

专家审稿单

	柔性监管的力量——问询函研究综述与展望
外 审 意 见	该论文以“柔性监管的力量——问询函研究综述与展望”为题，从问询函制度的视角展开，梳理了问询制度的源起和发展以及在中国的具体实践，同时，围绕问询制度的合理性和问询函的作用机制两条主线展开文献综述，在中国本土情景下对柔性监管进行再思考，进一步就问询函乃至柔性监管对未来学术探讨和改革实践提出展望。论文整体结构清晰，具有一定的理论和实践意义。但文章也存在一些有待商榷之处。 有待商榷之处： 1. 明确研究主题，强化研究意义。建议作者明确文章核心研究大话题“柔性监管”，开篇点题，全文紧扣主题进行阐述。同时，可以通过联系时代背景和现实问题凸显当下研究柔性监管的重要意义。此外，文章题为“柔性监管的力量”，如何在文章中更好体现柔性监管发挥重要作用是作者需要思考的问题。 2. 梳理监管体系，阐明研究视角。建议作者概述我国柔性监管体系，点明问询函较其他柔性监管手段的特殊之处及其“最具代表性”的体现，这是作者从问询函视角研究柔性监管的理由。 3. 补充问询制度基本内容。如问询函监管方式、主要作用对象、重点关注内容、函件形式的效力差异等。 4. 标题与内容应一一对应。如“问询制度的源起与发展”应站在国际视角梳理问询制度的起源背景和发展变革，而不是介绍我国行政处罚性监管的方式、弊端；“问询制度在中国的实践”应围绕问询函在中国发展的重要节点，全面梳理各阶段背景、特征、发展状况及问题，而非柔性监管在中国的发展等。 5. 现有文献梳理框架需进一步完善。作者将文献分为问询制度合理性和作用机制，这种分类方式似乎并不能很好概括当前关于问询函的相关研究。同时，相关文献的归类也需进一步思考，如作者将问询函发展弊端、阻碍等“什么导致问询函效果不佳”的研究与“问询函的资源消耗问题”、“问询函是否有效”、“问询函会带来怎样影响”一同归于合理性，似有不妥。作用机制部分也存在内容分类不合理，模块重叠等问题。建议作者系统梳理文献并重新归纳

	总结。 6. 本土情景再思考不够有深度。这部分本该是作者对当前中国问询制度一些问题的审视和思考，现在填充的是问询现状、与国外差异、研究现状。建议作者关注问询制度的问题，提出自己的观点。 7. 数据需更新。当前文中数据仅到 2018 年，建议作者进一步更新相关数据。 8. 全文通读，完善细节。如引言部分最后一段“给合各国的具体实践”存在错别字。 年 月 日
作者回复	尊敬的审稿专家： 您们好！ 非常感谢您对本文提出的宝贵意见和富有建设性的修改建议，帮助我们文章的主题更加鲜明、逻辑更加清晰、内容更加充实。我们根据您的意见，进行了反复探讨、思考，做出了重大修改，包括明确研究主题、梳理监管制度背景、补充问询制度内容、将标题与内容相对应、重新组织综述框架、深入思考本土情景、更新数据以及校对细节等。为了让专家了解我们所做的修改工作，便于对本文的重新阅读，我们在回复书中将回复用蓝色宋体标示，在修改稿中将文章中重要修改部分用红色字体标示。现对审稿意见逐一回复如下： 1. 明确研究主题，强化研究意义。建议作者明确文章核心研究大话题“柔性监管”，开篇点题，全文紧扣主题进行阐述。同时，可以通过联系时代背景和现实问题凸显当下研究柔性监管的重要意义。此外，文章题为“柔性监管的力量”，如何在文章中更好体现柔性监管发挥的重要作用是需要作者思考的问题。 回复：非常感谢审稿人富有建设性的意见，帮助我们更好地突出本文的核心概念。经过仔细思考，我们主要做出以下修改： 第一，我们在对引言删繁就简，在简要阐明金融监管的历史渊源和理论背景后，立即联系时代背景和现实问题，引出新的监管模式——柔性监管的概念和体系，并阐明问询函在柔性监管体系下的代表意义。最后对本文研究框架进行概述，对研究贡献、研究意义进行凝练。 第二，我们在“问询制度的源起、发展与中国实践”中重新归纳总结问询函的制度演进，并结合问询函在中国情景下的具体实践，厘清问询函柔性监管的制度特征和具体表现。

	第三，我们在“问询函研究文献梳理”中紧扣问询函的制度特征，对其影响因素、经济后果进行全面述评，试图综合反映出柔性监管典型政策工具——问询函的作用机理、经济效应和制度利弊，这是柔性监管力量的客观呈现，也为下文的“中国本土情景下对柔性监管的再思考”和“总结与展望”做出理论铺垫。 第四，我们在“中国本土情景下对柔性监管的再思考”中，紧贴中国本土情景的现实背景，主要回答两个问题：一是本土情景下发展柔性监管的利弊；二是结合柔性监管的制度特征，探讨如何因势利导，更好地发挥柔性监管的力量。 第五，在“总结与展望”部分，我们在回顾前文内容的基础上，对柔性监管的理论研究、制度发展进行展望，试图通过抛出一些思考，给学术界认识问询函柔性监管的力量，以及实务界更好地发挥问询函柔性监管的力量提供思路。 2. 梳理监管体系，阐明研究视角。建议作者概述我国柔性监管体系，点明问询函较其他柔性监管手段的特殊之处及其“最具代表性”的体现，这是作者从问询函视角研究柔性监管的理由。 回复：非常感谢审稿人指出这一问题，帮助我们更清晰地呈现研究切入点。在论文修改中，我们参照现有理论和文献，在概述我国柔性监管体系同时，对问询函制度的制度特征和代表性进行深入剖析。具体修改如下（第 3-4 页）： 柔性监管是各国监管改革持续探索的产物，是对现有监管理论和实践的突破，其设立目的在于解决监管失灵中出现的一系列问题，如监管成本高、效率低、监管俘获、竞争抑制等等。柔性监管的出现无疑对政府监管实践起到积极的补充作用。蒋建湘和李沫（2013）认为，作为与命令控制监管相对应的新型监管，以政府为主导的柔性监管体现了重协调与互动和重过程的原则，主要可分为激励型监管、协商型监管、行政指导等类别。表 1 列示了政府主导下的柔性监管类型划分和典型政策工具。需要说明的是，在证券市场领域，面对上市公司治理水平低效、违规违法行为屡禁不止甚至屡查屡犯的乱象，近年来中国证监会以及上海证券交易所和深圳证券交易所（以下简称两所）共同主导了以柔性模式为导向的监管改革，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）。主要原因在于：一方面，相比于其他激励型监管和协商型监管工具，问询函因其简便、灵活的特征，能够充分发挥督促、预防、引导的作用；另一方面，问询函类型多样，问询事项涉及广泛，在监管实务中的适用性较强。可以说，以问询函为载体的非处罚性监管形式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，是党的十九大报告提出要“创新监管方式”的一个具体表现，也是弹性监管和监管措施柔性安排的直观体现¹。
--	---

1 参见深交所《关于进一步支持企业发展服务实体经济的通知》的内容。

表 1 政府主导下的柔性监管类型划分和典型政策工具			
监管类型	激励型监管	协商型监管	行政指导
典型政策工具	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	签署减排协议	税务“首违不罚”清单制度、问询函
资料来源：根据蒋建湘和李沫（2013）的划分，结合相关政策实践手工整理得到。 所谓问询函制度，是以两所为主要发函机构，依照信息披露规范等各项条例规定，针对上市公司不合情、不合理、不合规、不合法的各种事项发出问询函，如财务报告、并购重组、关联交易、股票异常波动和媒体报道等等，要求上市公司在规定时间内以书面进行回函并在两所官方网站上实时公开披露。对于一些尚未解决或回复不清晰的事项，交易所还会进行再次问询。自 2014 年底深交所发出第一篇问询函以来，两所问询函发放数量迅速攀升到较高水平，仅 2023 年全年的问询就达到了 1278 次。问询函件内容及其回复函回复状况已然成为投资者了解公司生产经营状况的重要渠道，同时也成为一种证券交易所对上市公司进行非行政处罚性监管的重要方式。 3. 补充问询制度基本内容。如问询函监管方式、主要作用对象、重点关注内容、函件形式的效力差异等。 回复：非常感谢审稿人的宝贵建议。我们“问询制度的源起、发展与中国实践”一章中，详细补充了问询函监管方式、主要作用对象、重点关注内容、函件形式的效力差异等细节信息。具体修改如下（第 5-8 页）： （二）问询制度在中国的实践 与其他国家有所不同的是，中国的问询制度建立的时间比较晚，有其较为独特的制度背景，这和行政处罚体制的改革以及信息披露直通车制度的试行密切相关。2002 年 4 月 25 日，中国证券监督管理委员会公布了《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；其后，2006 年 12 月 13 日，中国证券监督管理委员会公布施行《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重要法理基础。在此之后，深圳证券交易所和上海证券交易所相继出台了多项政策，逐步完善了上市公司信息披露直通车制度²，进一步推进主动式、预防式监管模式的发展，柔性监管也因			

2 上市公司信息披露直通车制度是指上市公司按照交易所相关业务规则要求，将拟对外披露的公告直接提交于指定媒体予以公布，交易所进行事后核查的一种信息披露监管制度。其设立的初衷在于集中监管，突显信息披露方的主体地位，进一步提升上市公司信息披露质量，维护资本市场正常秩序。该制度是项系统

	此得以在国内初显力量。 直通车开通前，交易所信息审核部门会先对上市公司需要发布的信息公告进行审阅，确定其是否合乎规范。如若不然，则会要求上市公司进一步修改后才能发布。直通车开通后，交易所取消事前审核的环节，改为在上市公司公告以后再进行监管确定其合规性。并且，深交所于 2015 年 5 月开始将一些问询函及回复函在深交所官方网站“监管信息公开”栏目予以公开，广大投资者可以自由查阅。至此，问询函成为了交易所事前监管的主要工具，也为社会各类投资者实时提供了关于公司各个方面的监管意见。 本文统计结果显示，自 2014 年以来，上海证券证券交易所和深圳证券证券交易所问询函发放数量迅速攀升到较高水平，2014-2023 年数量分别是 5 次、622 次、1303 次、1381 次、1913 次、2064 次、2383 次、2040 次、1741 次和 1278 次。相比西方发达证券市场，中国的问询制度颇具特色之处在于：第一，问询函类型多样，问询事项涉及广泛。证券交易所针对上市公司财务报告、并购重组事项、关注事项以及问询事项分别发放财务报告问询函、重组问询函、关注函和问询函。问询的问题涵盖关联交易、股价异常波动、资产重组、财务报告质量、经营活动、股权质押、违规行为、商誉减值等诸多情况。第二，问询及时，力求“有问必应”。当受问询公司回函迟缓、回复模棱两可甚至不予回复时，证券交易所会多次发函催问；第三，注重问询效果。针对某些重大和复杂事项，证券交易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，而且会要求注册会计师、律师、评估机构、保荐机构、财务顾问和独立财务顾问³等外部中介机构发表专业核查意见；第四，与国外 SEC 直接发放问询函不同的是，中国绝大部分问询函由证券交易所直接发放，更强调“一线监管”的作用（陈运森等，2019）。第五，实施监管措施柔性安排，体现监管弹性。以新冠肺炎疫情冲击为例，深交所为此专门发布《《关于进一步支持企业发展服务实体经济的通知》》，要求适当放宽发行审核问询回复时间，加强并购重组信息披露监管弹性。 表 2、表 3 和表 4 分别列示了 2014-2023 年期间，深交所和上交所问询函的具体分布。表 2 是按照问询函类型进行归类统计的结果。从中可以看出，关注函共有 6266 份，所占比例最高，但由于关注函是两所在发送问询函时给出的一个笼络的提法，事实上涉及诸多领域，如诉讼仲裁、重要交易、税务问题、大股东或关联方资金占用、对外担保以及退市风险等等。因此，上市公司财务报告和重组是两所重点关注的两大问题，分别有 4413 份和 2404 份，两者合计占了问询函总数近一半比
--	--

性工程，交易所为此多次发文，历经多次改革。例如，深圳证券交易所于 2011 年 10 月 24 日发布实施《深圳证券交易所上市公司信息披露直通车试点业务指引》，并于 2014 年 1 月 13 日、2015 年 5 月 26 日以及 2018 年 3 月 23 日分别做了三次修改，在直通范围、直通规则以及披露事项等方面加以完善，进一步推进了监管前移。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 15 年和 17 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，也为信息披露直通车的顺利开展提供了有力保障。

3 我国证监会对独立财务顾问职责做出了明确规定。根据 2014 年 7 月 7 日中国证券监督管理委员会审议通过的《上市公司重大资产重组管理办法》第十七条规定，“上市公司应当聘请独立财务顾问、律师事务所以及具有相关证券业务资格的会计师事务所等证券服务机构就重大资产重组出具意见”，“独立财务顾问和律师事务所应当审慎核查重大资产重组是否构成关联交易，并依据核查确认的相关事实发表明确意见。重大资产重组涉及关联交易的，独立财务顾问应当就本次重组对上市公司非关联股东的影响发表明确意见。”

例。从回复率情况来看，总体达到了 97.15%，回复情况良好，表明了上市公司对交易所的问询比较重视。表 3 详细列示了问询函在各个问询事项上的分类统计结果。从中可以看出，财务报告质量、并购重组、关联交易、经营活动等是两所较为关心的内容，与表 2 的统计结果相吻合。表 4 则列示了问询函在问询对象上的分类统计结果。从中可以看出，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。

表 2 按照问询函类型分类统计

交易所	问询函类型	财务报告 问询函	重组问询函	关注函 (关注事 项)	问询函 (问询事 项)	其它	合计
深圳证券交易所	问询函数目	3589	1561	6264	516	5	11935
	回复函数目	3569	1551	6037	502	2	11661
	回复率	99.44%	99.36%	96.38%	97.29%	40.00%	97.70%
上海证券交易所	问询函数目	824	843	2	1125	1	2795
	回复函数目	808	810	2	1028	1	2649
	回复率	98.06%	96.09%	100.00%	91.38%	100.00%	94.78%
两所合计	问询函数目	4413	2404	6266	1641	6	14730
	回复函数目	4377	2361	6039	1530	3	14310
	回复率	99.18%	98.21%	96.38%	93.24%	50.00%	97.15%

注：问询函和回复函数据来源为上海证券交易所和深圳证券交易所官网，统计时间跨度为 2014-2023 年，下同。

表 3 按照问询函事项分类统计

问询事项	深圳证券交易所			上海证券交易所		
	问询函数 目	回复函数 目	回复率	问询函数 目	回复函数 目	回复率
财务报告质量	3919	3885	99.13%	856	835	97.55%
经营活动	2916	2893	99.21%	764	739	96.73%
并购重组	3007	2965	98.60%	1094	1049	95.89%
关联交易	2993	2894	96.69%	1086	1041	95.86%
股价异常波动	1490	1476	99.06%	198	179	90.40%
股权质押	832	818	98.32%	198	185	93.43%
违规行为	1527	1464	95.87%	280	253	90.36%
商誉减值	1823	1805	99.01%	306	295	96.41%
其他事项	3029	2981	98.42%	612	561	91.67%

注：违规行为包括：信息披露、虚构利润、环保问题、投融资行为、生产经营事项、关联交易、违规担保、大股东或关联方资金占用、违规减持、内幕交易、恶意派现等；其他事项包括：诉讼仲裁、重要交易、税务问题、对外担保以及退市风险等。

表 4 按照问询对象分类统计

问询事项	深圳证券交易所			上海证券交易所		
	问询函数 目	回复函数 目	回复率	问询函数 目	回复函数 目	回复率

董事会及其成员	697	694	99.57%	241	218	90.46%
监事会及其成员	74	73	98.65%	48	46	95.83%
高级管理人员	13	13	100.00%	25	23	92.00%
会计/审计人员	4171	4126	98.92%	1329	1278	96.16%
律师/法律顾问	2159	2144	99.31%	606	587	96.86%
评估师/评估师机构	658	650	98.78%	482	468	97.10%
保荐人/保荐机构	205	205	100.00%	79	76	96.20%
财务顾问	311	308	99.04%	855	824	96.37%
独立财务顾问	1378	1366	99.13%	42	41	97.62%
其他	2	2	100.00%	6	6	100.00%

注：其他问询对象包括：合作方、盈利预测机构、主办券商等。关于财务顾问和独立财务顾问，根据《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》第三十二条和第五十一条相关内容，对于上市公司收购中满足达到一定条件需要聘请财务顾问的情况，强制要求收购方聘请财务顾问；当上市公司收购构成要约收购或管理层收购时，收购方需要聘请财务顾问，而作为被收购方的上市公司或其独立董事，则需要聘请独立财务顾问。

4. 标题与内容应一一对应。如“问询制度的源起与发展”应站在国际视角梳理问询制度的起源背景和发展变革，而不是介绍我国行政处罚性监管的方式、弊端；“问询制度在中国的实践”应围绕问询函在中国发展的重要节点，全面梳理各阶段背景、特征、发展状况及问题，而非柔性监管在中国的发展等。

回复：非常感谢审稿人所指出的问题。在本次修改中，我们进一步将标题与内容应一一对应：一是将介绍我国行政处罚性监管的方式、弊端等冗余部分删除，重点放在问询制度的制度背景和发展变革上；二是在“（二）问询制度在中国的实践”一节中重新梳理问询函发展的重要节点，以及制度背景、特征、发展状况及问题等。具体修改如下（第 4-8 页）：

（一）问询制度的源起与发展

许多研究表明，各国证券法的公开执法所带来的增量价值已经非常有限（La Porta 等，2006；Djankov 等，2008）。特别是在美国的安然丑闻爆发后，理论界和实务界开始深刻反思监管制度存在的缺陷，随后各国政府也着手对监管体系进行改革，相继设立问询制度。例如，2002 年，美国颁布萨班斯-奥克斯利法案（SOX），其中第 408 节明确规定：“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）以及 SEC 的相关披露要求一致”。SEC 的既定目标是为了加强上市公司对“适用会计披露标准”的遵守。一旦审查发现潜在的缺陷，SEC 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。此外，2003 年，澳大利亚证券交易所（ASX）对上市规则 3.1 条款进行重新修订，要求上市公司及时披露价格敏感信息，禁止出现选择性披露行为。一旦审查发现公司股票交易异常并且未对市场充分披露，ASX

	将向其发放问询函进行逐一核实。澳大利亚也随之正式设立了问询制度⁴，所不同之处在于：证券交易所主要通过观察异常信息和接受投诉两种方式实施问询监管，在公司回函时才在其网站同时披露问询函，并且关注的问题集中于股价异常和交易量异常两个方面。 （二）问询制度在中国的实践 与其他国家有所不同的是，中国的问询制度建立的时间比较晚，有其较为独特的制度背景，这和行政处罚体制的改革以及信息披露直通车制度的试行密切相关。2002年4月25日，中国证券监督管理委员会公布了《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；其后，2006年12月13日，中国证券监督管理委员会公布施行《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重要法理基础。在此之后，深圳证券交易所和上海证券交易所相继出台了多项政策，逐步完善了上市公司信息披露直通车制度⁵，进一步推进主动式、预防式监管模式的发展，柔性监管也因此得以在国内初显力量。 直通车开通前，交易所信息审核部门会先对上市公司需要发布的信息公告进行审阅，确定其是否合乎规范。如若不然，则会要求上市公司进一步修改后才能发布。直通车开通后，交易所取消事前审核的环节，改为在上市公司公告以后再进行监管确定其合规性。并且，深交所于2015年5月开始将一些问询函及回复函在深交所官方网站“监管信息公开”栏目予以公开，广大投资者可以自由查阅。至此，问询函成为了交易所事前监管的主要工具，也为社会各类投资者实时提供了关于公司各个方面的监管意见。 本文统计结果显示，自2014年以来，上海证券证券交易所和深圳证券证券交易所问询函发放数量迅速攀升到较高水平，2014-2023年数量分别是5次、622次、1303次、1381次、1913次、2064次、2383次、2040次、1741次和1278次。相比西方发达证券市场，中国的问询制度颇具特色之处在于：第一，问询函类型多样，问询事项涉及广泛。证券交易所针对上市公司财务报告、并购重组事项、关注事项以及问询事项分别发放财务报告问询函、重组问询函、关注函和问询函。问询的问题涵盖关联交易、股价异常波动、资产重组、财务报告质量、经营活动、股权质押、违规行为、商誉减值等诸多情况。第二，问询及时，力求“有问必应”。当受问询公司回函迟缓、回复模棱两可甚至不予回复时，证券交易所会多次发函催问；
--	---

4 2003年之前，澳大利亚也有少数上市公司因信息披露问题受过问询，但是收效甚微。2000年Brambles以及2001年AMP和WMC等知名公司矢口否认质询问题的存在，规避了ASIC起诉。上述事项直接推动ASX对上市规则3.1条款的修订。

5 上市公司信息披露直通车制度是指上市公司按照交易所相关业务规则要求，将拟对外披露的公告直接提交于指定媒体予以公布，交易所进行事后核查的一种信息披露监管制度。其设立的初衷在于集中监管，突显信息披露方的主体地位，进一步提升上市公司信息披露质量，维护资本市场正常秩序。该制度是项系统性工程，交易所为此多次发文，历经多次改革。例如，深圳证券交易所于2011年10月24日发布实施《深圳证券交易所上市公司信息披露直通车试点业务指引》，并于2014年1月13日、2015年5月26日以及2018年3月23日分别做了三次修改，在直通范围、直通规则以及披露事项等方面加以完善，进一步推进了监管前移。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15年和17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，也为信息披露直通车的顺利开展提供了有力保障。

第三，注重问询效果。针对某些重大和复杂事项，证券交易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，而且会要求注册会计师、律师、评估机构、保荐机构、财务顾问和独立财务顾问⁶等外部中介机构发表专业核查意见；第四，与国外 SEC 直接发放问询函不同的是，中国绝大部分问询函由证券交易所直接发放，更强调“一线监管”的作用（陈运森等，2019）。第五，实施监管措施柔性安排，体现监管弹性。以新冠肺炎疫情冲击为例，深交所为此专门发布《《关于进一步支持企业发展服务实体经济的通知》》，要求适当放宽发行审核问询回复时间，加强并购重组信息披露监管弹性。

表 2、表 3 和表 4 分别列示了 2014-2023 年期间，深交所和上交所问询函的具体分布。表 2 是按照问询函类型进行归类统计的结果。从中可以看出，关注函共有 6266 份，所占比例最高，但由于关注函是两所在发送问询函时给出的一个笼络的提法，事实上涉及诸多领域，如诉讼仲裁、重要交易、税务问题、大股东或关联方资金占用、对外担保以及退市风险等等。因此，上市公司财务报告和重组是两所重点关注的两大问题，分别有 4413 份和 2404 份，两者合计占了问询函总数近一半比例。从回复率情况来看，总体达到了 97.15%，回复情况良好，表明了上市公司对交易所的问询比较重视。表 3 详细列示了问询函在各个问询事项上的分类统计结果。从中可以看出，财务报告质量、并购重组、关联交易、经营活动等是两所较为关心的内容，与表 2 的统计结果相吻合。表 4 则列示了问询函在问询对象上的分类统计结果。从中可以看出，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。

表 2 按照问询函类型分类统计

交易所	问询函类型	财务报告 问询函	重组问询函	关注函 （关注事 项）	问询函 （问询事 项）	其它	合计
深圳证券交易所	问询函数目	3589	1561	6264	516	5	11935
	回复函数目	3569	1551	6037	502	2	11661
	回复率	99.44%	99.36%	96.38%	97.29%	40.00%	97.70%
上海证券交易所	问询函数目	824	843	2	1125	1	2795
	回复函数目	808	810	2	1028	1	2649
	回复率	98.06%	96.09%	100.00%	91.38%	100.00%	94.78%
两所合计	问询函数目	4413	2404	6266	1641	6	14730
	回复函数目	4377	2361	6039	1530	3	14310
	回复率	99.18%	98.21%	96.38%	93.24%	50.00%	97.15%

注：问询函和回复函数据来源为上海证券交易所和深圳证券交易所官网，统计时间跨度为 2014-2023 年，下同。

6 我国证监会对独立财务顾问职责做出了明确规定。根据 2014 年 7 月 7 日中国证券监督管理委员会审议通过的《上市公司重大资产重组管理办法》第十七条规定，“上市公司应当聘请独立财务顾问、律师事务所以及具有相关证券业务资格的会计师事务所等证券服务机构就重大资产重组出具意见”，“独立财务顾问和律师事务所应当审慎核查重大资产重组是否构成关联交易，并依据核查确认的相关事实发表明确意见。重大资产重组涉及关联交易的，独立财务顾问应当就本次重组对上市公司非关联股东的影响发表明确意见。”

表 3 按照问询函事项分类统计						
问询事项	深圳证券交易所			上海证券交易所		
	问询函数 目	回复函数 目	回复率	问询函数 目	回复函数 目	回复率
财务报告质量	3919	3885	99.13%	856	835	97.55%
经营活动	2916	2893	99.21%	764	739	96.73%
并购重组	3007	2965	98.60%	1094	1049	95.89%
关联交易	2993	2894	96.69%	1086	1041	95.86%
股价异常波动	1490	1476	99.06%	198	179	90.40%
股权质押	832	818	98.32%	198	185	93.43%
违规行为	1527	1464	95.87%	280	253	90.36%
商誉减值	1823	1805	99.01%	306	295	96.41%
其他事项	3029	2981	98.42%	612	561	91.67%
注：违规行为包括：信息披露、虚构利润、环保问题、投融资行为、生产经营事项、关联交易、违规担保、大股东或关联方资金占用、违规减持、内幕交易、恶意派现等；其他事项包括：诉讼仲裁、重要交易、税务问题、对外担保以及退市风险等。						
表 4 按照问询对象分类统计						
问询事项	深圳证券交易所			上海证券交易所		
	问询函数 目	回复函数 目	回复率	问询函数 目	回复函数 目	回复率
董事会及其成员	697	694	99.57%	241	218	90.46%
监事会及其成员	74	73	98.65%	48	46	95.83%
高级管理人员	13	13	100.00%	25	23	92.00%
会计/审计人员	4171	4126	98.92%	1329	1278	96.16%
律师/法律顾问	2159	2144	99.31%	606	587	96.86%
评估师/评估师机构	658	650	98.78%	482	468	97.10%
保荐人/保荐机构	205	205	100.00%	79	76	96.20%
财务顾问	311	308	99.04%	855	824	96.37%
独立财务顾问	1378	1366	99.13%	42	41	97.62%
其他	2	2	100.00%	6	6	100.00%
注：其他问询对象包括：合作方、盈利预测机构、主办券商等。关于财务顾问和独立财务顾问，根据《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》第三十二条和第五十一条相关内容，对于上市公司收购中满足达到一定条件需要聘请财务顾问的情况，强制要求收购方聘请财务顾问；当上市公司收购构成要约收购或管理层收购时，收购方需要聘请财务顾问，而作为被收购方的上市公司或其独立董事，则需要聘请独立财务顾问。						
5. 现有文献梳理框架需进一步完善。作者将文献分为问询制度合理性和作用机制，这种分类方式似乎并不能很好概括当前关于问询函的相关研究。同时，相关文献的归类也需进一步思考，如作者将问询函发展弊端、阻碍等“什么导致问询函效果不佳”的研究与“问询函的资源消耗问题”、“问询函是否有效”、“问询函会带来怎样影响”一同归于合理性，似有不妥。作用机制部分也存在内容分类不合理，模块重叠等问题。建议作者系统梳理文献并重新归纳总结。						

回复：非常感谢审稿人提出的宝贵意见。在修改稿中，我们重新梳理了问询函相关文献，分成问询函的影响因素和问询函的经济后果两节展开文献综述。在影响因素讨论上，我们关注受询者特征、问询制度安排对问询函发放的影响；在经济后果讨论上，我们从监管成本、监管效用（市场反应、信息披露、公司治理、财务决策、利益相关者反应等等）等视角探讨了问询函的后果。通过系统归纳梳理文献函影响因素、经济后果的相关研究，该章较为全面地反映出了问询函的制度特征、监管效力和监管局限。也为下文的“中国本土情景下对柔性监管的再思考”、“总结与展望”打下了坚实的理论基础。具体修改如下（第 8-12 页）：

三、问询函研究文献梳理

问询函作为柔性监管的典型政策工具，是“创新监管方式”的具体体现，从设立伊始就引起理论界和实务界高度关注，与之相关的议题纷沓而至：问询函关注什么？到底能发挥多大的作用？以问询函为代表的柔性监管改革是否有效？学术界对此展开广泛的讨论，促成了研究的一股洪流。纵观已有文献，学者们主要沿如下两个主线展开：一是问询函的影响因素；二是问询函的经济后果。

（一）问询函的影响因素

问询函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、财力的多方限制，问询函并非事无巨细、面面俱到，由此也引发了两个值得探讨的议题：其一，问询函主要关注什么问题？其二，监管者如何安排问询制度从而兼顾成本与效益？学者们主要从受询者特征、问询制度安排等角度对此做出回应。这些研究不仅带动了学术界对问询制度的思考，也进一步推动了实务界对柔性监管的全盘认识。

1. 受询者特征

许多学者从高管背景、公司特征、公司治理、企业避税、政治关联等角度做了较为深入的探索。在高管背景方面，Ertimur 和 Nondorf（2006）研究发现，如果 CFO 缺乏经验，公司在 IPO 过程中被问询的几率则更大，完成 IPO 的时间也会被拉长。全怡等（2022）以董秘专业背景为研究切入点，研究发现财务背景董秘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，背后的作用机制主要是财务背景董秘能够抑制公司的盈余管理行为。在公司特征方面，Johnston 和 Petacchi（2017）基于美国“萨班斯-奥克斯利法案”第 408 条款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，公司潜在风险越高（表现为经营不稳定、有过财务重述、正在发行证券以及接受“非四大”审计）都将增加被问询的可能性。在内部治理方面，Robinson 等（2011）讨论了公司治理结构与收到问询函次数的关系，发现当公司治理结构不完善时，其收到意见函的次数会更多。具体而言，当公司 CEO 权力过大（表现为 CEO 和董事长两职合一），并且没有强有力机构投资者对其进行外部监督时，公司更可能出现高管薪酬披露缺

	陷，同时收到问询函的次数会因此增加。此外，如果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。在外部治理方面，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。除上述视角外，还有学者从企业避税（Kubick 等，2016）、政治关联（Heese 等，2017）等角度探讨问询函的影响因素。 2. 问询制度安排 如何做出合理的监管制度安排以兼顾成本和效益是学界和业界共同关注的焦点问题。特别是在资本市场全球化深入发展的背景下，公司跨国交易活动和资本投资行为频繁发生，一些学者积极呼吁加强监管合作。例如，Tafara 和 Peterson（2007）针对在美国上市的跨国经营公司提出了一个替代监管的框架，其目的在于使 SEC 在履行监督职能、保护投资者的同时，认识到外国监管方面的作用和替代效果，以避免 SEC 监管出现低效重复等问题。那么，美国证监会是否以及如何与外国政府分担监管职责？Naughton 等（2018）从问询函的视角出发对上述问题做出回答。他们基于美国的实证研究得到三个重要发现：（1）对于在美国上市的外国公司来说，母国监管水平越强，SEC 对它们的监管力度越弱，反之亦然；（2）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；（3）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。上述发现表明美国证监会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。 （二）问询函的经济后果 利大弊利还是弊大于利，亦或是利弊参半？在问询制度诞生之前，行政法学者已从法理的角度为柔性监管参与治理做了许多理论准备（莫于川，2006；蒋建湘和李沫，2013）。然而，关于柔性监管经济后果的实证研究却付之阙如，直至最近几年，学者们才就这个问题展开探索，在问询函的监管成本、监管效用等方面积累了一批优秀文献。 1. 监管成本 在关于资本市场监管的众多文献中，部分学者对问询制度的监管低效问题表示了担忧。一方面，由于问询监管权有限，交易所对于违规行为没有相应的处理权施以惩戒，难以有效地抑制违规行为屡犯不改。现实中，财务造假、内幕交易、关联交易、违规担保、恶意派现等违规违法行为屡禁不止，对此投资者往往质疑：当连强监管对此都无能为力时，为什么还要寄希望于问询函这种弱监管呢？另一方面，就目前而言，政府监管权配置机制还不完善，资本市场存在监管俘获等问题，在一定程度上也抑制了问询函监管力量的发挥。以美国为例，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进行问询或采取其他措施进行监管（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 和 Yu，2011）。更严重的是，具有政治关联的公司还会积极搜寻与问询审查相关的信息，包括问询问题和 SEC 监管人员履历，并对问询函的发放进行事前预测加以规避（Heese 等，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作出实质性的改变，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 等，2010）。还有一些学者则从成本收益的角度提出了质疑。例如，Cassell 等（2013）指出，对于中小公司来说，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，以至于不堪其负。据美国证券交易委员会公布的 2018 年年度报告数据显示，当年共执行了 3150 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 1078 人，占 SEC 员工总数 23.79%。由此可见，这些监督和审查程序无疑消耗了诸多宝贵资源。

2. 监管效用

在目前监管体系还不完备的背景下，问询制度不可避免存有或多或少的弊端，这也是新生事物与生俱来的特征。但瑕不掩瑜，问询制度在现实中是否仍会发挥出积极作用呢？这是很多学者共同关注的问题（Leuz 和 Wysocki，2016；Johnston 和 Petacchi，2017）。如果问询函实施效果是积极、可持续的，那么，柔性监管作为一个行之有效的监管范式则可以进一步发展和衍化，使其在治理过程中发挥出更大的力量。学者们就此问题展开多方面、多角度的深入探讨。

（1）市场反应

问询函是否有信息含量？如果问询函具有信息含量，那么它会引起怎样的市场反应？总的来说，在问询制度实施效果检验中，以信息含量和市场反应为话题而展开的研究起到了投石问路的作用。只有证实了问询函包含与价值相关的信息，会影响到投资者的决策行为，才可能“一石激起千层浪”，推动学界展开更丰富的研究（Johnston 和 Petacchi，2017；Dechow 等，2015；陈运森等，2018a）。例如，Dechow 等（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的做出消极的反应。Johnston 和 Petacchi（2017）则将研究拓展到回复函的市场反应上。他们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。在提交回复函前后[-1, +1]窗口期内，上市公司股票累计异常回报率为-0.49%，折合成年化收益率将高达-59.6%，说明市场对公司回复函做出了非常强烈的负面反应。陈运森等（2018a）基于中国的研究也发现，上市公司在受到问询函时，其市场反应显著为负，但在回函时却有显著为正的的市场反应，这与 Johnston 和 Petacchi（2017）的研究结论刚好相左。对此，作者认为这种正面的市场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）信息披露

在信息披露质量方面，学界已基本达成共识：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大有帮忙。例如，Hennes 和 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 和 Petacchi（2017）发现，SEC 审查可以降低公司股票买卖价差风险，增加公司盈余反应系数，对于改善公司财务报告环境大有裨益。Bozanic 等（2017）则进一步补充拓展了 Johnston 和

	Petacchi（2017）的研究，发现虽然问询函从整体上可以改进受问询公司的信息披露质量，但是也有例外，存在一些力不能及之处。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，从而使得问询函在提升这些公司信息披露质量的作用上十分有限。Li 和 Liu（2017）探讨了 SEC 问询函在公司首次公开募股过程中的监督作用，发现问询制度能够促使 IPO 公司加强上市前的信息披露，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，从而有效抑制 IPO 股价炒作现象。Brown 等（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的信息透明度。张俊生等（2018）则以中国上市公司为样本，从问询函能否减低股价崩盘风险的角度出发展开实证检验，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）公司治理 关于问询函与公司治理的研究也是一个重点话题。对此，许多学者开展了大量探讨（陈运森等，2019；Gietzmann 和 Isidro，2013；Kubick 等，2016；Cunningham 等，2020）。作为柔性监管的主要手段，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效率的改善：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对问询函做出回应。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，这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。并且，信息透明程度的降低将进一步加剧公司内部人以攫取私利为目的的败德行为。因此，通过提高公司信息披露水平，问询函的实施会对公司治理效率的改善也将有着积极的推动作用。例如，Gietzmann 和 Isidro（2013）针对美国 2005-2012 年 34306 个公司年度样本进行分析，发现在样本期间内大概 41% 的公司收到过问询函，11% 的公司发生过 CFO 离职行为。他们的实证结果表明，随着公司收到问询函数量的增多，其 CFO 面临轮换的风险不仅会显著提高，而且这种风险将持续多年。Kubick 等（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。他们发现，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或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 等（2020）则从盈余管理角度进一步证实问询函的监督作用。他们研究发现，公司在收到问询函后一方面会降低应计盈余管理（AEM）行为，另一方面却会增加真实盈余管理（REM）行为。这些结果表明，问询函在约束 AEM 方面是有效的，但是不排除问询函鼓励公司转向于调整 REM 的可能。由于 REM 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 中国 A 股上市公司为样本，研究发现公司在受到财务股报告问询后，盈余管理行为得以有效抑制。并且，抑制效果还因问询次数、问询事项、企业产权性质不同而有所差
--	--

	别。具体来说，如果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、资产评估师等人员发表核查意见、或者受询公司产权性质为非国有时，公司的盈余管理程度都会进一步降低。 （4）财务决策 还有一脉文献集中关注了问询函对公司财务决策的影响。在这一领域，学者们研究视角丰富，结论莫衷一是。基于问询函的监督效应，学者们认为问询函主要从提升企业投资效率（邓祎璐等，2021）、降低并购重组信息不对称问题（李晓溪等，2019）等角度，服务实体经济发展。例如，邓祎璐等（2021）研究发现，问询函主要是通过缓解第一类代理问题，从而正向影响企业投资效率和风险承担水平。李晓溪等（2019）发现，问询函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，学者们认为问询函主要从提高公司融资约束（翟淑萍等，2020）、加大公司金融资产配置（林慧婷等，2021）等角度，反而阻碍实体经济发展。例如，翟淑萍等（2020）认为，问询函自带聚光灯效果，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）利益相关者反应 利益相关者会对问询函作出什么样的反应？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 等，2015）。一些研究者围绕机构投资者、审计机构、财务分析师、同行业公司等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，意味着公司的行为已受到监管部门的关注，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。这些研究发现，当公司收到问询函后，机构投资者倾向于减少其持股比例（Gietzmann 和 Isidro，2013）；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 和 Pettinicchio，2014；陈运森等，2018b）；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 等，2018）。 6. 本土情景再思考不够有深度。这部分本该是作者对当前中国问询制度一些问题的审视和思考，现在填充的是问询现状、与国外差异、研究现状。建议作者关注问询制度的问题，提出自己的观点。 回复：非常感谢审稿人提出的建议。结合专家的宝贵意见，我们在“中国本土情景下对柔性监管的再思考”中做出如下修改：一是全面总结国内问询函的制度特征；二是紧贴中国本土情景的现实背景，回答两个问题：（1）本土情景下发展柔性监管的利弊；（2）结合柔性监管的制度特征，探讨如何因势
--	---

利导，更好地发挥柔性监管的力量。具体修改如下（第 12-18 页）：

四、中国本土情景下对柔性监管的再思考

与国外不同的是，中国问询制度的建立比较晚，上海证券交易所于 2013 年 7 月 1 日开通上市公司财务报告信息披露直通车，而深圳证券交易所则更晚，到了 2014 年 1 月 13 日才开通。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。然而，在政府维护市场秩序、提高投资者信心的决心下，中国的问询制度在短短几年内就得到突飞猛进的发展。就笔者统计，2023 年中国两个交易所仅问询函就发出了 1278 份，平均一天 3.5 份。由此可见，交易所正在努力履行其一线监管的职能。然而，平均每天 3.5 份的问询函也表明，与监管要求相比，上市公司在信息披露方面还存在很大的差距。问询函纷沓而至的背后是上市公司“挤牙膏”式的信息披露弊端，迟报、漏报、谎报、不报的现象屡见不鲜，也反映出中国在规范上市公司信息披露行为上仍然任重道远。

另外，中国的问询机制与国外也存有明显不同之处：（1）问询函的监管主体不同。中国绝大部分的问询函是由交易所直接发放，而美国是由发美国证券交易委员会（SEC）发放。与美国相比，中国的问询制度更凸显出监管转型背景下“放松管制”和“加强监管”⁷的特点；（2）问询程序不同。SEC 主要是核查上市公司提交的文件，比如季度报表（10Q）、年度报表（10K）、招股说明书（S1）等文件，对于文件中的披露不实、隐瞒以及不当等问题进行问询。核查要经过受问询公司与 SEC 的多轮协商、沟通，直到 SEC 确认问题得到解决后才算结束，并于核查完成后 20 天予以公示。中国的绝大部分问询函是由两个交易所下属的公司管理部和监管部直接发出，不仅仅针对上市公司定期披露的财务报告的信息披露情况进行审核，还对公司违规行为、退市风险，环保问题、媒体关注的问题等诸多方面进行问询。少数情况下，它们还会对会计师事务所进行问询。在问询函中，交易所的公司管理部也会注明要求回复的时间期限，并且不管上市公司回函与否，交易所都会在官网上进行公示。

问询函作为柔性监管的典型政策工具，经管从其设立伊始就引起理论界高度关注，学者们从制度特征、影响因素、经济后果等视角对问询函话题进行大量探讨。这些优秀文献的诞生无疑拨开了国内理论界和实务界对问询函认识的迷雾。然而，关于问询函和柔性监管的讨论应远不止于此，在中国情境下存在着许多值得深入探究、反复比较的重要问题。

第一，在有别于西方发达市场的特殊情境下，中国柔性监管能否契合制度设计的初衷、在资本市场上扮演彰善瘅恶的积极角色？这是一个值得全面剖析、正反论证的重要问题：

一方面称之为中国情境之弊。我国行政部门同样受到利益冲突和监管捕获双重

⁷ 2013 年 5 月 24 日，上海证券交易所召开了 2013 年第 10 次媒体通气会暨监管委员会第一次新闻发布会。在该发布会上，副总经理徐明表示“在进一步转变监管理念方面，要进一步放松管制、加强监管，使市场各个参与主体‘归位尽责’。例如，上交所最近重点推进的信息披露直通车业务，就是转变监管理念、改变方式的重要‘抓手’。未来，上交所要逐步转变监管理念，由‘事前审核’向‘事后监管’转变，同时强化市场本身约束机制。”

	困扰，而我国还未臻完善的市场制度无形中又加剧了这些困扰。这些无疑损害了柔性监管在维护市场秩序、完善公司治理上本应发挥的积极作用。并且，即便是诉诸于行政强制处罚的刚性监管也因为执行力度不到位、处罚力度过轻而遭受各方的质疑和批评，也引发了对我国柔性监管能否有效发挥作用的市场迷思。此外，从我国问询函实际执行情况来看，虽然 2014-2023 年间问询总体回复率高达 97.15%，但也暴露出柔性监管所存在的延期回复（应千伟等，2023）、答非所问（郭照蕊等，2023）等制度弊端，直接影响到问询函的监管效力。 另一方面称之为中国情境之利。作为一个新兴的市场，我国法律环境和制度建设还不尽完善，而移植于发达国家的各种制度设计往往又流于形式。这使得具有后发优势的柔性监管更有可能发挥重要作用。换言之，在中国情境下，作为新的监管手段，围绕问询函而展开的柔性监管如果能因势利导、顺势而为，它将对其它机制起到重要的替代或补充作用，从而在促进资本市场稳定健康发展上会有更大的施展空间： 第一，问询函与刚性监管的互补与融合。作为柔性监管的问询函，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制约束力。根据笔者对深圳证券交易所公开披露的问询函监管信息的统计，2014-2023 年间，深圳证券交易所共发放 14730 封问询函，有 14310 封问询函得到回复，回函率达到了 97.15%，总体来说回函情况较好。但是，问询制度在运行过程中也暴露出来一些问题，仅有 8653 封回函时间在要求范围内，及时回函率只有 60.47%，有少数公司拖延长达数月之久，甚至干脆不予理睬。笔者认为，在接下来的问询监管改革之中，可以考虑问询监管与惩罚公告融合进行，对一些老赖式、敷衍式的行为进行强制惩戒。以中国为例，上海证券交易所和深圳证券交易所都有发放问询函和惩罚公告的权力，通过构建一套刚柔并济、不可偏废的监管体系，让问询函所发挥出的柔性力量与惩罚公告所发挥的刚性力量相得益彰。 第二，问询函与公司内部治理机制的互补与融合。公司治理是一个十分复杂且微妙的系统工程，我们不仅要看到治理机制的完善依赖于信息环境、市场特征、制度演进、外部治理力量以及公司内部组织机构设计等诸多因素，还要看到这些因素是相生相成、互相影响的。一方面，问询函制度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）。正如，美国大法官路易斯·布兰代斯在所著的《别人的钱》中所说：“公开是救治现代化社会及工业弊病的良药，阳光是最好的防腐剂，灯光是最好的警察”。公司信息披露质量的提高对公司内部治理机制的完善将起到积极的推动作用；另一方面，公司内部治理机制安排也会在一定程度上影响问询函的实施效果。较为薄弱的治理机制和不尽如人意的内部控制都会对问询函有效发挥作用产生难以忽视的掣肘（邓玮璐等，2020）。 第三，问询函与公司外部监督机制的互补与融合。从理论上来说，问询制度由政府部门主导和实施，具有一定的强制性和权威性。问询监管所引发的利益相关者（投资者、会计事务所、财务分析师、供应商、客户等）持续关注和反应，可以提升受问询公司的违规成本，抑制其再犯，甚至达到让其他公司“引以为戒”的良好效果（Brown 等，2018）。但是，问询制度也有其弊端，问询范围过于广泛难免失去焦点和重点，问询次数频繁又不免带来过高成本，等等这些问题一直让问询制度
--	---

	饱受争议。并且，对于公司定期披露的财务报告或不定期的其它公告，监管部门的事后核查难免存在一定的时滞性，需要借助各种外部力量（媒体、审计师、分析师等）加以配合推进。以媒体为例，学者们对媒体在资本市场中的角色扮演已经做了大量的研究，积累了丰富的文献，在媒体的公司治理作用上达成了诸多共识：“作为‘第四权利’，媒体激浊扬清，正本清源，在公司治理中扮演着积极的舆论监督角色；作为‘传声筒’，媒体跨越藩篱，无远弗届，在强化市场信息传递机制、减少信息不对称上发挥了至关重要的作用”（游家兴等，2018）。一方面，媒体实时跟踪、及时曝光、连续报道可以有效弥补问询监督的滞后性；另一方面，问询监管的强制性和权威性又可以对媒体监督在公权力上的不足起到很好的补充作用。因此，从这个角度说，问询监管与媒体监督存在着天然互补的关系。 7. 数据需更新。当前文中数据仅到 2018 年，建议作者进一步更新相关数据。 回复：非常感谢审稿人指出这一问题。我们已经意识到之前版本数据陈旧的问题，在本次修改稿过程中，我们对全文的数据都补充更新到了 2023 年底。 8. 全文通读，完善细节。如引言部分最后一段“给合各国的具体实践”存在错别字。 回复：根据审稿人建议，我们重新认真通读全文，理顺逻辑，完善细节，删减冗余，检查了标点符号、表格、数据、文献等，确保研究和写作的准确性。 作者：游家兴 吕可夫 2024 年 3 月 22 日
--	--

外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，隐名后的有价值讨论可公开。如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。

专家审稿单

	柔性监管的力量——问询函研究综述与展望
外 审 意 见	1. 文章是对问询函研究的综述，制度背景主要介绍了问询函在中国的实践，然而文献梳理中却侧重国外研究，且认为“国内学者在该领域的研究上着墨不多，主要从市场反应（陈运森等，2018）、抑制股价崩盘风险（张俊生等，2018）、降低盈余管理（陈运森等，2019）等方面对其实施效果进行探讨”。实际上，除了上述几篇文献外，国内学者对问询函的影响因素和经济后果已经展开了丰富的讨论，问询函类型也从财务报告问询函拓展至了并购重组、审核问询函等，但这些研究进展并未在文中得到体现。建议作者重新梳理问询函研究的发展脉络，丰富文章内容。 2. 文章的逻辑和框架与已有一篇问询函的研究综述较为相似（郭照蕊和李一秀，2020），但综述内容却没有这篇文章丰富，建议作者重新组织文章框架，突出增量贡献。 3. 另外文章结构与内容不相符。比如“问询制度的源起与发展”部分，实际上是已有文献对不同监管方式的探讨，这并不是问询函的源起与发展。另外“问询制度合理性”中是问询函的经济后果探讨，并未体现合理性；“问询函的作用机制”是问询函的影响因素探讨，也没有体现出作用机制。建议作者重新构思综述的思路，使得结构与内容相对应。 4. 文章的引言部分，作者认为问询函是处于“放松监管”和“强制监管”之间的“适度监管”手段，似乎不大合适。问询函和行政处罚实际上是监管严厉程度之分，而非强制和放松之分。建议作者重新界定理论，可以更多从标题中的“柔性监管”入手。 5. 文中一些表述过于绝对，比如“这种新型监管模式摒弃了以往凭借行政权力和制度约束，以惩处、强迫等手段进行强制监管的老路，克服了刚性执法的单一性、僵化性和机械性”、“问询制度饱受诟病的一点是其监管低效”等等。 6. 11页作者提到的对“问询函与其他监管方式或公司内外部监督方式的互补与融合”思考中，实际上每一部分内容都有相应的问询函文献进行支撑，建议作者融入已有研究来支撑观点。

	参考文献： 郭照蕊,李一秀. 证券交易所监管问询有效性研究综述与展望[J]. 金融监管研究,2020(09):81-98. 年 月 日
作者回复	尊敬的审稿专家： 您们好！ 非常感谢您对本文提出的宝贵意见和富有建设性的修改建议，帮助我们文章的主题更加鲜明、逻辑更加清晰、内容更加充实。我们根据您的意见，进行了反复探讨、思考，做出了重大修改，包括明确研究主题、梳理监管制度背景、补充问询制度内容、将标题与内容相对应、重新组织综述框架、深入思考本土情景、更新数据以及校对细节等。为了让专家了解我们所做的修改工作，便于对本文的重新阅读，我们在回复书中将回复用蓝色宋体标示，在修改稿中将文章中重要修改部分用红色字体标示。现对审稿意见逐一回复如下： 1. 文章是对问询函研究的综述，制度背景主要介绍了问询函在中国的实践，然而文献梳理中却侧重国外研究，且认为“国内学者在该领域的研究上着墨不多，主要从市场反应（陈运森等，2018）、抑制股价崩盘风险（张俊生等，2018）、降低盈余管理（陈运森等，2019）等方面对其实施效果进行探讨”。实际上，除了上述几篇文献外，国内学者对问询函的影响因素和经济后果已经展开了丰富的讨论，问询函类型也从财务报告问询函拓展至了并购重组、审核问询函等，但这些研究进展并未在文中得到体现。建议作者重新梳理问询函研究的发展脉络，丰富文章内容。 回复：非常感谢审稿人提出的宝贵建议。诚如专家所指出的，近年来国内学者们对问询函给予了大量关注，在本次修改过程中，我们也增列了大量中文文献和相关研究结论。我们做出的修改主要包括：第一，对国内问询函文献重新进行归纳梳理。一方面，这些文献的补充将有助于我们更全面、客观剖析本文情景下问询函作用的发挥；另一方面，也将本文的研究视角从财务报告问询函上拓展延伸到重组问询函、关注函上。第二，重新梳理问询函研究的发展脉络，分成问询函的影响因素和问询函的经济后果两节展开文献综述。在影响因素讨论上，我们关注受询者特征、问询制度安排对问询函发放的影响；在经济后果讨论上，我们从监管成本、监管效用（市场反应、信息披露、公司治理、财务决策、利益相关者反应等等）等视角

	探讨了问询函的后果。通过系统归纳梳理文献函影响因素、经济后果的相关研究，该章较为全面地反映出了问询函的制度特征、监管效力和监管局限。也为下文的“中国本土情景下对柔性监管的再思考”、“总结与展望”打下了坚实的理论基础。增列的文献主要列示如下： [1] 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. [2] 邓祎璐,陆晨,兰天琪,陈运森.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. [3] 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. [4] 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. [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(05):181-198. [6] 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. [7] 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. [8] 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. [9] 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. [10] 全怡,周聪,鲍镭江,龙立.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. [11] 王艳艳,何如桢,于李胜,庄婕.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. [12] 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. [13] 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. [14] 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. [15] 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. 2. 文章的逻辑和框架与已有一篇问询函的研究综述较为相似（郭照蕊和李一秀，2020），但综述内容却没有这篇文章丰富，建议作者重新组织文章框架，突出增量贡献。 回复：非常感谢审稿人富有建设性的意见。在修改稿中，我们重新梳理了问询函相关文献，分成问询函的影响因素和问
--	--

询函的经济后果两节展开文献综述。在影响因素讨论上，我们关注受询者特征、问询制度安排对问询函发放的影响；在经济后果讨论上，我们从监管成本、监管效用（市场反应、信息披露、公司治理、财务决策、利益相关者反应等等）等视角探讨了问询函的后果。通过系统归纳梳理文献函影响因素、经济后果的相关研究，该章较为全面地反映出了问询函的制度特征、监管效力和监管局限。也为下文的“中国本土情景下对柔性监管的再思考”、“总结与展望”打下了坚实的理论基础。具体修改如下（第 8-12 页）：

三、问询函研究文献梳理

问询函作为柔性监管的典型政策工具，是“创新监管方式”的具体体现，从设立伊始就引起理论界和实务界高度关注，与之相关的议题纷沓而至：问询函关注什么？到底能发挥多大的作用？以问询函为代表的柔性监管改革是否有效？学术界对此展开广泛的讨论，促成了研究的一股洪流。纵观已有文献，学者们主要沿如下两个主线展开：一是问询函的影响因素；二是问询函的经济后果。

（一）问询函的影响因素

问询函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、财力的多方限制，问询函并非事无巨细、面面俱到，由此也引发了两个值得探讨的议题：其一，问询函主要关注什么问题？其二，监管者如何安排问询制度从而兼顾成本与效益？学者们主要从受询者特征、问询制度安排等角度对此做出回应。这些研究不仅带动了学术界对问询制度的思考，也进一步推动了实务界对柔性监管的全盘认识。

1. 受询者特征

许多学者从高管背景、公司特征、公司治理、企业避税、政治关联等角度做了较为深入的探索。在高管背景方面，Ertimur 和 Nondorf（2006）研究发现，如果 CFO 缺乏经验，公司在 IPO 过程中被问询的几率则更大，完成 IPO 的时间也会被拉长。全怡等（2022）以董秘专业背景为研究切入点，研究发现财务背景董秘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，背后的作用机制主要是财务背景董秘能够抑制公司的盈余管理行为。在公司特征方面，Johnston 和 Petacchi（2017）基于美国“萨班斯-奥克斯利法案”第 408 条款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，公司潜在风险越高（表现为经营不稳定、有过财务重述、正在发行证券以及接受“非四大”审计）都将增加被问询的可能性。在内部治理方面，Robinson 等（2011）讨论了公司治理结构与收到问询函次数的关系，发现当公司治理结构不完善时，其收到意见函的次数会更多。具体而言，当公司 CEO 权力过大（表现为 CEO 和董事长两职合一），并且没有强有力机构投资者对其进行外部监督时，公司更可能出现高管薪酬披露缺陷，同时收到问询函的次数会因此增加。此外，如果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。在外部治理方面，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。除上述视角外，还有学者从企业避税（Kubick 等，2016）、政治关联（Heese 等，2017）等角度探讨问询函的影响因素。

2. 问询制度安排

如何做出合理的监管制度安排以兼顾成本和效益是学界和业界共同关注的焦点问题。特别是在资本市场全球化深入发展的背景下，公司跨国交易活动和资本投资行为频繁发生，一些学者积极呼吁加强监管合作。例如，Tafara 和 Peterson（2007）针对在美国上市的跨国经营公司提出了一个替代监管的框架，其目的在于使 SEC 在履行监督职能、保护投资者的同时，认识到外国监管方面的作用和替代效果，以避免 SEC 监管出现低效重复等问题。那么，美国证监会是否以及如何与外国政府分担监管职责？Naughton 等（2018）从问询函的视角出发对上述问题做出回答。他们基于美国的实证研究得到三个重要发现：（1）对于在美国上市的外国公司来说，母国监管水平越强，SEC 对它们的监管力度越弱，反之亦然；（2）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；（3）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。上述发现表明美国证监会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。

（二）问询函的经济后果

利大弊利还是弊大于利，亦或是利弊参半？在问询制度诞生之前，行政法学者已从法理的角度为柔性监管参与治理做了许多理论准备（莫于川，2006；蒋建湘和李沫，2013）。然而，关于柔性监管经济后果的实证研究却付之阙如，直至最近几年，学者们才就这个问题展开探索，在问询函的监管成本、监管效用等方面积累了一批优秀文献。

1. 监管成本

在关于资本市场监管的众多文献中，部分学者对问询制度的监管低效问题表示了担忧。一方面，由于问询监管权有限，交易所对于违规行为没有相应的处理权施以惩戒，难以有效地抑制违规行为屡犯不改。现实中，财务造假、内幕交易、关联交易、违规担保、恶意派现等违规违法行为屡禁不止，对此投资者往往质疑：当连强监管对此都无能为力时，为什么还要寄希望于问询函这种弱监管呢？另一方面，就目前而言，政府监管权配置机制还不完善，资本市场存在监管俘获等问题，在一定程度上也抑制了问询函监管力量的发挥。以美国为例，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进行问询或采取其他措施进行监管（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 和 Yu，2011）。更严重的是，具有政治关联的公司还会积极搜寻与问询审查相关的信息，包括问询问题和 SEC 监管人员履历，并对问询函的发放进行事前预测加以规避（Heese 等，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作出实质性的改变，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 等，2010）。还有一些

学者则从成本收益的角度提出了质疑。例如，Cassell 等（2013）指出，对于中小公司来说，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，以至于不堪其负。据美国证券交易委员会公布的 2018 年年度报告数据显示，当年共执行了 3150 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 1078 人，占 SEC 员工总数 23.79%。由此可见，这些监督和审查程序无疑消耗了诸多宝贵资源。

2. 监管效用

在目前监管体系还不完备的背景下，问询制度不可避免存有或多或少的弊端，这也是新生事物与生俱来的特征。但瑕不掩瑜，问询制度在现实中是否仍会发挥出积极作用呢？这是很多学者共同关注的问题（Leuz 和 Wysocki, 2016；Johnston 和 Petacchi, 2017）。如果问询函实施效果是积极、可持续的，那么，柔性监管作为一个行之有效的监管范式则可以进一步发展和衍化，使其在治理过程中发挥出更大的力量。学者们就此问题展开多方面、多角度的深入探讨。

（1）市场反应

问询函是否有信息含量？如果问询函具有信息含量，那么它会引起怎样的市场反应？总的来说，在问询制度实施效果检验中，以信息含量和市场反应为话题而展开的研究起到了投石问路的作用。只有证实了问询函包含与价值相关的信息，会影响到投资者的决策行为，才可能“一石激起千层浪”，推动学界展开更丰富的研究（Johnston 和 Petacchi, 2017；Dechow 等，2015；陈运森等，2018a）。例如，Dechow 等（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的做出消极的反应。Johnston 和 Petacchi（2017）则将研究拓展到回复函的市场反应上。他们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。在提交回复函前后[-1, +1]窗口期内，上市公司股票累计异常回报率为-0.49%，折合成年化收益率将高达-59.6%，说明市场对公司回复函做出了非常强烈的负面反应。陈运森等（2018a）基于中国的研究也发现，上市公司在受到问询函时，其市场反应显著为负，但在回函时却有显著为正的市場反应，这与 Johnston 和 Petacchi（2017）的研究结论刚好相左。对此，作者认为这种正面的市场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）信息披露

在信息披露质量方面，学界已基本达成共识：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大有帮忙。例如，Hennes 和 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 和 Petacchi（2017）发现，SEC 审查可以降低公司股票买卖价差风险，增加公司盈余反应系数，对于改善公司财务报告环境大有裨益。Bozanic 等（2017）则进一步补充拓展了 Johnston 和 Petacchi（2017）的研究，发现虽然问询函从整体上可以改进受问询公司的信息披露质量，但是也有例外，存在一些力不能及之处。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，从

而使得问询函在提升这些公司信息披露质量的作用上十分有限。Li 和 Liu（2017）探讨了 SEC 问询函在公司首次公开募股过程中的监督作用，发现问询制度能够促使 IPO 公司加强上市前的信息披露，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，从而有效抑制 IPO 股价炒作现象。Brown 等（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的信息透明度。张俊生等（2018）则以中国上市公司为样本，从问询函能否减低股价崩盘风险的角度出发展开实证检验，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）公司治理

关于问询函与公司治理的研究也是一个重点话题。对此，许多学者开展了大量探讨（陈运森等，2019；Gietzmann 和 Isidro，2013；Kubick 等，2016；Cunningham 等，2020）。作为柔性监管的主要手段，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效率的改善：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为适时对问询函做出回应。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，这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。并且，信息透明程度的降低将进一步加剧公司内部人以攫取私利为目的的败德行为。因此，通过提高公司信息披露水平，问询函的实施会对公司治理效率的改善也将有着积极的推动作用。例如，Gietzmann 和 Isidro（2013）针对美国 2005-2012 年 34306 个公司年度样本进行分析，发现在样本期间内大概 41% 的公司收到过问询函，11% 的公司发生过 CFO 离职行为。他们的实证结果表明，随着公司收到问询函数量的增多，其 CFO 面临轮换的风险不仅会显著提高，而且这种风险将持续多年。Kubick 等（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。他们发现，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或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 等（2020）则从盈余管理角度进一步证实问询函的监督作用。他们研究发现，公司在收到问询函后一方面会降低应计盈余管理（AEM）行为，另一方面却会增加真实盈余管理（REM）行为。这些结果表明，问询函在约束 AEM 方面是有效的，但是不排除问询函鼓励公司转向于调整 REM 的可能。由于 REM 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 中国 A 股上市公司为样本，研究发现公司在受到财务股报告问询后，盈余管理行为得以有效抑制。并且，抑制效果还因问询次数、问询事项、企业产权性质不同而有所差别。具体来说，如果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、资产评估师等人员发表核查意见、或者受询公司产权性质为非国有时，公司的盈余管理程度都会进一步降低。

（4）财务决策

还有一脉文献集中关注了问询函对公司财务决策的影响。在这一领域，学者们研究视角丰富，结论莫衷一是。基于问询函的监督效应，学者们认为问询函主要从提升企业投资效率（邓祎璐等，2021）、降低并购重组信息不对称问题（李晓溪等，2019）等角度，服务实体经济发展。例如，邓祎璐等（2021）研究发现，问询函主要是通过缓解第一类代理问题，从而正向影响企业投资效率和风险承担水平。李晓溪等（2019）发现，问询函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，学者们认为问询函主要从提高公司融资约束（翟淑萍等，2020）、加大公司金融资产配置（林慧婷等，2021）等角度，反而阻碍实体经济发展。例如，翟淑萍等（2020）认为，问询函自带聚光灯效果，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）利益相关者反应

利益相关者会对问询函作出什么样的反应？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 等，2015）。一些研究者围绕机构投资者、审计机构、财务分析师、同行业公司等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，意味着公司的行为已受到监管部门的关注，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。这些研究发现，当公司收到问询函后，机构投资者倾向于减少其持股比例（Gietzmann 和 Isidro，2013）；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 和 Pettinicchio，2014；陈运森等，2018b）；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 等，2018）。

3. 另外文章结构与内容不相符。比如“问询制度的源起与发展”部分，实际上是已有文献对不同监管方式的探讨，这并不是问询函的源起与发展。另外“问询制度合理性”中是问询函的经济后果探讨，并未体现合理性；“问询函的作用机制”是问询函的影响因素探讨，也没有体现出作用机制。建议作者重新构思综述的思路，使得结构与内容相对应。

回复：非常感谢审稿人指出这个问题，帮助我们更清晰地呈现本文的研究框架。结合这个问题，我们经管反复探讨，做出了重大修改，主要修改列示如下：

第一，我们在对引言删繁就简，在简要阐明金融监管的历史渊源和理论背景后，立即联系时代背景和现实问题，引出新的监管模式——柔性监管的概念和体系，并阐明问询函在柔性

监管体系下的代表意义。最后对本文研究框架进行概述，对研究贡献、研究意义进行凝练。

第二，我们在“问询制度的源起、发展与中国实践”中重新归纳总结问询函的制度演进，并结合问询函在中国情景下的具体实践，厘清问询函柔性监管的制度特征和具体表现。

第三，我们在“问询函研究文献梳理”中紧扣问询函的制度特征，对其影响因素、经济后果进行全面述评，试图综合反映出柔性监管典型政策工具——问询函的作用机理、经济效应和制度利弊，这是柔性监管力量的客观呈现，也为下文的“中国本土情景下对柔性监管的再思考”和“总结与展望”做出理论铺垫。

第四，我们在“中国本土情景下对柔性监管的再思考”中，紧贴中国本土情景的现实背景，主要回答两个问题：一是本土情景下发展柔性监管的利弊；二是结合柔性监管的制度特征，探讨如何因势利导，更好地发挥柔性监管的力量。

第五，在“总结与展望”部分，我们在回顾前文内容的基础上，对柔性监管的理论研究、制度发展进行展望，试图通过抛出一些思考，给学术界认识问询函柔性监管的力量，以及实务界更好地发挥问询函柔性监管的力量提供思路。

4.文章的引言部分，作者认为问询函是处于“放松监管”和“强制监管”之间的“适度监管”手段，似乎不大合适。问询函和行政处罚实际上是监管严厉程度之分，而非强制和放松之分。建议作者重新界定理论，可以更多从标题中的“柔性监管”入手。

回复：非常感谢审稿人提出的宝贵建议。我们在在引言中修改了相应表述，在简要阐明金融监管的历史渊源和理论背景后，更多地基于时代背景和现实问题，引出新的监管模式——柔性监管的概念和体系，并阐明问询函在柔性监管体系下的代表意义。具体修改如下（第3页）：

为厘清金融监管与资本活动的关系，跳出“一管就死、一放就乱”的俗窠，近年来我国开始全面推进监管体制改革。例如，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”。这些都直观体现了我国政府职能部门持续深化金融监管体制改革的态势。以证券监督工作为例，“放松监管，加强管制”成为证券监管转型工作的重点思路，并强调“精准监管+柔性服务”的理念¹。在此背景下，一种区别于传统模式的新型监管范式——柔性监管正在兴起。所谓柔性监管，它是指政府监管部门通过问询、回应、协商

1 来自上海证券报《精准监管+柔性服务 沪市主板公司年报审核展新风》，详见：<https://news.cnstock.com/paper,2020-06-01,1326504.htm>。

等非强制性手段对被监管方的行为进行引导，最终通过双方共同努力达成目标的监管理念和模式。通过回归柔性，这种新型监管模式突破了以往凭借行政权力和制度约束，以惩处、强迫等手段进行强制监管的固有模式，彰显了柔性监管的重协调与互动和重过程的原则。

柔性监管是各国监管改革持续探索的产物，是对现有监管理论和实践的突破，其设立目的在于解决监管失灵中出现的一系列问题，如监管成本高、效率低、监管俘获、竞争抑制等等。柔性监管的出现无疑对政府监管实践起到积极的补充作用。蒋建湘和李沫（2013）认为，作为与命令控制监管相对应的新型监管，以政府为主导的柔性监管体现了重协调与互动和重过程的原则，主要可分为激励型监管、协商型监管、行政指导等类别。表 1 列示了政府主导下的柔性监管类型划分和典型政策工具。需要说明的是，在证券市场领域，面对上市公司治理水平低效、违规违法行为屡禁不止甚至屡查屡犯的乱象，近年来中国证监会以及上海证券交易所和深圳证券交易所（以下简称两所）共同主导了以柔性模式为导向的监管改革，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）。主要原因在于：一方面，相比于其他激励型监管和协商型监管工具，问询函因其简便、灵活的特征，能够充分发挥督促、预防、引导的作用；另一方面，问询函类型多样，问询事项涉及广泛，在监管实务中的适用性较强。可以说，以问询函为载体的非处罚性监管形式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，是党的十九大报告提出要“创新监管方式”的一个具体表现，也是弹性监管和监管措施柔性安排的直观体现²。

表 1 政府主导下的柔性监管类型划分和典型政策工具

监管类型	激励型监管	协商型监管	行政指导
典型政策工具	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	签署减排协议	税务“首违不罚”清单制度、问询函

资料来源：根据蒋建湘和李沫（2013）的划分，结合相关政策实践手工整理得到。

所谓问询函制度，是以两所为主要发函机构，依照信息披露规范等各项条例规定，针对上市公司不合情、不合理、不合规、不合法的各种事项发出问询函，如财务报告、并购重组、关联交易、股票异常波动和媒体报道等等，要求上市公司在规定时间内以书面进行回函并在两所官方网站上实时公开披露。对于一些尚未解决或回复不清晰的事项，交易所还会进行再次问询。自 2014 年底深交所发出第一篇问询函以来，两所问询函发放数量迅速攀升到较高水平，仅 2023 年全年的问询就达到了 1278 次。问询函件内容及其回复函回复状况已然成为投资者了解公司生产经营状况

2 参见深交所《关于进一步支持企业发展服务实体经济的通知》的内容。

的重要渠道，同时也成为一种证券交易所对上市公司进行非行政处罚性监管的重要方式。

5.文中一些表述过于绝对，比如“这种新型监管模式摒弃了以往凭借行政权力和制度约束，以惩处、强迫等手段进行强制监管的老路，克服了刚性执法的单一性、僵化性和机械性”、“问询制度饱受诟病的一点是其监管低效”等等。

回复：在审稿人的建议下，我们已认识到此前部分表述过于绝对的问题。在本次修改中，我们力求客观、全面反映问询函的制度特征，并修改了较为绝对的表述。部分修改列示如下：

例子 1：在此背景下，一种区别于传统模式的新型监管范式——柔性监管正在兴起。所谓柔性监管，它是指政府监管部门通过问询、回应、协商等非强制性手段对被监管方的行为进行引导，最终通过双方共同努力达成目标的监管理念和模式。通过回归柔性，这种新型监管模式突破了以往凭借行政权力和制度约束，以惩处、强迫等手段进行强制监管的固有模式，彰显了柔性监管的重协调与互动和重过程的原则。

例子 2：在关于资本市场监管的众多文献中，部分学者对问询制度的监管低效问题表示了担忧。一方面，由于问询监管权有限，交易所对于违规行为没有相应的处理权施以惩戒，难以有效地抑制违规行为屡犯不改。现实中，财务造假、内幕交易、关联交易、违规担保、恶意派现等违规违法行为屡禁不止，对此投资者往往质疑：当连强监管对此都无能为力时，为什么还要寄希望于问询函这种弱监管呢？另一方面，就目前而言，政府监管权配置机制还不完善，资本市场存在监管俘获等问题，在一定程度上也抑制了问询函监管力量的发挥。

6.11 页作者提到的对“问询函与其他监管方式或公司内外部监督方式的互补与融合”思考中，实际上每一部分内容都有相应的问询函文献进行支撑，建议作者融入已有研究来支撑观点。

回复：感谢审稿人给出的宝贵建议。结合两位审稿人的有益意见，我们将该部分重新修改然后放到“问询函研究文献梳理”一章中，并且为部分观点增加了文献引证。修改后的表述如下（第 12-15 页）：

四、中国本土情景下对柔性监管的再思考

与国外不同的是，中国问询制度的建立比较晚，上海证券交易所于 2013 年 7 月 1 日开通上市公司财务报告信息披露直通车，而深圳证券交易所则更晚，到了 2014 年 1 月 13 日才开通。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。然而，在政府维护市场秩序、提高投资者信心的决心下，中国的问询制度在短短几年内就得到突飞猛进的发展。就笔者统计，2023 年中国两个交易所仅问询函就发出了 1278 份，平均一天 3.5 份。由此可见，交易所正在努力履行其一线监管的职能。然而，平均每天 3.5 份的问询函也表明，与监管要求相比，上市公司在信息披露方面还存在很大的差距。问询函纷沓而至的背后是上市公司“挤牙膏”式的信息披露弊端，迟报、漏报、谎报、不报的现象屡见不鲜，也反映出中国在规范上市公司

	信息披露行为上仍然任重道远。 另外，中国的问询机制与国外也存有明显不同之处：（1）问询函的监管主体不同。中国绝大部分的问询函是由交易所直接发放，而美国是由发美国证券交易委员会（SEC）发放。与美国相比，中国的问询制度更凸显出监管转型背景下“放松管制”和“加强监管”³的特点；（2）问询程序不同。SEC 主要是核查上市公司提交的文件，比如季度报表（10Q）、年度报表（10K）、招股说明书（S1）等文件，对于文件中的披露不实、隐瞒以及不当等问题进行问询。核查要经过受问询公司与 SEC 的多轮协商、沟通，直到 SEC 确认问题得到解决后才算结束，并于核查完成后 20 天予以公示。中国的绝大部分问询函是由两个交易所下属的公司管理部和监管部直接发出，不仅仅针对上市公司定期披露的财务报告的信息披露情况进行审核，还对公司违规行为、退市风险，环保问题、媒体关注的问题等诸多方面进行问询。少数情况下，它们还会对会计师事务所进行问询。在问询函中，交易所的公司管理部也会注明要求回复的时间期限，并且不管上市公司回函与否，交易所都会在官网上进行公示。 问询函作为柔性监管的典型政策工具，经管从其设立伊始就引起理论界高度关注，学者们从制度特征、影响因素、经济后果等视角对问询函话题进行大量探讨。这些优秀文献的诞生无疑拨开了国内理论界和实务界对问询函认识的迷雾。然而，关于问询函和柔性监管的讨论应远不止于此，在中国情境下存在着许多值得深入探究、反复比较的重要问题。 第一，在有别于西方发达市场的特殊情境下，中国柔性监管能否契合制度设计的初衷、在资本市场上扮演彰善瘅恶的积极角色？这是一个值得全面剖析、正反论证的重要问题： 一方面称之为中国情境之弊。我国行政部门同样受到利益冲突和监管捕获双重困扰，而我国还未臻完善的市场制度无形中又加剧了这些困扰。这些无疑损害了柔性监管在维护市场秩序、完善公司治理上本应发挥的积极作用。并且，即便是诉诸于行政强制处罚的刚性监管也因为执行力度不到位、处罚力度过轻而遭受各方的质疑和批评，也引发了对我国柔性监管能否有效发挥作用的市场迷思。此外，从我国问询函实际执行情况来看，虽然 2014-2023 年间问询总体回复率高达 97.15%，但也暴露出柔性监管所存在的延期回复（应千伟等，2023）、答非所问（郭照蕊等，2023）等制度弊端，直接影响到问询函的监管效力。 另一方面称之为中国情境之利。作为一个新兴的市场，我国法律环境和制度建设还不尽完善，而移植于发达国家的各种制度设计往往又流于形式。这使得具有后发优势的柔性监管更有可能发挥重要作用。换言之，在中国情境下，作为新的监管手段，围绕问询函而展开的柔性监管如果能因势利导、顺势而为，它将对其它机制起到重要的替代或补充作用，从而在促进资本市场稳定健康发展上会有更大的施展空间：
--	--

³ 2013 年 5 月 24 日，上海证券交易所召开了 2013 年第 10 次媒体通气会暨监管委员会第一次新闻发布会。在该发布会上，副总经理徐明表示“在进一步转变监管理念方面，要进一步放松管制、加强监管，使市场各个参与主体‘归位尽责’。例如，上交所最近重点推进的信息披露直通车业务，就是转变监管理念、改变方式的重要‘抓手’。未来，上交所要逐步转变监管理念，由‘事前审核’向‘事后监管’转变，同时强化市场本身约束机制。”

	第一，问询函与刚性监管的互补与融合。作为柔性监管的问询函，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制约束力。根据笔者对深圳证券交易所公开披露的问询函监管信息的统计，2014-2023年间，深圳证券交易所共发放 14730 封问询函，有 14310 封问询函得到回复，回函率达到了 97.15%，总体来说回函情况较好。但是，问询制度在运行过程中也暴露出来一些问题，仅有 8653 封回函时间在要求范围内，及时回函率只有 60.47%，有少数公司拖延长达数月之久，甚至干脆不予理睬。笔者认为，在接下来的问询监管改革之中，可以考虑问询监管与惩罚公告融合进行，对一些老赖式、敷衍式的行为进行强制惩戒。以中国为例，上海证券交易所和深圳证券交易所都有发放问询函和惩罚公告的权力，通过构建一套刚柔并济、不可偏废的监管体系，让问询函所发挥出的柔性力量与惩罚公告所发挥的刚性力量相得益彰。 第二，问询函与公司内部治理机制的互补与融合。公司治理是一个十分复杂且微妙的系统工程，我们不仅要看到治理机制的完善依赖于信息环境、市场特征、制度演进、外部治理力量以及公司内部组织机构设计等诸多因素，还要看到这些因素是相生相成、互相影响的。一方面，问询函制度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）。正如，美国大法官路易斯·布兰代斯在所著的《别人的钱》中所说：“公开是救治现代化社会及工业弊病的良药，阳光是最好的防腐剂，灯光是最好的警察”。公司信息披露质量的提高对公司内部治理机制的完善将起到积极的推动作用；另一方面，公司内部治理机制安排也会在一定程度上影响问询函的实施效果。较为薄弱的治理机制和不尽如人意的内部控制都会对问询函有效发挥作用产生难以忽视的掣肘（邓祎璐等，2020）。 第三，问询函与公司外部监督机制的互补与融合。从理论上来说，问询制度由政府部门主导和实施，具有一定的强制性和权威性。问询监管所引发的利益相关者（投资者、会计事务所、财务分析师、供应商、客户等）持续关注和反应，可以提升受问询公司的违规成本，抑制其再犯，甚至达到让其他公司“引以为戒”的良好效果（Brown 等，2018）。但是，问询制度也有其弊端，问询范围过于广泛难免失去焦点和重点，问询次数频繁又不免带来过高成本，等等这些问题一直让问询制度饱受争议。并且，对于公司定期披露的财务报告或不定期的其它公告，监管部门的事后核查难免存在一定的时滞性，需要借助各种外部力量（媒体、审计师、分析师等）加以配合推进。以媒体为例，学者们对媒体在资本市场中的角色扮演已经做了大量的研究，积累了丰富的文献，在媒体的公司治理作用上达成了诸多共识：“作为‘第四权利’，媒体激浊扬清，正本清源，在公司治理中扮演着积极的舆论监督角色；作为‘传声筒’，媒体跨越藩篱，无远弗届，在强化市场信息传递机制、减少信息不对称上发挥了至关重要的作用”（游家兴等，2018）。一方面，媒体实时跟踪、及时曝光、连续报道可以有效弥补问询监督的滞后性；另一方面，问询监管的强制性和权威性又可以对媒体监督在公权力上的不足起到很好的补充作用。因此，从这个角度说，问询监管与媒体监督存在着天然互补的关系。 作者：游家兴 吕可夫 2024 年 3 月 22 日
--	--

外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，隐名后的有价值讨论可公开。如研究

中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。

本文系国家社会科学基金重大项目“数字中国建设促进经济高质量发展的机制与路径研究”（项目编号：23&ZD072）、国家自然科学基金面上项目“大数据驱动的税收征管与非上市公司财务行为——基于金税三期工程的准自然实验”（项目编号：72272125）的阶段性研究成果。

表 1 按照问询函类型分类统计（2014—2023 年）

交易所	问询函类型	财务报告 问询函	重组问询函	关注函 （关注事项）	问询函 （问询事项）	其它	合计
深圳证券交易所	问询函数目	3589	1561	6264	516	5	11935
	回复函数目	3569	1551	6037	502	2	11661
	回复率	99.44%	99.36%	96.38%	97.29%	40.00%	97.70%
上海证券交易所	问询函数目	824	843	2	1125	1	2795
	回复函数目	808	810	2	1028	1	2649
	回复率	98.06%	96.09%	100.00%	91.38%	100.00%	94.78%
两所合计	问询函数目	4413	2404	6266	1641	6	14730
	回复函数目	4377	2361	6039	1530	3	14310
	回复率	99.18%	98.21%	96.38%	93.24%	50.00%	97.15%

表 2 按照问询函事项分类统计（2014—2023 年）

问询事项	深圳证券交易所			上海证券交易所		
	问询函数目	回复函数目	回复率	问询函数目	回复函数目	回复率
财务报告质量	3919	3885	99.13%	856	835	97.55%
经营活动	2916	2893	99.21%	764	739	96.73%
并购重组	3007	2965	98.60%	1094	1049	95.89%
关联交易	2993	2894	96.69%	1086	1041	95.86%
股价异常波动	1490	1476	99.06%	198	179	90.40%
股权质押	832	818	98.32%	198	185	93.43%
违规行为	1527	1464	95.87%	280	253	90.36%
商誉减值	1823	1805	99.01%	306	295	96.41%
其他事项	3029	2981	98.42%	612	561	91.67%

注：违规行为包括：信息披露、虚构利润、环保问题、投融资行为、生产经营事项、关联交易、违规担保、大股东或关联方资金占用、违规减持、内幕交易、恶意派现等；其他事项包括：诉讼仲裁、重要交易、税务问题、对外担保以及退市风险等。

表 3 按照问询对象分类统计（2014—2023 年）

问询对象	深圳证券交易所			上海证券交易所		
	问询函数目	回复函数目	回复率	问询函数目	回复函数目	回复率

董事会及其成员	697	694	99.57%	241	218	90.46%
监事会及其成员	74	73	98.65%	48	46	95.83%
高级管理人员	13	13	100.00%	25	23	92.00%
会计/审计人员	4171	4126	98.92%	1329	1278	96.16%
律师/法律顾问	2159	2144	99.31%	606	587	96.86%
评估师/评估师机构	658	650	98.78%	482	468	97.10%
保荐人/保荐机构	205	205	100.00%	79	76	96.20%
财务顾问	311	308	99.04%	855	824	96.37%
独立财务顾问	1378	1366	99.13%	42	41	97.62%
其他	2	2	100.00%	6	6	100.00%

注：其他问询对象包括：合作方、盈利预测机构、主办券商等。关于财务顾问和独立财务顾问，根据《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》第三十二条和第五十一条相关内容，对于上市公司收购中满足达到一定条件需要聘请财务顾问的情况，强制要求收购方聘请财务顾问；当上市公司收购构成要约收购或管理层收购时，收购方需要聘请财务顾问，而作为被收购方的上市公司或其独立董事，则需要聘请独立财务顾问。