
交易所问询与企业过度投资

——基于沪深交易所年报问询函的经验证据

聂萍 徐筱¹

(湖南大学 工商管理学院, 湖南 长沙 410082)

【摘要】 基于证券交易所问询函件频发以及重点关注企业投资行为的背景,采用 2015-2018 年 A 股上市公司年报及其年报问询函数据,探讨交易所年报问询函对企业过度投资的影响效力。研究发现:年报问询函监管能够在一定程度上抑制公司的过度投资;且当上市公司收到的问询函中涉及“投资”事项问题时,对公司过度投资的抑制作用更明显;管理层权力对问询函监管与过度投资关系具有调节作用。

【关键词】 问询函监管 过度投资 管理层权力 信息披露

【中图分类号】:F830.91 **【文献标识码】**:A **【文章编号】**:1003-7217(2021)01-0048-07

一、引言及文献回顾

问询监管制度作为一项强有力措施,可以提升交易所监管效能,监督企业信息披露,进一步增强财务报告的信息含量和决策有用性。

(一) 问询函监管的经济后果

已有文献从问询监管的市场反应及对行为主体和利益相关者行为的影响出发,实证检验了问询监管的执行效力。

在市场反应方面,国外文献主要基于美国证券交易委员会(SEC)意见函的监管效果进行研究。美国证券交易委员会对公司发放意见函的公告日市场没有反应,但对重述公告日有显著为负的反应^[1]。澳大利亚证券交易所在问询函公告后 30 分钟内,股票有 2.7%的逆转,且公告后几天的回报波动水平和买卖差价都有所减少^[2]。Dechow 等(2016)^[3]则认为,市场对问询函的反应存在滞后性。中国资本市场对证券交易所发放的问询函有明显的反应,收函公告日的反应显著为负,回复函公告披露的窗口期市场异常收益显著为正^[4,5]。

问询函还受到行为主体和利益相关者的关注,影响利益相关者的行为决策。从公司内部经济活动视角,Dechow 等(2016)^[3]发现企业内部人会在收入确认相关的意见函公开披露前频繁交易,从中获利。陈运森等(2019)^[6]研究得出公司收到问询函后盈余管理行为得到抑制的结论,问询函改善了被问询公司的信息环境并提高市场对盈余的解读效率^[7]。聂萍等(2019)^[8]研究发现问询函监管显著抑制大股东“掏空”行为。

¹作者简介:聂萍(1972-),女,湖南沅江人,博士,湖南大学工商管理学院副教授,研究方向:资本市场财务与会计。

基金项目:国家自然科学基金项目(71702051);湖南省自然科学基金项目(2018JJ3085)

从外部利益相关者视角,Bozanic 等(2017)^[9]研究发现,分析师会增加对于收到意见函公司的跟踪,并提高其盈余预测的效率^[10],能降低审计报告的激进性,显著改善审计质量^[11,12]。这种积极作用通过审计师渠道发挥出来,产生“溢出效应”^[13-15]。

(二)企业过度投资的影响因素

从企业内部治理机制角度,Jensen 和 Meckling(1976)^[16]研究表明股权制衡有效抑制了企业的过度投资行为,经理货币薪酬与过度投资显著负相关^[17],资产负债率与过度投资正相关^[18],负债相机治理与负债代理成本的作用共同影响企业的过度投资^[19]。

从外部治理环境角度,在市场化进程越慢的地区,政府强烈的干预动机导致企业的过度投资越严重^[20],而法治水平的改善抑制了公司的过度投资行为^[21];上市公司的投资在一定程度上受到外部融资约束^[22]。

综上所述,大量文献都证实了市场对证券交易所发放的问询函有明显的反应,问询函对于改善市场信息环境,增强信息透明度,影响公司及利益相关者行为,规范管理层的信息披露行为等具有一定的增量作用。现有文献较少从企业投资视角来考察问询函监管的有效性问题,缺乏证券交易所一线监管对公司过度投资的影响研究等。

二、理论分析与研究假设

(一)年报问询与过度投资

问询函监管可能通过信息渠道、治理渠道、融资渠道抑制企业过度投资。具体来说:

第一,问询函监管通过信息渠道抑制企业过度投资。问询函公开成为市场投资者获取公司信息的重要渠道,能够提高企业信息透明度,帮助社会公众了解管理层对企业资源的配置情况,监督管理层的资本使用合理性,规范其投资决策和投资行为,及时发现和制止在职消费、帝国构建等机会主义行为,使企业资源得以合理有效配置,在一定程度上约束管理层的过度投资行为。

第二,问询函监管通过治理渠道抑制企业过度投资。研究表明,公司治理存在缺陷,会计信息质量低的公司通常更有可能收到监管部门的问询函^[23]。为消除收到问询函产生的负面影响,增加投资者投资的信心,规避监管部门的处罚,维护自身的声誉,公司不仅会针对问询函提出的问题做出回复,还会建立完善的监督治理机制,激励内部管理层对投资机会的正确识别以及投资项目的有效选择,对每项投资进行严格审批和监管,从而减少公司过度投资。

第三,问询函监管通过融资渠道抑制企业过度投资。上市公司收到交易所发出的问询函会向市场传递出该上市公司之前披露的信息存在着不准确、不完善等缺陷的信息,投资者产生“权威偏误”。供应商或客户不能充分了解该公司的财务风险与经营风险,出于谨慎性考虑通常将降低或拒绝给予公司商业融资,这样企业在做投资决策时会偏审慎,从而降低过度投资。

通过上述分析,提出研究假设 1。

H1 年报问询函监管能够在一定程度上抑制公司的过度投资。

(二)“投资”事项年报问询与过度投资

证券交易所会针对公司具体存在的问题在问询函中重点关注。当交易所重点关注企业投资方案,涉及“投资”关键事项时,监管机构会加大对企业过度投资的监管力度,外界投资者、媒体、中介机构也格外关注企业投资事项和问题,公司管理层会格外谨慎地作出投资决策,减少过度投资,使得具有“投资”事项的年报问询函监管对公司过度投资的抑制作用更明显。基于以上分

析, 提出研究假设 2。

H2 当上市公司收到的问询函中涉及“投资”事项问题时, 对公司过度投资的抑制作用更明显。

(三) 不同管理层权力下年报问询与过度投资

根据管理层权力理论, 在企业管理层权力日益增大的背景下, 管理层会出于在职消费、绩效薪酬等利益考量, 利用其信息优势和手中的控制权对企业信息披露、经营管理、投资决策等产生重要影响。年报问询揭示出公司投资存在问题, 引起企业股东及利益相关方的关注和有效监督, 企业管理层面临绩效降低、声誉受损和职业发展前景受限的压力, 而权力越大的管理层可能更注重个人声誉和自身的职业发展, 因而会在企业收到问询时更加审慎和收敛自身的不规范行为, 减少损害公司利益的过度投资。从这一角度出发, 年报问询对权力较大的管理层的非理性行为和机会主义行为约束效力更强。由此提出研究假设 3。

H3 在其他条件不变的情况下, 当上市公司管理层权力较强时, 问询函监管对公司过度投资的抑制作用更明显。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

选取 2015–2018 年度沪深 A 股上市公司为样本, 问询函数据来源于深交所和上交所官网中的监管信息公开一栏, 经手工搜集整理所得, 对于一年内被多次问询的公司, 只选取第一次作为研究对象。最后整理出年报问询函 1172 份, 其中涉及“投资”事项的 603 份。本文中其他关键数据来源于国泰安数据库, 将问询函数据与其他变量数据合并, 剔除金融、保险类公司及数据缺失的样本, 同时对连续变量在 1%上下两端进行了缩尾处理, 最后获得 8261 个观测值。

表 1 投资模型变量定义

变量名称	变量代码	变量说明
投资支出	Inv	购建固定资产、在建工程、工程物资以及长期股权投资的增加额/年初总资产
企业成长性	Growth	上一年末主营业务收入增长率
资产负债率	Lev	负债总额/资产总额
货币资金	Cash	货币资金/年初总资产
企业规模	Size	上一年末资产总额的对数
企业上市年龄	Age	$\ln(\text{公司成立年限}+1)$
资产收益率	Ret	公司年度股票回报率
行业变量	Indu	行业虚拟变量
年度变量	Year	年度虚拟变量
残差	ε	$\varepsilon > 0$, 说明企业存在过度投资现象; $\varepsilon < 0$, 说明企业存在投资不足现象

(二)变量定义

1. 被解释变量。

关于过度投资的度量方法,当前研究中最常见的是采用 Richardson (2006)^[24]和 Biddle (2009)^[25]的投资模型来度量。参考陈运森等 (2011)^[26]的研究,本文通过模型 (1) 来计算企业的过度投资水平:

$$\begin{aligned} Inv_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{i,t-1} + \alpha_2 Lev_{i,t-1} + \\ & \alpha_3 Cash_{i,t-1} + \alpha_4 Size_{i,t-1} + \alpha_5 Age_{i,t-1} + \\ & \alpha_6 Ret_{i,t-1} + \alpha_7 Inv_{i,t-1} + \sum Indu + \\ & \sum Year + \epsilon \end{aligned} \quad (1)$$

2. 解释变量。

(1) 问询监管(CL)。若上市公司当年收到交易所年报问询函,则 CL 取值为 1,否则为 0。(2) “投资”事项年报问询(InvCL)。将年报问询函件中出现“募投项目进展”“投资活动情况”“关于投资”等界定为“投资”事项。若公司当年收到问询函且问询函涉及“投资”事项,InvCL 取值为 1,否则为 0;若公司当年收到问询函但问询函未涉及“投资”事项,NonInvCL 取值为 1,否则为 0。

3. 调节变量。

借鉴 Finkelstein (1992)^[27]的研究,对管理层权力不同维度变量的划分,参考王雄元 (2012)等^[28]、卢锐 (2008)^[29]的做法,对管理层权力指标的选取,选择两职兼任情况、独董比例、股权集中度、管理层持股、管理层学历背景作为管理层权力构建的基础指标,利用积分变量法计算得出管理层权力综合指标 (Power),以此作为综合管理层权力的代理变量,该指标值越大,代表管理层权力越高。

4. 控制变量。

参考辛清泉等 (2007)^[30]、陈运森等 (2019)^[31]的研究,从公司特征控制如下变量,具体变量定义如表 2 所示。

(三)研究模型

为检验假设 1,构建如下模型:

$$\begin{aligned} Over_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CL_{i,t} + \sum Control_{i,t} + Indu + \\ & Year + \mu_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

为检验假设 2,构建如下模型:

$$Over_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 InvCL_{i,t} + \beta_2 NonInvCL_{i,t} + \sum Control_{i,t} + Indu + Year + \mu_{i,t} \quad (3)$$

为检验假设 3, 使用综合指标 Power 以其中位数划分为高组或低组, 在模型 (3) 基础上分组回归。

表 2 变量定义

变量类型	变量名称	变量代码	变量说明
被解释变量	过度投资	Over	模型 (1) 回归残差大于 0, 取值为 1, 否则为 0
解释变量	问询监管	CL	若公司当年年报被交易所问询, CL 取值为 1, 否则为 0
	投资类	InvCL	若公司当年年报被交易所问询且涉及“投资”事项, InvCL 取值为 1, 否则为 0
	非投资类	NonInvCL	若公司当年年报被交易所问询但未涉及“投资”事项, NonInvCL 取值为 1, 否则为 0
调节变量	两职兼任情况	DUAL	董事长和总经理两职合一取值为 1, 否则为 0
	独董比例	Inbo	独董占董事会人数比例, 低组取值为 1, 高组取值为 0
	股权集中度	OC	第一大股东持股比例/第二、三大股东持股比例之和, 低组取值为 1, 高组取值为 0
	管理层持股	Manho	管理层持股占公司总股份比例, 高组取值为 1, 低组取值为 0
	管理层学历背景	Edu	管理层学历为博士取值为 4, 硕士取值为 3, 学士取值为 2, 专科取值为 1, 专科以下取值为 0
	管理层综合权力	Power	Power=DUAL+Inbo+OC+Manho+Edu
控制变量	现金流量	Cash	货币资金/年初总资产
	企业规模	Size	资产总额对数
	财务杠杆	Lev	负债总额/资产总额
	上市年龄	Age	ln(公司成立年限+1)
	所有权性质	SOE	国有企业取值为 1, 非国有企业取值为 0
	第一大股东持股比例	Fshr	第一大股东持股数量/公司总股数
	账面市值比	BM	股东权益/公司市值
	经营活动净现金流	Cfota	经营活动现金流量净额/年末总资产
	行业变量	Indu	行业虚拟变量
	年度变量	Year	年度虚拟变量

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表 3 报告主要变量的描述性统计结果。过度投资虚拟变量均值为 0.304,说明样本中有 30.4%的公司存在过度投资现象。问询监管变量均值 0.09,标准差 0.287,说明在总样本中有 9%的公司收到了交易所问询函。涉及“投资”事项问询函均值 0.046,标准差 0.208,说明样本中约有 4.6%收到的问询函涉及“投资”事项。管理层综合权力均值为 4.128,中位数为 4,表明管理层权力膨胀在样本企业中普遍存在。

表 3 主要变量描述性统计结果

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Median	Max
Over	8261	0.304	0.460	0	0	1
CL	8261	0.090	0.287	0	0	1
InvCL	8261	0.046	0.208	0	0	1
Power	8261	4.128	1.234	0	4	8
Cash	8261	0.209	0.173	0.012	0.162	1.489
Size	8261	22.207	1.229	19.640	22.070	26.231
Lev	8261	0.414	0.201	0.057	0.402	0.972
SOE	8261	0.283	0.450	0	0	1
Fshr	8261	0.334	0.142	0.090	0.312	0.738
BM	8261	0.578	0.249	0.056	0.566	1.233
Cfota	8261	0.043	0.069	0.199	0.042	0.256
Age	8261	2.882	0.301	2.079	2.890	3.526

(二)相关性分析

对主要变量进行 Pearson 相关性分析,结果如表 4 所示,问询监管和“投资”事项相关的问询监管与企业过度投资的相关系数分别为-0.046 和-0.033,且均在 5%水平上显著,初步验证了假设 H1 和 H2。

表 4 主要变量间 Pearson 相关性分析

Variable	Over	CL	InvCL	Cash	Size	Lev	SOE	Fshr	BM	Cfota	Age
Over	1										

CL	-0.046**	1									
InvCL	-0.033**	0.696***	1								
Cash	0.091***	-0.024**	-0.033***	1							
Size	0.163***	-0.088***	-0.064***	-0.050***	1						
Lev	0.082***	0.112***	0.060***	-0.176***	0.484***	1					
SOE	-0.043***	-0.032***	-0.042***	-0.051***	0.330***	0.244***	1				
Fshr	0.001	-0.091***	-0.079***	0.013	0.201***	0.061***	0.214***	1			
BM	0.097***	-0.022*	-0.002	-0.154***	0.616***	0.374***	0.254***	0.105***	1		
Cfota	0.055***	-0.112***	-0.084***	0.091***	0.048***	-0.174***	0.038***	0.122***	-0.082***	1	
Age	0.028**	0.068***	0.065***	-0.032***	0.106***	0.162***	0.240***	-0.021*	0.187***	-0.00100	1

(三)回归结果与分析

1. 年报问询与过度投资。

表5列示年报问询函监管对企业过度投资的检验结果。选择问询监管(CL)为解释变量,结果如列(1)所示,问询监管(CL)的系数在5%的水平显著为负,即年报问询监管通过信息渠道引起市场投资者、媒体等利益相关者对管理层投资行为进行关注,从而达到有效监督目的,通过治理渠道激发企业提升内部治理水平和监管机制严格把控投资项目,通过融资渠道影响企业融资来源和融资成本,合理高效配置企业资源,均在一定程度上抑制了上市公司的过度投资,初步验证了本文提出的H1。

2. “投资”事项年报问询与过度投资。

选用与“投资”事项相关的问询监管(InvCL)和与“投资”事项无关的问询监管(NonInvCL)作为解释变量,对模型(3)进行回归检验,列(2)显示InvCL系数在10%的水平显著为负,NonInvCL系数为负但不显著,因而具有“投资”事项的年报问询监管对企业过度投资的抑制作用更强,假设H2得到验证。

3. 不同管理层权力下年报问询与过度投资。

列(3)(4)报告不同管理层权力水平下问询监管与过度投资的回归结果。“投资”事项问询函(InvCL)系数在管理层权力高组显著(5%水平)而在管理层权力低组不显著,说明在其他条件不变的情况下,当上市公司管理层权力较强时,问询函监管对公司过度投资的抑制作用更明显,从而印证了H3。

(四)稳健性检验

1. 工具变量法。

为减轻不可观测因素同时影响年报问询和过度投资而导致的样本选择偏差问题,采用工具变量法,以行业省份内年报问询的

均值作为工具变量, 进行两阶段最小二乘回归, 结果见表 6。

表 5 年报问询与过度投资检验结果

Variables	(1)Over	(2)Over	(3)Power 高	(4)Power 低
CL	-0.189**			
	(-2.01)			
InvCL		-0.217*	-0.398**	-0.024
		(-1.71)	(-2.36)	(-0.13)
NonInvCL		-0.160	-0.247	-0.028
		(-1.23)	(-1.47)	(-0.13)
Cash	1.102***	1.101***	1.184***	0.870***
	(7.5)	(7.48)	(6.67)	(3.20)
Size	0.487***	0.487***	0.495***	0.493***
	(15.72)	(15.72)	(13.28)	(8.31)
Lev	0.575***	0.573***	0.745***	0.212
	(3.71)	(3.70)	(3.91)	(0.77)
SOE	-0.417***	-0.418***	-0.439***	-0.370***
	(-6.29)	(-6.30)	(-5.55)	(-2.91)
Fshr	-0.757***	-0.758***	-0.714***	-0.817**
	(-4.06)	(-4.07)	(-3.14)	(-2.40)
BM	-0.516***	-0.517***	-0.646***	-0.379
	(-3.24)	(-3.24)	(-3.37)	(-1.25)
Cfota	1.254***	1.253***	0.997**	1.998***
	(3.25)	(3.24)	(2.12)	(2.87)
Age	0.267***	0.267***	0.317***	0.182
	(2.98)	(2.98)	(2.91)	(1.09)
Constant	-12.082***	12.085***	12.076***	-12.631***
	(-17.13)	(-17.13)	(-14.42)	(-9.02)

Industry	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES
PseudoR ²	0.0636	0.0636	0.0667	0.0669
N	8261	8261	5690	2571
			InvCL 组间系数差异 (chow 检验)	Chi2=49.32** Prob>Chi2=0.0196
			NonInvCL 组间系数差异 (chow 检验)	Chi2=47.17** Prob>Chi2=0.0316

表 6 稳健性检验

Variables	工具变量法		替代变量	滞后一期
	(1)Over	(2)Over	(3)Over	(4)Over
CL		-0.183***	-0.224***	-0.370***
		(-2.91)	(-2.66)	(-2.96)
CL_AV	0.925***			
	(26.49)			
控制变量	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES
Constant	0.232***	-1.964***	-3.453***	-5.907***
	(2.78)	(-13.93)	(-5.56)	(-6.87)
Pseudo R ² /Adj R ²	0.138	0.069	0.0469	0.0356
N	8261	8261	9143	5239

以 CL_AV 为工具变量, 表 6 列(1)第一阶段的结果显示, CL_AV 与 CL 在 1%统计水平上显著正相关。列(2)报告第二阶段回归结果, CL 回归系数为-0.183, 在 1%统计水平上显著, 说明年报问询能够抑制过度投资, 在控制内生性问题后, 本文结论依然成立。

2. 过度投资替代变量。

借鉴辛清泉等(2007)^[30]的研究, 使用 t-1 年末托宾 Q 值作为企业成长性(Growth)的代理变量, 在模型(1)上重新计算过度投资,

之后进行回归检验,列(3)显示文章主要研究结论仍然成立。

3. 滞后一期变量。

将解释变量和控制变量均滞后一期,检验公司当年收函对第二年过度投资的影响。列(4)所示公司当年收到问询函会显著缓解第二年过度投资的概率,本文主要结论保持不变。

五、作用机制检验

上文在理论分析中提出,年报问询可能通过信息渠道、治理渠道、融资渠道抑制企业过度投资。借鉴温忠麟等(2014)^[32]中介效应模型检验假说 H1 实现的作用机制是否成立,为本文的理论逻辑和结论提供进一步证据。

$$Over_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CL_{i,t} + \sum Control_{i,t} + Indu + Year + \mu_{i,t} \tag{4}$$

$$Mediator_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 CL_{i,t} + \sum Control_{i,t} + Indu + Year + \mu_{i,t} \tag{5}$$

$$Over_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 CL_{i,t} + \gamma_2 Mediator_{i,t} + \sum Control_{i,t} + Indu + Year + \mu_{i,t} \tag{6}$$

(一)信息渠道

关于信息渠道的验证,借鉴 Dechow 和 Dichev (2002)^[33]、孙健等 (2016)^[34]的研究,采用调整的 DD 模型计算的盈余质量指标乘以-1 后作为信息透明度的代理指标,该数值越大,信息透明度越高。

表 7 列(1)(2)(3)为 Trans 作为年报问询对过度投资中介变量的检验结果。列(1)中 CL 系数在 5%水平上显著为负,列(2)和(3)中,CL 对 Trans 系数显著为正,Trans 对 Over 系数显著为负,证明存在中介效应,同时说明年报问询能够提高企业信息透明度。且列(3)中 CL 对 Over 的系数显著,说明是不完全中介效应^[32]。对比控制 Trans 前后的结果可以发现,列(3)中 CL 的系数绝对值为 0.171,略小于列(1)中 CL 的系数绝对值 0.189,说明信息透明度在年报问询与过度投资关系间起到部分中介作用。

表 7 作用机制检验结果

Variables	信息渠道			融资渠道		
	(1)Over	(2)Trans	(3)Over	(4)Over	(5)KZ	(6)Over
CL	-0.189**	0.014***	-0.171*	-0.189**	0.246***	-0.172*
	(-2.01)	(9.18)	(-1.69)	(-2.01)	(6.2)	(-1.73)
Trans			-4.243***			

			(-3.29)			
KZ						-0.139***
						(-4.37)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constant	-12.082***	0.108***	-9.844***	-12.082***	4.856***	-11.410***
	(-17.13)	(10.96)	(-11.24)	(-17.13)	(16.58)	(-15.72)
Pseudo R ² /Adj R ²	0.0636	0.172	0.0568	0.0636	0.834	0.0665
N	5259	5259	5259	8083	8083	8083

(二) 融资渠道

借鉴 Kaplan 和 Zingales (1997)^[35]、魏志华等 (2014)^[36] 的研究验证融资渠道作用机制, 根据公司经营性净现金流、股利、现金持有、资产负债率以及 Tobin' sQ 等财务指标构建 KZ 指数用以衡量上市公司的融资约束程度。KZ 指数越大, 意味着上市公司面临的融资约束程度越高。

列 (4) (5) (6) 为 KZ 作为年报问询对过度投资中介变量的检验结果, 表明年报问询对于企业过度投资的影响部分通过融资渠道传导。

六、结论与启示

本文以证券交易所问询监管为契机, 探究年报问询对企业过度投资行为的影响, 实证结果表明: 年报问询能够在一定程度上抑制公司的过度投资; 当上市公司收到的问询函中涉及“投资”事项问题时, 对公司过度投资的抑制作用更明显; 当上市公司管理层权力较强时, 问询监管对公司过度投资的抑制作用更明显。年报问询对于企业过度投资的影响部分通过信息渠道和融资渠道传导。

本文启示主要有以下两个方面: (1) 监管机构应加强对企业非效率投资行为的问询监管, 持续提升各类信息披露的可读性和有用性, 充分发挥问询机制的监督作用, 为投资者提供决策有用的高质量信息。(2) 监管机构应将问询监管作为帮助优化企业内部权力配置, 制衡管理层权力, 合理配置企业资源的重要机制安排, 以进一步提升公司治理水平。同时沪深交易所之间及其与证监会稽查系统及各地证监局、地方政府之间需形成监管合力, 共享监管资源, 推进监管协作。

参考文献:

[1]Cao J, Calderon T, Chandra A, et al. Analyzing late SEC filings for differential impacts of IS and accounting issues[J]. International Journal of Accounting Information Systems, 2010, 11 (3): 189-207.

-
- [2]Drienko J, Sault S J, Reibniz A H V. Company responses to exchange queries in real time[J]. Pacific Basin Finance Journal, 2017, 45:116-141.
- [3]Dechow P M, Lawrence A, Ryans J P. SEC comment letters and insider sales[J]. The Accounting Review, 2016, 91(2): 401-439.
- [4]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.
- [5]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[J]. 经济研究, 2019, 54(5): 181-198.
- [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, 35(3): 169-185, 208.
- [7]Johnston R, Petacchi R. Regulatory oversight of financial reporting:Securities and exchange commission comment letters[J]. Contemporary Accounting Research, 2017, 34(2):1128-1155.
- [8]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[J]. 审计与经济研究, 2019, 34(3): 91-103.
- [9]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.
- [10]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.
- [11]陈运森, 邓祎璐, 李哲. 非行政处罚性监管能改进审计质量吗?——基于财务报告问询函的证据[J]. 审计研究, 2018(5):82-88.
- [12]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[J]. 审计与经济研究, 2019, 34(2):8-18.
- [13]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, 32(4):17-30.
- [14]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.
- [15]Brown S V, Tian X L, Tucker J W. The spillover effect of SEC comment letters on qualitative corporate disclosure: Evidence from the risk factor disclosure[J]. Contemporary Accounting Research, 2018, 35(2):622-656.
- [16]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm:Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4):305-360.

-
- [17]辛清泉,林斌,王彦超.政府控制、经理薪酬与资本投资[J].经济研究,2007(8):110-122.
- [18]伍利娜,陆正飞.企业投资行为与融资结构的关系——基于一项实验研究的发现[J].管理世界,2005(4):99-105.
- [19]童盼,陆正飞.负债融资、负债来源与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据[J].经济研究,2005(5):75-84, 126.
- [20]唐雪松,周晓苏,马如静.政府干预、GDP增长与地方国企过度投资[J].金融研究,2010(8):33-48.
- [21]蔡吉甫.法治、政府控制与公司投资效率[J].当代财经,2012(5):62-72.
- [22]沈红波,寇宏,张川.金融发展、融资约束与企业投资的实证研究[J].中国工业经济,2010(6):55-64.
- [23]Cassell C A, Cunningham 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.
- [24]Richardson S. Over investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2):159-189.
- [25]Biddle G C, Hilary G, Verdi R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency?[J]. Journal of accounting & economics, 2009, 48(2):112-131.
- [26]陈运森,谢德仁.网络位置、独立董事治理与投资效率[J].管理世界,2011(7):113-127.
- [27]Finkelstein S. Power in top management teams:Dimensions, measurement and validation[J]. Academy of Management Journal, 1992, 35(3):505-538.
- [28]王雄元,何捷.行政垄断、公司规模与CEO权力薪酬[J].会计研究,2012(11):33-38, 94.
- [29]卢锐.管理层权力、薪酬与业绩敏感性分析——来自中国上市公司的经验证据[J].当代财经,2008(7):107-112.
- [30]辛清泉,郑国坚,杨德明.企业集团、政府控制与投资效率[J].金融研究,2007(10):123-142.
- [31]陈运森,黄健峤.股票市场开放与企业投资效率——基于“沪港通”的准自然实验[J].金融研究,2019(8):151-170.
- [32]温忠麟,叶宝娟.中介效应分析:方法和模型发展[J].心理科学进展,2014,22(5):731-745.
- [33]Dechow P M, Dichev I D. The quality of accruals and earnings:The role of accrual estimation errors[J]. Accounting Review, 2002, 77(Supplement):35-59.
- [34]孙健,王百强,曹丰,等.公司战略影响盈余管理吗?[J].管理世界,2016(3):160-169.
- [35]Kaplan S N, Zingales L. Do investment cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?[J]. Quarterly Journal of Economics, 1997, 112(1):169.

[36] 魏志华, 曾爱民, 李博. 金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2014(5): 73-80, 95.