市场秩序的有效手段, 旨在提升公司信息披露质量、维护市场秩序、防范市场风险并保护投资者合法权益。股权融资成本是投资者根据公司当下或未来经营风险而要求的风险溢价, 是投资者进行自我利益保护的体现。研究交易所问询监管对公司股权融资成本的影响, 有助于为证券监管部门依法保护投资者合法权益和防范交易风险提供政策参考。

本文从投资者风险感知视角, 探讨交易所问询监管对公司股权融资成本的影响。研究发现: 首先, 与没有收到定期报告问询函的公司相比, 收到定期报告问询函的公司的股权融资成本更高, 且同年收到定期报告问询函数量越多、同一份定期报告被问询次数越多、定期报告问询函中的问题数量越多, 股权融资成本上升的幅度越大。这说明投资者对于定期报告问询函传递的风险信号较为敏感, 会据此重新评估企业风险并要求提高风险溢价水平以保护自身合法权益。其次, 异质性检验结果显示, 当投资者专业能力较强、交易风险较大、市场化程度较低和审计质量较低时, 投资者对于定期报告问询函所释放的风险更为敏感, 会加剧交易所问询监管对股权融资成本的提高效应。最后, 进一步分析发现, 作为非处罚性监管的主要方式, 交易所问询监管可作为处罚性监管的有力补充。在上市公司尚未受到处罚性监管时, 交易所问询监管将会向投资者释放风险信号, 导致投资者提高必要的投资报酬率, 进而提高股权融资成本。

(二) 政策启示

基于以上研究结论, 本文的政策启示在于:

第一, 交易所问询监管具有风险信号传递效应, 是提示风险、强化投资者保护的有效途径。作为创新的监管方式, 众多研究证实了交易所问询监管的有效性。本文从投资者风险感知视角, 发现其风险信号传递效应有助于投资者针对高风险公司迅速作出反应, 保护自身合法权益。在投资者保护力度较低的现实环境下, 证券监管部门应当继续加强公司信息披露监管, 进一步扩大监管内容、完善监管方式、加大监管力度, 尽早发现公司存在的问题, 防范资本市场重大风险, 切实提高资本市场质量和运行效率。

第二, 作为一种非处罚性监管方式, 交易所问询监管是处罚性监管的有力补充, 能够更加及时地向利益相关者传递上市公司潜在风险。在党的十九大报告提出的“完善市场监管体制”的总体要求下, 交易所应进一步加强监管协作, 与中国证券监督管理委员会等监管机构共享信息, 加强部门联动, 形成监管合力, 提升履职能力, 充分发挥交易所监管职能。

第三, 公司收到定期报告问询函这一事件向资本市场传递了风险信号, 会给公司造成多方面的影响。本文认为, 收到交易所针对定期报告发出的问询函, 意味着公司在内部控制制度设计、公司治理结构安排和日常运营管理等方面或多或少存在一些问题, 投资者一旦感知到这一信号, 将会提高风险报酬率, 导致公司股权融资成本上升。因此, 一方面, 上市公司应强化公司治理, 规范信息披露, 降低被交易所发放问询函的概率; 另一方面, 收到问询函的公司应当积极配合问询, 及时准确地回复问询函并进行公开信息披露。对于问询函揭示的现存问题, 公司应正确看待并尽早解决, 杜绝机会主义行为。此外, 鉴于被问询的公司通常会被投资者认为是问题公司, 公司收到问询函后应尽快改善社会形象, 提高公司声誉, 以减轻问询监管的负面影响, 与监管机构

共同维护资本市场健康稳定发展。

参考文献:

- [1] 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.
- [2] 邓祎璐, 陈运森, 戴馨. 非处罚性监管与公司税收规避——基于财务报告问询函的证据[J]. *金融研究*, 2022(1): 153-166.
- [3] WANG Q. Determinants of segment disclosure deficiencies and the effect of the SEC comment letter process [J]. *Journal of accounting and public policy*, 2016, 35(2): 109-133.
- [4] 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.
- [5] 曾颖, 陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本[J]. *经济研究*, 2006(2): 69-91.
- [6] 陈运森, 邓祎璐, 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): 169-208.
- [7] 王春峰, 黄盼, 房振明. 非处罚性监管能预测公司违规吗?[J]. *经济与管理评论*, 2020(5): 112-125.
- [8] 刘柏, 卢家锐. 交易所一线监管能甄别资本市场风险吗?[J]. *财经研究*, 2019(7): 45-58.
- [9] 张嘉兴, 余冬根, 刘艳春. 公司声誉、审计师声誉与股权融资成本[J]. *财经理论与实践*, 2016(2): 74-79.
- [10] BOZANIC Z, DIETRICH J R, JOHNSON B A. SEC comment letters and firm disclosure[J]. *Journal of accounting and public policy*, 2017, 36(5): 337-357.
- [11] BOZANIC Z, CHOUDHARY P, MERKLEY K J. Securities law expertise and corporate disclosure [J]. *The accounting review*, 2019, 94(4): 141-172.
- [12] 李晓溪, 饶品贵, 岳衡. 年报问询函与管理层业绩预告[J]. *管理世界*, 2019(8): 173-192.
- [13] 陈运森, 邓祎璐, 李哲. 非行政处罚性监管能改进审计质量吗?[J]. *审计研究*, 2018(5): 82-88.
- [14] 李晓溪, 杨国超, 饶品贵. 交易所问询函有监管作用吗?[J]. *经济研究*, 2019(5): 181-198.
- [15] 邓祎璐, 陈运森. 非处罚性监管与高管薪酬契约: 基于问询函的证据[J]. *安徽大学学报(哲学社会科学版)*, 2023, 47(2): 114-125.
- [16] 陈运森, 邓祎璐, 李哲. 非处罚性监管具有信息含量吗?[J]. *金融研究*, 2018(4): 155-171.
- [17] 邓祎璐, 李哲, 陈运森. 证券交易所一线监管与企业高管变更[J]. *管理评论*, 2020(4): 194-205.
- [18] 彭雯, 张立民, 钟凯, 等. 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.
- [19] DECHOW P M, ALASTAIR L, JAMES R. SEC comment letters and insider sales [J]. *The accounting review*, 2016, 91(2): 401-439.
- [20] CUNNINGHAM L M, JOHNSON B A, JOHNSON J E S, et al. The switch up: an examination of changes in earnings management after receiving SEC comment letters [J]. *Contemporary accounting research*, 2020, 37(2): 917-944.
- [21] 陈红, 王稳华, 胡耀丹, 等. 证券交易所一线监管与公司债务融资[J]. *金融监管研究*, 2021(2): 86-102.
- [22] 孙彤, 薛爽, 徐佳怡. 非正式信息传递机制能降低公司权益融资成本吗? ——基于企业家微博的实证检验[J]. *财经研究*, 2020, 46(11): 154-168.
- [23] 佟孟华, 许东彦, 郑添文. 企业环境信息披露与权益资本成本——基于信息透明度和社会责任的中介效应分析[J]. *财经问题研究*, 2020(2): 63-71.
- [24] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. *Journal of financial economics*, 1976(4): 305-360.
- [25] 朱丹, 李琰. 审计质量、媒体报道与企业股权融资成本[J]. *产业经济研究*, 2017(6): 65-126.
- [26] 金智. 社会规范、财务报告质量与股权融资成本[J]. *金融研究*, 2013(2): 194-206.
- [27] 毛新述, 叶康涛, 张岷. 上市公司权益资本成本的测度与评价[J]. *会计研究*, 2012(11): 12-94.
- [28] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019: 4-5.

Exchange Inquiry Regulation and Equity Financing Cost: From the Perspective of Investor Risk Perception

HU Yao-dan^{1,2}, WANG Wen-hua^{1,2}

(1.School of Accounting, Yunnan University of Finance and Economics, Kunming 650221, China;

2.Yunnan Key Laboratory of Service Computing, Yunnan University of Finance and Economics, Kunming 650221, China)

Summary: Since the launch of the information disclosure “direct train” reform in 2013, stock exchanges have reviewed the annual, semi-annual, and quarterly reports disclosed by listed companies, and issued inquiry letters regarding issues such as inaccurate information disclosure or content ambiguities in these periodic reports, requiring the inquired companies to publicly respond within a specified period. Theoretically, exchange inquiry regulation has two different effects on the cost of equity financing. But, it has a risk transmission effect, indicating that the company has several problems in information disclosure or operations; on the other hand, it provides incremental information to investors, as companies will publicly respond to the inquiry letters and disclose detailed operational information, helping to alleviate information asymmetry and reduce the cost of equity financing. So, what impact does exchange inquiry regulation have on the cost of equity financing? This paper uses listed companies in the Shanghai and Shenzhen A-share markets from 2013 to 2021 as samples to explore the impact of exchange inquiry regulation on the cost of equity financing from the perspective of investor risk perception based on inquiry letters regarding periodic reports.

This paper finds that the cost of equity financing is higher for companies that received periodic report questionnaires compared to those that do not receive periodic report questionnaires, and more inquiry letters are received within the same year, more times the same periodic report is inquired, and more issues raised in the inquiry letters lead to a more significant increase in the cost of equity financing. This indicates that investors are sensitive to the risk signals conveyed by periodic report inquiry letters, reassessing corporate risk and demanding corresponding risk premiums to protect their rights. Heterogeneity tests show that in the case of investors with stronger professional capabilities, higher market trading risks, lower marketization level, or poor audit quality, investors are more sensitive to the risks released by periodic report inquiry letters, exacerbating the effect of exchange inquiry regulation on increasing the cost of equity financing. Further tests show that as a main method of non-administrative penalty regulation, exchange inquiry regulation can serve as a powerful complement to punitive regulation.

This paper finds that the periodic report inquiry letters issued by stock exchanges have a risk signal transmission effect, can increase investors’ risk perception, and have a good investor protection function. The conclusions of this paper not only confirm that the inquiry regulation system is beneficial for exchanges to fulfill their investor protection responsibilities but also provide policy references for further innovating supervision methods.

Key words: exchange inquiry regulation; equity financing cost; regular report inquiry letter; risk perception; investor protection

(责任编辑: 徐雅雯)

[DOI]10.19654/j.cnki.cjwtyj.2024.05.005

[引用格式]胡耀丹,王稳华.交易所问询监管与股权融资成本——基于投资者风险感知视角[J].财经问题研究,2024(5):62-74.