

柔性监管的力量：问询函机制研究述评

游家兴 吕可夫

摘要 作为“创新监管方式”的具体体现，以柔性模式为导向的金融监管改革已蔚然成风，其中最具代表性的是问询函制度。这种以问询函为载体、非处罚性的监管是我国监管机构在吸取国外经验的基础上所进行的制度性创新，其协商、回应和非惩罚性的特征，打破了以往强制监管的单调格局。问询函作为柔性监管的典型政策工具，学术界从问询函的影响因素、经济后果等方面展开了一系列富有成效的讨论。本文梳理了问询制度在中国的具体实践，并从问询函应用的影响因素与实际效用两条主线展开文献综述，并探讨了问询机制与其他机制互补融合的建议，并提出问询机制及柔性监管的进一步研究方向。

关键词 监管制度 柔性监管 问询函

一、引言

党的十九大报告提出“转变政府职能，创新监管方式”，党的二十大报告也要求“加强和完善现代金融监管”。在此背景下，柔性监管逐步兴起，进一步丰富了监管的层次和手段。所谓柔性监管，是指监管机构通过激励型、协商型或行政指导型^①等不同方式引导监管对象行为，重视协调、互动和过程的监管方式（蒋建湘和李沫，2013）。近年来，中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）、上海证券交易所和深圳证券交易所（以下简称两所）共同推动建立健全股票市场柔性监管模式，这其中最具代表性的就是问询函制度（王艳艳等，2020；刘柏和卢家锐，2022；齐荻和许文瀚，2023）。

所谓问询机制，是监管机构依照相关规定，针对上市公司在财务报告、并购重组、关联交易、股票异常波动等方面存在不合情理、涉嫌违规违法的事项发出问询函，要求问询对象在规定时间内以书面形式进行一次或多次回函的安排，属于行政指导型监管类型。相比于激励型和协商型的柔性监管方式，问询函具有简便灵活、类型多样、涉事广泛等特点，在监管实务中的适用性较强，更能发挥督促、预防和引导的作用。

本文简要梳理了问询机制的中国实践，并通过文献述评的方法考察问询函在美国及中国应用时的影响因素与实际效果，并探讨了问询机制与其他机制的互补融合、问询机制及柔性监管的学术方向。

游家兴，厦门大学管理学院教授、博士生导师；吕可夫，厦门大学管理学院财务学系。

① 激励型监管政策工具包括税收优惠、财政补贴、技术开发援助、提供优惠贷款、优先采购、投资倾斜、产品优惠定价、市场优先准入、提供经营便利、特许投标制度、区域间标杆竞争制度等；协商型监管政策工具包括签署减排协议等；行政指导型监管政策工具包括税务“首违不罚”、清单制度、问询函等。



二、问询机制的中国实践

(一) 问询机制的建立

与美国类似^①, 中国的问询机制的建立和进一步完善行政处罚体制、信息披露直通车制度的建立健全有关。2002年4月25日, 中国证监会公布了《关于进一步完善中国证券监督管理委员会行政处罚体制的通知》, 首次提出“非行政处罚性监管措施”的概念。2006年12月13日, 中国证监会公布施行《上市公司信息披露管理办法》, 为证券交易所履行职责, 对上市公司以及其他信息披露义务人披露信息实行监督, 督促披露人及时、准确地披露信息提供了上位法支持。在此之后, 为提升上市公司信息披露质量和效率, 促进市场主体归位尽责, 在前期试点基础上, 上海证券交易所和深圳证券交易所分别于2013年7月1日和2014年1月13日正式建立上市公司信息披露直通车制度(以下简称直通车制度), 并根据实践不断完善^②。直通车制度是指上市公司等信息披露主体按照交易所相关业务规则要求, 将拟披露公告直接提交两所官网或指定媒体公告, 交易所进行事后监管的一整套安排。直通车制度建立后, 两所取消信息披露的事前形式审核, 通过问询函等方式进行事后监管。换言之, 中国在2014年之后才正式建立和实施全面

的问询制度。

(二) 问询机制设计的特点

与美国股票市场问询机制相比, 中国的问询机制有以下不同之处。①问询主体不同。美国是由美国证券交易委员会(SEC)发放, 而中国绝大部分的问询函是由两所直接发放, 更强调“一线监管”的作用(陈运森等, 2019)。②问询范围不同。SEC主要就上市公司提交的季度报表(10Q)、年度报表(10K)、招股说明书(S1)等文件中披露不实、隐瞒以及不当等问题进行问询。两所不仅仅关注上市公司财务报告的信息披露质量, 还对公司关联交易、股价异动、资产重组、经营活动、股权质押、违规行为、商誉减值、环保问题、退市风险等诸多方面进行问询。③披露程度不同。SEC核查要经过与问询对象多轮协商、沟通, 直到SEC确认问题得到解决后才算结束, 并于完成后20天公示。为提高监管透明度, 两所也在各自官网公开了问询函及回复函, 且不管上市公司回函与否, 都会公示问询函。

(三) 问询机制应用的特征事实

2014—2023年, 两所累计发送问询函14 730份(图1), 其中2023年问询函共发出1 278份, 平均3.5份/天。问询函在应用上呈现出以下特点。①问询函类型多

-
- ① 2002年, 美国在安然事件后颁布《萨班斯-奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act of 2002), 其中408章节(Sec.408)明确规定美国证券交易委员会(SEC)每三年至少要对上市公司的年报审查一次, 以确保年报和一般公认会计原则(GAAP)及SEC的相关披露要求一致。为履行上述法定职责, SEC一旦发现上市公司存在会计信息披露方面的潜在缺陷, 会向公司发送问询函要求澄清或补充信息, 甚至要求公司对财务报告进行修正或重述。
- ② 上海证券交易所则于2013年7月1日发布实施《上海证券交易所上市公司信息披露直通车业务指引》, 并于同年10月1日正式实施与之配套的《上市公司信息披露工作评价办法(试行)》, 该评价办法分别于2015年和2017年做了修订, 进一步完善了上市公司信息披露工作评价机制。深圳证券交易所于2011年10月24日发布实施试点业务指引, 于2014年1月13日修订发布《深圳证券交易所上市公司信息披露直通车业务指引》, 并于2015年5月26日及2018年3月23日再做修改, 在直通范围、直通规则及披露事项等方面加以完善。

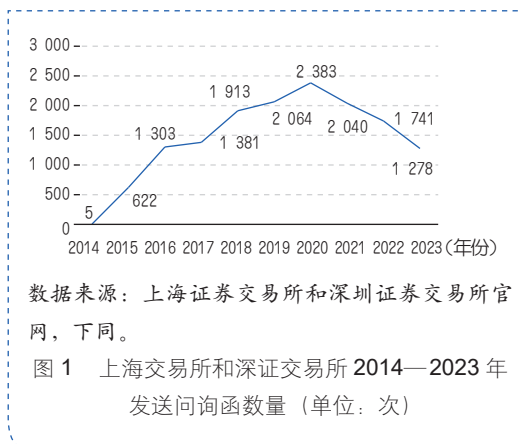
样，财务报告和重组事项为两所关注重点。问询函类型包括财务报告问询函、重组问询函、关注函（关注事项）和问询函（问询事项）等，其中财务报告问询函和重组问询函分别有 4 413 份和 2 404 份，合计占比 46.28%^①，表明财务报告和重组是问询的主要事项（表 1^②）。② 问询回复率整体较高，及时回函率相对较低。当受问询公司回函迟缓、回复模棱两可甚至不予回复时，两所会多次发函催问。2014—2023 年，问询回复率整体为 97.15%，总体来说回函情况较好（表 2），其中 8 653 份回函时间在要求范围内，及时回函率 60.47%，亦存在少数公司拖延长达数月之久，甚至干脆不予理睬。③ 问询对象包含多类，注重问询效果。针对某些重大和复杂事项，两所不仅会要求独立董事、监事会等公司内部人员做出直接回答，还会要求外部中介机构发表专业核查意见，其中会计 / 审计人员、律师 / 法律顾问和独立财务顾问是两所重点问询的对象，问询占比 72.38%（表 3）。

三、问询机制应用的影响因素与实际效用

接下来，本文将通过文献述评方法考察问询函在美国及中国股票市场应用时的影响因素与实际效果，这也是理论界和实务界关注的两个重点。

（一）问询机制应用的影响因素

问询目的是促使受问询公司及时补救已察觉的披露缺陷，提升公司信息透明度，



防止可能出现的欺诈、隐瞒等不合规不合法的行为，维护公平、公正的市场秩序。然而，受人力、物力、财力的限制，问询函并非事无巨细、面面俱到，由此也引发了学者讨论何为问询函应用的影响因素。

① 在高管背景方面，Ertimur & Nondorf (2006) 研究发现，如果上市公司的首席财务官 (CFO) 缺乏经验，公司在首次公开发行 (IPO) 过程中被问询的概率更大，完成 IPO 的时间也会被拉长。全怡等 (2022) 以董事会秘书专业背景为研究切入点，研究发现财务背景的董事会秘书能明显降低公司被问询的概率、次数、事项数以及延期回函概率。

② 在公司特征方面，Johnston & Petacchi (2017) 基于美国《萨班斯-奥克斯利法案》408 章节颁布的背景统计发现，公司规模越大，成立时间越久，越容易收到问询函，并且经营不稳定、有过财务重述、正在发行证券以及接受“非四大”审

① 关注函（关注事项）共有 6 266 份，虽然在问询函类型中占比为 42.54%，数目最高，但其涉及诉讼仲裁、重大交易、税务问题、大股东或关联方资金占用、对外担保及退市风险等很多不同类型问询事项，就单个类型的事项而言并不突出。

② 表 1~3，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。



计等导致公司潜在风险升高的因素, 都将增加被问询的可能性。

③在内外治理方面, Robinson et al. (2011) 讨论了公司治理结构与收到问询函次数的关系, 发现当公司 CEO 和董事长两职合一, 且没有强有力机构投资者进行外部监督时, 公司更可能出现高管薪酬披露缺陷, 同时收到问询函次数会增加, 另外公司独立董事比例越高或者外部董事在外兼职的比例越小, 公司披露的薪酬信息则会表现出更高的可读性, 上市公司收到问询函的次数也会相应地有所减少。刘柏和卢家锐 (2019)、余明桂和卞诗卉 (2020) 等的研究也印证了该观点, 他们发现薄弱的公司治理会导致公司被问询的概率提高。郝晓敏和王永海 (2022) 研究发现, 审计师行业专长能够显著降低公司被问询概率。此外, 还有学者从企业避税 (Kubick et al., 2016) 角度进行探讨。

④针对外国上市公司, 一些学者积极呼吁加强监管合作。例如, Tafara & Peterson (2007) 针对在美国上市的跨国经营公司提出了替代监管的框架, 其目的在于使 SEC 认识到外国监管的作用和替代效果, 避免监管低效重复。Naughton et al. (2018) 从问询函的视角, 基于美国的实证研究发现: 对于在美国上市的外国公司, 母国监管水平越强, SEC 对它们的监管力度越弱, 反之亦然; 相比于仅在美国上市的外国公司, SEC 对交叉上市公司的监管强度更低; 当公司中美国投资者持股比例越高时, 该公司受到 SEC 监管力度也更强。这表明 SEC 与国外监督机构分担了监管职责, 并且将资源集中于与本土投资者关系更为密切的公司, 力求利用有限的监管资源产生最大的监管效用。

⑤从政治关联等角度, 有些学者探讨了“监管俘获”抑制了问询机制的应用。国会决定 SEC 的预算并监督其运作, 而美国总统在参议院的建议和许可下任命 SEC 主席和委员。因此, SEC 的监管人员可能并不会对有政治关联的公司采取问询等措施 (Correia, 2014)。换言之, 政治关联在一定程度上削弱了 SEC 监管活动的可能性和强度 (Yu & Yu, 2011)。更严重的是, 具有政治关联的公司还会积极搜寻问询问题和 SEC 监管人员履历等信息, 并对问询函的发放进行事前预测并加以规避 (Heese et al., 2017)。即便最终收到问询函, 公司既可以补救被察觉的披露缺陷, 也可以试图通过各种方式避免做出实质性的改变, 包括要求将某些附加信息视为商业机密, 或者通过与 SEC 谈判解决争议 (Beyer et al., 2010)。

(二) 问询机制的实际效用

问询机制在现实中是否能发挥积极作用呢? 这是很多学者共同关注的问题 (Leuz & Wysocki, 2016; Johnston & Petacchi, 2017), 并从对投资机构、上市公司及其他利益相关方的行为产生的效用进行了考察。

1. 对投资决策及行为的影响效用

一般而言, 问询函包含与价值相关的信息, 就会影响到投资者的决策, 可能“一石激起千层浪”。例如, Dechow et al. (2015) 实证研究发现, 当 SEC 公开披露上市公司关于收入确认事项的问询函后, 市场会对受问询公司做出消极的反应。Johnston & Petacchi (2017) 则将研究拓展到回复函的市场价格反应上, 发现近一半的问询函涉及财务数字的会计准则应用和财务报告信息披露问题, 有超过 17% 的公

司在受到问询后，会以财务报告重述、增添脚注等方式对会计信息进行更正，观察从提交回复函日的前一交易日到后一交易日的股价变动，上市公司股票累计异常股票回报率平均为-0.49%，折成年化收益率为-59.6%，说明市场价格对公司回复函做出了较为负面的反应。Gietzmann & Isidro (2013) 也发现当公司收到问询函后，机构投资者倾向于减少其持股比例。陈运森等 (2018) 基于中国的研究也发现，上市公司在受到问询时，其股价市场反应显著为负，但在回函时却有显著为正的股价市场反应。对此，作者认为这种正面市场价格反应可能是中国资本市场较为认可柔性监管作用的结果。

2. 对上市公司信息披露质量的影响效用

在信息披露质量方面，学界已基本达成共识，认为问询函制度提升了公司信息披露质量，缓解了市场信息不对称程度，对于改善整个市场信息环境有所帮助。例如，Hennes & Schenck (2014) 研究发现，对于非强制性信息披露，SEC 问询函、行业规则和审计机构在监管上扮演了非常重要的角色，在践行美国财务报告准则、提升公司信息披露质量上起到了积极作用。此外，Johnston & Petacchi (2017) 发现，SEC 审查可以增加公司盈余反应系数^①，对于改善公司财务报告环境大有裨益。Bozanic et al. (2017) 则进一步补充拓展了 Johnston & Petacchi (2017) 的研究，发现问询函虽然从整体上可以改进受问询公司信息披露质量，但也存在力所不能及的地

方。例如，高新技术行业和研发投入较大的公司在收到问询函后往往倾向于提出保密处理申请或与 SEC 进行协商谈判，使得问询函在提升这些公司信息披露质量上作用有限。Li & Liu (2017) 发现 SEC 问询安排能够促使 IPO 公司加强上市前信息披露，减少公司与投资者之间的信息不对称，推动新股发行价格向其基本价值靠拢，有效抑制 IPO 股价炒作。Brown et al. (2018) 的研究则发现问询函监管存在积极的溢出效应，即问询函不仅会直接改善受问询公司的信息质量，而且还会提升同行业公司信息透明度。张俊生等 (2018) 以中国上市公司为样本，从问询函能否降低股价崩盘风险的角度展开实证检验，发现问询函有助于督促经理人释放隐藏在财务报告中的坏消息，降低公司信息披露违规的可能性，提升了公司整体信息披露质量。

3. 对上市公司公司治理的影响效用

关于问询机制与公司治理的研究也是一个重点话题。问询函通过问询、回复、协商和补充信息等方式，从以下两个方面推动公司治理的改善。一方面，公司内部人（大股东、董事会、管理层）基于公司/个人声誉或职业生涯考虑，有动机采取纠错行为，适时回应问询函。此外，由于问询函事前监督机制的震慑作用，公司内部人在进行决策时会减少个人机会主义行为，也将有助于公司治理机制的有效运行。另一方面，良好、透明的信息环境是公司治理有效发挥作用的重要前提，信息获取渠道的阻滞和失衡是引发委托代理冲突的主要动因之一，并更可能产生公司内部人

① 盈余反应系数 (Earnings Response Coefficients, ERC)：该指标考察盈余等财务报告信息公布时证券价格的变化情况。如资本市场为有效市场，盈余反应系数可用来反应财务报告信息对于证券投资决策的有用程度。



以攫取私利为目的的败德行为。因此, 问询机制通过提高公司信息披露水平, 对公司治理效率的改善也有着积极推动作用。

Gietzmann & Isidro (2013) 针对美国 2005—2012 年 34 306 个公司的年度样本进行分析, 发现在样本期间内约 41% 的公司收到过问询函, 11% 的公司发生过 CFO 离职行为, 随着公司收到问询函数量的增多, 其 CFO 面临轮换的风险会显著提高且这种风险将持续多年。Kubick et al. (2016) 从公司避税行为的角度出发, 讨论有关税务的问询事项是否会发挥作用, 发现上市公司在收到税务事项的问询函后, 公司的永久性会税差异降低了 0.7%, 而基于一般会计准则下的有效税率和有效现金税率则分别提升了 1.4% 和 1.5%, 这说明了问询函的发放的确增加了公司税收负担的预期, 并且有效抑制了公司的避税活动。Cunningham et al. (2020) 则从盈余管理角度进一步证实问询函的监督作用, 发现公司在收到问询函后一方面会降低应计盈余管理行为, 另一方面却会增加真实盈余管理行为^①。这些结果表明, 问询函在约束应计盈余管理方面是有效的, 但是不排除问询函鼓励公司转向于调整真实盈余管理的可能。由于真实盈余管理是以损害公司价值和长远利益为代价提高短期利润, 这一结果表明问询函在约束公司盈余管理行为上的积极作用还有待进一步分析。陈运森等 (2019) 以 2013—2016 年中国 A 股上市公司为样本, 研究发现公司在受到财务报告问询后, 盈余管理行为得以有效

抑制, 且上市公司收到问询次数越多、问询事项涉及会计问题、在函中明确要求会计师、律师和资产评估师等人员发表核查意见、受询公司产权性质为非国有时, 公司的盈余管理程度都会降低得更明显。

4. 对上市公司投融资行为的影响效用

学者对于问询函对公司财务决策的影响, 形成不同的结论。基于问询机制的监督效应, 邓祎璐等 (2021) 研究发现, 问询机制主要是通过缓解第一类代理问题^②, 从而提升了企业投资效率和风险承担水平; 李晓溪等 (2019) 发现, 问询机制能够通过改善公司信息披露, 从而降低了并购交易中的信息不对称问题。基于问询函的惩戒效应, 翟淑萍等 (2020) 认为, 问询机制自带聚光灯效果, 监管信号的释放会负面冲击公司声誉, 从而加剧公司所面临的融资约束程度; 林慧婷等 (2021) 认为, 问询函所带来的风险增加, 将促使企业基于预防性储蓄动机被迫增加金融资产配置, 从而抑制实体经营业绩增长。

5. 对其他利益相关者行为的影响效用

问询函以及回复函向广大利益相关者补充了公司公开披露中缺失的信息, 在一定程度上减少了利益相关者信息收集成本, 也相应增强了他们对公司相关信息的解读能力 (Bens et al., 2015)。一些研究者围绕审计机构、财务分析师、同行业公司等其他利益相关者的反应展开了一系列讨论。这些研究的共同逻辑在于: 一方面, 问询函会损害公司声誉, 对公司的产品销售、资金筹措、对外合作等诸多方面带来

① 应计盈余管理一般指通过利用会计政策或会计估计等方式对企业利润进行调整。真实盈余管理一般指通过构造或控制企业真实交易活动等方式调控企业利润。

② 第一类代理问题指向管理人与股东之间的利益冲突。

不利冲击，从而影响到公司的价值；另一方面，公司收到问询函后受到监管部门的关注，意味着未来受到监管干预的可能性以及由此带来的潜在风险也将大大增加。因此，其他利益相关者也会做出相应的反应，例如审计机构会加强审计投入，提升审计质量，并提高审计费用（Gietzmann & Pettinicchio, 2014；陈运森等，2018）；财务分析师会下调投资评级、降低盈余预测数字，并且分析师的预测分歧度会减少，预测的准确性会显著提高（Wang, 2016）；同行业公司则会“引以为戒”，披露更多公司特质信息（Brown et al., 2018）。

四、问询机制与其他机制的互补融合

综上所述，问询机制已成为两所重要的、常规的一线监管工作方式。而且根据中国学者研究，近十年来问询机制在提升信息披露质量、促进公司治理规范、强化外部约束机制等方面起到积极作用。但我们也看到问询机制在运行过程中存在延期回复率较高（应千伟等，2023）、答非所问（郭照蕊等，2023）等现象，在一定程度上反映了问询对象对问询机制的态度，并直接影响了问询机制实际效用。这与问询机制本身的设计完善有关，也与其柔性监管属性、监管资源有限等局限性有关。因此，促进问询机制与其他机制的互补融合，不仅有助于进一步更好发挥问询机制的督促、引导作用，更重要的是形成合力共同促进资本市场健康发展。

第一，问询机制与刚性监管的互补与融合。作为柔性监管的问询机制，它与刚性监管并不是二者只能取其一的关系，重视软法之治也并不代表着应该放弃行政强约束力。可以考虑问询机制与惩罚公告

进行衔接，对一些老赖式、敷衍式的行为进行强制惩戒，构建一套刚柔并济的监管体系，让问询函的柔性力量与惩罚公告的刚性力量相得益彰。

第二，问询机制与其他促进公司内部治理机制的互补与融合。公司治理是十分复杂且微妙的系统工程，治理机制的完善依赖于信息环境、市场特征、制度演进、外部治理力量及公司内部组织机构设计等诸多因素，而且这些因素相生相成、互相影响。问询机制的良好运转使得公司信息披露更加充分、及时和透明（张俊生等，2018），对公司内部治理机制的完善将起到积极的推动作用；反过来，较为薄弱的治理机制和不尽如人意内部控制都会对问询机制有效发挥作用产生难以忽视的掣肘（邓祎璐等，2020）。除问询机制单方面发力外，还需多措并举促进公司治理机制的完善。

第三，问询机制与公司外部监督机制的互补与融合。问询机制由监管机构主导和实施，具有一定的强制性和权威性，会引发利益相关者持续关注和反应，可以提升问询对象违规成本，甚至达到让其他公司“引以为戒”的效果（Brown et al., 2018）。但问询范围过于广泛、次数频繁又不免带来过监管成本高等问题，而且事后监管的定位难免存在一定时滞性。通过借助各种媒体、审计师、分析师等外部监督力量，能更好为监管机构更及时、有效地锁定问询对象和事项。

五、问询机制及柔性监管进一步研究方向

第一，问询机制运行成本的分析。从经济学最基本的收益成本角度来说，只有确认收益大于成本，这项政策才具有可行



性。从现有文献来看, 学界暂时没有能够有效衡量问询机制监管成本。仅有 SEC 定期披露的年度报告显示, 合规检查开支大概占总支出五分之一左右^①。另外, 对于问询对象, 特别是中小公司来说, 问询函的发放会导致其财务重述的可能性大大增加, 其纠错和回复问询的成本处于一个较高水平 (Cassell et al., 2013)。如何在促进上市公司治理改进和有效控制问询总成本之间取得平衡是值得探讨的话题。

第二, 问询机制理论框架的搭建。目前关于问询机制的实施效果的检验中, 学术界集中于信息披露和公司治理方面, 围绕市场反应、盈余管理、避税活动、股价崩盘风险等领域做了诸多尝试。然而, 这些证据还比较零散, 未成系统, 缺乏一个整体性的理论框架, 亟须视角的转化、理论的深化和实证的推进, 为更综合地看待

问询机制及柔性监管的价值提供支持。

第三, 柔性监管的内涵形式、定位作用的深入探讨。作为一个新生概念, 柔性监管尚未有学界统一的定义, 不管是法理依据还是制度内涵都需要进一步厘清。在问询机制与惩罚公告之间, 如何把握“刚”和“柔”的尺度? 在监管体系中, 如何做到轻重结合、刚柔相济? 这些问题对于培育一套行之有效的监管体系至关重要, 也需要学术界和实务界进一步关注、探讨和释疑。除此之外, 柔性监管对现有的监管体系以及行政法的具体影响是什么? 除了现有的问询和约谈等方式, 柔性监管的概念和形式应如何进一步演化和发展? 这些问题同样亟待学术界和实务界做进一步探讨。^[N]

学术编辑: 韦燕春

参考文献

- [1] 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, (04): 155-171.
- [2] 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, (05): 82-88.
- [3] 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+208.
- [4] 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[J]. 管理评论, 2020, 32(04): 194-205.
- [5] 邓祎璐, 陆晨, 兰天琪, 等. 非处罚性监管与企业风险承担——基于财务报告问询函的证据[J]. 财经研究, 2021, 47(08): 123-138.
- [6] 郭照蕊, 袁嘉浩, 傅毅. 上市公司“答非所问”程度与审计费用——基于年报问询函与回函的综合研究[J]. 审计研究, 2023(01): 99-111.
- [7] 郝晓敏, 王永海. 审计师行业专长能够降低公司被监管问询的概率吗——基于年报问询函的证据[J]. 财经论丛, 2022(11): 81-91.
- [8] 蒋建湘, 李沫. 治理理念下的柔性监管论[J]. 法学, 2013, (10): 29-37.
- [9] 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(05): 181-198.
- [10] 林慧婷, 何玉润, 刘金雅. 财务报告问询函压力与企业金融化[J]. 会计研究, 2021, (09): 65-76.

① 据SEC公布的2018年度报告数据显示, 当年共执行了3 150次现场检查, 合规检查办公室支出4.12亿美元, 占SEC总支出22.80%; 合规检查办公室员工1 078人, 占SEC员工总数23.79%。

- [11] 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.
- [12] 刘柏,卢家锐.柔性监管:企业股价暴跌风险的事中识别与事后纠偏[J].西安交通大学学报(社会科学版),2022,42(04):31-40.
- [13] 齐荻,许文瀚.柔性监管制度与上市公司创新意愿——基于交易所研发问询的视角[J].财经论丛,2023,(06):47-57.
- [14] 全怡,周聪,鲍镕江,等.财务背景董秘能否减少监管问询?——基于交易所年报问询函的经验证据[J].会计研究,2022,(10):58-70.
- [15] 王艳艳,何如楨,于李胜,等.管理层能力与年报柔性监管——基于年报问询函收函和回函视角的研究[J].会计研究,2020,(12):59-70.
- [16] 余明桂,卞诗卉.高质量的内部控制能否减少监管问询?——来自交易所年报问询函的证据[J].中南大学学报(社会科学版),2020,26(01):22-31.
- [17] 应千伟,韩梦锐,黄丽.并购重组问询函延期答复研究[J].金融研究,2023,(04):168-186.
- [18] 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.
- [19] 翟淑萍,王敏,毛文霞.财务报告问询函与上市公司融资约束[J].金融论坛,2020,25(10):46-57.
- [20] Bens D A, Cheng M, Neamtiu M. The Impact of SEC Disclosure Monitoring on the Uncertainty of Fair Value Estimates[J]. The Accounting Review, 2016, 91(2): 349-375.
- [21] Beyer A, Cohen D A, Lys T Z, Walther B R. The Financial Reporting Environment: Review of the Recent Literature[J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 50(2-3): 296-343.
- [22] 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.
- [23] Brown S V, Tian X, Wu Tucker J. 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.
- [24] 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.
- [25] Correia M M. Political Connections and SEC Enforcement[J]. Journal of Accounting and Economics, 2014, 57(2-3): 241-262.
- [26] Cunningham L M, Johnson B A, Johnson E S, Lisic L L. The Switch-Up: An Examination of Changes in Earnings Management after Receiving SEC Comment Letters[J]. Contemporary Accounting Research, 2020, 37(2): 917-944.
- [27] Dechow P M, Lawrence A, Ryans J P. SEC Comment Letters and Insider Sales[J]. The Accounting Review, 2016, 91(2): 401-439.
- [28] Ertimur Y, Nondorf M. IPO Firms and the SEC Comment Letter Process[J]. Working Paper, Duke University, 2006.
- [29] Gietzmann M B, Isidro H. Institutional Investors' Reaction to SEC Concerns about IFRS and US GAAP Reporting[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2013, 40(7-8): 796-841.
- [30] 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.
- [31] 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.
- [32] Hennes K M, Schenck K M. The Development of Reporting Norms Without Explicit Guidance: An Example from Accounting for Gift Cards[J]. Accounting Horizons, 2014, 28(3): 561-578.
- [33] Johnston R, Petacchi R. Regulatory Oversight of Financial Reporting: Securities and Exchange Commission Comment Letters[J]. Contemporary Accounting Research, 2017, 34(2): 1128-1155.
- [34] Kubick T R, Lynch D P, Mayberry M A, Omer T C. The Effects of Regulatory Scrutiny on Tax Avoidance: An Examination of SEC Comment Letters[J]. The Accounting Review, 2016, 91(6): 1751-1780.
- [35] Leuz C, Wysocki P D. The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research[J]. Journal of Accounting Research, 2016, 54(2): 525-622.



- [36] Li B, Liu Z. The Oversight Role of Regulators: Evidence from SEC Comment Letters in the IPO Process[J]. *Review of Accounting Studies*, 2017, 22(3): 1229-1260.
- [37] Naughton J P, Rogo R, Sunder J, Zhang R. SEC Monitoring of Foreign Firms' Disclosures in the Presence of Foreign Regulators[J]. *Review of Accounting Studies*, 2018, 23(4): 1355-1388.
- [38] Robinson J R, Xue Y, Yu Y. Determinants of Disclosure Noncompliance and the Effect of the SEC Review: Evidence from the 2006 Mandated Compensation Disclosure Regulations[J]. *The Accounting Review*, 2011, 86(4): 1415-1444.
- [39] Tafara E, Peterson R J. A Blueprint for Cross-border Access to US Investors: A New International Framework[J]. *Harvard International Law Journal*, 2007, 48(1): 31-68.
- [40] 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.
- [41] Yu F, Yu X. Corporate Lobbying and Fraud Detection[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2011, 46(6): 1865-1891.

The Power of Flexible Supervision: Literature Review on Inquiry Letters

YOU Jiaxing LYU Kefu

(School of Management, XiaMen University)

Abstract As a concrete manifestation of the "innovative supervision mode" of financial regulation, flexibility-oriented regulatory reforms have become increasingly common. The most representative example of this trend is the inquiry letter system. This kind of non-punitive supervision with inquiry letters as the vehicle for supervision is an institutional innovation made by Chinese regulators based on international experience. Its use of consultation, response and non-punitive review break the reliance on compulsory supervision. In order to test the effect of flexible supervision, academic circles have carried out a series of fruitful discussions on factors that would trigger intervention and the economic consequences of inquiry letters. This paper describes the origin and development of the inquiry system and points out the practical implications of its implementation in China. The paper also reviews the existing literature on the influencing factors and economic consequences of inquiry letters, and then explores a possible rethink of flexible supervision in China. Lastly, this paper puts forward prospects for future academic discussion and reforms.

Keywords Supervision System, Flexible Supervision, Inquiry Letters

JEL Classification D02 G14 G38