

上市公司问询监管的预警机制设计

——基于违规处理的经验说明^{*}

吴术豪^{**} 梁 爽^{***}

摘要:问询监管在实现监管功能的同时提高了上市公司的信息披露质量。以2017~2019年沪深A股上市公司为样本,探究问询监管与上市公司违规处理之间的相关性,结果发现,是否收到问询函与上市是否受到违规处理呈正相关。文章结合上市公司的违规实例充分说明了问询函的预警功能。在确立合规责任人的前提下,合规责任人需对问询函保持充分的预警重视:事前及时识别合规风险,保证信息披露的合规性;收函后,及时倒查、纠正违规行为,做好回函工作;做好事后的纠察和教育工作。

关键词:问询监管 违规处理 预警功能 合规机制

* 本文系国家社科基金项目“‘合规机制’的公司法普适性规则研究”(项目编号:17CFX071)阶段性成果。

** 华东政法大学国际金融法律学院法律与金融专业2019级硕士研究生。

*** 华东政法大学国际金融法律学院教授,法学博士,硕士生导师。

一、问题的提出

《证券法》明确了证券交易所在我国证券监管体制中的法律地位,如 2014 年《证券法》与 2020 年《证券法》均将证券交易所定义为自律管理的法人。相较于政府监管具有的外在性、强制性和滞后性,证券市场自律监管具有自发性、专业性、及时性和契约性等特征。在我国监管资源紧张的背景下,将自律监管与政府监管进行有机结合,建立功能完善的市场监管体系的需要十分迫切。^{〔1〕}

证券交易所的问询监管是一种非处罚性监管方式,由证券交易所以发送问询函的方式对上市公司信息披露中存在的疑点作出问询。从域外经验看,美国的意见函制度(comment letters)起源于 2002 年颁布的《萨班斯法案》,当证券交易委员会发现公司文件存在重大缺陷或需要进一步澄清时,就会发出意见函,公司必须在规定时间内回复。而我国的问询监管制度存在已久,^{〔2〕}自 2014 年 12 月起,证券交易所开始公开其向上市公司发送的问询函件以及上市公司的回函内容,这表示对上市公司问询函的全面公开化。然而,问询监管并非对上市公司及其信息披露内容的完全否定,问询的主要目的在于减少信息不对称,促进企业合规,起到事前警戒和预防的作用。对违法违规行为进行必要的预警性监督,既符合我国证券市场改革的目标,坚持了保护投资者利益的根本宗旨,也是整合监管资源、转变交易所职能的重要举措。综上所述,问询监管是兼具信息效应和监督效应的。就信息效应而言,问询监管能促进上市公司答复问询,同时督促相关行为、指标的改善,在减少信息不对称方面具有一定效果;而就监督效应而言,问询监管在一定

〔1〕 参见黄爱学:《论证券市场自律监管的地位》,载《学术交流》2012 年第 12 期。

〔2〕 1998 年深圳证券交易所和上海证券交易所发布的《深圳证券交易所股票上市规则》和《上海证券交易所股票上市规则》、中国证券监督管理委员会发布的《上市公司信息披露管理办法》(2007 年版)、深圳证券交易所的《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法》以及上海证券交易所的《上海证券交易所上市公司信息披露工作评价办法》均对问询监管制度的完善提供了基础。

程度上揭示了公司违规事实的存在。

证券交易所一般会针对上市公司的财务会计、经营问题、关联交易、并购重组等方面提出问询。一方面,虽然问询监管能对上市公司相关指标产生直接影响,但作为非处罚性监管,问询监管缺乏一定的强制性。另一方面,问询一旦作出,就会向资本市场传递关于被问询企业的负面信号。从理论上讲,上市公司需要付出较大的处理成本来应对问询,^{〔3〕}上市公司能否及时发现、评估、处置不合规的问题,仍需进一步研究。本文从具体违规处理的视角出发,以上市公司是否受到违规处理作为被解释变量,研究A股市场2017~2019年上市公司问询函对于公司违规事件的预警作用,并以此设计合规机制。

本文的主要贡献在于:第一,现有关于问询函对上市公司治理效果的研究,已涵盖信息披露、避税、年报可读性和上市公司融资等方面,本文则偏重于公司合规中关于公司违规处理的内容,为问询函这一非处罚性监管制度所产生的经济效果提供实证检验。^{〔4〕}第二,本文结合相关文献,进一步研究了问询监管与上市公司违规处理之间的相关性,从问询函的预警效用出发,为提高监管效率提供理论支撑。第三,为国内“法与金融”理论的研究方法提供现实参考。第四,为我国公司法引入合规机制的普适性规则,以及上市公司合规预警机制的设计提供路径,从而有益于我国上市公司提升整体合规水平。

二、文献综述

(一) 研究综述

现有对意见函制度和问询监管制度的实证研究已涉及诸多方面,包括问询函与盈余管理、公司内部治理、信息披露、市场反应、审计收费之间的相关研究,其研究成果大致如下:

〔3〕 参见郑国洪:《问询函监管影响审计收费的作用机制研究》,载《西南政法大学学报》2020年第4期。

〔4〕 问询函的监督效应与信息效应不能混为一谈,本文主要对问询函的监督效应进行直接说明,对问询函的信息效应作间接辅助说明。

1. 在关于问询监管与盈余管理的相关研究中,刘柏和卢家锐(2019年)基于年报问询函研究发现,企业的应计盈余管理程度与收函的概率以及问询函的精准性呈正相关。就相对隐蔽的真实盈余管理而言,问询函也能甄别。^[5] 张岩(2020年)利用2015~2018年交易所披露的问询函考察了问询函制度对上市公司真实盈余管理行为的影响,研究发现,收到财报问询函的上市公司会实施真实盈余管理。^[6] 在问询函与业绩说明的相关研究中,李晓溪、饶品贵、岳衡(2019年)基于业绩预告这一重要的前瞻性信息研究年报问询函的经济后果研究发现,收函公司会提高业绩预告质量。^[7]

2. 在问询监管与公司内部治理相关研究中,翟淑萍、王敏和白梦诗(2020年)立足于董事联结的角度,研究问询函的实际效果。在直接影响方面,财务报告问询函降低了增加了违规成本;在间接影响方面,财报问询函明显提升了具有董事联结关系的公司年报可读性。^[8] 此处的董事联结可被解释为:公司董事会成员在其他企业同时兼任董事并产生公司关联的活动。^[9] 聂萍、潘再珍(2019年)以2013~2017年中国A股上市公司和年报问询函数据为样本,考察问询监管对大股东“掏空”行为的治理效应,研究发现,年报问询能够有效抑制大股东的“掏空”行为。在内部控制治理水平低的公司,^[10]对“掏空”行为的

[5] 参见刘柏、卢家锐:《交易所一线监管能甄别资本市场风险吗?——基于年报问询函的证据》,载《财经研究》2019年第7期。

[6] 参见张岩:《问询函监管与企业的真实盈余管理对策》,载《当代财经》2020年第3期。

[7] 参见李晓溪、饶品贵、岳衡:《年报问询函与管理层业绩预告》,载《管理世界》2019年第8期。

[8] 参见翟淑萍、王敏、白梦诗:《财务问询函能够提高年报可读性吗?——来自董事联结上市公司的经验证据》,载《外国经济与管理》2020年第9期。

[9] 参见顾海峰、卞雨晨:《内部控制、董事联结与企业创新——基于中国创业板上市公司的证据》,载《管理科学》2020年第6期。

[10] 此处的内部控制治理水平以“‘迪博·中国上市公司内部控制指数’加1并取自然对数后,以中位数为标准区分内部控制质量高组或低组。该指数以企业内部控制基本框架体系作为基础,基于内部控制战略、经营、报告、合规和资产安全五大目标实现程度设计内部控制基本指数,并将内部控制重大缺陷作为修正指标”这一方式进行衡量。转引自中国上市公司内部控制指数研究课题组:《中国上市公司内部控制指数研究》,载《会计研究》2011年第12期。

抑制更明显。^[11]

3. 在信息披露方面,李晓溪、杨国超和饶品贵(2019年)采用文本分析法比较修订前后的并购重组报告书,发现问询函制度通过改善信息披露缓解了信息不对称问题;^[12]袁蓉丽、王群、李瑞敬(2021年)以2015~2018年我国A股上市公司为研究对象,研究问询函与股价同步性的关系,研究发现,年报问询能够降低股价同步性。^[13]翟淑萍、王敏和毛文霞(2020年)以2011~2017年A股上市公司为研究样本,发现收函公司的融资约束会加剧,融资成本会增加。^[14]Cassell和Cunningham(2015年)发现,回函的易读程度与更短的回函时间相关联。^[15]Brown Stephen V., Tian Xiaoli、Tucker和Jenny Wu等(2018年)使用风险因素披露来检验SEC审查定性公司披露的“溢出效应”。^[16]

4. 在问询监管与市场反应的相关研究中,李琳、张敦力和夏鹏(2017年)以我国深圳证券交易所年报问询函及其公司回复函为研究对象,研究发现,回复期的内部人减持规模显著提高,收函、回函后股价出现了负面反应,及时回函减少信息不对称。^[17]赵丙艳、叶春明(2020年)以证券交易所问询函和投资者数量变化为研究对象,发现问询项

[11] 参见聂萍、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》,载《审计与经济研究》2019年第3期。

[12] 参见李晓溪、杨国超、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》,载《经济研究》2019年第5期。

[13] 参见袁蓉丽、王群、李瑞敬:《证券交易所监管与股价同步性——基于年报问询函的证据》,载《管理评论》2021年第1期。

[14] 参见翟淑萍、王敏、毛文霞:《财务报告问询函与上市公司融资约束》,载《金融论坛》2020年第10期。

[15] See Cassell Cory A., Cunningham Lauren M. & Lisic Ling Lei, *The Readability of Company Responses to SEC Comment Letters and SEC 10-K Filing Review Outcomes*, Review of Accounting Studies, Vol. 24, 2019.

[16] See Brown Stephen V., Tian Xiaoli (Shaolee) & Tucker Jenny Wu, *The Spillover Effect of SEC Comment Letters on Qualitative Corporate Disclosure: Evidence from the Risk Factor Disclosure*, Contemporary Accounting Research, Vol. 35, 2018.

[17] 参见李琳、张敦力、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》,载《当代财经》2017年第12期。

目较多、对中介机构核查有疑问的问询函所造成的负面反应较大。^[18] 胡宁、曹雅楠、周楠、薛爽(2020年)研究发现,交易所监管问询函显著提升了被问询公司的债务资金成本。^[19] 杨海波、李建勇(2018年)以深圳证券交易所2015年问询监管事件为样本,通过事件研究法和回归分析,研究了问询监管的市场反应。^[20]

5. 在问询监管与审计收费的相关研究中,郑国洪(2020年)结合了问询函的类别和数量等进行了分析。研究结果表明,收函公司支付了更高的审计费用(其中年报问询函的提高作用更显著,同时企业性质与事务所声誉对审计收费会产生一定影响)。^[21] 米莉、黄婧、何丽娜(2019年)以2015~2017年的沪深A股上市公司为样本,发现上市公司若在一段时间内多次收函,审计师会收取更高的费用,其中收到的问询函若与会计信息相关时,审计费用增加更为显著。^[22]

(二) 理论综述与假设基础

从上述文献分析可以看出,国内外已经对问询函的具体经济效果进行了广泛且细致的研究,总体而言,问询监管对于公司内部治理、信息披露质量、年报可读性的提升都具有积极的作用。而在具体的研究对象中,审计收费、市场反应、信息披露、公司治理等并非毫无关联,问询监管所造成的具体影响往往是联动的。在基本研究方法上,相关研究主要是对面板数据进行基本回归(通常是进行混合回归,控制行业和年度效应),再使用工具变量法、PSM-DID、Heckman二阶段模型、固定效应、安慰剂检验等方法对内生性及稳健性进行检验。

问询函的经济效果是基于信息效应和监督效应共同产生的,本文的研究起点是问询函的“监管效应”,公司内部治理的一些要素和指标

[18] 参见赵丙艳、叶春明:《交易所问询函的信息含量与投资者行为选择》,载《当代经济管理》2020年第10期。

[19] 参见胡宁、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》,载《会计研究》2020年第3期。

[20] 参见杨海波、李建勇:《问询监管的市场反应——基于深交所数据的实证分析》,载《北京工商大学学报(社会科学版)》2019年第2期。

[21] 参见前注[3]。

[22] 参见米莉、黄婧、何丽娜:《证券交易所非处罚性监管会影响审计师定价决策吗?——基于问询函的经验证据》,载《审计与经济研究》2019年第4期。

也可以是公司违规处理的一种预警参考或者指向。具体而言,问询监管在有效减少信息不对称情况的同时,也对公司真实情况进行了侧面印证。问询监管能够使积极配合的公司提升审计质量、改善真实盈余管理、促进信息披露,而这些指标逃不开“公司合规”的广义范畴。本文以上市公司违规处理和问询函为具体研究对象,探究问询监管对于公司合规的预警机制。笔者根据理论和文献综述,作出以下假设:

H1a:问询监管与上市公司是否受到违规处理正相关,即收到问询函的公司,公司更有可能受到违规处理。

H1b:问询监管与上市公司是否受到违规处理负相关,即收到问询函的公司,公司受到违规处理的可能性更小。

H1c:问询监管与上市公司是否受到违规处理无关。

值得一提的是王春峰、黄盼、房振明(2020年)基于证券交易所发布的财务报告问询函,对问询函是否能够有效预测公司违规进行了研究(以下简称“王文”)。^[23] 本文的研究与王文存在以下区分:(1)研究目的不同,王文仅侧重于问询函对于公司违规的预测作用;本文注重研究问询监管的预警作用,并据此设计公司的合规机制。(2)解释变量不同,王文的解释变量侧重于年报问询;本文的问询函范围包括当年所收到的所有问询函。(3)控制变量不同,王文借鉴现有文献对控制变量进行选取;本文在此基础上从公司财务、公司治理、公司评价三个层面选取控制变量。(4)方法不同,王文使用了二值变量回归和混合回归的方法;本文对是否受到违规处理使用二值变量模型,对违规处理频率使用泊松回归模型进行稳健型检验。

三、数据与基本设计

(一) 样本选择

本文以2017~2019年A股上市公司违规处理数据以及当年和上

[23] 参见王春峰、黄盼、房振明:《非处罚性监管能预测公司违规吗?》,载《财政金融》2020年第5期。

一年度证交所公布的问询函(年报问询函、半年报问询函季报问询函、许可重组类问询函、非许可重组类问询函)为研究对象,分析问询监管与上市公司违规处理之间的相关性。问询函数据下载于 CNRDS 数据库,公司违规数据和其余财务数据均源于 CSMAR 数据库。同时,为了处理数据的特殊性,本文所用数据进行了一定程度上的筛选:(1)以 2017~2019 年中国全部 A 股上市公司为样本,并剔除了金融行业的样本以及缺失值,最终选取了 10,033 个样本;(2)本文以问询函“是否问询”为主要的解释变量、“是否受到违规处理”为被解释变量,并以“问询次数”为替代解释变量、“违规处理频率”为替代被解释变量进行稳健性检验;(3)相关财务数据为 2017 年、2018 年、2019 年三年财务年报相关数据。

(二) 变量选择

1. 被解释变量

本文主要是从是否受到违规处理和违规处理频率出发。首先,我们对 CSMAR 上的违规处理数据进行初步处理。^[24] 在“是否问询”这一指标上,公司当年如果存在被违规处理的记录,即赋值 1。违规频率则以年度为单位对当年的数据进行统计(在公司违规频率上,违规处理以日为单位,而具体的数据指标以年为单位)。^[25] 我们以公告日为准,数据显示,2017 年共有 734 件违规处理事件,2018 年共有 906 件违规处理事件,2019 年共有 1449 件违规处理事件。具体而言,其中又可分为上市公司直接违规和上市公司不存在违规行为的两种违规类型。^[26] 上市公司本身不存在违规行为的事件中,通常有股东、实际控制人实施了违规行为。我们认为,第二类违规行为也应该纳入统计:

[24] 筛选删除处理单位为上海证券交易所和深圳证券交易所的数据,因为本文研究的对象为公司的违规处理,自律监管单位所作出的处理不符合研究需求。

[25] 我们以被处理时间作为数据分析的基准,尽管违规行为可能一直存续,但是“发现—处理”这一暴露的过程才是具有参考价值的。

[26] 从 CSMAR 数据库的“公司违规”数据库中整理分析,公司违规类型通常包含以下内容:(1)重大遗漏;(2)占用公司资产;(3)一般会计处理不当;(4)披露不实;(5)擅自改变资金用途;(6)内幕交易;(7)违规买卖股票;(8)擅自改变资金用途;(9)违规担保;(10)操纵股价;(11)推迟披露;(12)虚构利润;(13)虚列资产;(14)虚假记载;(15)其他。

(1) 尽管上市公司没有直接违规行为,但是具体违规行为也会在信息披露中有所体现,也是问询函的问询对象,如博敏电子副总经理的重大遗漏和违规买卖行为;^[27] (2) 其中包括操纵市场、内幕交易、虚假陈述等严重破坏证券市场的行为,对市场同样会造成负面影响; (3) 第二类违规事实与上市公司本身同样存在密切联系。

关于公司违规处理的强度赋值,陈永安、刘汉民、齐宇(2020年)提出了具体方法:按违规年度追溯,若当年没有违规行为,赋值0;仅有高管受罚而公司未受罚或公司受罚类型为其他,赋值1;受罚类型为批评或谴责,赋值2;受罚类型为警告、罚款或没收违法所得,赋值3。同一类型不加分,不同类型处罚进行加分。^[28] 但我们认为这种赋值方法有待考量,为了结果的稳健性,以公司违规处理频率和是否受到违规处理为被解释变量更为妥当。就违规频率而言,容易产生数据惯性。例如,深圳市全新好股份有限公司(A股代码:000007)于2019年共涉及6起违规处理事件,且有部分的内容和事实重合。^[29] 因此,本文主要聚焦于是否受到违规处理的事实,并以违规处理频率为被解释变量,进行稳健性检验。

2. 解释变量

本文对问询变量按行业和年度来划分,问询函包括年报问询函、半年报问询函、季报问询函、许可重组类问询函、非许可重组类问询函等类型。以往的研究主要集中于财务问询函的具体影响,因为违规处理的事由范围远大于财务违规,本文选取问询函的全样本数据。本文对当年的问询次数进行归并,即某公司于某一年度被问询几次,设置“是否问询”作为解释变量。同时为了避免产生数据惯性,设置“问询次数”作为替代解释变量检验稳健性。^[30] 经初步统计,上海证券交易所

[27] 参见上证公监函[2017]0030号。

[28] 参见陈永安、刘汉民、齐宇:《合规与公司绩效:促进还是抑制?》,载《证券市场导报》2020年第10期。受罚类型既有批评、谴责,又有其他,赋值为3;受罚类型既有警告、罚款或没收违法所得,又有其他,赋值为4。

[29] 深圳证券交易所公司部监管函[2019]第18、19、21、25、30号。

[30] 在问询函的时间认定上,我们以问询函的发函时间作为参考基准,尽管例如年报问询函是针对上一年的年报,但是被问询事项所存在的问题是存续到问询函发函当年的,若同时有违规行为,处理也是在这之后的;而在问询函的内容上,我们将全部的问询函囊括,因为违规处理的范围是非常广的。

和深圳证券交易所于 2016 年共发出 539 份问询函,于 2017 年共发出 561 份问询函,于 2018 年共发出 611 份问询函,于 2019 年共发出 766 份问询函。

3. 其余控制变量

借鉴以上已有研究,同时结合现有的理论进行分析。首先,在公司基本状况和财务信息方面,本文选取了公司是否国有、公司是否盈利、公司总资产、公司资产负债率等变量。在公司治理方面,本文选取了董事规模、独立董事比例、其他委员会设置情况、第一大股东持股比例等控制变量。在具体评价方面,本文选取了审计师是否来自境内四大会计师事务所、被分析师关注度、内控是否存在缺陷、审计意见等为控制变量。

4. 基本设计

结合上述分析,笔者于此处先对本研究所涉及被解释变量、解释变量、控制变量做出基本说明(见表 1)。在此基础上,对本文的相关模型做出基本设计,其中包括了基本回归中的二值变量模型和稳健性检验中的泊松回归模型。

表 1 变量的定义及说明

变量	具体变量	说明
被解释变量	是否受到违规处理(Pun)	若收到处理则赋值为 1,否则为 0
	违规处理频率(Puntimes)	以实际收到处理的次数为准
解释变量	是否问询(Inquiry)	若收到问询函则赋值为 1,否则为 0
	上年度是否问询(DInquiry)	滞后一期数据
	问询次数(Inquirytimes)	详见上文
	上年度问询次数(DInquirytimes)	滞后一期数据

续表

变量	具体变量	说明
控制变量	公司是否国有(Ownership)	公司为国有公司即赋值为1,否则为0
	公司是否盈利(NetProfit)	公司净利润大于0 赋值为1,否则为0
	公司资产报酬率(ROA)	净利润/总资产平均余额
	公司总资产(Lnsize)	公司总资产的自然对数
	公司资产负债率(Lev)	公司总负债/总资产
	审计师情况(Big4)	审计师来自境内四大会计师事务所赋值为1,否则为0
	被分析师关注度 (AnaAttention)	在一年内,有多少个分析师(团队)对该公司进行过跟踪分析,一个团队数量为1,不单独列出其成员计算数量
	内控是否有缺陷 (Deficiency)	有缺陷赋值为1,否则为0
	公司第一大股东持股比例 (Toponeholder)	以实际情况为准
	审计意见(TypeAuditOpin)	其中被出具标准无保留意见* 赋值为1,其余为0
	公司董事规模(ND)	以具体董事人数为标准
	独立董事比例(ID)	独立董事占公司比例
	其他委员会设置情况 (Othercommittees)	除战略、薪酬、审计、提名外其他委员会设置情况

注:“*”处的“标准无保留意见”不包括加事项段的标准无保留意见。

尽管对违规处理数据和问询数据进行年度归并的处理方式稍显粗糙,但是问询函与违规处理之间并不能做到一一对应,也就是说难以探究问询函与违规处理间的因果关系。综上,本文作了以下模型设计(其中 Controls 为控制变量,Year 和 Ind 为年度和行业的虚拟变量,DInquiry 表示滞后一期的问询函收函情况):

$$\textcircled{1} \text{Logit}(\text{Pun}_{i,t}) = \alpha + \beta \text{Inquiry}_{i,t} + \theta \text{DInquiry}_{i,t} + \sum_k \lambda_k \text{Other Controls}_{i,t} + \Gamma \text{Year} + \gamma \text{Ind} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Logit}(\text{Pun}_{i,t}) = \alpha + \beta \text{Inquiry}_{i,t} + \theta \text{DInquiry}_{i,t} + \sum_k \lambda_k \text{Other Controls}_{i,t} + \Gamma \text{Year} + \gamma \text{Ind} + u_i + \varepsilon_{i,t}$$

$$\textcircled{2} \text{Poisson}(\text{Puntimes}_{i,t}) = \alpha + \beta \text{Inquirytimes}_{i,t} + \theta \text{DInquirytimes}_{i,t} + \sum_k \lambda_k \text{OtherControls}_{i,t} + \Gamma \text{Year} + \gamma \text{Ind} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Poisson}(\text{Puntimes}_{i,t}) = \alpha + \beta \text{Inquirytimes}_{i,t} + \theta \text{DInquirytimes}_{i,t} + \sum_k \lambda_k \text{OtherControls}_{i,t} + \Gamma \text{Year} + \gamma \text{Ind} + u_i + \varepsilon_{i,t}$$

四、实证检验

(一) 描述统计

根据相关数据库信息,2017~2019年我们共得到2616个问询函样本,3089个违规处理案例,剔除缺失值后,我们使用VLOOKUP函数进行匹配,其中2507个问询函样本得到匹配,2823个违规处理案例得到匹配,其中将问询次数滞后一期处理,共2135个问询函样本得到匹配。表2对各变量进行了基本的描述性统计分析,总体有1718个样本受到违规处理,8316个样本未受处理(此处的描述性统计并未考虑时间变化,遂以样本处理数进行基本描述)。其中受到违规处理次数最高可达17次,均值为0.281,标准差为0.793。问询次数最高可达13次,均值为0.250,标准差为0.626。是否问询中,收到问询函赋值为1,未收到问询函赋值为0,方差为0.388,均值为0.185,共1858个样本收到问询函。从中可以看出,大部分的样本并未受到违规处理,标准差和均值被大量未受处理的样本调低了。

表2 变量的描述性统计说明

变量	平均值	标准差	最小值	最大值
违规处理频率(Puntimes)	0.281	0.793	0	17
是否受到违规处理(Pun)	0.171	0.377	0	1
是否问询(Inquiry)	0.185	0.388	0	1
问询次数(Inquirytime)	0.250	0.626	0	13

续表

变量	平均值	标准差	最小值	最大值
上年度是否问询(DInquiry)	0.163	0.370	0	1
上年度问询次数(DInquirytime)	0.213	0.562	0	13
公司是否盈利(NetProfit)	0.883	0.322	0	1
公司资产报酬率(ROA)	0.0310	0.453	-29.29	4.736
公司总资产(Lnsize)	22.15	1.369	16.65	28.52
审计师情况(Big4)	0.0542	0.226	0	1
被分析师关注度(AnaAttention)	6.744	10.44	0	75
内控是否有缺陷(Deficiency)	0.357	0.479	0	1
公司第一大股东持股比例 (Toponeholder)	33.17	14.50	3.003	89.09
审计意见(TypeAuditOpin)	0.940	0.237	0	1
独立董事比例(ID)	0.379	0.0566	0.200	0.800
其他委员会设置情况 (Othercommittees)	0.0541	0.248	0	4
公司资产负债率(Lev)	0.439	0.503	0.00836	31.47
公司董事规模(ND)	8.383	1.656	0	18
公司是否国有(Ownership)	0.328	0.469	0	1

(二) 相关性分析

表3对各变量的相关关系和相关系数进行了初步说明。在以上相关性分析中,是否受到违规处理与是否问询、资产负债率、是否具有内控缺陷等变量在1%的显著性水平上呈正相关关系,与是否国有、是否有净利润、资产报酬率、是否由境内四大会计师事务所审计、被分析师关注度、第一大股东持股比例、审计意见、董事人数在1%的显著性水平上呈负相关关系。而是否问询与是否国有、是否有净利润、资产负债率、公司规模、是否由境内四大会计师事务所审计、被分析师关注度、第一大股东持股比例、审计意见、董事人数等在1%的显著性水平上呈负相关关系,与资产负债率在1%的水平上呈正相关关系。

表 3 相关系数

变量	是否受到 违规处理 (Pun)	是否问询 (Inquiry)	D 是否问询 (Inquiry)	公司是否 国有 (Ownership)	公司是否 盈利 (NetProfit)	公司资产 报酬率 (ROA)	公司总资产 (Lnsiz)	公司资产 负债率 (Lev)	审计师 情况 (Big4)	被分析师 关注度 (AnaAttention)	内控是否 有缺陷 (Deficiency)	公司第一 大股东 持股比例 (Toponsholder)	TypeAuditOn	公司董事 规模 (ND)	独立董事 比例 (ID)	其他委员会 设置情况 (Othercommittees)
是否受到违规处 理(Pun)	1															
是否问询 (Inquiry)	0.216***	1														
上年度是否问询 (DInquiry)	0.162***	0.300***	1													
公司是否国有 (Ownership)	-0.048***	-0.080***	-0.050***	1												
公司是否盈利 (NetProfit)	-0.210***	-0.224***	-0.166***	0.020**	1											
公司资产报酬率 (ROA)	-0.094***	-0.102***	-0.077***	-0.0160	0.231***	1										
公司总资产 (Lnsiz)	-0.00100	-0.052***	-0.037***	0.359***	0.026***	0.0120	1									
公司资产负债率 (Lev)	0.103***	0.098***	0.083***	0.114***	-0.168***	-0.858***	0.178***	1								
审计师情况 (Big4)	-0.046***	-0.067***	-0.058***	0.130***	0.049***	0.019*	0.320***	0.031***	1							
被分析师关注度 (AnaAttention)	-0.110***	-0.135***	-0.088***	0.028***	0.176***	0.080***	0.366***	-0.00900	0.201***	1						
内控是否有缺陷 (Deficiency)	0.053***	0.00500	-0.017*	0.255***	-0.098***	-0.054***	0.207***	0.104***	0.093***	-0.025**	1					
公司第一大股东 持股比例 (Toponsholder)	-0.126***	-0.140***	-0.142***	0.188***	0.142***	0.041***	0.180***	0.00500	0.139***	0.065***	0.084***	1				
TypeAuditOn	-0.223***	-0.266***	-0.210***	0.022**	0.414***	0.200***	0.029***	-0.209***	0.034***	0.127***	-0.162***	0.120***	1			
公司董事规模 (ND)	-0.029***	-0.079***	-0.062***	0.239***	0.053***	0.0100	0.279***	0.044***	0.091***	0.095***	0.090***	0.024**	0.048***	1		
独立董事比例 (ID)	0.00600	0.045***	0.022**	-0.028***	-0.036***	-0.00900	-0.00200	0.00800	0.022**	0.017*	0	0.045***	-0.032***	-0.544***	1	
其他委员会设置 情况 (Othercom- mittees)	0.00300	-0.0110	0.00200	0.146***	0.00600	0.00500	0.189***	0.039***	0.097***	0.063***	0.055***	0.058***	-0.00600	0.069***	0.0130	1

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著。

(三) 基本回归分析

本文以是否受到违规处理为被解释变量在此处进行基本回归分析(见表4)。我们选用logit数据进行处理,同时本文使用的是3年期的非平衡面板数据。为了提升结果的可参考性,我们使用混合效应、固定效应、随机效应进行分别回归,并在具体的数据分析过程中,对数据进行平衡处理。在混合回归中,我们使用了聚类稳健标准误。在固定效应和随机效应回归中,我们通过Stata16的xtLogit模型来解决伴生参数的问题。^[31]

表4 以是否受到违规处理为被解释变量的回归分析

变量	是否受到违规处理(Pun)			
	(t1)	(t2)	(t3)	(t4)
是否问询(Inquiry)	0.678 ***	0.667 ***	0.710 ***	0.373 ***
	(0.0691)	(0.0710)	(0.0787)	(0.107)
上年度是否问询(DInquiry)	0.410 ***	0.415 ***	0.452 ***	0.217 **
	(0.0707)	(0.0718)	(0.0794)	(0.110)
公司是否国有(Ownership)	-0.243 ***	-0.270 ***	-0.308 ***	-15.54
	(0.0786)	(0.0821)	(0.0892)	(979.4)
公司是否盈利(NetProfit)	-0.528 ***	-0.492 ***	-0.486 ***	-0.0249
	(0.0932)	(0.0954)	(0.105)	(0.122)
公司资产报酬率(ROA)	0.0833	0.0648	0.0762	0.180
	(0.215)	(0.211)	(0.226)	(0.213)
公司总资产(Lnsize)	0.136 ***	0.122 ***	0.132 ***	0.525 ***
	(0.0295)	(0.0305)	(0.0336)	(0.178)
公司资产负债率(Lev)	0.559 ***	0.501 ***	0.615 ***	1.902 ***
	(0.145)	(0.143)	(0.163)	(0.467)

[31] 根据Stata官方解释,xtlogit指令使用的是条件最大似然估计(CML)的估计方法,能够解决所谓的伴生参数问题。

续表

变量	是否受到违规处理(Pun)			
	(t1)	(t2)	(t3)	(t4)
审计师情况(Big4)	-0.320 **	-0.302 *	-0.355 **	-2.339 ***
	(0.152)	(0.158)	(0.170)	(0.832)
被分析师关注度 (AnaAttention)	-0.0262 ***	-0.0242 ***	-0.0262 ***	-0.0159 *
	(0.00427)	(0.00434)	(0.00462)	(0.00954)
内控是否有缺陷 (Deficiency)	0.173 ***	0.194 ***	0.219 ***	0.380 **
	(0.0660)	(0.0700)	(0.0769)	(0.152)
公司第一大股东持股比例 (Toponeholder)	-0.0152 ***	-0.0151 ***	-0.0167 ***	-0.0127
	(0.00245)	(0.00257)	(0.00279)	(0.0139)
审计意见 (TypeAuditOpin)	-0.639 ***	-0.572 ***	-0.632 ***	-0.273
	(0.112)	(0.116)	(0.128)	(0.199)
公司董事规模(ND)	-0.0180	-0.00961	-0.0154	-0.161 **
	(0.0236)	(0.0248)	(0.0273)	(0.0802)
独立董事比例(ID)	-0.692	-0.849	-0.934	-1.750
	(0.640)	(0.669)	(0.729)	(1.735)
其他委员会设置情况 (Othercommittees)	0.106	0.128	0.142	0.714
	(0.116)	(0.116)	(0.128)	(0.697)
年度虚拟变量(Year)	Control	Control	Control	Control
行业虚拟变量(Industry)	Control	Control	Control	
常数项(Constant)	-3.088 ***	-2.774 ***	-3.009 ***	
	(0.733)	(0.755)	(0.825)	
伪 R2(Pseudo R2)	0.1114	0.1076		
是否平衡(Balance)	N	Y	Y	Y
回归方法(Method)	POOLED	POOLED	RE	FE
观测值数(Observations)	10,033	9072	9072	3330

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著。

表4显示了实证分析的结果。其中回归 t1 并没有将数据进行平衡处理,使用的仍旧是非平衡面板数据。同时在回归 t1、t2、t3 中,我们使用了稳健标准误,同时控制了行业效应和时间效应来保证结果的准确性和稳健性,在回归 t4 中控制了时间固定效应和个体固定效应。回归 t1、t2 中,我们选用的是混合 logit 模型,汇报了 Pseudo R²,分别为 0.1114 和 0.1076。回归 t3、t4,我们分别使用的是面板 logit 模型的随机效应和固定效应进行处理。在回归 t4 中,可以直接观察到省略了近 2/3 的样本量,尽管能够克服不少内生性问题,但是损失了效率。

首先,本文对解释变量进行基本考察分析,在回归 t1、t2、t3、t4 中,是否问询均与是否受到违规处理在 1% 的显著性水平上呈正相关,而上一年度是否问询与是否受到违规处理在回归 t1、t2、t3 中在 1% 的显著性水平上呈正相关,在回归 t4 中在 5% 的显著性水平上呈正相关。其次,本文对其余控制变量进行基本考察分析,在回归 t1、t2、t3 中,公司是否国有、公司是否盈利、被分析师关注度、第一大股东持股比例、^[32] 审计意见与是否受到违规处理在 1% 的显著性水平上呈负相关。公司总资产、资产负债率、内控是否有缺陷与是否受到违规处理在 1% 的显著性水平上呈正相关。是否由境内四大审计师事务所审计在回归 t1、t3 中与是否处理在 5% 的显著性水平上呈负相关,在回归 t2 中与是否处理在 10% 的显著性水平上呈负相关。在回归 t4 中,公司总资产、资产负债率与是否受到违规处理在 1% 的显著性水平上呈正相关,内控是否有缺陷与是否受到违规处理在 5% 的显著性水平上呈正相关,是否由境内四大审计师事务所审计、董事会规模、被分析师关注度分别与是否受到违规处理在 1%、5%、10% 的显著性水平上呈负相关。综上,我们接受假设 H1a,即问询函与上市公司是否受到违规处理正相关,即收到问询函的公司,公司更有可能受到违规处理。问询函能够对上市公司合规起到充分的预

[32] 根据《企业内部控制基本规范》(2009 年版)第 12 条的规定,董事会负责内部控制的建立、健全、实施,监事会负责监督,经理层负责日常运行。企业应当成立专门机构或者指定适当的机构具体负责组织协调内部控制的建立实施及日常工作。而第 13 条对审计委员会的设置和职能进行的相应的规定:(1)企业应当在董事会下设立审计委员会;(2)审计委员会负责审查内部控制;(3)审计委员会监督内部控制的实施及自我评价;(4)审计委员会协调内部控制审计。

警作用。另外,从以上回归分析的过程来看,部分变量在统计学意义上自始至终是不显著的,其中包括独立董事比例、其他委员会的设置等。^[33]

结合部分文献进行以下理论上的说明:(1)问询监管能够对应计盈余管理起到抑制作用,^[34] 问询函细分特征及问题分类也会显著影响盈余管理程度的降低;^[35] (2)业绩预告的质量低的主要情况源于信息不对称和盈余管理,问询函在反映信息不对称问题的同时能够促进相关问题的改善;^[36] (3)公司是否收到问询函与高管变更概率显著正相关。当财报问询函需要中介机构发表意见、涉及关联交易或并购等重大事项或者回函承认存在错误、延期回函或收回函间隔天数越多时,企业高管变更概率越高(此处高管指董事、监事及相关高级管理人员);^[37] (4)财务报告质量差的公司,更有可能收问询函。^[38] 对于公开披露的问询函,相关反应明显更强,表明审查的效果有所增强。^[39] 交易所发放年报问询函显著降低了当年审计报告的激进性,提升了审计质量,年报问询函分别

[33] 上市公司的四大大专门委员会中,与违规处理最直接相关的是审计委员会,但是基本上上市公司都会设置审计委员会,在 10,033 个样本中,可以明确观测到约 10,000 个样本设置了审计委员会,剩余变量存在缺失等特殊情况。而至于其他委员会,在 10,033 个可观测样本中,只有 1 家上市公司设置了 4 个其他委员会,45 个上市公司设置了 2 个其他委员会,449 个公司设置了 1 个其他委员会,9538 个公司并没有设置其他委员会。总体上看,不设置其他专门委员会的上市公司居多,同时,其他委员会很少有针对违规处理、合规等事项设立,所以整体变量的实际效果不易评测。

[34] 参见前注[6]。

[35] 参见陈运森、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》,载《管理世界》2019 年第 3 期。

[36] 参见翟淑萍、王敏:《非处罚性监管提高了公司业绩预告质量吗——来自财务报告问询函的证据》,载《山西财经大学学报》2019 年第 4 期。

[37] 参见邓祎璐、李哲、陈运森:《证券交易所一线监管与企业高管变更——基于问询函的证据》,载《管理评论》2020 年第 4 期。

[38] See Johnston Rick M. & Petacchi Reining, *Regulatory Oversight of Financial Reporting: Securities and Exchange Commission Comment Letters*, Contemporary Accounting Research, Vol. 34, 2017.

[39] See Duro Miguel, Heese Jonas & Ormazabal Gaizka, *The Effect of Enforcement Transparency: Evidence from SEC Comment – Letter Reviews*, The Review of Accounting Studies, Vol. 24, 2018.

通过信息效应和监督效应提升审计质量。^[40] 综上所述,一般情况下上市公司被问询后会采取部分措施来应对问询,同时,问询监管尽管并非对于公司信息披露的完全否定,但会有一定的负面反馈。

(四) 稳健性检验与内生性检验

本文采用了替代解释变量“问询次数”以及替代被解释变量“违规处理频率”,并对前文列出的模型②所涉及的数据进行离散度进行检验,发现并不存在过度分散的情形,不宜使用负二项回归。使用面板泊松回归模型进行稳健性检验,结果显示, *Inquirytimes* 的系数依旧显著,且为正。同时,本文以“是否问询”对处理组进行划分,以其他控制作为匹配变量,用 PSM 的方法进行匹配并删除未被匹配的样本,用模型①重新回归,进行内生性检验,结果与基本回归结果保持一致。^[41]

本文数据处理的不足之处在于数据本身的选取:首先,问询函对于上市公司违规行为的预警是概括性的。一方面是时间上的概括性,违规行为有可能是此前早已发生的,只是在处理年度才曝光,问询函不能做到与违规处理在时间上的一一对应。另一方面,行为上具有概括性,违规处理的具体事由可能与问询内容相左,但这并不代表问询函监督机制的失灵。其次,问询函的具体内容不能囊括的一些违规事由。最后,被解释变量——上市公司违规处理因为数据库原因可能会存在缺失值。因此,本文关注的主要问题是问询监管与违规处理之间的相关性以及问询函的监督、预警功能。并且为了增强文章的说服力,我们在下一部分引入了3个实例来进行佐证。

五、问询监管的预警机制设计——基于合规责任人的职责考量

(一) “问询函—违规处理—合规”的实例说明

对于合规的定义,季卫东教授认为“规”包括:(1)国家颁布的法律

[40] 参见陶雄华、曹松威:《证券交易所非处罚性监管与审计质量——基于年报问询函信息效应和监督效应的分析》,载《审计与经济研究》2019年第2期。

[41] 因为篇幅原因,本文不再列出相关回归结果,数据及数据处理结果已备案待查。

和政令；(2)企业自身制定的共同体规则和协定；(3)自由市场所要求的一般性诚信伦理。^[42] 陈瑞华教授将企业合规定位为：(1)企业在运营过程中要遵守法律法规；(2)企业要遵守商业行为守则和企业伦理规范；(3)企业要遵守自身所制定的规章制度。^[43] 而问询函所预警的违规行为基本属于“合法律法规”这一狭义合规的范畴中，同时，本文的被解释变量—违规处理—总体而言在范围囊括上是小于“合法律法规”的。本文在此处通过3个案例来说明“问询函—违规处理—合规”的传导机制，以此来对问询监管的预警功能进行佐证，并结合案例在下一部分阐明相关合规责任。

1. 广东雪莱特光电科技股份有限公司违规担保案^[44]

广东雪莱特光电科技股份有限公司(以下简称“雪莱特公司”)于2019年5月31日收到关于2018年年报的问询函。问询函中对违规担保的问题提出了问询。^[45] 雪莱特公司尽管存在延迟回函的行为,但其及时进行自查。雪莱特公司于同年7月25日披露《关于子公司违规担保解除的公告》,其中声明通过《和解协议书》《民事调解书》已解除违规担保。深圳证券交易所发出监管函,认为雪莱特公司存在违规担保行为,对责任人员和公司提出了整改要求。^[46] 该案中,雪莱特公司和相关人员确实存在违规担保行为,而雪莱特公司倒查违规事件并积极处理,尽管最终收到了整改意见,但是保护了公司财产和股东利益,并降低了处理的严苛程度。

2. 荣科科技股份有限公司推迟披露案^[47]

荣科科技股份有限公司(以下简称“荣科公司”)于2019年5月10日收到关于2018年年报的问询函,荣科公司按时回复。问询函中指出政府补助的项目内容、金额、到账时间等事项并未披露,存在未履行信息

[42] 参见季卫东:《为企业合规性投石问路》,载《财经》2008年第20期。

[43] 参见陈瑞华:《企业合规制度的三个维度——比较法视野下的分析》,载《比较法研究》2019年第3期。

[44] 广东雪莱特光电科技股份有限公司于A股市场代码为002076。

[45] 深圳证券交易所中小板年报问询函[2019]第277号。

[46] 深证证券交易所中小板监管函[2019]第163、164号。

[47] 荣科科技股份有限公司于A股市场代码为300290。

披露义务的可能。荣科公司回函称:每笔补助未达到披露标准。深圳证券交易所于2019年7月29日发布相关监管函,认为荣科公司应计补助为1239.98万元,以及在2018年3月21日至6月30日,应计补助已达564.9万元,属于应当披露的情形,违反了相关规定。^[48]在该案中,合规负责人对规则的形式标准把握并不到位,认为政府补助是否应当披露的标准是以“每笔”为单位。

3. 哈药集团人民同泰医药股份有限公司案^[49]

哈药集团人民同泰医药股份有限公司(以下简称“人民同泰”)于2018年2月14日收到关于其终止重大资产重组相关事项的问询函,人民同泰按时回复。问询函中对相关人员是否勤勉尽责等事项提出了说明要求。^[50]人民同泰回函称:相关工作人员在本次重组的决策过程中履职是勤勉尽责的。独立财务顾问核查意见经核查后做出同样结论。但是上海证券交易所发布了相关《纪律处分决定》及《公监函》,认为:公司未能审慎决策,公司作为交易主体的资质存在重大不确定性,并可能对重组后续工作产生重大影响,公司办理重组停牌事项不审慎;并且资金不足属于长期存在的客观事实,公司应当对该事项进行风险提示。^[51]最终对人民同泰通报批评并对相关责任人员给予处理。在该案中,我们认为,公司相关人员并未以客观的态度看待自身的经营行为,自我判断和财务顾问的核查并不影响对其行为“不审慎”的认定,公司相关人员需要增强风险意识,以更客观的视角来履行审慎义务,合规责任人也需精准把握规则的实质认定标准。

这三个案例并不是真的代表了问询函能够直接说明公司的违规事实,但这三个案例佐证了问询函能够充分发挥预警作用。其中问询函分为定期问询函和非定期问询函,进一步地,非定期问询函的事件导向性较强,其主要是减少了特定事件披露的信息不对称。定期问询函主要是针对年报、半年报、季报等定期报告,其对于公司违规的预警功

[48] 深圳证券交易所创业板监管函〔2019〕第102号。

[49] 哈药集团人民同泰医药股份有限公司于A股市场代码为600829。

[50] 上海证券交易所上证公函〔2018〕0184号。

[51] 上海证券交易所纪律处分决定书〔2018〕86号、上证公监函〔2018〕0113号。

能更强。^[52] 可以表明,违规处理更侧重于结果,即违规处理仅是对违法行为的事后处理;合规更侧重于行为/过程,包括事前的预防和事中的处理、事后的救济等内容。上市公司可以通过识别问询函的问询事项和相关信息来披露合规行为或者是补救违规行为。例如,在雪莱特公司违规担保案中,公司能对违规担保行为进行及时反应并通过其他方式降低甚至规避被处理的可能性。因此,能否由此将问询函作为合规预警?我们认为完全可以实现,上文的检验结果和案例分析充分证明了问询函对于违规处理起到的预警作用,我们可以通过预警功能,以问询函的问询事项和相关信息作为合规工作的重点对象,即形成“问询函—违规处理—合规”链条式的预警机制。

(二) 问询监管预警中的合规责任人设置

在所有权与经营权相分离的上市公司中,由董事、高管行使上市公司的经营权,监事行使监督权。但在我国现行的法律法规中,并未明确规定由哪一个部门来承担合规责任。从现行的公司法框架和规定出发,合规机制的具体构建以及合规管理有效实施需要充分的介入权,但又需要保持一定的独立性。我们认为,现有框架下合规应该由董事会负责;^[53] 监事会对董事会进行监督;^[54] 各部门经理层在负责企业日常运行的同时,对职能范围内的合规事项负责。^[55] 就问询监管的预警应对而言,独立董事和监事都不足以完全应对。在公司内部治理结构中,可

[52] 定期报告的披露事项更全面、更稳定,披露时间固定性较强,与定期报告相关的披露规则也更健全。更容易观察和发现披露违规行为和一般违规行为。

[53] 独立董事不能成为合规责任人,独立董事的虚设以及架空在实践中和相关实证检验中也得到了证实。独立董事的虚设原因如下:(1)从独立董事提名形成方式来看,由董事会、监事会、股东提名再由股东表决通过,董事会及大股东的参与程度非常高。这种提名形成方式就很难让独立董事保持实权。(2)上市公司在具体的运行过程中,独立董事并非日常经营人员,参与程度不高,同时,对独立董事“独立性”的要求虽然增加了独立董事判断的客观性,但又疏远了独立董事与具体的日常经营工作。

[54] 我们认为,就经营监督而言,监事及监事会的监督职能最为广泛、主动性最强。但监事并不参与日常经营决策,且囿于职能范围和专业能力等因素的限制,监事对经营事项的的日常监督在客观上比较困难。因此,我国当下公司治理模式中的监事及监事会可能无法成为合规管理的主要责任人。

[55] 参见《中央企业合规管理指引(试行)》(2018年版)第5条、第6条、第7条。

以赋予合规责任人相应职能,并完善相关权力、责任体系。^[56] 而由谁来担任这一合规责任人? 我们认为最终需要重新设立合规职能部门,而现阶段的当务之急是完善合规责任人的职责体系,合规责任人在我国公司内部治理结构中应该在董事会项下设立。而合规职能部门在现行的治理结构下更贴近于管理层:

1. 合规制度的要素包括合规高管、风险管理、外部审计、内控体系、监管机关合作等内容,^[57] 高管合规、风险管理等内容基本明确由公司的管理层负责。根据上述实证研究,问询监管与公司其余财务指标呈显著的相关关系。合规涉及面非常广泛,单独将问询因素与其他事项割裂并不能起到很好的合规效果。同时,规避相关违规处理也属于风险管理与内部控制共同目标,如上述分析中,审计意见类型与是否问询呈显著的负相关关系,而其又与是否违规处理在 1% 的显著性水平上呈负相关。合规管理层能充分利用现有信息观察问询函的问询事项,以此应对问询预警。因此,为了能够有效应对问询,我们认为合规官需要充分的信息介入权。

2. 由于我国对董事注意义务违反的认定标准仍不够清晰,^[58] 尽管不少事项可以被列入董事注意义务的行列,但是真正归责时,因为认定标准的模糊性,董事又能以各种事由“金蝉脱壳”。因此我们认为,如果直接设置合规官作为合规部门的主要责任人,合规部门应设置在董事会之下,但合规官的职权应与传统管理层做出区分。合规责任人有纠正不合规事项的主动性,^[59] 同时,合规事务需要与其他日常事务分离并保证不受干涉。就应对问询函而言,我们初步认为,相较于直接设置合规部门,在四大委员会之外设置合规委员会更加合理。^[60] 合规官的主动性、独立性以及责任的明确能够保证回函的真实性、全面性和及时性。

[56] ISO 所发布的《合规管理体系要求及使用指南》中明确倡议设立合规官。

[57] 参见邓峰:《公司合规的源流及中国的制度局限》,载《比较法研究》2020 年第 1 期。

[58] 参见梁爽:《董事信义义务结构重组及对中国模式的反思:以美、日商业判断规则的运用为借镜》,载《中外法学》2016 年第 1 期。

[59] 参见李本灿:《合规官的保证人义务来源及其履行》,载《法学》2020 年第 6 期。

[60] 合规委员会的设置自由程度较高,设置成本低,且在现行的法律法规之下有据可依。

(三) 问询函预警机制的合规设计基础

1. 上市公司违规行为分类下的合规事前预警

根据 CSMAR 数据中披露的上市公司违规行为,可分为披露行为违规以及一般违规行为。前者包括重大遗漏、披露不实、虚假记载、虚构利润、虚列资产、一般会计处理不当等,后者包括占用公司资产、擅自改变资金用途、内幕交易、违规买卖股票、擅自改变资金用途、违规担保、操纵股价等。两类违规之间可能存在具体关联(公司本身存在违规行为而致使公司采取违规披露的措施);从违规行为是否持续来看,违规行为既可以是持续性的,也可以是暂时性的。

首先,合规责任人需对公司的违规行为保持充分的敏感程度,及时识别合规风险,并对不同的违规行为采取不同的应对措施:(1)对于一般违规行为,合规责任人需要通过具体的财务指标以及公司的经营事务综合考量,并及时识别,整治根源违规行为;(2)对披露不当行为,合规责任人需做好核对及劝导工作,保证披露的合规性。其次,合规责任人需关注两个标准:(1)形式标准,即对相关法律法规进行学习,把握尺度。上述案例中,荣科公司对相关披露规则的学习不充分,最终被出具了监管函。形式标准整体较为稳定,通常仅涉及条文的解读。(2)实质标准,实质标准通常难以通过对条文的简单解读得出,需要结合现实情况做到主客观相统一。如上述人民同泰案件,需要对相关责任人员是否履行了审慎义务进行实质性判断。《纪律处分决定书》中结合证券市场和公司自身的经营情况对相关责任人员做出了未达到“审慎”标准的实质性判断。形式标准和实质标准的割裂程度并不高,只是规范适用的两个层面。

2. 问询函预警下的合规责任

问询函兼具信息效应和监督效应,问询函在督促上市公司主动减少信息不对称程度的同时,能够有效地监督上市公司的违规行为。首先从问询函的问询特征和上市公司的回函来看:上市公司一般均需回函并就相关事项进一步说明。不少上市公司回函周期非常长,上述提到的相关实证研究表明,回函时间越长,回函的可读性越低,^[61]这对投资者和监

[61] 参见前注[15]。

管者也是非常重要的预警。一方面,回函及时的上市公司能够主动减少不对称信息,而回函不及时甚至不回函的上市公司则会向投资者和监管者传递相反的信号。同时,问询函中的问询事项越多,越能直接说明信息的不对称程度更高。另一方面,被问询对象存在违规的盖然性较大,而违规者粉饰信息的动机越发强烈。从客观上看,问询的事实说明了上市公司存在具体违规事项的可能。问询的事项越多,说明存在违规事实的可能性越大。

从具体的实证研究来看,实证检验能够直接说明问询函的监督效应。而以上的实证检验无法直接说明问询函的信息效应,但结合数值和实际情况,在不少情形下,上市公司收到问询函后做出了合理的解释说明。^[62]事实证明,监督效应在理论上和实践中是存在且强有效的。尽管收到问询函不等于受到处理,但是我们认为问询函需要得到公司的充分重视:首先,问询函的监督效应是强力的,在很大程度上,问询函能够觉察上市公司可能存在违规事实;其次,问询函的针对性较强,一般分为实质上的违法问题和披露违法问题,对于问询函的重视起码能够解决披露不规范的问题;最后,对于问询函的重视并不需要花费过多的成本,回函是对问询函的针对事项进行解释说明,对相关事项进行倒查,对于问询函的重视能够带来可观的效应——公司不存在违法事实,能够合理解释和避免处理。若存在违法事实,可及时补救以及追责。

由此可见,收函后合规责任人需要承担以下事务:首先,在程序上,合规责任人需要保证回函的及时性以及回函内容的完整性。其次,合规责任人应充分分析问询函的问询内容,对问询内容及相关事项进行倒查,能够及时纠正的违规行为及时纠正;不能及时纠正的违规行为和披露不当行为,合规责任人需及时披露、做好备案工作并加强与相关部门的沟通交流,降低合规事件的影响。最后,处理相关事件后及时对相关责任人追责,并修整公司的管理漏洞,同时做好合规教育工作。

[62] 尽管存在当年被问询,下一年甚至更久被处理的情形,但是就问询阶段而言,确实减少了信息的不对称。可对收函公司的回函速度、回函内容以及回函质量来直接评测问询函的信息效应。本文数据对于问询函的信息效应仅做间接说明。本文的数据分析中,收函不等于违规处理,间接说明了问询函的信息效应。

六、研究结论与启示

总体而言,问询函能够成为有效的预警指标:一方面,问询函反馈了公司的可能违规事实,上市公司对于问询函的有效应对能够减免公司的合规风险以及受到处理的可能性;另一方面,问询函对上市公司信息披露、真实盈余管理、审计质量、公司治理等方面会产生影响,有效应对问询能促进相关指标的质量改善。通过实证数据的检验,发现问询函的监督效应是明显的,^[63]这也从侧面证实了证券交易所非处罚性监管的效力。与此同时,我们结合了3个实例进一步佐证了问询函能够充分对上市公司的违规处理产生预警的作用。

本文以问询监管的监督效应和预警作用为主,对国内外与问询监管相关的文献进行了综述。在已有研究的基础上,以是否问询为主要解释变量,以是否受到违规处理为主要被解释变量,对问询函的监督效应进行直接检验,并对问询函的信息效应进行了间接解读。根据现有的公司治理体系,为解决问询监管所带来的合规预警,我们认为需要设立合规责任人来打破现存的职能困境,但是目前直接设立合规部门这一措施过于激进,通过设置合规委员会或者由法务部门暂领合规责任相关职能更加合适。公司合规负责人需按照以下机制安排来合理应对问询函预警:(1)在事前识别合规风险,从根源上整治违规行为,采取合理行动调查并识别上市公司违规类型和违规事由,把握规范的形式标准和实质标准,并在信息披露时保证信息披露的合规。(2)在被提出问询后,通常回函的时间要求非常短,考虑到问询函可能产生的负面影响,合规官应及时自查。若存在违规行为,及时披露回函,并对违规行为进行纠正、处理。(3)做好合规事件后的纠察工作,对相关负责人员采取适当的惩戒措施,修整内部相关规则。同时,合规官需要做好相关的合规教育工作,形成合规文化。

(编辑:宋澜)

[63] 如果相关解释变量并不显著、系数为负、系数接近甚至与0相等时,问询函的监督效应并不明显,因为在这些情况下,它并不能说明违规事实的存在。