

# 监管信息公开披露与企业股权融资成本

## ——基于财务报告问询函的证据

曹雅楠<sup>1</sup>，胡宁<sup>2</sup>，薛爽<sup>3</sup>

(1. 上海对外经贸大学 会计学院，上海 201620；2. 西南财经大学 会计学院，四川 成都 610074；3. 上海财经大学 会计学院，上海 200433)

**摘要：**真实且充分的信息获取和信息解读是投资者合理预期公司未来收益的重要前提。不同于媒体报道、分析师研报等其他存在潜在偏差的公共信息，监管部门直接提供的信息更具可靠性和公信力。本文基于沪深交易所财务报告问询函数据，考察监管信息的公开披露对企业股权融资成本的影响。研究表明，交易所发放的财务报告问询函向市场提供了增量信息，改变了权益投资者的风险预期，显著提高了被问询公司的股权融资成本，并且当问询函包含的问题数量越多或交易所要求独立第三方出具专业意见时，公司的股权融资成本提高幅度更大。截面测试表明，交易所财务报告问询函与股权融资成本的关系受公司外部法律环境及内部公司治理水平的影响。拓展性测试进一步发现，未向市场公开披露的问询函并不具备帮助权益投资者合理调整预期收益的功能。本文的研究既揭示了监管信息公开披露的重要性，也为交易所一线监管行为的有效性提供经验证据。

**关键词：**财务报告问询函；公开披露；股权融资成本；一线监管

**中图分类号：**F270      **文献标识码：**A

### 一、引言

与西方发达市场企业债务融资优先不同，中国企业基于追求融资成本最小化、实际控制权等因素，对股权融资有着特殊的偏好（黄少安和张岗，2001；陆正飞和叶康涛，2004）。近年来，随着注册制改革的深入推进，我国 A 股 IPO 呈现出常态化、市场化的特征，这说明股权融资依然是我国企业较为重要的融资渠道，发展直接融资成为当下及未来金融供给侧结构性改革的新常态。股权融资成本是投资者考虑了风险因素在内的预期投资回报率，也是企业付出的资金使用代价，其不仅构成企业在融资决策时的重要依据，更是影响整个资本市场在资金流向及资源配置等方面的重要因素。Coase（1960）、Stigler（1964）以及 La Porta 等（2006）普遍认为证券定价权利应该交给广大参与市场交易的投资者，然而上述赋权存在一个重要的假设前提，即投资者拥有足够的信息并且能充分解读信息进而将信息融入自身决策。然而资本市场中普遍存在的信息匮乏及投资者有限注意都表明上述假设与现实存在一定的偏差。特别是在以我国为代表的法律执行力度较弱、投资者保护水平低下的新兴资本市场中，公司缺乏自愿披露信息的意愿，公司与外部投资者及投资者之间的信息不对称问题比西方资本市场更为严重（Haskins 等，2000；Healy 和 Palepu，2001；La Porta 等，2006）。

据 Morck 等（2000）统计，中国作为新兴资本市场的典型代表，股价同步性位居全球第二。面对我国半强式市场中信息透明度差导致投资者难以对公司资金使用成本合理定价的现实，中央政府不断加强金融监管。其中，沪深交易所作为资本市场重要的监管主体，其一线监管职能不断强化。2011 年沪深交易所相继执行“信息披露直通车制度”，监管重心从事前审核转向事后问询，并于 2014 年开始在交易所官网公开披露问询函及公司回复函。陈运森等（2018a）考察了问询函公告和回函公告的短期市场反应，发现问询函公告发布后的短

期累积超额收益率显著为负，而上市公司回函公告的市场反应显著为正，在投资者反应不足和反应过度的半强式市场中，沪深交易所问询机制对投资者产生什么样的净影响尚不得而知，因此从股权融资成本视角来检验问询函如何影响投资者预期收益调整具有重要的现实意义。

不同于媒体报道、分析师研报等其他存在潜在偏差的公共信息，交易所直接提供的信息更具可靠性和公信力。在公开信息匮乏的半强式市场中，监管信息的公开披露能否使权益投资者获得增量信息进而调整对被问询公司的收益预期？Easley 和 O' Hara（2004）通过模型推导发现，公共信息的披露有助于降低非知情投资的风险。本文基于 2014-2016 年间沪深交易所公开披露的问询函信息，试图通过考察沪深交易所财务报告问询函如何影响企业股权融资成本进而为 Easley 和 O' Hara（2004）的理论预期提供实证证据。研究结果表明，沪深交易所发放的财务报告问询函显著改变了权益投资者的风险预期水平，提高了被问询对象的股权融资成本，并且当问询函包含的问题数量越多以及交易所要求会计师事务所、律师事务所、独立董事或财务顾问等第三方出具专业意见时，公司的股权融资成本更高。截面测试表明，交易所财务报告问询函与股权融资成本的关系因公司外部法律环境及内部公司治理水平的不同而存在差异。具体地，外部法律风险强化了监管问询与公司股权融资成本的正向关系，而公司内部控制质量的改善和集中的股权结构有助于缓解监管问询对公司股权融资成本的负面影响。拓展性测试以 2012-2013 年未向市场公开披露的问询函为样本，检验结果并未发现监管问询与股权融资成本间存在显著关系，从而进一步验证了公开披露的问询函对投资者重新评估公司风险水平的增量作用。在内生性检验及稳健性测试中，本文采用倾向得分匹配（PSM）、逐年匹配的双重差分模型（PSM-DID）、Heckman 两阶段回归、替换样本、替换股权融资成本度量指标以及控制滞后一期股权融资成本的方式重新检验，结论均未发生系统性变化。本文的研究结论表明，交易所的财务报告问询函确实起到了向资本市场提供增量信息的作用，有助于投资者及时修正风险预期进而影响企业股权融资成本

本文可能有以下三点贡献：第一，本文拓宽了股权融资成本影响因素的研究视角，丰富了股权融资成本相关文献。目前国内外学者的研究表明，财务报告信息披露质量（Healy 和 Palepu, 2001; Botosan, 1997; Botosan 和 Plumlee, 2002）、年报风险信息（王雄元和高曦, 2018）、社会责任信息（Dhaliwal 等, 2011; 李姝等, 2013）等自愿性信息披露影响股权融资成本，少有学者关注监管机构公共执法与股权融资成本的关系，本文利用交易所问询函这一特定情境对相关研究形成有益补充。第二，为当前有效市场和有为政府的争论提供了增量微观证据。与西方自由市场经济不同，政府干预始终是我国经济制度的重要特征，然而学术界关于政府与市场的边界始终争论不休，以张维迎为代表的一派学者坚持认为政府应更少地参与经济活动。本文的研究表明现阶段我国资本市场参与者严重的信息劣势依然是影响投资者理性预期的重要问题，沪深交易所作为监管我国资本市场的法定机构，其适时、适度的干预至关重要，公开披露监管信息有助于维护投资者利益和提升社会资源配置效率。第三，为交易所一线监管有效性提供增量经验证据。已有关于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 等, 2005），仅有的关于沪深交易所治理有效性的研究多从市场反应进行考察（陈工孟和高宁, 2005; 黎文靖, 2007）。与当前从审计质量（陈运森等, 2018b）、管理层捂盘动机（张俊生等, 2018）、盈余管理（陈运森等, 2019）、业绩预测（李晓溪等, 2019）等方面考察问询机制对上市公司本身的影响所不同，本文将研究视角拓展至公司重要的利益相关方、资本市场的重要参与方——权益投资者，发现问询函有助于投资者修正风险预期进而重新评估企业股权融资成本，表明交易所的一线监管行为对我国资本市场的整体有效运行具有重要意义。

本文后续安排如下：第二部分对相关文献进行回顾并在理论分析基础上提出本文的研究假说；第三部分是研究设计；第四部分是实证结果分析；第五部分是拓展性测试；第六部分是内生性检验和稳健性测试；最后是本文的结论部分。

## 二、文献综述与理论分析

### （一）信息披露与股权融资成本相关文献

股权融资成本是投资者考虑风险因素之后要求的预期回报率，国内外学者就股权融资成本的影响因素进行了大量实证研究，主要是从信息披露的视角展开。已有研究表明财务报告信息披露质量的提高能够通过减少逆向选择和估计风险（Botosan, 1997; Healy 和 Palepu, 2001; Botosan 和 Plumlee, 2002）、提高本公司和市场内其他公司的现金流相关度从而降低  $\beta$  系数（Hughes 等, 2007; Lambert 等, 2007）、降低投资者之间的信息不对称从而提高股票流动性（Amihud 和 Mendelson, 1986）等方式促进股权融资成本下降。除财务报告信息之外，环境信息和社会责任信息等自愿性信息披露同样具有降低公司股权融资成本的作用（李慧云和刘镡, 2016; 李力等, 2019）。

然而也有部分学者就信息披露与股权融资成本的关系得出了不同的研究结论，Verrecchia（2001）指出，所有研究信息披露降低信息不对称的文献都隐含着投资者私有信息外生赋予的假定，Kim 和 Verrecchia（1994）发现当把私有信息获取视为投资者的内生决策之后，信息披露会激励部分投资者收集私有信息的行为，加剧投资者之间的信息不对称，使股权融资成本上升。Hughes 等（2007）以及 Lambert 等（2007）的研究表明只有当信息披露能够降低不可分散的风险时，才能影响股权融资成本。

除直接研究信息披露与股权融资成本的关系外，外部制度环境和内部公司治理水平也是影响股权融资成本的两个重要方面。从外部制度环境来看，国家层面的金融发展和法律制度完善（Gupta 等, 2018）以及投资者保护水平的提高（Himmelberg 等, 2004; 李力等, 2019; 姜付秀等, 2008）都有利于降低公司层面的股权融资成本。从公司内部治理水平来看，机构投资者持股（代昀昊, 2018）、终极所有权结构（肖作平, 2016）以及内部控制水平（Khlif 等, 2019）都会影响公司的异质性风险和系统性风险，进而影响股权融资成本。

上述文献主要检验了公司主动地、自愿地向资本市场披露的财务以及非财务信息与股权融资成本的关系，然而财务报告问询函提供的信息有所不同，它是监管机构要求上市公司对披露存疑之处进行补充说明，具有半强制属性和明确的针对性，更可能为资本市场提供增量信息、特别是负面增量信息，因此对于投资者重新调整收益预期的意义也更加重要。此外，虽有学者关注外部环境对公司股权融资成本的影响，但是主要局限于投资者保护视角，很少有文献关注监管机构公共执法对公司股权融资成本的影响。

### （二）问询函相关文献

问询函机制最早起源于美国，2002 年颁布的《萨班斯法案》要求美国证券交易委员会（SEC）对上市公司的财务信息披露进行定期复核，2005 年 SEC 开始公开披露问询函及上市公司回复函。我国问询函机制伴随着 2011 年沪深两所“信息披露直通车”的开通而诞生，2014 年底沪深交易所开始在其官网公开披露问询函及公司回复函。目前国内外文献主要就影响上市公司被问询可能性的因素及问询函产生的经济后果进行研究。

关于影响公司被问询可能性的因素，已有研究表明规模更小、盈利能力更差、应计盈余管理程度更高、复杂度更高、经历过财务报表重述、聘请小所作为审计师以及公司治理水平低下的上市公司更可能被问询（CASSELL 等, 2013; Johnston 和 Petacchi, 2017; 刘柏和卢家锐, 2019），除公司基本面特征之外，密切的政治关联也增加了公司被问询的概率（Heese 等, 2017; Chen 等, 2020）。此外，监管机构 SEC 的忙碌程度也是影响问询函的发放频率、范围和及时性的重要维度之一（Gunny 和 Hermis, 2020）。

关于问询函的经济后果，已有文献发现问询函能够缓解公司与投资者之间的信息不对称并降低公司的诉讼风险（Bozanic, 2017）、提高盈余反应系数（Duro 等, 2019）、抑制公司未来的盈余管理（陈运森等, 2019），上述研究证实了问询函作为一种信息披

露监管工具，在降低资本市场中的信息不对称、提高信息披露质量方面的监管效应。进一步地，部分学者还发现了问询函在提升管理层业绩预告质量（李晓溪等，2019）、降低股价崩盘风险（张俊生等，2018）、提高审计质量和未来关键审计事项信息含量（陈运森等，2018）以及提升关联公司信息披露质量等方面的溢出效应（翟淑萍等，2020）。当然，囿于监管机制的设计和管理层的信息优势，问询函也造成了更多的真实盈余管理行为（Cunningham 等，2020）以及更多的内部人交易（Dechow 等，2016）。

综合上述文献，大部分学者通过考察问询函在改善公司信息披露水平、抑制盈余管理、提高审计质量等公司层面的作用，肯定了问询函的监管效果，但是资本市场是一个信息不断交换流通的有机整体，资本市场其他参与者的效用是否会因为监管机构的问询行为得到提升？关于上述问题，仅有胡宁等（2020）考察了问询函对债权人定价决策的影响，然而与以银行为代表的债权人不同，我国资本市场的投资者以散户居多，其私有信息获取渠道有限、信息解读能力偏低，问询函作为公开的、可信度较高的信息披露，对于投资者修正收益预期的作用更加重要，因此，本文试图就问询函与企业股权融资成本的问题进行实证检验。

### （三）理论分析和研究假设

信息匮乏导致投资者无法对资本市场中所有公司的未来收益建立准确预期，当市场失灵问题出现时，监管部门适当、有效的干预显得至关重要。问询函作为交易所的监管手段，能够增加半强式市场中的公共信息供给，特别是针对信息披露质量存在问题的上市公司，有利于投资者重新评估被问询对象的真实价值。那么，交易所问询函究竟如何影响我国企业的股权融资成本就成为富有研究张力的问题。

一方面，信息不对称是阻碍权益投资者对公司未来收益建立合理预期的根源，然而会计信息具有公共物品的性质，在位的股东生产信息要付出成本，但又无法向潜在投资者收取信息使用费，因此产生的“搭便车”问题会导致资本市场整体信息供给不足（Leftwich, 1980; Kaplan, 1981; Ross 和 Jerold, 1990）。特别是我国的 A 股市场投资者以散户为主，与银行为代表的债权投资者相比，股权投资者的私有信息获取渠道匮乏、信息解读能力不足，无法恰当估计公司真实价值的问题非常普遍（Healy 和 Palepu, 2001），来源可靠的公开信息对其准确调整收益预期的意义更加重要。问询函是交易所向存在信息披露瑕疵的上市公司发放的监管函件，要求被问询对象对相关问题进行解释说明、补充披露和错误更正。首先，收函事件向资本市场传递了公司信息披露质量较差的信号，而投资者会对信息披露质量低下的股票赋予更高的风险水平，从而对这类股票需求更小、出价更低、要求更高的投资回报，由此导致更高的股权融资成本（Barry 和 Brown, 1984; Handa 和 Linn, 1993）。其次，交易所所以问询函形式对上市公司的披露瑕疵提出质疑，能够帮助广大资本市场参与者预警潜在风险、挖掘负面信息，获得增量信息的投资者据此可能提高对目标企业的风险预期水平，进而调高期望回报率以补偿潜在风险，即被问询公司的股权融资成本提高。

另一方面，问询函是一种强制的公开信息披露手段，被问询公司在交易所的监督下在规定时间内披露指定内容，企业信息披露水平在短期内得到提高，这不仅有助于降低公司与外部投资者之间的信息不对称以及不同类别投资者之间的信息不对称，吸引大量投资者参与交易进而增加股票流动性，降低企业股权融资成本（Diamond 和 Verrecchia, 1991; Bloomfield 和 Wilks, 2000）；同时交易所的公开信息披露减少了投资者通过私有渠道获取非公开信息的需求，节约信息获取成本，缩小股票买卖价差，进而导致更低的股权融资成本。

如上述分析，问询机制对企业股权融资成本可能存在正反两面的影响，故我们以零假说的方式提出假说 H1：

**H1：上市公司是否收到问询函对被问询对象未来的股权融资成本不产生显著影响。**

### 三、研究设计

#### (一) 数据来源及样本选择

2014 年底沪深交易所相继在其官网公开披露问询函及公司回复函, 本文结合万得 (WIND)、国泰安 (CSMAR) 以及巨潮 (CNINF) 等数据库中的全文公告手工收集了 2014-2016 年公开披露的问询函数据; 2012-2013 年问询函数据为非公开数据, 系本文作者经上海证券交易所授权用于学术研究; 其他数据来源于国泰安 (CSMAR) 数据库。由于交易所对公司年报的问询函通常于次年年报披露后发放, 故股权融资成本无需滞后处理, 即主回归中股权融资成本数据区间为 2015-2017 年。剔除金融行业公司及存在缺失值的样本后, 最终得到 5301 条公司-年份数据。为避免极端值的影响, 本文对所有连续变量进行了前后 1% 的缩尾处理。

#### (二) 回归模型与变量定义

本文构建实证模型(1)检验假说 H1:

$$ICC_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 CL_{i,t} + \beta_2 CONTROL_{i,t} + \beta_3 IND_{i,t} + \beta_4 YEAR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型中的 ICC 为股权融资成本, 参考 Easton (2004) 以及 Hou 等 (2012) 的研究, 本文在主结果中选取 ICC\_PEG、ICC\_MPEG 以及 ICC\_OJN 三种事前股权融资成本测度方法, 稳健性测试选取上述三者平均数作为股权融资成本的替代指标。其中 ICC\_PEG 和 ICC\_MPEG 分别参考 Easton (2004) 提出的 PEG 模型和修正的 PEG 模型计算得到, 具体计算方法如下:

$$ICC\_PEG_{i,t} = \sqrt{\frac{(EPS_{i,t+2} - EPS_{i,t+1})}{P_{i,t}}} \quad (2)$$

$$ICC\_MPEG_{i,t} = \sqrt{\frac{EPS_{i,t+2} + ICC\_MPEG_{i,t} \times DPS_{i,t+1} - EPS_{i,t+1}}{P_{i,t}}} \quad (3)$$

其中:  $EPS_{i,t+2}$  为公司 i 在 t+2 期末每股收益的预测值,  $EPS_{i,t+1}$  为公司 i 在 t+1 期末每股收益的预测值;  $P_{i,t}$  为公司 i 在 t 期末的股票价格;  $DPS_{i,t+1}$  为公司 i 在 t+1 期末的每股股利。

ICC\_OJN 根据 OJN 模型计算得到, Ohlson 和 Juettner-Nauroth (2005) 认为股票价格受到次年预计每股收益、每股收益的短期增长率与长期增长率及融资成本的影响, 但是与股利分配无关, 据此推导出如下模型:

$$ICC\_OJN_{i,t} = A_{i,t} + \sqrt{A_{i,t}^2 + \frac{EPS_{i,t+1}}{P_{i,t}} \times \left[ \frac{EPS_{i,t+2} - EPS_{i,t+1}}{EPS_{i,t+1}} - (ICC\_OJN_{i,t} - 1) \right]} \quad (4)$$

其中:  $A_{i,t} \equiv (\gamma - 1 + DPS_{i,t} / P_{i,t}) / 2$ ,  $\gamma - 1$  代表公司的长期增长率, 参考 Hou 等 (2012) 的研究, 本文将  $\gamma - 1$  设定为 2%;  $EPS$  为次年预期每股收益, 以往文献通常用分析师盈利预测代表预期每股收益, 但是受限于我国分析师盈利预测数据的可得性, 采用样本年份前 10 年期的数据估计得到。

模型 (1) 中的 CL 为上市公司当年是否收到财务报告 (年报、半年报或季报) 问询函的虚拟变量, 当公司收到财务报告问询函时 CL 取 1, 否则取 0。为了进一步验证本文结论的可靠性, 我们基于内部有效性视角分别按照问询函包含的问题数量 (CL\_QN) 以及交易所是否要求第三方出具专业审核意见 (CL\_OPINION) 对收到问询函的子样本进行检验。CL\_QN 为问询函包含问题数量的自然对数, CL\_OPINION 为问询函是否需要第三方出具专业意见的虚拟变量, 当交易所要求会计师事务所、律师事务所、独立董事或财务顾问等第三方对公司的回复函发表意见时, CL\_OPINION 取 1, 否则取 0。

本文参考王雄元和高曦 (2018) 的研究, 控制了公司规模 (SIZE)、资产负债率 (LEV)、净资产收益率 (ROE)、总资产周转率 (ASSETURN)、成长性 (GROWTH)、经营风险 (OPRISK)、账面市值比 (BM)、 $\beta$  系数 (BETA)、换手率 (DTURN)、股票收益波动性 (SDRET)、产权性质 (SOE)、是否属于四大审计 (BIG4) 及公司上市时间 (AGE)

等变量。此外，本文还控制了行业固定效应（IND）和年度固定效应（YEAR）。具体变量定义见表 1。

表 1 变量定义

类别	变量符号	变量名称	变量定义
因变量	ICC_PEG	股权融资成本 1	参考 EASTON（2004）用 PEG 模型计算的股权融资成本
	ICC_MPEG	股权融资成本 2	参考 EASTON（2004）用修正的 PEG 模型计算的股权融资成本
	ICC_OJN	股权融资成本 3	参考 OHLSON 和 JUETTNER-NAUROTH（2005）用 OJN 模型计算的股权融资成本
自变量	CL	是否收到问询函	当上市公司当年收到年报、半年报或季报问询函时取 1，否则取 0
	CL_QN	问题数量	问询函包含的问题个数的自然对数
	CL_OPINION	第三方意见	当交易所要求独立第三方（会计师事务所、律师事务所、独立董事或财务顾问）出具专业审核意见时取 1，否则取 0
调节变量	Law	地区法律风险	樊纲《中国分省份市场化指数报告（2018）》中市场中介组织的发育和法律水平得分
	IC_AUDIT	内控审计意见	当公司聘请外部审计师对内部控制进行审计，并获得标准无保留的内控审计意见时取 1，否则取 0
	TOP1	大股东持股比例	第一大股东持股数量/总股数
	SIZE	公司规模	总资产的自然对数
	LEV	资产负债率	总负债/总资产
	ROE	净资产收益率	净利润/净资产
	ASSETURN	总资产周转率	营业收入/（期初总资产+期末总资产）÷2
	GROWTH	成长能力	（当年营业收入-上年营业收入）/上年营业收入
	OPRISK	经营风险	非流动资产/总资产
	BM	账面市值比	总资产的账面价值/公司总市值
控制变量	BETA	β 系数	采用 CAPM 模型根据公司前 60 个月的股票收益估计所得
	DTURN	股票流动性	股票日换手率的年度均值
	SDRET	股票收益波动性	一年内股票日收益率的标准差
	SOE	产权性质	公司最终控制人性性质为国有时取 1，否则取 0
	BIG4	是否为四大审计	当上市公司的审计师为四大时取 1，否则取 0
	AGE	上市时间	样本年份距公司上市年份的自然对数
	IND	行业哑变量	控制行业固定效应
	YEAR	年份哑变量	控制年份固定效应

#### 四、实证分析

##### （一）描述性统计

表 2 为主要变量的描述性统计结果。ICC\_PEG、ICC\_MPEG 和 ICC\_OJN 的均值分别为 0.067、0.071 和 0.079，均高于 2015-2017 年的无风险利率，与预期相符。CL 的均值为 0.223，表明 2014-2016 年间约有 22% 的样本收到了交易所发放的财务报告问询函；CL\_QN 的均值为 2.114，最小值为 0.693，最大值为 2.773，2014-2016 年间交易所发放的财务报告问询函最少

包含 1 个问题，最多包含 15 个问题，平均含有 7 个问题，且不同公司收到的问询函包含的问题数量存在较大差异；CL\_OPINION 的均值为 0.544，表明有一半以上的问询函需要独立第三方发表专业意见。BETA 的均值为 1.083，表明整体看来我国上市公司的系统性风险略高于市场风险。LAW 的标准差为 4.537，表明我国不同地区之间的法律环境存在较大差异。IC\_AUDIT 的均值为 0.784，有 78%左右的上市公司的内部控制经过了外部审计师的审计并获得标准无保留审计意见，表明我国上市公司优化内部控制意识不断增强，内部控制水平逐渐提高。TOP1 的均值为 0.346，最大值为 0.752，最小值为 0.083，表明我国上市公司的股权结构相对集中并表现出较大的异质性。

**表 2 描述性统计**

变量	样本量	均值	标准差	1/4 分位数	中位数	3/4 分位数	最小值	最大值
ICC_PEG	5301	0.067	0.027	0.048	0.063	0.082	0.021	0.160
ICC_MPEG	5301	0.071	0.028	0.051	0.067	0.086	0.022	0.168
ICC_OJN	5301	0.079	0.030	0.058	0.075	0.095	0.024	0.185
CL	5301	0.223	0.416	0	0	0	0	1
CL_QN	1181	2.114	0.383	1.792	2.079	2.398	0.693	2.773
CL_OPINION	1181	0.544	0.498	0	1	1	0	1
LAW	5301	9.644	4.537	5.640	9.770	13.550	1.100	16.940
IC_AUDIT	5301	0.784	0.412	1	1	1	0	1
TOP1	5301	0.346	0.150	0.226	0.326	0.448	0.083	0.752
SIZE	5301	22.273	1.253	21.446	22.123	22.964	19.481	26.000
LEV	5301	0.461	0.212	0.293	0.452	0.624	0.067	0.950
ROE	5301	0.040	0.135	0.018	0.052	0.094	-0.809	0.316
ASSETURN	5301	0.619	0.452	0.322	0.511	0.776	0.047	2.612
GROWTH	5301	0.135	0.513	-0.078	0.050	0.197	-0.620	3.430
OPRISK	5301	0.455	0.213	0.296	0.448	0.606	0.039	0.924
BM	5301	0.469	0.238	0.279	0.439	0.637	0.054	1.041
BETA	5301	1.083	0.242	0.934	1.114	1.249	0.436	1.604
DTURN	5301	0.023	0.014	0.013	0.020	0.031	0.003	0.071
SDRET	5301	0.156	0.072	0.107	0.142	0.186	0.055	0.440
SOE	5301	0.450	0.498	0	0	1	0	1
BIG4	5301	0.057	0.231	0	0	0	0	1
AGE	5301	2.366	0.696	1.946	2.639	2.944	0	3.219

## （二）单变量检验

为了直接考察是否收到财务报告问询函及问询函特征对企业股权融资成本的影响，本文按照公司是否收到财务报告问询函、问询函包含问题数量多少以及交易所是否要求第三方在公司回复函中发表专业意见分组，进行了均值检验与中位数秩和检验，检验结果见表 3。

表 3 Panel A 的检验结果表明，收到财务报告问询函组（CL=1）的股权融资成本的均值和中位数均在 1%的水平上显著高于未收到财务报告问询函组（CL=0），表明问询函起到了向市场提供增量信息的作用，投资者提高了对被问询对象的风险预期并要求更高的投资回报以补偿潜在风险。Panel B 的检验结果显示，在收到财务报告问询函的子样本中，问题数量较多组的股权融资成本的均值和中位数均显著高于问题较少组；Panel C 的结果显示，回复函需要第三方出具意见组的股权融资成本显著高于无需第三方出具意见组，表明问询函包含

问题较多的上市公司及交易所要求第三方在回复函中出具意见的上市公司,其在收到财务报告问询函之前信息披露不足问题更加严重,使得财务报告问询函能够在更大程度上帮助投资者合理调整期望回报水平。上述结果表明问询函增加了被问询对象未来的股权融资成本,下面将通过多元回归分析进一步验证。

**表 3 均值检验与中位数检验**

变量	CL=0 (N=4120)		CL=1(N=1181)		T 值	Z 值
	均值	中位数	均值	中位数		
ICC_PEG	0.065	0.061	0.073	0.070	-8.633***	-9.083***
ICC_MPEG	0.069	0.065	0.076	0.072	-6.507***	-7.184***
ICC_OJN	0.077	0.074	0.085	0.081	-7.610***	-8.301***

Panel B: 根据问询函中包含的问题数量分组

变量	问题较少 (N=762)		问题较多(N=419)		T 值	Z 值
	均值	中位数	均值	中位数		
ICC_PEG	0.070	0.067	0.079	0.074	-5.605***	-5.040***
ICC_MPEG	0.072	0.070	0.081	0.076	-5.254***	-4.691***
ICC_OJN	0.081	0.079	0.091	0.086	-5.227***	-4.684***

Panel C: 根据交易所是否要求第三方在回复函中出具意见分组

变量	CL_OPINION=0 (N=538)		CL_OPINION=1 (N=643)		T 值	Z 值
	均值	中位数	均值	中位数		
ICC_PEG	0.069	0.067	0.076	0.073	-4.280***	-3.763***
ICC_MPEG	0.072	0.069	0.079	0.075	-3.936***	-3.630***
ICC_OJN	0.081	0.078	0.088	0.084	-4.089***	-3.746***

注: \*\*\*, \*\*, \* 分别代表在 1%、5%、10% 的统计水平下显著

### (三) 多元回归分析

表 4 的 (1) - (3) 列报告了假说 H1 的实证检验结果,即上市公司收到交易所发放的财务报告问询函对企业股权融资成本的影响,数据显示:公司是否收到问询函 CL 的回归系数均为 0.003,并在 1%的水平上显著,说明交易所发放的财务报告问询函显著提高了上市公司的股权融资成本,拒绝 H1 提出的零假说。上述结果表明我国投资者自身的信息获取能力和解读能力有限,监管部门承担着信息“守门人”的角色,当上市公司信息披露存在问题干扰投资者准确评估公司风险收益时,监管机构以问询函形式向市场提供关于被问询对象的增量负面消息,引导投资者提高风险意识并修正预期回报水平。

为了进一步验证本文结论的可靠性,我们基于内部有效性视角分别按照问询函包含的问题数量 (CL\_QN) 以及交易所是否要求第三方出具专业审核意见 (CL\_OPINION) 对收到问询函的子样本进行检验,将模型 (1) 中的自变量 CL 分别替换为 CL\_QN 和 CL\_OPINION 后的回归结果见表 4 第 (4) 列至第 (9) 列。可以看出在收到问询函的子样本中,变量 CL\_QN 的回归系数至少在 10%的水平上显著为正,即问询函包含的问题数量越多,被问询对象的股权融资成本越高。这表明问询函中问题数量越多向市场传递的信息量越大,相应地,公司被问询之前投资者对上市公司的信息获取更加不充分,公司股票价格与真实价值的偏差越大,因此问询函对于投资者修正风险预期进而调整期望回报发挥更大作用。类似地,变量 CL\_OPINION 的回归系数均在 5%的水平上为显著正,即当交易所要求第三方在公司的回复函中出具专业意见时,被问询对象的股权融资成本更高。这表明在投资者看来,要求第三方发表专业意见传递了监管机构对公司信息披露能力和信息披露真实性的疑虑,投资者风险预

期进一步增加，因而要求更高的投资回报率。

总体而言，上述结果表明信息披露质量较差的上市公司收到问询函之前，由于资本市场关于该类公司的信息匮乏，企业股权融资成本存在一定低估。交易所发放的问询函增加了负面信息供给，使投资者提高了对被问询对象的风险预期，进而要求更高的投资回报以补偿潜在风险。并且问询函中包含问题数量较多的公司和需要第三方出具专业审核意见的公司在被问询之前信息披露质量更差、信息解读成本更高，问询函在调整风险预期方面发挥的作用更大。

**表 4 主回归结果：监管问询与股权融资成本**

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	ICC_PEG	ICC_MPEG	ICC_OJN	ICC_PEG	ICC_MPEG	ICC_OJN	ICC_PEG	ICC_MPEG	ICC_OJN
CL	0.003*** (4.278)	0.003*** (3.302)	0.003*** (3.760)						
CL_QN				0.005** (2.142)	0.004* (1.755)	0.005** (2.010)			
CL_OPINION							0.004** (2.424)	0.003** (2.251)	0.004** (2.231)
SIZE	-0.011*** (-19.604)	-0.010*** (-16.352)	-0.011*** (-16.650)	-0.013*** (-11.603)	-0.012*** (-9.766)	-0.013*** (-9.812)	-0.013*** (-11.520)	-0.012*** (-9.728)	-0.013*** (-9.757)
LEV	0.030*** (13.011)	0.026*** (10.667)	0.028*** (11.009)	0.024*** (5.859)	0.021*** (4.919)	0.023*** (4.947)	0.025*** (6.067)	0.021*** (5.062)	0.023*** (5.124)
ROE	-0.028*** (-9.170)	-0.022*** (-7.262)	-0.029*** (-8.505)	-0.021*** (-4.678)	-0.019*** (-4.055)	-0.022*** (-4.413)	-0.022*** (-4.667)	-0.019*** (-4.042)	-0.022*** (-4.410)
ASSETURN	-0.004*** (-4.524)	-0.003*** (-2.962)	-0.004*** (-3.649)	-0.003 (-1.501)	-0.001 (-0.238)	-0.001 (-0.643)	-0.003 (-1.549)	-0.001 (-0.260)	-0.002 (-0.686)
GROWTH	0.001 (0.721)	0.0001 (0.167)	0.0001 (0.018)	0.001 (0.873)	0.001 (0.714)	0.001 (0.574)	0.001 (1.065)	0.001 (0.874)	0.001 (0.754)
OPRISK	-0.003 (-1.258)	-0.003 (-1.168)	-0.003 (-1.021)	0.002 (0.387)	0.002 (0.566)	0.003 (0.638)	0.002 (0.415)	0.002 (0.592)	0.003 (0.665)
BM	0.060*** (19.986)	0.060*** (18.998)	0.060*** (17.651)	0.071*** (10.889)	0.070*** (10.398)	0.071*** (9.840)	0.072*** (11.022)	0.071*** (10.502)	0.073*** (9.937)
BETA	-0.001 (-0.323)	-0.002 (-0.978)	-0.001 (-0.509)	-0.005 (-1.523)	-0.006 (-1.563)	-0.006 (-1.550)	-0.006* (-1.651)	-0.006* (-1.666)	-0.007* (-1.672)
DTURN	0.077** (2.347)	0.024 (0.704)	0.045 (1.238)	0.140** (2.301)	0.127** (1.981)	0.140** (2.059)	0.145** (2.369)	0.131** (2.045)	0.145** (2.127)
SDRET	0.008 (1.327)	0.004 (0.581)	0.006 (0.852)	0.012 (0.996)	0.012 (0.987)	0.013 (0.966)	0.013 (1.077)	0.013 (1.062)	0.014 (1.045)
SOE	0.003*** (3.983)	0.003*** (2.963)	0.003*** (3.087)	0.006*** (3.113)	0.006*** (3.149)	0.007*** (3.149)	0.006*** (2.961)	0.006*** (3.028)	0.006*** (3.008)
Big4	-0.002 (-1.068)	-0.001 (-0.739)	-0.002 (-1.045)	-0.002 (-0.381)	0.0002 (0.047)	-0.001 (-0.245)	-0.002 (-0.578)	-0.001 (-0.117)	-0.002 (-0.424)
AGE	0.001** (2.334)	0.001* (1.755)	0.001 (1.435)	0.002 (1.587)	0.002 (1.587)	0.002 (1.404)	0.002* (1.848)	0.002* (1.789)	0.002* (1.665)
Constant	0.268*** (22.965)	0.249*** (19.985)	0.277*** (20.868)	0.306*** (12.858)	0.285*** (11.252)	0.309*** (11.524)	0.311*** (13.076)	0.290*** (11.361)	0.315*** (11.681)

Industry FE	YES								
Year FE	YES								
Observations	5,301	5,301	5,301	1,181	1,181	1,181	1,181	1,181	1,181
R-squared	0.320	0.275	0.262	0.331	0.300	0.288	0.331	0.300	0.288

注：括号内为调整后的 T 值；\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%、10% 的统计水平下显著

#### （四）截面分析

不同公司所处的内外环境存在系统性差异。本文进一步从公司外部法律环境及内部公司治理水平角度进行横截面分析，考察不同的公司外部法律环境及内部公司治理水平对交易所财务报告问询函与股权融资成本关系的异质性影响。

##### 1. 监管问询、地区法律环境与股权融资成本

问询函使上市公司面临更大的监管压力和更高的违规成本，而地区法律环境的不同可能影响问询函与企业股权融资成本的关系。一方面，在法律环境良好的地区，公司为降低法律风险会提前作出更加全面、真实的信息披露，投资者基于信任对这类地区的公司给予了更高的估值并要求更低的股权融资成本(姜付秀等, 2008; 李慧云和刘镝, 2016)，这类地区的公司一旦收到交易所问询函，投资者的信任水平会显著降低进而要求更高的风险溢价。而另一方面，在法律环境较好的地区，市场中介的成熟发育有利于增加市场中的信息供给(李慧云和刘镝, 2016)，投资者可能已经根据现有信息对公司进行了较为准确的定价，问询函向市场提供的增量信息有限。为此，本文将是否收到问询函与上市公司注册地所在省份法律环境水平的交乘项  $CL*Law$  加入模型(1)进行检验，回归结果见表 5 的第(1) - (3)列。交乘项  $CL*Law$  的回归系数为 0.0004 左右且至少在 10%的水平上显著，地区法律环境的改善强化了监管问询与公司股权融资成本之间的正向关系。说明当上市公司收到问询函时，投资者预期良好的外部法律环境将使公司面临更高的监管压力和违规成本，这会对公司未来经营带来更多不利影响，投资者风险预期和股权融资成本相应提高。

##### 2. 监管问询、内部控制质量与股权融资成本

雷英等(2013)发现披露内部控制审计报告的公司其会计盈余质量显著高于未披露内部控制审计报告的公司。Khelif 等(2019)发现，经注册会计师认定为内部控制质量较高的上市公司其面临的风险水平更高，股权融资成本也相应更高。高质量的内部控制意味着公司的内部控制机制设计合理、运行有效，能够有效降低代理成本并减少财务信息错报的可能性，管理层出于自身利益动机隐藏坏消息的难度增加，因此与内部控制质量较低的上市公司相比，内部控制质量较高的公司在收到问询函之前的信息透明度相对更高，投资者很可能已经对其进行了较为准确的定价，从问询函中获得的信息量则相对有限。为此，本文用内部控制审计意见作为内部控制质量的代理变量，将是否收到问询函与公司内部审计意见的交乘项  $CL*IC\_AUDIT$  加入模型(1)进行检验，回归结果见表 5 的(4) - (6)列，可以看出交乘项  $CL*IC\_AUDIT$  的回归系数为-0.004 左右且在 5%的水平上显著为负，内部控制质量的提高能够有效降低问询函对股权融资成本的提升程度。表明高质量的内部控制能够监督管理层向市场传递充分信息，因此问询函向市场提供的增量信息有限，相应地，问询函对投资者的风险警示作用有限。

##### 3. 监管问询、大股东治理与股权融资成本

和西方高度分散的股权结构不同，我国上市公司的股权更多地集中于大股东手中。学者对于股权结构集中是否属于良好的公司治理机制看法不一，Fan 和 Wang(2002)以东亚资本市场为研究对象，发现股权集中度的提高会增加大股东与外部股东的代理问题，大股东出于自身利益操控会计信息的行为会导致公司信息披露可信度下降。Shleifer

和 Vishny (1997) 认为, 股权集中强化了大股东收集信息并监督管理层的动机, 管理层生成财务报告的过程也属于监督的范畴, 因此股权集中有利于公司财务报告信息质量的提升。基于以上两种不同的观点, 股权结构的集中既可能导致公司信息透明度较差, 引发更高的股权融资成本, 也可能改善公司信息披露质量, 降低未来收益不确定性进而减少股权融资成本, 股权集中度究竟如何影响问询函与公司未来股权融资成本的关系? 为此, 本文将公司是否收到问询函与第一大股东持股比例的交乘项  $CL*TOP1$  加入模型(1)进行回归, 检验结果见表 5 的 (7) - (9) 列, 交乘项  $CL*TOP1$  的回归系数在 1% 的水平上显著为负, 股权集中度的提高能够削弱问询函与股权融资成本的正向关系。说明在我国投资者看来大股东持股具有“定心丸”作用, 当公司面临监管机构问询时, 投资者对大股东监督动机和监督能力的信任有助于降低风险预期。

表 5 截面测试: 监管问询、内外治理机制与股权融资成本

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	ICC_PEG	ICC_MPEG	ICC_OJN	ICC_PEG	ICC_MPEG	ICC_OJN	ICC_PEG	ICC_MPEG	ICC_OJN
CL	-0.0005 (-0.254)	-0.0001 (-0.029)	-0.0001 (-0.052)	0.006*** (4.082)	0.006*** (3.495)	0.006*** (3.790)	0.009*** (4.811)	0.009*** (4.314)	0.010*** (4.482)
CL*LAW	0.0004** (2.524)	0.0003* (1.800)	0.0004** (2.062)						
CL*IC_AUDIT				-0.004** (-2.224)	-0.004** (-2.149)	-0.004** (-2.167)			
CL*TOP1							-0.017*** (-3.245)	-0.017*** (-3.072)	-0.018*** (-3.052)
LAW	-0.0005*** (-5.056)	-0.0004*** (-4.339)	-0.0005*** (-4.629)						
IC_AUDIT				-0.0001 (-0.049)	-0.0004 (-0.313)	-0.0003 (-0.216)			
TOP1							0.002 (0.619)	0.004 (1.154)	0.004 (1.179)
SIZE	-0.011*** (-19.052)	-0.010*** (-15.795)	-0.010*** (-16.105)	-0.011*** (-19.590)	-0.010*** (-16.312)	-0.011*** (-16.613)	-0.011*** (-19.423)	-0.010*** (-16.239)	-0.011*** (-16.535)
LEV	0.029*** (12.741)	0.025*** (10.349)	0.027*** (10.696)	0.030*** (13.035)	0.026*** (10.682)	0.028*** (11.024)	0.030*** (12.961)	0.026*** (10.637)	0.028*** (10.980)
ROE	-0.028*** (-9.083)	-0.022*** (-7.145)	-0.028*** (-8.398)	-0.028*** (-9.033)	-0.022*** (-7.117)	-0.028*** (-8.365)	-0.028*** (-9.076)	-0.022*** (-7.175)	-0.028*** (-8.416)
ASSETURN	-0.004*** (-4.100)	-0.003** (-2.546)	-0.004*** (-3.222)	-0.004*** (-4.508)	-0.003*** (-2.948)	-0.004*** (-3.635)	-0.004*** (-4.501)	-0.003*** (-2.991)	-0.004*** (-3.678)
GROWTH	0.0005 (0.665)	0.0001 (0.098)	-0.0004 (-0.047)	0.001 (0.696)	0.0001 (0.122)	-0.0001 (-0.021)	0.001 (0.711)	0.0001 (0.176)	0.0002 (0.029)
OPRISK	-0.003 (-1.256)	-0.003 (-1.145)	-0.003 (-1.003)	-0.003 (-1.247)	-0.003 (-1.158)	-0.003 (-1.011)	-0.003 (-1.284)	-0.003 (-1.172)	-0.003 (-1.024)
BM	0.059*** (19.680)	0.059*** (18.646)	0.059*** (17.331)	0.060*** (19.967)	0.060*** (18.976)	0.060*** (17.627)	0.060*** (19.976)	0.060*** (19.029)	0.061*** (17.688)
BETA	-0.0002 (-0.116)	-0.001 (-0.801)	-0.001 (-0.320)	-0.0004 (-0.255)	-0.002 (-0.912)	-0.001 (-0.442)	-0.0003 (-0.207)	-0.002 (-0.933)	-0.001 (-0.466)
DTURN	0.072**	0.021	0.041	0.073**	0.021	0.041	0.067**	0.023	0.045

	(2.213)	(0.593)	(1.115)	(2.236)	(0.596)	(1.127)	(2.026)	(0.675)	(1.211)
SDRET	0.009	0.004	0.006	0.009	0.004	0.006	0.009	0.004	0.006
	(1.372)	(0.624)	(0.897)	(1.397)	(0.651)	(0.921)	(1.371)	(0.572)	(0.841)
SOE	0.003***	0.003***	0.003***	0.004***	0.003***	0.003***	0.004***	0.003***	0.003***
	(3.646)	(2.647)	(2.757)	(4.046)	(3.058)	(3.173)	(4.015)	(2.866)	(2.982)
Big4	-0.001	-0.001	-0.002	-0.002	-0.001	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002
	(-0.818)	(-0.523)	(-0.818)	(-1.087)	(-0.755)	(-1.062)	(-1.095)	(-0.780)	(-1.083)
AGE	0.001*	0.001	0.001	0.001**	0.001*	0.001	0.001**	0.001*	0.001
	(1.694)	(1.201)	(0.848)	(2.478)	(1.931)	(1.599)	(2.205)	(1.764)	(1.460)
Constant	0.268***	0.248***	0.277***	0.267***	0.248***	0.276***	0.268***	0.248***	0.276***
	(22.813)	(19.826)	(20.703)	(22.891)	(19.917)	(20.793)	(22.929)	(19.930)	(20.808)
Industry FE	YES								
Year FE	YES								
Observations	5,301	5,301	5,301	5,301	5,301	5,301	5,301	5,301	5,301
R-squared	0.325	0.278	0.266	0.322	0.276	0.263	0.322	0.276	0.263

注：括号内为调整后的 T 值；\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%、10% 的统计水平下显著

## 五、拓展性测试——公共信息披露与投资者福利

本文研究存在一个重要的前提：交易所的财务问询函确实为市场提供了增量信息。被问询的公司通常存在信息披露瑕疵，甚至重大遗漏等问题，如果交易所问询函确实为市场提供了增量信息，那么投资者能够根据问询函内容修正公司风险预期并要求更高的投资回报。反之，若投资者能够根据公司的基本面特征、公司已经披露的其他信息或私有信息准确评估公司风险并建立合理的回报预期，则被问询对象收到问询函后股权融资成本的变化与交易所发放问询函事件本身不存在关系。

事实上，交易所从 2012 年起就开始向上市公司发放问询函，但是 2012-2013 年的问询函并未在交易所的网站公开披露，即市场对于公司是否收到问询函并不知情，而这恰好为强化本文的结论提供了良好的情境。本文借助 2012-2013 年交易所向公司发放问询函，但未向市场公开披露的数据进行检验。CL\_Before 为上市公司在 2012-2013 年间是否收到交易所财务报告问询函的哑变量，将模型(1)中的自变量 CL 替换为 CL\_Before 后，如果 CL\_Before 与股权融资成本依然存在显著正相关关系，则表明交易所问询监管信息的公开披露并未向市场提供增量信息，股权融资成本的变化是投资者根据其他公开信息调整的结果；如果变量 CL\_Before 与股权融资成本的显著相关关系消失，则表明当投资者对公司是否被交易所问询不知情时，无法根据其他信息重新调整风险预期并构建合理的投资回报期望，换言之，被问询对象股权融资成本的上升是问询函公开披露带来的结果。

表 6 的检验结果显示，变量 CL\_Before 与股权融资成本的回归系数均不显著，表明当问询函未向市场公开披露时，投资者无法根据公司已经披露的信息准确评估公司的风险水平并主动调整股权融资成本，交易所监管信息的公开披露能够向市场提供增量信息，进而帮助投资者修正风险预期，调整投资回报期望。

表 6 拓展性测试：公共信息披露与投资者福利

变量	(1)	(2)	(3)
	ICC_PEG	ICC_MPEG	ICC_OJN
CL_Before	0.0001 (0.090)	0.00002 (0.012)	-0.0003 (-0.210)

SIZE	-0.010*** (-12.485)	-0.010*** (-11.732)	-0.009*** (-10.626)
LEV	0.048*** (12.283)	0.046*** (10.593)	0.042*** (10.481)
ROE	-0.021*** (-3.999)	-0.022*** (-4.003)	-0.017*** (-3.394)
ASSETURN	-0.002 (-1.391)	-0.002 (-1.255)	-0.002 (-1.054)
GROWTH	-0.001 (-0.948)	-0.001 (-0.802)	-0.001 (-0.680)
OPRISK	0.007** (2.076)	0.008* (1.941)	0.007* (1.959)
BM	0.075*** (18.961)	0.079*** (18.153)	0.078*** (19.365)
BETA	-0.002 (-0.727)	-0.003 (-0.729)	-0.003 (-0.986)
DTURN	0.328*** (3.779)	0.292*** (3.072)	0.284*** (3.244)
SDRET	0.013 (1.013)	0.016 (1.159)	0.009 (0.732)
SOE	0.001 (0.890)	0.001 (0.444)	0.000 (0.197)
Big4	-0.004 (-1.295)	-0.004 (-1.289)	-0.003 (-1.149)
AGE	-0.001 (-0.896)	-0.002 (-1.478)	-0.002* (-1.674)
Constant	0.224*** (14.119)	0.250*** (14.262)	0.214*** (13.213)
Industry FE	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES
Observations	1,542	1,542	1,542
R-squared	0.464	0.420	0.449

注：括号内为调整后的 T 值；\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%、10% 的统计水平下显著

## 六、内生性检验与稳健性测试

### (一) 内生性检验

#### 1. 倾向得分匹配 (PSM)

本文的研究可能存在样本自选择问题，即交易所更可能向信息披露质量较差的上市公司发放问询函，同时信息披露质量较差的上市公司股权融资成本更高，为此，本文采用倾向得分匹配 (PSM) 的方法缓解上述问题。具体来说，本文将当年收到交易所问询函的公司作为实验组，当年未收到问询函的公司作为对照组，根据公司规模 (SIZE)、资产负债率 (LEV)、成长性 (GROWTH)、 $\beta$  系数 (BETA) 等特征进行 1:1 无放回近邻匹配，由于公司收到问询函的概率受自身信息披露质量的影响，故本文还将反映公司信息披露质量的变量 KV 指数 (Kim 和 Verrecchia, 2001) 加入特征变量作为 PSM 维

度之一，匹配后的回归结果见表 7 Panel A 的第（1）-（3）列，变量 CL 与股权融资成本仍在 1%的水平上显著正相关，表明控制了被问询公司与未被问询公司基本特征差异之后，问询函依然显著提高了被问询对象的股权融资成本，本文结论未发生改变。

## 2. 逐年匹配的双重差分模型（PSM-DID）

为进一步缓解本文可能存在的内生性问题，本文参考陈运森等（2019）的方法，采用逐年匹配的 PSM-DID 模型，将样本期间内至少一次收到问询函的公司作为实验组，样本期间内从未收到问询函的公司作为控制组，按照公司规模（SIZE）、资产负债率（LEV）、净资产收益率（ROE）、β 系数（BETA）以及信息披露质量（KV）等特征变量进行匹配，对比收到问询函与未收到问询函的公司在被问询前后股权融资成本的变化，为此本文构建模型（6）进行检验：

$$ICC_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 CL\_ALL_{i,t} + \beta_2 POST_{i,t} + \beta_3 CL\_ALL_{i,t} * POST_{i,t} + \beta_4 CONTROL_{i,t} + \beta_5 IND_{i,t} + \beta_6 YEAR_{i,t} \quad (6)$$

其中：解释变量为 CL\_ALL，当样本公司在 2014-2016 年间至少一次收到问询函时取 1，否则取 0；Post 在公司首次收到问询函及以后年度取 1，否则取 0，被解释变量及控制变量的定义与主回归相同，回归结果见表 7 Panel A 的第（4）-（6）列。结果显示交乘项 CL\_ALL\*Post 与股权融资成本的回归系数至少在 10%的水平上显著为正，表明与未收到问询函的上市公司相比，被问询公司的股权融资成本在收到交易所的问询函之后显著提高，本文的研究发现得到进一步验证。

## 3. HECKMAN 两阶段回归

本文参考陈运森等（2019）的研究，采取 HECKMAN 两阶段回归解决样本选择性偏差问题，将财务总监是否兼任董事会秘书的虚拟变量 DUAL 加入第一阶段进行回归，回归结果见表 7 Panel B 的第（1）列，DUAL 的回归系数为-0.1576 并在 5%的水平上显著，表明财务总监兼任董事会秘书能够有效降低上市公司被问询的可能性。第二阶段的回归结果见表 7 Panel B 的第（2）-（4）列，其中 IMR 为第一阶段回归得到的逆米尔斯比率，IMR 在通过 PEG 模型和 OJN 模型计算股权融资成本的模型中显著，意味着本文可能存在样本选择性偏差问题，加入 IMR 之后变量 CL 的回归系数与主回归结果保持一致，表明在控制了不可观测的因素之后，问询函仍然会帮助投资者调整收益预期，显著提高被问询对象未来的股权融资成本。

### （二）稳健性测试

为保证结论的稳健性，本文将采用替换研究样本、改变股权融资成本测度指标及控制滞后一期股权融资成本的方式重新检验本文的结论。

#### 1. 基于仅收到年报问询函的样本

本文的主回归检验了财务报告问询函对股权融资成本的影响，其中包含年报、半年报以及季报问询函。Botosan（1997）发现年报中自愿信息披露水平的提高能够减少公司的股权融资成本，王雄元和高曦（2018）的研究表明公司年报风险信息披露具有降低股权融资成本的作用，上述研究说明与季报及半年报相比，投资者可能更加关注经过注册会计师审计的年报信息。为此，本文将主回归中的研究样本缩减为仅收到年报问询函的样本重新检验，检验结果见表 7 Panel C 的第（1）-（3）列，变量 CL 与股权融资成本仍然在 1%的水平上显著，回归系数由 0.003 上升为 0.005 以上，表明交易所仅针对年报发放的问询函依然会改变投资者预期，影响股权融资成本，并且年报问询函对公司股权融资成本的影响程度更大。

#### 2. 基于剔除 ST 公司的样本

问询函的对象是信息披露存在问题的上市公司，但同时这类公司面临的风险更高，投资者会要求更高的股权融资成本，为避免本文的结论由上述内生性问题引起，本文将我国资本

市场中最具代表性的“差公司”——ST公司剔除后重新回归，检验结果见表7 Panel C的(4)-(6)列，变量CL与股权融资成本仍然在1%的水平上显著，表明投资者无法根据现有信息对公司被问询的概率做出准确预期，问询函能够向市场提供异质信息进而使股权融资成本上升。

### 3. 变更股权融资成本测度指标

本文在主回归中采用PEG模型、修正的PEG模型和OJN模型计算了股权融资成本，为进一步避免度量指标误差对本文研究结果的潜在影响，参考HU et al.<sup>[47]</sup>本文还将上述三种模型计算结果的平均值 $ICC_{AVE}$ 作为替代性指标重新检验本文的结论，回归结果见表7 Panel D的(1)-(3)列，可以看出变量CL、CL\_QN及CL\_OPINION均与 $ICC_{AVE}$ 在1%的水平上显著正相关，表明替换被解释变量的测度指标后本文的结论未发生变化。

### 4. 控制滞后一期股权融资成本

为进一步缓解被问询公司下期股权融资成本的上升是由公司基本面决定，本文在控制滞后一期股权融资成本的基础上重新检验本文的结论，回归结果见表7 Panel D的(4)列。在控制了当期股权融资成本 $ICC_{AVE}_{i,t-1}$ 后变量CL与下期股权融资成本 $ICC_{AVE}$ 的回归系数为0.002且仍在5%的水平上显著，表明本文的结果并非由被问询对象的基本面特征引起，问询函为投资者定价提供了增量信息，进而影响了公司未来的股权融资成本。

**表7 内生性检验及稳健性测试**

Panel A 内生性检验——PSM 和 PSM-DID

变量	PSM			PSM-DID		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ICC_PEG	ICC_MPEG	ICC_OJN	ICC_PEG	ICC_MPEG	ICC_OJN
CL	0.004*** (3.616)	0.003*** (2.761)	0.004*** (3.183)			
CL_ALL				0.001 (0.872)	0.001 (0.723)	0.002 (0.918)
CL_ALL*POST				0.003** (1.968)	0.003* (1.773)	0.003* (1.837)
POST				-0.004*** (-3.073)	-0.004*** (-2.734)	-0.005*** (-2.981)
SIZE	-0.013*** (-15.728)	-0.012*** (-13.442)	-0.013*** (-13.397)	-0.013*** (-18.686)	-0.012*** (-15.572)	-0.013*** (-15.762)
LEV	0.026*** (8.653)	0.024*** (7.435)	0.026*** (7.534)	-0.024*** (-7.864)	-0.020*** (-6.417)	-0.025*** (-7.304)
ROE	-0.022*** (-5.920)	-0.019*** (-4.977)	-0.022*** (-5.521)	0.028*** (11.059)	0.024*** (9.108)	0.026*** (9.171)
ASSETURN	-0.004*** (-2.889)	-0.003* (-1.885)	-0.003** (-2.346)	-0.003*** (-2.851)	-0.001 (-0.983)	-0.002 (-1.627)
GROWTH	0.001 (1.124)	0.001 (0.911)	0.001 (0.632)	0.0003 (0.437)	-0.0001 (-0.080)	-0.0003 (-0.293)
OPRISK	-0.002 (-0.648)	-0.002 (-0.546)	-0.001 (-0.379)	-0.0001 (-0.057)	0.0002 (0.076)	0.0006 (0.207)
BM	0.069*** (15.166)	0.068*** (14.481)	0.070*** (13.682)	0.068*** (18.650)	0.068*** (17.588)	0.069*** (16.587)

BETA	-0.005**	-0.005**	-0.005**	-0.002	-0.002	-0.002
	(-2.216)	(-2.314)	(-2.152)	(-0.892)	(-1.177)	(-0.892)
DTURN	0.106**	0.073	0.089*	0.077**	0.028	0.047
	(2.451)	(1.591)	(1.837)	(2.173)	(0.752)	(1.175)
SDRET	0.007	0.005	0.007	0.008	0.006	0.007
	(0.841)	(0.620)	(0.758)	(1.134)	(0.772)	(0.928)
SOE	0.005***	0.004***	0.005***	0.004***	0.003***	0.004***
	(3.913)	(3.537)	(3.514)	(4.311)	(3.239)	(3.490)
Big4	-0.002	-0.001	-0.002	0.000	0.002	0.001
	(-0.843)	(-0.352)	(-0.621)	(0.135)	(0.800)	(0.505)
AGE	0.003***	0.002**	0.002**	0.003***	0.002***	0.002***
	(3.097)	(2.461)	(2.317)	(4.062)	(3.612)	(3.427)
Constant	0.311***	0.291***	0.318***	0.303***	0.284***	0.310***
	(18.130)	(15.996)	(16.284)	(21.344)	(18.183)	(18.913)
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	2,362	2,362	2,362	4,086	4,086	4,086
R-squared	0.340	0.302	0.288	0.330	0.290	0.274

注：括号内为调整后的 T 值；\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%、10% 的统计水平下显著

Panel B 内生性检验——Heckman 两阶段回归

变量	第一阶段		第二阶段	
	(1) CL	(2) ICC_PEG	(3) ICC_MPEG	(4) ICC_OJN
DUAL	-0.158** (-2.030)			
CL		0.003*** (4.180)	0.003*** (3.262)	0.003*** (3.679)
SIZE	-0.046 (-1.541)	-0.010*** (-15.879)	-0.010*** (-14.240)	-0.010*** (-13.858)
LEV	-1.331*** (-8.971)	-0.008 (-1.004)	-0.015* (-1.794)	-0.012 (-1.270)
ROE	1.000*** (8.547)	0.013* (1.890)	0.020*** (2.800)	0.014* (1.820)
ASSETURN	-0.292*** (-5.743)	0.001 (0.404)	-0.001 (-0.560)	0.0003 (0.129)
GROWTH	0.099*** (2.628)	-0.001 (-1.162)	-0.0005 (-0.452)	-0.001 (-1.282)
OPRISK	0.057 (0.563)	-0.004* (-1.713)	-0.003 (-1.307)	-0.003 (-1.363)
BM	-0.593*** (-3.726)	0.069*** (14.520)	0.063*** (12.680)	0.069*** (12.702)
BETA	-0.051 (-0.569)	0.0001 (0.082)	-0.001 (-0.834)	-0.0004 (-0.205)

DTURN	7.643*** (4.425)	-0.056 (-0.970)	-0.023 (-0.369)	-0.068 (-1.044)
SDRET	0.352 (1.039)	0.002 (0.348)	0.002 (0.242)	0.001 (0.123)
SOE	-0.499*** (-10.439)	0.012*** (3.628)	0.006* (1.694)	0.011*** (2.820)
Big4	-0.085 (-0.796)	0.00004 (0.024)	-0.001 (-0.374)	-0.001 (-0.251)
AGE	-0.134*** (-4.041)	0.004*** (3.566)	0.002* (1.765)	0.003** (2.532)
IMR		-0.023*** (-2.679)	-0.008 (-0.912)	-0.019** (-2.046)
Constant	0.567 (0.941)	0.275*** (22.988)	0.251*** (19.539)	0.283*** (20.693)
Industry FE		YES	YES	YES
Year FE		YES	YES	YES
Observations	5,301	5,301	5,301	5,301
R-squared	0.102	0.322	0.275	0.262

注：括号内为调整后的 T 值；\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%、10% 的统计水平下显著

Panel C 稳健性测试——替换样本

变量	基于年报问询函			剔除 ST 公司		
	(1) ICC_PEG	(2) ICC_MPEG	(3) ICC_OJN	(4) ICC_PEG	(5) ICC_MPEG	(6) ICC_OJN
CL	0.005*** (4.075)	0.005*** (3.770)	0.006*** (3.923)	0.003*** (3.729)	0.003*** (2.841)	0.003*** (3.220)
SIZE	-0.011*** (-19.651)	-0.010*** (-16.373)	-0.011*** (-16.676)	-0.011*** (-18.767)	-0.010*** (-15.546)	-0.011*** (-15.934)
LEV	-0.028*** (-9.099)	-0.022*** (-7.124)	-0.028*** (-8.393)	-0.028*** (-8.265)	-0.020*** (-6.135)	-0.027*** (-7.422)
ROE	0.030*** (12.939)	0.025*** (10.526)	0.028*** (10.895)	0.028*** (11.897)	0.023*** (9.381)	0.026*** (9.844)
ASSETURN	-0.004*** (-4.577)	-0.003*** (-2.967)	-0.004*** (-3.679)	-0.004*** (-3.652)	-0.002** (-2.167)	-0.003*** (-2.833)
GROWTH	0.0005 (0.639)	0.0001 (0.072)	-0.0001 (-0.069)	-0.0002 (-0.270)	-0.001 (-0.843)	-0.001 (-0.986)
OPRISK	-0.002 (-1.124)	-0.002 (-1.047)	-0.002 (-0.894)	-0.004* (-1.758)	-0.004 (-1.604)	-0.004 (-1.437)
BM	0.060*** (20.097)	0.060*** (19.152)	0.061*** (17.789)	0.060*** (20.233)	0.061*** (19.346)	0.061*** (17.878)
BETA	-0.001 (-0.502)	-0.002 (-1.104)	-0.001 (-0.659)	-0.0001 (-0.064)	-0.001 (-0.667)	-0.0004 (-0.243)
DTURN	0.085*** (2.611)	0.031 (0.894)	0.053 (1.463)	0.059* (1.778)	0.004 (0.116)	0.024 (0.655)

SDRET	0.008 (1.340)	0.004 (0.581)	0.006 (0.859)	0.008 (1.228)	0.004 (0.545)	0.006 (0.774)
SOE	0.003*** (3.763)	0.003*** (2.846)	0.003*** (2.926)	0.003*** (3.887)	0.003*** (2.771)	0.003*** (2.930)
Big4	-0.002 (-1.052)	-0.001 (-0.728)	-0.002 (-1.031)	-0.002 (-1.104)	-0.002 (-0.841)	-0.002 (-1.072)
AGE	0.001* (1.654)	0.001 (1.197)	0.001 (0.832)	0.001* (1.824)	0.001 (1.378)	0.001 (1.010)
Constant	0.270*** (23.195)	0.250*** (20.169)	0.278*** (21.075)	0.268*** (22.047)	0.248*** (19.081)	0.278*** (20.052)
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	5,301	5,301	5,301	5,079	5,079	5,079
R-squared	0.321	0.275	0.262	0.309	0.263	0.248

注：括号内为调整后的 T 值；\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%、10% 的统计水平下显著

Panel D 稳健性测试——替换股权融资成本度量指标

变量	(1) ICC_AVE	(2) ICC_AVE	(3) ICC_AVE	(4) ICC_AVE
CL	0.004*** (3.582)			0.002** (1.985)
CL_QN		0.006* (1.886)		
CL_OPINION			0.006*** (3.157)	
ICC_AVE <sub>i,t-1</sub>				0.396*** (18.675)
SIZE	-0.008*** (-11.690)	-0.009*** (-6.362)	-0.008*** (-6.333)	-0.005*** (-8.892)
LEV	0.026*** (9.381)	0.026*** (5.086)	0.027*** (4.737)	0.016*** (7.192)
ROE	-0.025*** (-6.613)	-0.021*** (-3.421)	-0.021*** (-3.374)	0.003 (0.674)
ASSETURN	-0.004*** (-3.172)	-0.002 (-0.805)	-0.002 (-0.798)	-0.003*** (-3.517)
GROWTH	0.0001 (0.163)	0.002 (1.097)	0.002 (1.264)	0.001* (1.841)
OPRISK	-0.002 (-0.660)	0.005 (0.967)	0.005 (0.983)	-0.004** (-2.109)
BM	0.057*** (13.767)	0.055*** (7.269)	0.057*** (7.415)	0.032*** (10.142)
BETA	-0.003 (-1.442)	-0.006 (-1.501)	-0.006 (-1.575)	-0.003* (-1.832)
DTURN	-0.004	0.118	0.124*	0.026

	(-0.119)	(1.618)	(1.723)	(0.856)
SDRET	0.006	0.006	0.007	0.008
	(0.933)	(0.444)	(0.530)	(1.261)
SOE	0.003***	0.008***	0.007***	0.001
	(3.250)	(3.415)	(3.170)	(0.665)
Big4	-0.004**	-0.001	-0.002	-0.003**
	(-2.036)	(-0.169)	(-0.411)	(-1.977)
AGE	0.001*	0.002	0.002	0.002***
	(1.743)	(0.964)	(1.136)	(3.309)
Constant	0.203***	0.201***	0.208***	0.129***
	(13.483)	(7.146)	(7.621)	(10.696)
Industry FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Observations	5,301	1,181	1,181	4,372
R-squared	0.219	0.240	0.243	0.363

注：括号内为调整后的 T 值；\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%、10% 的统计水平下显著

## 七、研究结论

在我国半强式有效市场中，公共信息披露的匮乏导致投资者很难准确估计信息不对称程度较高的上市公司的风险水平，进而要求与风险相匹配的投资回报率，公开监管能否弥补市场失灵，提高资本市场运行效率始终是学术界探讨的热点。本文借助沪深交易所公开披露问询函的场景，实证检验了问询函对企业股权融资成本的影响。研究表明，沪深交易所的监管问询增加了资本市场中的负面公共信息供给，权益投资者提高了对被问询对象的风险预期并调高期望回报率以补偿潜在风险，进而导致收函后企业股权融资成本提高，并且当问询函包含的问题数量更多以及需要第三方出具专业审核意见时，股权融资成本提升程度更高。横截面测试表明，问询函与股权融资成本的正向关系受公司外部法律环境及内部公司治理水平的异质影响。拓展性测试的结果显示，未向市场公开披露的问询函不会改变企业股权融资成本，进一步加强了本文结果的可信度。通过倾向得分匹配、逐年匹配的双重差分模型及 Heckman 两阶段回归，本文可能存在的内生性问题得到缓解。在稳健性测试中，替换研究样本、改变股权融资成本测度指标及控制当期股权融资成本后，结论保持稳健。本文为我国半强式资本市场中公共信息披露的重要性提供了增量证据，既丰富了股权融资成本相关文献，也验证了我国交易所一线监管的有效性。本文的政策启示在于：面对当下我国半强式资本市场中信息匮乏的事实，相关监管部门应当继续提高监管专业性，通过更多的公共信息供给帮助投资者做出更加理性的判断，才能促进资本市场健康高效发展，不断提升资本市场运行效率。

## 参考文献

- [1] 陈工孟, 高宁. 我国证券监管有效性的实证研究[J]. 管理世界, 2005(07): 40-47.
- [2] 陈运森, 邓祎璐, 李哲. 非处罚性监管具有信息含量吗?——基于问询函的证据. 金融研究[J], 2018, 4: 155-171.
- [3] 陈运森, 邓祎璐, 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.
- [4] 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, 35(03): 169-185.
- [5] 代昀昊. 机构投资者、所有权性质与权益资本成本[J]. 金融研究, 2018, (09): 143-159.
- [6] 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[J]. 外国经济与管理, 2020, 42(09): 136-152.
- [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, (03): 54-65.
- [8] 黄少安, 张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析[J]. 经济研究, 2001, 11: 12-20.
- [9] 姜付秀, 支晓强, 张敏. 投资者利益保护与股权融资成本——以中国上市公司为例的研究[J]. 管理世界, 2008(02): 117-125.
- [10] 雷英, 吴建友, 孙红. 内部控制审计对会计盈余质量的影响——基于沪市 A 股上市公司的实证分析[J]. 会计研究, 2013, (11): 75-81.
- [11] 黎文靖. 会计信息披露政府监管的经济后果——来自中国证券市场的经验证据[J]. 会计研究, 2007, 8: 13-21.
- [12] 李慧云, 刘颖. 市场化进程、自愿性信息披露和权益资本成本[J]. 会计研究, 2016, 1: 71-78.
- [13] 李力, 刘全齐, 唐登莉. 碳绩效、碳信息披露质量与股权融资成本[J]. 管理评论, 2019, 31(01): 221-235.
- [14] 李姝, 赵颖, 童婧. 社会责任报告降低了企业权益资本成本吗?——来自中国资本市场的经验证据[J]. 会计研究, 2013, 9: 64-70.
- [15] 李晓溪, 饶品贵, 岳衡. 年报问询函与管理层业绩预告. 管理世界, 2019, 35(08): 173-188.
- [16] 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[J]. 财经研究, 2019, 45(07): 45-58.
- [17] 陆正飞, 叶康涛. 中国上市公司股权融资偏好解析——偏好股权融资就是缘于融资成本低吗? [J]. 经济研究, 2004, 4: 50-59.
- [18] 王雄元, 高曦. 年报风险披露与权益资本成本. 金融研究[J], 2018, 1: 174-190.
- [19] 肖作平. 终极所有权结构对权益资本成本的影响——来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理科学学报, 2016, 19(01): 72-86.
- [20] 张俊生, 汤晓建, 李广众. 预防性监管能够抑制股价崩盘风险吗?——基于交易所年报问询函的研究[J]. 管理科学学报, 2018, 21(10): 112-126.
- [21] Amihud Y, Mendelson H. Asset pricing and the bid-ask spread[J]. Journal of Financial Economics, 1986, 17(2): 223-249.
- [22] Barry C B, Brown S J. Differential information and the small firm effect[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 283-294.
- [23] Bloomfield R J, Wilks T J. Disclosure effects in the laboratory: Liquidity, depth, and the cost of capital[J]. The Accounting Review, 2000, 75(1): 13-41.
- [24] Botosan C A, Plumlee M A. A re - examination of disclosure level and the expected cost of equity capital[J]. Journal of Accounting Research, 2002, 40(1): 21-40.
- [25] Botosan C A. Disclosure level and the cost of equity capital[J]. Accounting Review, 1997: 323-349.
- [26] 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.
- [27] Cassell C A, Dreher L M, Myers L A. Reviewing the SEC's review process: 10-K comment letters and the cost of remediation[J]. The Accounting Review, 2013, 88(6): 1875-1908.
- [28] Chen Y, Deng Y, Jin Y, et al. Political connection and regulatory scrutiny through

- comment letters: Evidence from China[J]. *International Review of Finance*, 2020, 20(3): 789-798.
- [29] Coase R H. The Problem of Social Cost [J]. *The Journal of Law and Economics*, 1960, (3): 1-44.
- [30] Cunningham L M, Johnson B A, Johnson 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.
- [31] Dechow P M, Lawrence A, Ryans J P. SEC comment letters and insider sales[J]. *The Accounting Review*, 2016, 91(2): 401-439.
- [32] Dhaliwal D S, Li O Z, Tsang A, et al. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting[J]. *The Accounting Review*, 2011, 86(1): 59-100.
- [33] Diamond D W, Verrecchia R E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital[J]. *The Journal of Finance*, 1991, 46(4): 1325-1359.
- [34] Duro M, Heese J, Ormazabal G. The effect of enforcement transparency: Evidence from SEC comment-letter reviews[J]. *Review of Accounting Studies*, 2019, 24(3): 780-823.
- [35] Easley D, O'hara M. Information and the cost of capital[J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59(4): 1553-1583.
- [36] Easton P D. PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital[J]. *The Accounting Review*, 2004, 79(1): 73-95.
- [37] Fan J P H, Wong T J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2002, 33(3): 401-425.
- [38] Gunny K A, Hermis J M. How busyness influences SEC compliance activities: Evidence from the filing review process and comment letters[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2020, 37(1): 7-32.
- [39] Gupta K, Krishnamurti C, Tourani-Rad A. Financial development, corporate governance and cost of equity capital[J]. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2018, 14(1): 65-82.
- [40] Handa P, Linn S C. Arbitrage pricing with estimation risk[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1993, 28(1): 81-100.
- [41] Haskins M E, Ferris Kennet R S T I. *International financial reporting and analysis: a contextual emphasis*[J]. Boston: Irwin McGraw-Hill, 2000.
- [42] Healy P M, Palepu K G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31(1-3): 405-440.
- [43] Heese J, Khan M, Ramanna K. Is the SEC captured? Evidence from comment-letter reviews[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2017, 64(1): 98-122.
- [44] Himmelberg C P, Hubbard R G, Love I. Investor protection, ownership, and the cost of capital[J]. *World Bank Policy Research Working Paper*, 2004.
- [45] Hou K, Van Dijk M A, Zhang Y. The implied cost of capital: A new approach[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2012, 53(3): 504-526.
- [46] Hughes J S, Liu J, Liu J. Information asymmetry, diversification, and cost of capital[J].

- The Accounting Review, 2007, 82(3): 705-729.
- [47] Johnston R, Petacchi R. Regulatory oversight of financial reporting: Securities and Exchange Commission comment letters[J]. Contemporary Accounting Research, 2017, 34(2): 1128-1155.
- [48] Khlif H, Samaha K, Soliman M. Internal control quality, voluntary disclosure, and cost of equity capital: The case of an unregulated market[J]. International Journal of Auditing, 2019, 23(1): 144-160.
- [49] Kim O, Verrecchia R E. Market liquidity and volume around earnings announcements[J]. Journal of Accounting and Economics, 1994, 17(1-2): 41-67.
- [50] La Porta R, Lopez - de - Silanes F, Shleifer A. What works in securities laws?[J]. The Journal of Finance, 2006, 61(1): 1-32.
- [51] Lambert R, Leuz C, Verrecchia R E. Accounting information, disclosure, and the cost of capital[J]. Journal of Accounting Research, 2007, 45(2): 385-420.
- [52] Leftwich R. Market failure fallacies and accounting information[J]. Journal of Accounting and Economics, 1980, 2(3): 193-211.
- [53] Morck R, Yeung B, Yu W. The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements?[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1-2): 215-260.
- [54] Ohlson J A, Juettner-Nauroth B E. Expected EPS and EPS growth as determinants of value[J]. Review of accounting studies, 2005, 10(2): 349-365.
- [55] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. The Journal of Finance, 1997, 52(2): 737-783.
- [56] Stigler G J. Public regulation of the securities markets[J]. The Journal of Business, 1964, 37(2): 117-142.
- [57] Verrecchia R E. Essays on disclosure[J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 32(1-3): 97-180.
- [58] Welker M. Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets[J]. Contemporary Accounting Research, 1995, 11(2): 801-827.

## **Public Disclosure of Regulatory Information and Cost of Equity Capital: Evidence from Comment Letters**

Yanan Cao<sup>1</sup>, Ning Hu<sup>2</sup>, Shuang Xue<sup>3</sup>

(1. School of Accountancy, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China; 2. School of Accountancy, Southwestern University Of Finance And Economics, Chengdu, 613000, China; 3. School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Abstract:** The premise of investors' accurate forecasting of future earnings is sufficient and real information acquisition and interpretation. Unlike other potentially biased public information such as media reports, analysts' research reports, the information directly provided by the regulatory authorities is more reliable and credible. Based on the Annual Reports comment letters, this paper studies the impact of the public disclosure of regulatory information on the cost of equity capital. The empirical results show

that the comment letters provide incremental information for the capital market and the future costs of equity capital are improved significantly. Furthermore, when the comment letters contain more questions or when the Exchanges request a third party to issue opinions, the costs of equity capital are even higher. In cross-sectional test, we find that the positive relation between comment letters and the costs of equity capital is influenced by the external marketization level and internal corporate governance. Additionally, the comment letters that are not publicly disclosed cannot help investors adjust earnings forecast. Our research not only emphasizes the importance of public disclosure of regulatory information, but also provides empirical evidence for the effectiveness of the first-line regulatory actions of the Exchanges.

**Keywords:** comment letters of financial reports; public disclosure; the costs of equity capital; first-line regulatory

#### 作者简介:

曹雅楠, 女, 上海对外经贸大学讲师 (Shanghai University of International Business and Economics)。2021 年毕业于上海财经大学, 获管理学博士学位, 研究方向为资本市场中的会计与财务问题。E-mail: [sufecyn@163.com](mailto:sufecyn@163.com), 电话 19117207246, 地址: 上海市松江区文翔路 1900 号上海对外经贸大学乐群楼 214, 邮编 201620。

胡宁, 通讯作者, 男, 西南财经大学副教授 (Southwestern University of Finance and Economics)。2019 年毕业于上海财经大学, 获管理学博士学位, 研究方向为制度改革与上市公司会计审计行为。E-mail: [huning@swufe.edu.cn](mailto:huning@swufe.edu.cn), 电话 13167233385。通讯地址: 四川省成都市温江区柳台大道 555 号西南财经大学 (柳林校区) 通博楼 D514, 邮编 613000。

薛爽, 女, 上海财经大学教授 (Shanghai University of Finance and Economics), 管理学博士, 研究方向为财务会计、公司财务与公司治理。E-mail: [xuesh@mail.shufe.edu.cn](mailto:xuesh@mail.shufe.edu.cn)。