

交易所年报问询函如何影响市场反应？ ——基于天齐锂业的案例研究

李胜楠，侯红航，肖佳苧

(天津大学 管理与经济学部 天津 300072)

摘要: 年报问询函作为一种事后监管的手段,近年来备受关注。基于信息传递机制和媒体关注机制,构建了年报问询函引起市场反应的理论框架。以天齐锂业为案例研究对象,发现天齐锂业通过传递“直观增量信息”“非直观增量信息”以及引发媒体关注等路径影响市场反应,市场通过产生相应的市场反应认可了年报问询函的监管职能。通过与赣锋锂业对比发现,当问询内容较多且涉及经营情况、问询力度较大、感情色彩更消极时,引发的负面市场反应更大,且二次延期回复会进一步降低累计超额收益率。结合特定行业、特定公司案例的研究,刻画年报问询函引发的市场反应和作用路径,对企业深刻理解问询函影响市场反应的机制,以及监管部门优化问询函监管作用具有启示意义。

关键词: 天齐锂业; 年报问询函; 市场反应

中图分类号: F832; F426 **文献标志码:** A **文章编号:** 2095-0098(2023)03-0003-13

一、引言

上市公司作为重要的市场交易主体,凭借披露的各种信息连接着众多利益相关者。为保护投资者的利益以及资本市场的稳定,需要对公司能否及时、真实、详细地披露信息进行监督,平衡披露质量与效率(王艳艳等,2020)^[1]。新华社于2017年的报道中称“中国资本市场已经迈入了‘严监管时代’”。2018年施行的《证券交易所管理办法》中,突出强调了证券交易所的“一线监管职能”。交易所问询函是一种典型的“非行政处罚性监管”,它不仅是证券交易所与上市公司沟通的重要工具(Leuz & Wysocki,2016)^[2],也是交易所履行一线监管职能的重要方式。交易所问询函的监管效果如何一直是理论界和实务界关注的热点问题。

企业收到问询函并不意味着发生了实际的违法违规行为,其目的主要是通过让企业自查相关问题、增添相关信息来提高上市公司的信息披露质量(陈运森等,2018)^[3]。目前,学者们分别从内部控制(余明桂和卞诗卉,2020)^[4]、政治关联(Heesea et al.,2017^[5]; Chen et al.,2018)^[6]、高管特征(孙彤和薛爽,2019)^[7]等角度分析了收到年报问询函的影响因素。而在收到年报问询函后,会对公司的盈余管理行为(梅蓓蕾等,2021^[8]; Cunningham et al.,2019^[9])、信息披露水平(Bozanic et al.,2017)^[10]、业绩预告准确性(李晓溪等,2019)^[11]等方面产生影响。部分学者认为,年报问询函通过产生相应市场反应发挥了监管职能(Duro et al.,2019)^[12]。此外对审计方(Ballesteros & Schmidt,2019)^[13]、债权人(胡宁等,2020)^[14]等利益相关者的行为也有所改变。

目前,针对年报问询函的研究方法以实证研究为主,通过选择代理变量讨论年报问询函的影响因素及经

收稿日期:2022-09-15

基金项目:国家社会科学基金项目“非国有股东治理积极主义行为与混改国企的风险承担”(21BGL113)

作者简介:李胜楠(1976—),女,山东菏泽人,博士,副教授,研究方向为公司财务行为与资本市场;肖佳苧(通信作者)。

济后果,进而判断这种非处罚性监管方式的有效性。在这种大样本的研究方法下,对于作用机制的研究通常以某个代理变量作为替代,缺乏对具体影响机制的展开说明,且容易忽略年报问询函的具体特征,研究较为粗线条。基于此,以天齐锂业为案例研究对象,通过案例研究的方式剖析以下几个问题:年报问询函影响市场反应的方式是什么?市场是否认可这种非处罚性监管方式?年报问询函特征与市场反应之间的关系是什么?研究发现:天齐锂业通过传递“直观增量信息”和“非直观增量信息”以及吸引媒体关注等路径影响市场反应,市场通过产生相应的市场反应认可了年报问询函的监管作用。通过与赣锋锂业对比发现,当问询内容较多且涉及经营情况、问询力度较大、感情色彩更消极时,引发的负面市场反应更大,且二次延期回复会进一步降低累计超额收益率。

全文可能的贡献在于:首先,提出年报问询函影响市场反应的综合理论框架。将年报问询函引起市场反应的机制分为风险信息传递机制和媒体关注机制。在风险信息传递机制中,将传递的风险信息分为“直观增量信息”和“非直观增量信息”。直观增量信息主要指回函中提供的新信息,非直观增量信息主要指交易所利用自己的专业职能对年报中的风险及错漏报进行梳理整合的过程,以上两种增量风险信息通过风险信息传递机制引起市场反应。而媒体关注机制进一步对其中风险信息进行解读,从而对投资者的交易行为有所影响,进而传递到股价之中并产生市场反应。其次,采用案例研究的方式,更细致地探究了年报问询函影响市场反应的方式及具体特征。一方面可以将年报问询函引起市场反应的机制与导致的市场反应串联起来,形成完整逻辑链条;另一方面可以通过对比的方式拓展研究角度,对年报问询函的个体特征进行更综合性的、全面性的概括,改进考虑单一变量带来的局限性。最后,对于公司、投资者及监管方具有实践启示意义。通过对上市公司年报问询函事件进行全过程的回顾,能够帮助上市公司加深对信息披露重要性的认识,明确收函的原因及回函的要求;提高投资者将年报问询函作为投资决策工具的意识;同时强化交易所的监管职能,与处罚性监管手段形成互补,进一步提高监管效果。

二、文献综述

(一) 收到年报问询函的影响因素

Cassell et al. (2013)^[15]认为,公司是否收到年报问询函与公司的内部控制质量并无必然联系,但是当公司业务复杂度较高、盈利能力较差、公司治理存在问题时,会影响公司是否收到问询函以及问询的力度。余明桂和卞诗卉(2020)^[4]发现当公司拥有较好的内部控制质量时,引起交易所关注的可能性越小,也越不容易收到年报问询函。从上市公司政治关联的角度看,具有政治关联的公司会有更高的概率收到问询函,且这一差异具有显著性,说明监管机构并没有因为公司存在政治关联而放松对这类公司的监管(Heesea et al. 2017)^[5]。Chen et al. (2018)^[6]以中国公司作为样本,发现这一关系仍然适用。当公司与级别不高的官员存在政治关联时,收到问询函的可能性会有所提高。Kubick et al. (2016)^[16]从公司避税的角度出发,认为当公司有较高的避税程度时,就更容易引起监管机构的注意,从而收到问询函。Nam & Thompson(2019)^[17]则重点关注了财务报告可比性对于问询函的影响,当财务报告的信息可比性较强时,美国证券交易委员会就会更好地识别信息质量较差的公司,具体原因是可比公司的存在有助于降低 SEC 工作过程中因为搜集参考信息而花费的成本,提升了监管效率。

(二) 收到年报问询函的经济后果

1. 公司行为。盈余管理方面,陈运森等(2019)发现,针对财务报告的问询能够有效遏制企业的盈余管理行为。同时对行业内其他公司,产生了溢出效应(梅蓓蕾等 2021)^[8]。Cunningham et al. (2019)^[9]则围绕企业盈余管理的方式展开研究,发现公司在收到问询函后,使用真实活动盈余管理来操纵利润的意愿会更强烈。信息披露方面,Bozanic et al. (2017)^[10]研究发现问询函的发出降低了信息不对称的程度,公司在信息披露方面也更充分,陷入诉讼风险的概率也有所降低。业绩预告方面,李晓溪等(2019)^[11]、Ryans(2021)^[18]研究发现,年报问询函能提高公司披露业绩预告的积极性,预告文本也更详细、更容易理解,有助于信息环境的改善,收益可信度也会进一步提高。当公司处于较高的法律风险或者是有来自机构投资者、分析师的监督时,这种效果更为突出。公司治理方面,Gietzmann et al. (2016)^[19]发现 SEC 发布的问询函会导致公司财务

总监变更。为使更多投资者接受公司披露的年度报告,管理层倾向于在年报中用更为乐观的语调进行说明,而年报问询函能够降低这一行为发生的概率(范合君和王思雨 2022)^[20]。

2. 市场反应。Duro et al. (2019)^[12]发现,当 SEC 决定对外披露其所发放的问询函后,公司的季度收益引起了更大的市场反应,且持续时间达到了两年左右。陈运森等(2018)^[3]将财务报告问询函分为收函和回函两个阶段,发现收到问询函时引发了消极的市场反应,但是当披露出回函公告后,市场反应则转为积极,并发现不同的问询函内容与公司特征会产生不同程度的市场反应。杨海波和李建勇(2018)^[21]运用事件研究法发现的结果则有所不同,公司在收到问询函后,超额收益率与累计超额收益率显著为正。这一结果与万明和宋清华(2012)^[22]得出的结论一致,说明问询函没有发挥监管职能,但对具体原因未展开说明。Dechow et al. (2016)^[23]重点关注了与收入确认相关的问询函,发现在披露问询函之后,大约 54.1% 的公司出现了负的 CAR 值。郭飞和周泳彤(2018)^[24]在此基础上发现了投资者关注度对于这种关系的调节作用。随着关注度的提高,对于收入问题的敏感性会越强,从而更快地传递到股价中,影响市场反应。也有一些学者开始关注缓解年报问询函负面市场反应的路径。王艳艳等(2020)^[1]从年报问询函回复的角度出发,认为当公司收到问询函从而出现负面的市场反应时,如果公司披露的问询函回复中字数、词语数量较少就可以增强文本的可读性,从而缓解收函时的负面反应。胡玮佳和张开元(2019)^[25]则从投资者关注的视角出发,发现较高的投资者关注度会带来更积极的市场反应。

3. 利益相关者。审计方面,陈运森等(2018)^[3]发现年报问询函能够提高审计水平。审计机构对被问询公司的审计收费也将有所上调(Gietzmann & Pettinicchio 2014)^[26]。沈萍和景瑞(2020)^[27]指出审计收费的增加来自风险溢价。在对问询内容进行分析后,发现如果交易所提出的问题中包含会计信息的内容,审计收费会明显增加(米莉等 2018)^[28]。正因为审计成本的增加,使得审计师在出具审计意见时承担了更大的审计风险,这将会导致审计师辞任现象出现(胡定杰和谢军,2021)^[29]。债权人方面,Cunningham et al. (2017)^[9]、胡宁等(2020)^[14]指出,当债务人收到 SEC 发出的问询函时,银行会提高借款利率。大股东方面,聂萍和潘再珍(2019)^[30]发现当内部控制环境不佳、外部法律制度不完善的情况下,年报问询函对大股东“掏空”的抑制作用更为明显。

三、年报问询函影响市场反应的理论框架

(一) 信息传递机制

从年报问询函本身看,问题基于已公开的年度报告提出,因此并没有出现年报之外的增量信息。但郭飞和周泳彤(2018)^[24]认为,交易所利用专业知识的优势对公司年报进行重新整合与解读,并按照一定的逻辑对问题进行梳理总结,最终呈现在年报问询函中。通过这一过程,筛选出较为关键的信息,向市场传递企业面临的风险。同时能够指出上市公司信息披露过程中存在的错误以及遗漏,使得经营和财务方面的问题被揭示的可能性增加,年报的可理解性进一步增强,传播范围进一步扩大,从而提供了非常直观的增量信息。由于年报问询函从本质上来说是一种监管手段,具有一定的威慑力。因此其传递的风险和错漏报可能使得市场认为收到年报问询函的公司在某些方面存在问题,这更像是一种不好的消息,影响公司树立良好形象,使得公司声誉受损,并产生相应的市场反应(陈运森等 2018)^[3]。

而针对年报问询函进行的回复,则是直接提供了增量信息。交易所在年报问询过程中,对于缺少支撑依据的信息,会要求公司进行补充,促使公司在回函中公开更多新的信息。相比于年度报告,这些内容在年报问询函回复中才首次披露,缓解了市场上存在的信息不对称。上市公司回复信息的态度越积极,回复内容越详细,回复速度越及时,其所提供的增量信息越有利于及时反映到股价之中,帮助公司形成良好的声誉,传递的信息引发正面市场反应的可能性也越高(李琳等 2017)^[31]。相反,当公司出现延期回复时,投资者会认为交易所提出的问题直击公司“痛点”,处理起来会更谨慎,从而耗费更多的时间,对公司声誉存在不利影响,并引起负面市场反应(陈运森等 2018)^[3]。

(二) 媒体关注机制

当上市公司收到年报问询函,且问询函中涉及问题较多、性质较严重时,媒体对其报道的力度也会随之

提高,从而扩大传播范围(饶育蕾等 2010)^[32],这一公开途径会让较大数量的投资者关注到年报问询函事件。从公司角度来说,当有更多的媒体关注到公司时,来自外界的监督力量会进一步加强,因此会更注重自身行为以避免不好的舆论倾向。此外,从投资者的角度看,在这一机制下存在着纯粹的关注效应。从供求角度看,根据投资者有限关注理论,投资者不可能对数以千计的股票投入同等且充分的关注,只能将有限的关注投入一部分股票中,并产生短期内的交易压力。因此,“关注效应”主要是从关注的数量这一角度讨论了对于股票收益的影响,市场反应的变化是由纯粹的注意力的变化引起(肖奇和屈文洲 2017)^[33]。在这种情况下,与年报问询函中问题的好坏、是否提供增量信息、是否影响企业价值等因素均无明显关联(Mal-mendier & Tate 2009)^[34]。然而张继德等(2014)^[35]认为,这种市场反应没有考虑信息具体内容,缺乏实际需求作为持续反应的动力。在中国股市中,某只股票实现突然的价格上涨可能与公告性质的关联度并不大,主要是由于“羊群效应”的存在,导致随大流投资的问题屡见不鲜。因此,媒体关注可能通过进一步传播风险信息和引发羊群效应对市场反应产生影响。

(三) 理论分析框架

由于信息的性质、关注效应大小均与年报问询函及回函的具体特征有关,因此,在考虑年报问询函及回函特征后,总结出理论分析框架,如图 1 所示:

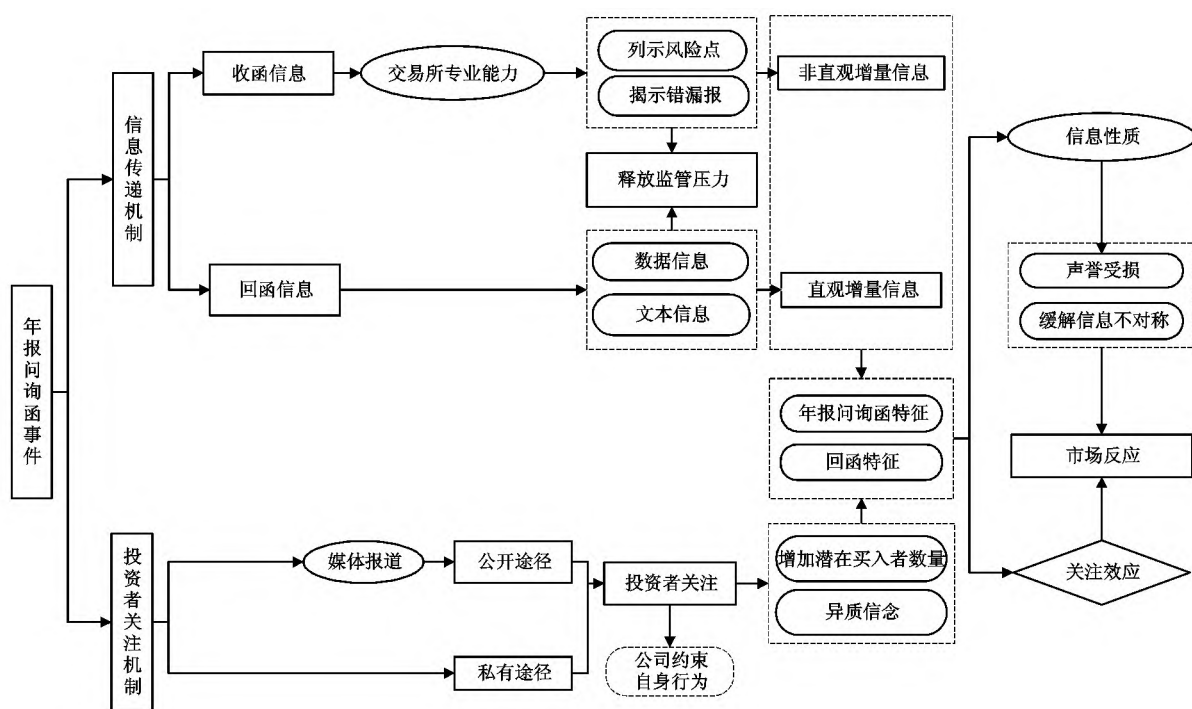


图 1 理论分析框架

四、天齐锂业简介和年报问询函影响市场反应的机制

(一) 天齐锂业简介

天齐锂业股份有限公司成立于 1995 年 10 月,2010 年在深交所上市,股票代码为 002466。公司的主营产品有碳酸锂、锂精矿等,所属申万行业三级分类为“锂”。公司成立二十多年以来,一直将“共创锂想”作为使命,并逐渐发展成为锂行业的龙头公司。然而,天齐锂业于 2021 年收到了深交所发出的年报问询函。

在深交所发出的年报问询函中,给予了天齐锂业一周的答复时间,因此天齐锂业需要在 2021 年 6 月 4 日前组织完成回函工作。然而天齐锂业于 2021 年 6 月 5 日发布公告,称由于问询内容较多导致回函任务较重,且交易所提出的 28 个问题除需天齐锂业作出回复外,其中 27 个都需要年审会计师回答,因此申请延期一周,计划在 2021 年 6 月 11 日前进行回复与披露。出人意料的是,2021 年 6 月 11 日天齐锂业并未如期回复,并于 6 月 15 日再次发布延期回复年报问询函的公告,这一消息引发了较大的市场反应,导致天齐锂业盘

中跌停。直至6月24日,天齐锂业才正式回复交易所问询。

案例公司选择具有典型性:首先,交易所针对天齐锂业2020年年报提出了28个问题,问题数明显高于同期及同行业其他公司,问询力度较大。其次,问询内容围绕经营情况、财务信息的真实性与合理性、重要事项信息披露等方面展开,涉及范围较广。最后,在收到年报问询函后,天齐锂业两次延期回复引发了较大的关注度。因此,选择天齐锂业作为研究对象,试图明确年报问询函个体特征与引发的市场反应间的关系,以对现有研究结果进行补充。

(二) 天齐锂业年报问询函影响市场反应的方式

1. 问询函传递风险信息。天齐锂业收到的问询函主要传递了流动性风险和经营风险两大风险信息。首先,天齐锂业的巨额债务和流动性问题被问询,有助于市场识别公司面临的流动性风险。天齐锂业2018年以现金方式购买位于智利的SQM公司23.77%的股权,以享受阿塔卡玛盐湖的资源优势。根据收购草案,本次交易的对价为40.66亿美元,按照收购时汇率计算的人民币价格为278.44亿元。然而,此次并购让天齐锂业陷入了巨大的债务压力。在完成此次收购之后,财务费用激增。2018年财务费用较上年增加751.40%,达到4.71亿元,2019年财务费用暴涨至20.28亿元,其中占比最大的一项高达16.50亿元,源于收购时的高额杠杆产生的利息费用。2019年底,公司利用配股方式募集资金,偿还了部分欠款。2020年财务费用虽然有所下降,但是仍处于高位,其中由并购贷款产生的利息费用为14.09亿元。因此,收购SQM部分股权产生的35亿美元的并购贷款给天齐锂业带来了巨大的债务压力,侵蚀了公司流动性。交易所此次问询,让各相关主体再次意识到了天齐锂业的债务风险。其次,问询函中多个问题对天齐锂业的资金受限和资产受限可能影响其经营能力进行了问询。大额受限资产与收购SQM公司部分股权密切相关,2018年10月,为获得并购所需的巨额资金,天齐锂业及其子公司将其所持有的公司股权进行质押。截至被问询,天齐锂业的受限资产总额高达903.60亿元。货币资金方面,2020年末天齐锂业存在7.10亿元受限货币资金。收购SQM部分股权导致公司产生了大量的质押担保,同时为了提高流动性,新增借款不断增加,使得公司受限资产进一步提高,此次年报问询让相关方意识到这一潜在风险。

2. 监督更正错漏报信息。年报问询函一方面可以通过揭示企业面临的风险提醒投资者保持理性,另一方面则可以通过揭示可能存在的错报、漏报帮助投资者判断公司的信息披露质量并据此作出决策,同时督促公司予以改正。通过天齐锂业的年报问询函,可以识别出以下问题:

2017年3月,天齐锂业启动了第二期化学级锂精矿扩产项目,建设周期为两年,于2019年第三季度完工,并于当年10月转入固定资产。在项目开始建设的当年及转年,天齐锂业均在财务报表注释中的在建工程科目披露了该项目的预算数、资金支出情况及工程进度,且在2019年完工时,于年报的“本年重大投资事项”部分披露了该项目的进展。但在2019年年报及2020年年报中的在建工程科目下,该项目的预算数、工程进度等均为空白,说明出现了漏填数据信息的情况。问询函要求补充相关信息,这种问询帮助投资者判断公司信息披露质量提供了依据。

3. 通过回函提供增量信息。针对交易所对于境内境外子公司及参股公司业绩下滑的问询,天齐锂业补充披露了境外子公司文菲尔德、参股公司SQM及四家境内子公司的经营成果数据。从公司外部、内部两个角度分析收入、净利润下降的原因。对于SQM长期股权投资的减值测试,补充了减值测试中的相关参数,披露了销售价格、销量、成本费用等其他参数,以证明测试结果准确且可靠。针对公司对于衍生锂产品及锂精矿收入、毛利率发生不利变动的因素,公司通过与同行业公司数据对比,说明行业因素产生的普遍影响。为证明研发投入会计科目具体数额变动与研发人员的匹配性,公司披露了近两年的研发投入构成与研发人员数量。为说明泰利森第三期化学级锂精矿扩产项目推迟的合理性,列示了2017年至2020年的既有产能水平,证明能够满足日常需求。

4. 吸引媒体关注提高监管效果。媒体报道是一种公开的传播途径,能够帮助监管部门与上市公司、投资者之间进行信息沟通(逯东等 2015)^[36]。具体可以通过新闻与评论吸引投资者的关注,实现对公司行为的约束(Fang & Peress 2009)^[37]。

天齐锂业的年报问询函事件吸引了媒体的关注与报道。从年报问询函件本身特征看,有报道评价其为

天齐锂业史上最深入的问询函。此外,由于年报问询函中多项问题均由收购 SQM 公司部分股权引起,因此有媒体质疑这一交易是推倒天齐锂业的“第一块多米诺骨牌”。从延期回复问询函的角度看,有媒体认为两次延期可能意味着公司内部存在“猫腻”。由以上信息可以看出,媒体对于天齐锂业的年报问询函及出现延期回复的态度较为负面,扩大了天齐锂业收函事件的影响范围。

参考郭飞和周泳彤(2018)^[24],通过手工搜集整理的方式,利用东方财富股吧披露的阅读量及评论数来衡量天齐锂业在收到年报问询函后引起的关注度。由于百度搜索指数与咨询指数能够给出更详细的话题数据,且市场占有率较高(张继德等 2014)^[35],因此选择天齐锂业自收到年报问询函再到披露延期回复公告与最终回复时的百度搜索指数与咨询指数作为衡量关注度大小的补充信息。

1. 公告阅读量及评论数。交易所于 2021 年 5 月 28 日发出的年报问询函平均阅读量为 4612.07 次,平均评论数为 53 条。天齐锂业年报问询函的阅读量为 19352 次,评论数为 188 条,其年报问询函的阅读量和评论数均排名第一,明显高于其他公司。说明天齐锂业这份被问询了 28 个问题的年报问询函受到了较大的关注。表 1 列出了天齐锂业自公布年报到收到年报问询函、延期回复问询函,直至最终回复问询函时所引起的阅读量和评论数。从表中数据可知,延期回复的公告同样引发了较大的关注度,且随着延期回复次数的增加而增加。在天齐锂业二次延期回复后,阅读量已经达到 2.7 万,评论数较收到问询函时已经翻倍,均明显超过公布年报、收到年报问询函以及第一次延期回复时的关注度。

表 1 天齐锂业年报问询函相关公告阅读量及评论数

事件	日期	阅读量(次)	评论数(条)
公布 2020 年年度报告	2021 年 4 月 28 日	5927	9
收到年报问询函	2021 年 5 月 28 日	19352	188
第一次延期回复	2021 年 6 月 5 日	18254	131
第二次延期回复	2021 年 6 月 15 日	27007	376
回复年报问询函	2021 年 6 月 24 日	17635	176

资料来源:东方财富网股吧,统计日期更新于 2021 年 12 月 14 日。

2. 百度搜索指数与百度咨询指数。图 2 及图 3 列示了天齐锂业年报问询函事件的百度搜索指数与咨询指数。百度搜索指数统计出了天齐锂业这一关键词在百度网页中被搜索频次的加权,百度咨询指数是以网民阅读、转发、不喜欢等行为为基础,并进行加权计算后得出。由以下两图可以发现,从收函到回函,引发关注度最大的是第二次延期回复,明显高于平均值,与前文数据一致。

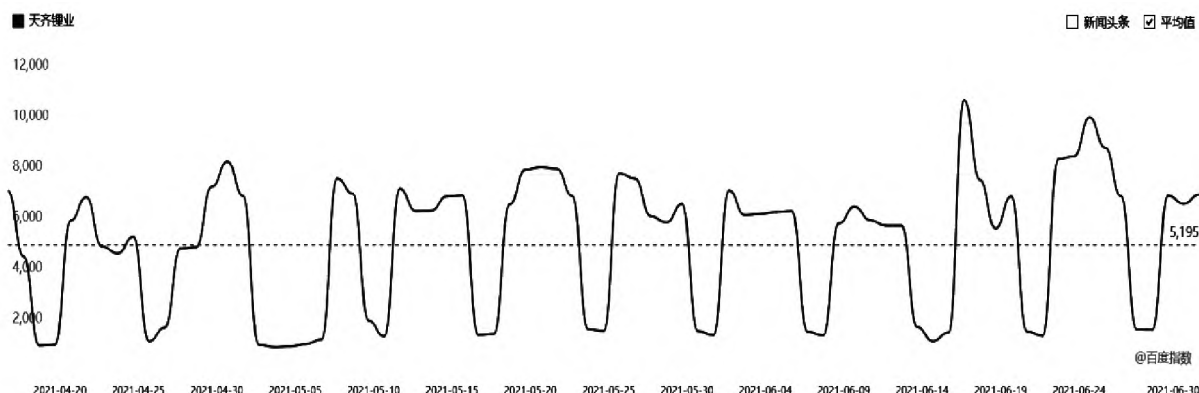


图 2 天齐锂业年报问询函事件搜索指数

资料来源:百度指数官网。

综上,与同时段收到年报问询函的其他公司相比,天齐锂业的年报问询函引发了较大的市场关注,尤其是第二次延期回复使得媒体的关注度达到最高值。年报问询函事件让更多媒体关注到天齐锂业,来自社会的监督力量进一步加强。

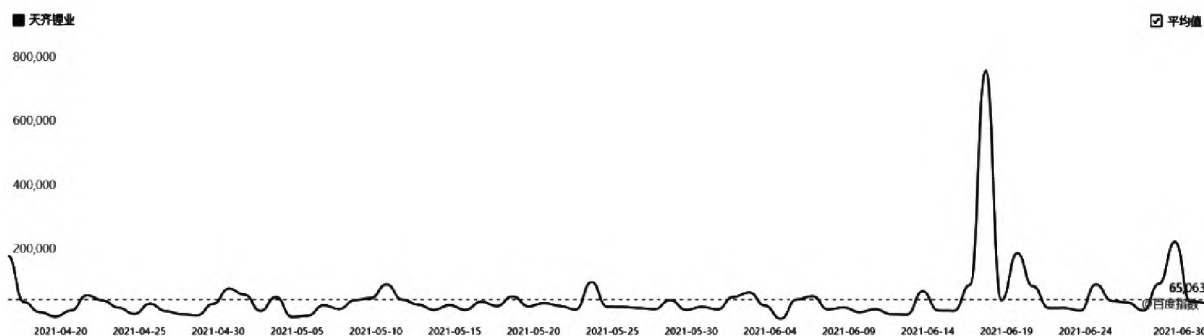


图3 天齐锂业年报问询函事件咨询指数

资料来源: 百度指数官网。

(三) 天齐锂业年报问询函的市场反应

将天齐锂业最易引起关注的公布年报日、第一次延期回复公告日、第一次延期回复公告中承诺的回复日期、回复问询函日期作为事件日。并将窗口期前的150个交易日作为纯净期。若出现数据缺失的日期,将通过顺延的方式进行调整。研究并未选择第二次延期回复公告日作为事件日是基于如下考虑:一方面,天齐锂业第一次延期回复公告中明确承诺,延期至不晚于2021年6月11日回复《问询函》并对外披露,已获得深交所同意,该项承诺会引导公众对6月11日进行关注,因此该日隐藏着重要事件“天齐锂业并未按承诺日期回复”,这是对第二次延期回复时公众注意力的预支,将6月11日作为事件日更加符合现实情况;另一方面,天齐锂业第二次延期回复公告日为2021年6月15日,与未按承诺日期回复发生日期2021年6月11日过近,且两项事件本质上属于同一事件,因此,选择第一次延期回复公告中承诺的回复日期(2021年6月11日)代替第二次延期回复公告日(2021年6月15日)作为第二个事件日。具体结果如图4—7所示。

1. 第一次延期回复时的市场反应。5月28日,当企业收到年报问询函后至延期回复前,呈现较弱的正面反应。数值较为平稳的原因可能是投资者只拥有有限关注,因此对于交易所问询的28个问题,需要一定的信息处理时间,即出现了滞后效应,导致没有出现明显的市场反应。然而,当天齐锂业发布公告表示将延期回复问询函后,立即出现了明显的负面市场反应,这说明市场已经识别到了问询函传递的风险信息与问题信息,信息性质开始影响市场反应。天齐锂业作为锂行业龙头公司,延期回复问询函一方面意味着公司可能未积极配合交易所工作并按照规定履行信息披露的义务。另一方面说明交易所问询力度较大,准确指出了天齐锂业面临的风险及信息披露过程中的错漏报,公司需要花费较长的时间进行应对。此外,由于延期回复前累计超额收益率大于零,说明市场并未意识到天齐锂业会无法按期回复问询函。这进一步引发了投资者对于公司信息披露质量的怀疑,影响公司的声誉,同时由于年报问询函中部分问题涉及公司的经营状况,延期回复会加剧投资者对于公司能否保持流动性、能否具备盈利能力以正常运转的担忧。

2. 天齐锂业并未按承诺日期回复的市场反应。相较于第一次延期回复,本次未按期回复且不作说明的行为再次超出投资者预期,进一步加剧了投资者担忧情绪。通过与公布年报时产生的正面市场反应对比,发现年报问询函事件转变了投资者对于天齐锂业年度报告的态度。虽然在收到问询函后有短暂的正面市场反应,但通过进一步判断信息性质让市场逐渐了解天齐锂业在生产经营及信息披露过程中存在的风险和问题,使得消极情绪不断积攒,负面反应程度不断扩大,对公司声誉产生了不利影响。综上看出,年报问询函发挥了柔性监管的作用。

3. 回复年报问询函时的市场反应。天齐锂业在公布回复年报问询函前一天,超额收益率上升到了8.04%,为窗口期内最高值,这说明市场对问询函的回复具有较高的期待。天齐锂业在公布回复年报问询函后,虽然累计超额收益率均大于零,但是超额收益率较事件日前有所下降。在事件日当天,超额收益率由8.04%下降至0.81%。事件日后第二天,超额收益率由正转负,达到事件日后最低点,累计超额收益率由15.00%下降至12.49%。此后两天超额收益率再次为小于零的数,带动着累计超额收益率进一步减小。因此,虽然在事件日附近超额收益率以及累计超额收益率达到最高值,却在此后呈现下降趋势,难以维持高位。

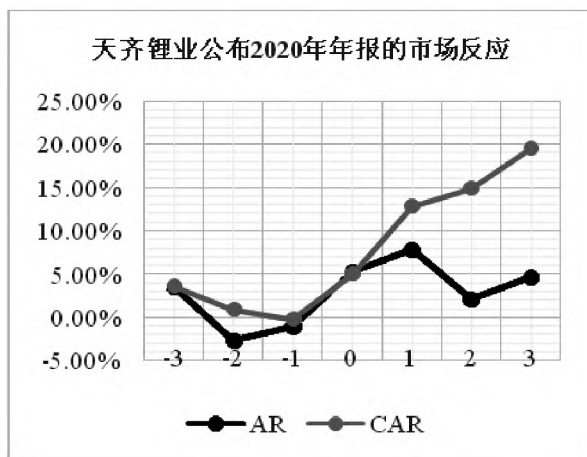


图4 公布2020年年报的市场反应

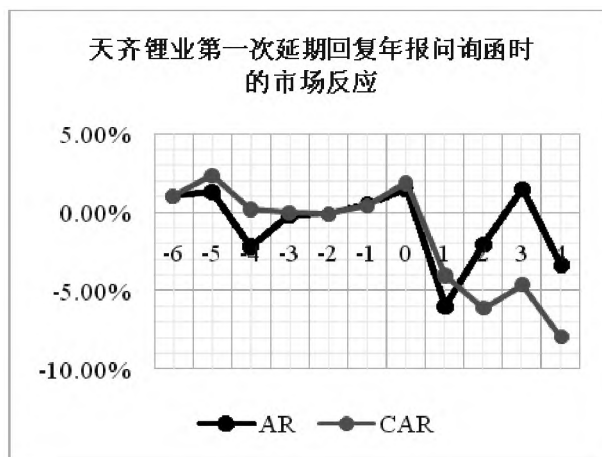


图5 第一次延期回复时的市场反应

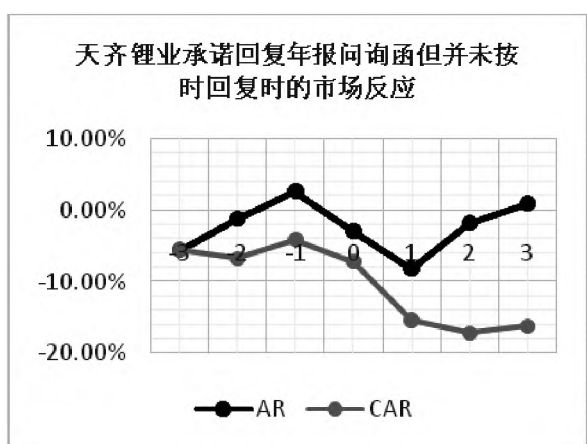


图6 未按承诺日期回复时的市场反应

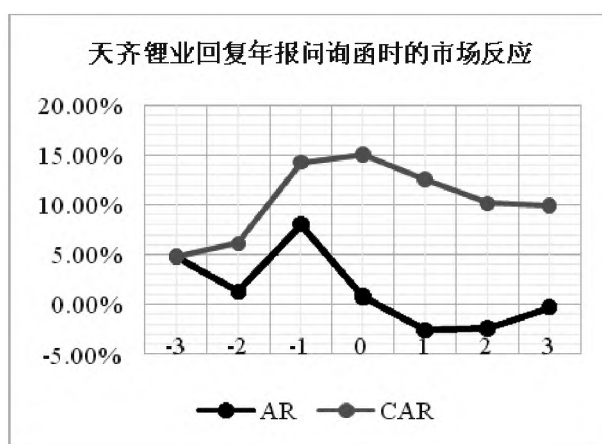


图7 回复时的市场反应

一方面,天齐锂业年报问询函回复较为详细,提供了数据及文本等方面的增量信息,缓解了信息不对称,并进一步传递到股价之中,使得累计超额收益率保持在正值的状态。但在另一方面,由于问询力度较大,问询内容涉及企业经营风险,且两次延期回复助长了市场的负面情绪,因此增量信息的披露可能并不足以完全缓解投资者的担忧。此外,对于投资者最关心的流动性问题,虽然在回函中对引入战略投资者的相关事项进行了披露,但是相比于实际落实,尚在计划阶段的措施可能存在一定的不确定性,导致超额收益率出现下降。

五、天齐锂业与赣锋锂业年报问询函特征的对比分析

为明确天齐锂业收到年报问询函后及回函后所产生相应市场反应的原因,需要对其年报问询函及回函特征进行分析。通过对比研究的方式,选择同行业可比公司的年报问询函及回函进行分析,并与天齐锂业进行对比。赣锋锂业(002460)于2021年6月7日收到了深交所针对2020年年报的问询函,将其作为天齐锂业的对比企业,并在此基础上展开研究。

(一) 天齐锂业与赣锋锂业年报问询函市场反应的对比分析

图8和图9列示了赣锋锂业在宣布延期回复时和回复问询函时的市场反应。通过与天齐锂业回复年报问询函的市场反应进行对比,可以发现两家公司回函后累计超额收益率均大于零,说明回函中的增量信息通过信息传递机制缓解了资本市场的信息不对称。但是,赣锋锂业的超额收益率在年报问询函公布后转天达到窗口期内的最高值,事件日后超额收益率的平均值为2.92%,累计超额收益率在事件后呈现出波动上升趋势,说明市场较为认可赣锋锂业的回函。而天齐锂业的超额收益率在回复前一天达到了窗口期内最高值,事件日后呈现波动下降趋势,平均值为-1.70%,带动着累计超额收益率也呈现下降趋势,说明市场对于天

齐锂业的回复内容认可度较低。以上内容表明虽然回函会在整体上带来正的累计超额收益率,但是不同内容的问询函回复引发的市场反应的程度与趋势有所不同,市场更认可赣锋锂业的回函。

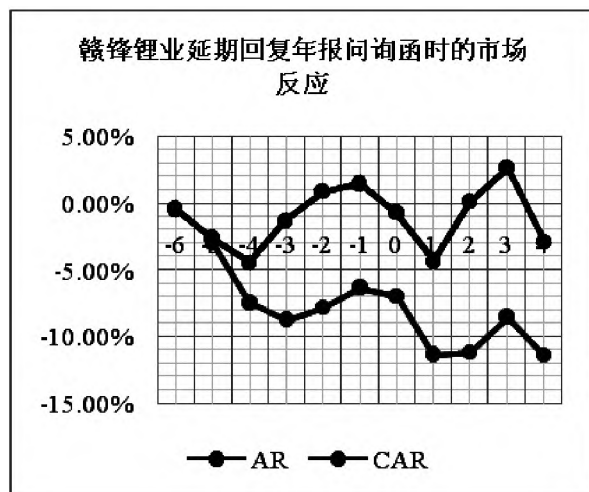


图8 延期回复问询函时的市场反应

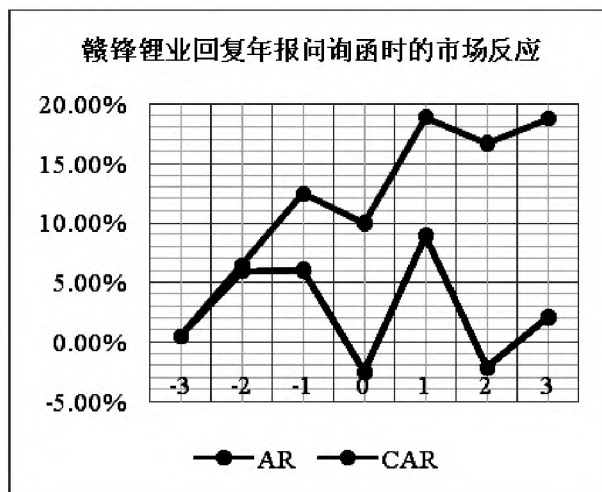


图9 回复问询函时的市场反应

(二) 天齐锂业与赣锋锂业年报问询函特征的对比分析

通过将天齐锂业延期回复年报问询函、回复年报问询函所产生的市场反应与赣锋锂业进行对比,发现天齐锂业延期回复所产生的负面市场反应更大,虽然回函带来了正面的市场反应,但是不如赣锋锂业释放的积极信号明显。为了进一步探讨年报问询函及回函特征与市场反应间的关系,采取对比研究的方式,将天齐锂业年报问询函及回函与赣锋锂业年报问询函及回函进行比较分析。

1. 问询内容不同。天齐锂业年报问询函涉及的内容主要分为三类:经营状况、财务信息的真实性与合理性和重要事项的信息披露。而对于赣锋锂业,更多的是关注到财务信息真实性与合理性以及重要事项信息披露,相比于天齐锂业的问询内容,问询内容更为常规,并不侧重经营状况。当年报问询函中包含了较多关于经营情况的问询时,相比于其他内容,影响范围会更为广泛,影响时间更长,同时还会让投资者对公司的可持续发展产生担忧。因此,市场容易给出更为负面的市场反应。

2. 问询力度不同。在对天齐锂业的问询中,交易所提出了28个问题,高于赣锋锂业年报问询函中的21个问题,问题数量更多。在赣锋锂业的年报问询函中,交易所问询问题涉及的金额在-2.86亿元至31.46亿元之间。而在天齐锂业的问询函中,对于有息负债的问询数额为305.85亿元,对于受限资产的问询数额达到了929.12亿元,明显高于对赣锋锂业的问询。当交易所问询的问题包含较大数额的问询时,往往意味着该项目具有一定的风险,相比于较低的数额,高数额对于企业的影响更大,也容易引起投资者的注意。

3. 问询感情色彩不同。交易所问询函的不同感情倾向会向市场释放不同的信号,参考李晓溪等(2019)^[11]对于年报问询函负面语气的衡量方式,借助《中文情感极性词典》并结合交易所问询的特点,对天齐锂业及赣锋锂业年报问询函中消极感情色彩的词语进行了统计。结果如表2所示。

表2 天齐锂业年报问询函消极感情色彩词频统计

高频词	出现次数(次)	高频词	出现次数(次)
借款、负债、欠款、偿债	20	风险	9
(是否具有)合理性	20	亏损	7
重大	17	大幅	6
变化、变动	10	冻结	5
下滑	10	有误	5
受限	9	损失	5
诉讼	9	不确定性	4
消极词汇占比		8.89%	

资料来源:作者计算。

天齐锂业年报问询函中的消极词汇占全文的比重为 8.89%。同理,在对赣锋锂业年报问询函中的消极词汇进行统计后(见表 3),发现赣锋锂业年报问询函中的消极词汇占全文的比重为 5.41%,数值小于天齐锂业。

表 3 赣锋锂业年报问询函消极感情色彩词频统计

高频词	出现次数(次)	高频词	出现次数(次)
减值	13	公允性	5
变动、变化	12	亏损	3
合理性	11	下滑	2
合规性	6	大幅	2
差异	5	波动	2
消极词汇占比		5.41%	

资料来源:作者计算。

六、研究结论与展望

(一) 研究结论

首先,天齐锂业年报问询函可以通过四种路径影响市场反应。一是通过向市场传递公司面临的风险,明确了债务压顶侵蚀流动性、资产受限影响经营能力等方面给公司带来的风险。二是通过监督更正错漏报信息,揭示了年报中参控股公司类型表述错误、项目数据漏填的情况。三是通过在回函中公开更多新的数据及文本信息,有利于提高年报中相关阐述的说服力,增强支撑力度。以上内容会引起市场对信息性质的判断并产生相应市场反应。四是天齐锂业的年报问询函让更多的媒体关注到公司的经营水平及信息披露行为,从而影响股价变动并产生市场反应。

其次,市场通过相应的市场反应认可年报问询函的监管职能。在对天齐锂业公布年报时的市场反应进行分析后可以发现,市场对公司年报给出了正向反馈。当公司收到问题数较多的年报问询函后,虽然存在一定的滞后效应,并受到监管需求及关注效应的影响,在短时间内呈现微弱的正向反应,但是当市场识别到其中传递的风险及问题信息时,对于年报的态度发生了转变,立刻产生了负面的市场反应。延期回复的出现会使得负面反应更加明显地体现出来。而年报问询函的回复,通过提供直观增量信息有助于缓解负面市场反应。综上,市场通过产生相应的市场反应认可了这一监管职能,年报问询函可以作为交易所的一种有效监管手段,缓解投资者由于专业知识不足及只拥有有限关注带来的信息理解障碍。

第三,年报问询函及回函的特征影响市场反应的程度。通过横向分析发现,天齐锂业延期回复日后每天的超额收益率均低于赣锋锂业。在对比两家公司年报问询函特征后发现,天齐锂业的问询内容更为广泛、问询力度更为深入和问询的感情色彩更为消极,综合以上因素,导致天齐锂业延期回复后的超额收益率更低。

(二) 研究启示

第一,上市公司应兼顾信息披露的质量与速度,谨慎作出公司决策。一是规范地进行信息披露。上市公司的信息披露质量不仅与自身的声誉密切相关,还会对整个资本市场的秩序产生影响。因此公司在平时的信息披露过程中,应该严格遵守信息披露的相关规范,保证数据的准确性,避免出现错报、漏报。同时应该保证数据来源的可靠性、合理性,注意提供数据支撑,积极公布同行业信息。当同行业内的其他公司收到问询函时,公司更应该提高警惕性,对照被问询问题审视本公司的信息披露质量,有则改之无则加勉,降低被问询的可能性。二是及时地回复交易所问询。及时且详细的回函有助于更好地解释交易所提出的问题,因此当公司收到年报问询函后,应尽快组织相关部门及人员完成回函工作,在规定日期内进行上报并披露。对于需要提供补充信息的部分,应搜集数据并进行梳理、总结,运用一定的方法作出分析,增强说服力。对于确实存在错报、漏报的,应在回函中澄清说明,并提供正确信息予以修正和补充,从而缓解由于收到年报问询函带来的负面市场反应。

第二,投资者应学会利用年报问询函进行风险识别。投资者要学会利用年报问询函,弥补由于专业知识不足,且有限关注带来的局限性,识别上市公司信息披露中的问题及经营过程中的挑战,从而对公司的年度

报告有更全面的理解。同时,要结合公司以往情况及其他公告,对公司形成综合性的判断,谨慎对待被问询的公司。此外,还要对公司保持持续关注,观察公司回函的态度及收到问询函后所采取的具体应对措施。通过公司回函中的具体内容,判断公司是否有针对性的回应,是否提供了应该补充的信息,对于部分问题给出的解决措施是否有效、可行,在此基础上作投资决策。

第三,交易所应加大监管力度,结合处罚性手段。交易所在监管过程中,也应关注媒体讨论度比较高的事件。对此可以利用数据技术,搭建信息平台,对于关注度较高的内容应予以高度重视,利用专业知识背景提出具有针对性的问询。对于部分会引起投资者质疑的事项,更应该发挥自身的监管职能,挖掘事项背后的信息并及时披露,帮助投资者作出合理的判断。当公司在经营中出现问题时,交易所可以通过问询的方式让上市公司给出解决措施,缓解投资者的担忧。同时应及时关注上市公司信息披露的动态,对于已经出现爆雷的公司应持续跟进。目前,交易所对于上市公司年报的问询是一种柔性监管方式,主要依靠交易所权威、上市公司自觉及公众监督发挥监管作用。因此,当上市公司出现延期回复,或者是回函质量较低,不能很好地解释问询函中的问题时,缺少相应的惩治措施。在此背景下,一方面交易所可以将上市公司是否能够在规定日期内回函设为信息披露质量的考核指标,督促上市公司提升回复速度,重视回函工作;另一方面可以与处罚性手段相结合,设置不同类型、不同程度的处罚措施,用更大的力度约束上市公司的信息披露行为,这样不仅能够提升上市公司自身的信息披露水平,也能更好地发挥行业溢出效应,让其他公司引以为戒,最终实现更好的监管效果。

(三) 不足与展望

全文不足之处主要有以下几点:第一,在衡量媒体关注度大小时,指标选择受到了限制,很多网站并没有披露阅读量、评论数,因此只选择了一个财经网站,无法体现各个网站的总体水平。第二,对于年报问询函及回函特征的讨论存在部分难以量化的指标,可能存在说服力不足的情况。

关于未来的研究,可从以下几方面进行改进:第一,可以运用数字化工具提取公告点击率等数据,进一步丰富对于媒体关注度的指标衡量方式。第二,可以进一步探讨非处罚性监管方式与处罚性监管方式影响市场反应途径的异同,拓展研究角度。第三,可以利用计算机软件进一步剖析年报问询函及回函的特征,挖掘文本信息,提炼问询要点与问询倾向,丰富问询特征的衡量方式。

参考文献:

- [1]王艳艳,何如桢,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.
- [2]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(2): 525-622.
- [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]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(1): 22-31.
- [5]Heesea J., Khan M., Ramanna K.. Is the SEC Captured? Evidence from Comment-Letter Reviews[J]. Journal of Accounting and Economics, 2017(1): 98-122.
- [6]Chen Y., Deng Y., Jin H. L., et al. Political Connection and Regulatory Scrutiny through Comment Letters: Evidence from China[J]. International Review of Finance, 2018(3): 789-798.
- [7]孙彤,薛爽. 管理层自利行为与外部监督——基于信息披露的信号博弈[J]. 中国管理科学, 2019(2): 187-196.
- [8]梅蓓蕾,郭雪寒,叶建芳. 问询函的溢出效应——基于盈余管理视角[J]. 会计研究, 2021(6): 30-41.
- [9]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, Forthcoming, 2019.

- [10] Bozanic Z., Dietrich J. R., Johnson B. A.. SEC Comment Letters and Firm Disclosure [J]. Journal of Accounting and Public Policy 2017(5) : 337 – 357.
- [11] 李晓溪, 饶品贵, 岳衡. 年报问询函与管理层业绩预告 [J]. 管理世界 2019(8) : 173 – 188.
- [12] Duro M., Heese J., Ormazabal G.. The Effect of Enforcement Transparency: Evidence from SEC Comment – letter Reviews [J]. Review of Accounting Studies 2019(3) : 780 – 823.
- [13] Ballester R., Schmidt J. J.. Does Auditor Involvement Expedite SEC Comment Letter Resolution? [R]. Working Paper 2019.
- [14] 胡宁, 曹雅楠, 周楠, 等. 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(3) : 54 – 65.
- [15] 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(6) : 1875 – 1908.
- [16] Kubick T. R., Lynch D. P., Mayberry M. A., et al. The Effects of Regulatory Scrutiny on Tax Avoidance: An Examination of SEC Comment Letters [J]. The Accounting Review 2016(6) : 1751 – 1780.
- [17] Nam J., Thompson R.. Does Financial Statement Comparability Facilitate SEC Oversight? [R]. Working Paper 2019.
- [18] Ryans J. P. Textual Classification of SEC Comment Letters [J]. Review of Accounting Studies 2021(1) : 37 – 80.
- [19] Gietzmann M., Marra A., Pettinicchio A.. Comment Letter Frequency and CFO Turnover: A Dynamic Survival Analysis [J]. Journal of Accounting Auditing and Finance 2016(1) : 79 – 99.
- [20] 范合君, 王思雨. 财务报告问询函对年报文本语调的影响——基于沪深 A 股上市公司的经验数据 [J]. 河南师范大学学报(哲学社会科学版) 2022(1) : 74 – 81.
- [21] 杨海波, 李建勇. 问询监管的市场反应——基于深交所数据的实证分析 [J]. 北京工商大学学报(社会科学版) 2018(2) : 84 – 93.
- [22] 万明, 宋清华. 证券交易所公开谴责效率的实证分析——基于深、沪交易所比较的视角 [J]. 投资研究, 2012(3) : 125 – 138.
- [23] Dechow P., Lawrence A., Ryans J.. SEC Comment Letters and Insider Sales [J]. The Accounting Review, 2016(91) : 401 – 439.
- [24] 郭飞, 周泳彤. 交易所年报问询函具有信息含量吗? [J]. 证券市场导报 2018(7) : 20 – 28.
- [25] 胡玮佳, 张开元. 投资者关注与年报问询函市场反应——价格压力还是信息传递 [J]. 经济管理 2019(10) : 162 – 177.
- [26] 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(1) : 57 – 85.
- [27] 沈萍, 景瑞. 年报问询函、审计定价与审计延迟 [J]. 南京审计大学学报 2020(2) : 1 – 10.
- [28] 米莉, 黄婧, 何丽娜. 证券交易所非处罚性监管会影响审计师定价决策吗? ——基于问询函的经验证据 [J]. 审计与经济研究 2019(4) : 57 – 65.
- [29] 胡定杰, 谢军. 非处罚性监管、审计师辞聘及后任审计师行为——基于年报问询函证据的分析 [J]. 南京审计大学学报 2021(4) : 41 – 50.
- [30] 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(3) : 91 – 103.
- [31] 李琳, 张敦力, 夏鹏. 年报监管、内部人减持与市场反应——基于深交所年报问询函的研究 [J]. 当代财经 2017(12) : 108 – 119.
- [32] 饶育蕾, 彭叠峰, 成大超. 媒体注意力会引起股票的异常收益吗? ——来自中国股票市场的经验证据 [J]. 系统工程理论与实践 2010(2) : 287 – 297.

- [33]肖奇,屈文洲. 投资者关注、资产定价与股价同步性研究综述[J]. 外国经济与管理, 2017(11): 120 – 137.
- [34]Malmendier U., Tate G.. Superstar CEOs [J]. The Quarterly Journal of Economics, 2009(4): 1593 – 1638.
- [35]张继德,廖微,张荣武. 普通投资者关注对股市交易的量价影响——基于百度指数的实证研究[J]. 会计研究, 2014(8): 52 – 59.
- [36]逯东,付鹏,杨丹. 媒体类型、媒体关注与上市公司内部控制质量[J]. 会计研究, 2015(4): 78 – 85.
- [37]Fang L., Peress J. Media Coverage and the Cross – section of Stock Returns [J]. The Journal of Finance, 2009(5): 2023 – 2052.

How do Exchange Annual Report Inquiry Letters Affect Market Reaction?

——Case Study based on Tianqi Lithium

LI Shengnan, HOU Honghang, XIAO Jianing

(College of Management and Economics, Tianjin University, Tianjin 300072, China)

Abstract: As a means of ex post supervision, the annual report inquiry letter has received increasing attention in recent years. Based on the mechanism of information transmission and mechanism of media attention, this paper builds a theoretical framework for the market reaction caused by the annual report inquiry letter. Take Tianqi Lithium as the case study object, it is found that Tianqi Lithium influences the market response by delivering “intuitive incremental information”, “non – intuitive incremental information” and arousing media attention. The market recognized the regulatory function of the annual report inquiry letter by generating corresponding market reactions. By comparison with Ganfeng Lithium, it is found that when the query content is more related to the business situation, the query is more powerful and the emotional color is more negative, the negative market reaction is larger, and the second delay of reply will further reduce the cumulative excess return rate. Combining with the case studies of specific industries and specific companies, the detailed description of the market reaction and action path triggered by the annual report inquiry letter has enlightening significance for enterprises to deeply understand the mechanism of the inquiry letter affecting the market response, as well as the regulatory departments to optimize the regulatory role of the inquiry letter.

Key words: Tianqi Lithium; Annual report inquiry letter; Market reaction

(责任编辑: 黎芳)