

# 自愿性战略合作信息披露质量与公司经营风险

王敬勇 徐 雯 薛丽达

**摘要：**基于 2007-2018 年 A 股上市公司“战略框架协议公告”，采用文本分析法，实证检验上市公司战略合作信息披露质量对经营风险的影响，研究发现：（1）战略合作信息披露质量与上市公司经营风险呈显著负相关，即信息披露质量越高，经营风险越低。（2）进一步分析战略合作信息质量对经营风险的影响机制，分析结果表明：战略合作信息披露质量越低，则代理成本越高，企业经营效率越低，最终提高企业经营风险。（3）战略合作信息披露质量对企业经营风险的影响具有异质性。在微观方面，对于管理越规范、CEO 越集权与公司内控质量越好的公司，战略合作信息披露质量越能降低公司经营风险；在宏观方面，对于持股比例越高，市场化水平越高的公司，战略合作信息披露质量越能降低公司经营风险。研究为上市公司提高战略合作信息披露质量从而降低经营风险提供了经验证据，为上市民营企业降低融资成本、提高经营绩效提供了相关的政策参考。  
**关键词：**战略合作信息披露质量；经营风险；代理成本；产权性质；文本分析

DOI: 10.3773/j.issn.1006-4885.2022.03.032

中图分类号: F272.3 文献标识码: A 文章编码: 1002-9753 (2022) 03-0032-19

## 1 引言

国内经济在向高质量发展转型阶段，市场竞争的日益激烈，企业面临着巨大的不确定性，竞争压力和经营风险越来越高。企业开始关注战略合作的价值，并披露相关战略合作协议，期望获得更多的投资，增加竞争优势、降低经营风险。因而，企业战略合作问题也越来越受到投资者的关注，如企业战略转型、业务调整、经营模式及合作伙伴变化，投资者对此类信息披露的需求逐步提高。虽然自愿披露战略合作信息的企业越来越多，但信息披露质量较低。上市公司正面描述多，缺乏实质性内容，存在夸大披露的倾向，如利用正面夸大战略信息，迎合市场热点达到操纵股价的目的（Bloomfield 和 Wilks, 2009<sup>[1]</sup>；王克敏等, 2018<sup>[2]</sup>）；却很少披露战略合作中的履约风险、业绩变化、执行效果等不利信息，或缺少实质性后续进展等内容，导致企业披露的战略合作与实际执行情况不一致，存在着严重的信息不对称。研究战略合作信息披露质量的高低对公司经营风险的加剧是否有影响，对公司经营发展、监管机构监督信息披露行为等都具有重要意义。

目前，国内外文献对自愿性信息披露行为研究较多，一部分研究认为，在面对不利信息时，上市公司会“刻意回避和故意隐瞒不利信息”（Kothari 等, 2009<sup>[3]</sup>；程新生等, 2015<sup>[4]</sup>；Lo 等, 2017<sup>[5]</sup>），这种“能

**基金项目：**国家社会科学基金项目（项目编号：19AGL033）；江苏省社会科学基金项目（项目编号：17HQ026）；江苏高校优势学科建设工程项目（项目编号：PAPD）。

**作者简介：**王敬勇（1978-），安徽淮北人，南京审计大学社会审计学院副教授，研究方向：数字经济与公司财务、低碳会计。

徐 雯（1999-），安徽铜陵人，南京审计大学会计学院硕士研究生，研究方向：数字经济与公司财务。

薛丽达（1978-），黑龙江牡丹江人，南京审计大学社会审计学院讲师，研究方向：数字经济与公司财务。

不说就不说”（王健忠，2018<sup>[6]</sup>）的披露行为，加剧资本市场的信息不对称程度（潘子成，2017<sup>[7]</sup>）。另一部分研究认为，在披露正面消息时，上市公司存在“夸大披露”的嫌疑，这种“多言寡行”的披露行为（李哲，2018<sup>[8]</sup>），干扰了公司价值的合理定价，破坏了市场的稳定（卢馨和李建明，2010<sup>[9]</sup>；沈洪涛等，2014<sup>[10]</sup>；赵璨等，2020<sup>[11]</sup>）。作为一种自愿性信息披露，已有文献从薪酬辩护（程新生等，2015<sup>[4]</sup>）、操作股价（Bloomfield 和 Wilks，2009<sup>[1]</sup>）等方面探讨了战略合作信息披露动机，也有文献分析了战略合作信息披露的经济后果，如蔡显军等（2022）<sup>[12]</sup>指出“言行一致”战略合作信息披露有助于企业长期经营业绩。综上所述，已有文献考察自愿性信息披露对公司业绩方面的影响，而忽视了其在经营风险方面的抑制作用。

根据公司治理理论，信息披露质量越高，其监督作用越强。事实上，早在 2015 年 10 月，战略合作信息披露就被上交所纳入日常监管范围，规定上市公司信息披露真实反应战略合作的执行程度，满足市场投资者的信息需求。上市公司自愿披露的战略框架协议公告是其进行战略合作信息披露的具体形式，基于上交所、深交所信息披露的特定规则，内容包括：战略框架协议签订基本情况；战略框架协议内容；协议进展情况、落实情况和变动情况及其对上市公司影响；重大风险提示。一方面，战略合作信息披露质量越高，越能帮助投资者有效监督公司管理层的决策行为，降低公司业绩风险（权小锋和吴世农，2010<sup>[13]</sup>）；另一方面，战略合作信息披露质量越高，公司战略合作的“言行一致”程度越高，即战略合作执行越有效，有助于上市公司获得长期价值（蔡显军等，2022<sup>[12]</sup>）。但是，战略合作信息更容易受到市场的追捧，成为市场追逐的热点。部分上市公司更是利用这一特征，进行夸大性披露或有选择性披露，信息披露没有实质性内容，使得战略合作信息披露成为管理层“市值管理”的工具，导致信息披露失去了约束力。因此，战略合作信息披露质量对上市公司经营风险产生何种影响？本文将立足信息披露质量，考察其对经营风险的影响。

为了解决以上问题，本文以 2008-2018 年 A 股上市公司战略合作框架协议公告为研究对象，采用“人工评分”与“文本分析”方法测度战略信息披露质量，实证检验战略合作信息披露质量是否具有抑制经营风险的作用。与已有文献相比，本文的边际贡献如下：第一，本文以经营风险为视角，分析战略合作信息披露质量对上市公司的影响，拓展了自愿性信息披露经济后果的研究范畴。第二，考察了战略合作信息披露质量通过降低代理成本抑制经营风险的作用路径，丰富了战略合作信息披露的影响路径。第三，探讨了不同产权性质、战略合作类型以及不同制度因素对企业战略信息披露异质性影响，有助于监管机构分类监控公司战略合作信息披露行为，为战略框架协议公告制度的完善提供了理论支持和经验证据。

## 2 理论分析与研究假设

### 2.1 战略合作信息披露质量与经营风险

自愿性信息披露是资本市场的重要监督机制，是管理层向投资者传递信息的重要渠道。高质量的自愿性信息披露在引导资源配置、维护投资者利益等方面具有重要作用。高质量的自愿性信息披露能增加上市公司信息透明度，缓解代理问题，降低代理成本，又能形成有效的外部监督机制，约束上市公司的经营行为。部分文献探讨了自愿性信息披露与企业经营风险的关系。如 Patel 和 Dallas（2002）<sup>[14]</sup>的研究表明高质量的自愿性信息披露与公司经营风险负相关。张纯和吕伟（2009）<sup>[15]</sup>研究发现信息披露质量越高，公司经营风险越低。高质量的信息披露作用影响经营风险的路径是：降低公司内部信息不对称状况，使得管理层的决策行为能及时有效被监督，提高管理层的决策行为稳健性，进而降低公司经营风险（朱小平和程昔武，2006<sup>[16]</sup>；Vahideh 和 Solmaz，2016<sup>[17]</sup>）。权小锋和吴世农（2010）<sup>[13]</sup>在考察 CEO 权力对公司业绩波动影响时，指出高质量的信息披露可以降低因高管权力提升给公司业绩波动带来的影响。

在自愿性信息披露中，战略合作信息披露涉及企业经营发展战略决策，战略合作信息包含战略合作类型、后续执行情况、所涉风险等内容，对企业经营具有重要影响。本文基于战略合作信息披露的分析，细化了自愿性信息披露经济后果的研究。

战略合作是通过契约把合作多方的利益绑定，是一种共担成本与风险的组织形式（陶金元和陶秋燕，2017<sup>[18]</sup>），并通过显性契约和隐形契约约束企业在合作中的机会主义行为，降低合作的不确定性。在信息机制上，高质量的信息披露能增加信息透明度，会抑制管理层的信息操纵行为倾向，降低代理问题对公司业

绩的影响 (Bushman 和 Smith, 2003<sup>[19]</sup>)。第一, 高质量的战略合作信息披露表明了企业向合作伙伴传递了参与合作的真实意愿。合作伙伴会投入关键资源和努力促进合作的成功运营, 企业也可以从合作伙伴中获取财务资源及协同效应 (Mitsuhashi 和 Greve, 2009<sup>[20]</sup>), 帮助公司更好应对不确定性以及抵御市场系统性冲击, 并迅速摆脱财务困境。第二, 高质量的战略合作信息披露表明合作伙伴对企业信任, 增加合作双方的相互信任。合作双方缺乏信任, 将破坏战略合作的运行基础并难以达到合作目标。信任表明合作双方都做出了充分承诺, 从而有利于降低合作关系的风险与交易费用, 对公司业绩产生正向影响 (江旭等, 2008<sup>[21]</sup>)。第三, 高质量的战略合作信息披露表明“言行一致”程度越高, 如合作伙伴向被合作企业派驻董事监事, 不仅有利于推动企业管理层做出战略决策, 提高自己的管理能力, 在一定程度上减少管理者在战略合作中的管理不善, 降低战略合作关系风险, 提高公司业绩; 也有利于监督合作中出现的机会主义, 降低经营风险 (葛永盛和张鹏程, 2013<sup>[22]</sup>)。

基于此, 本文提出如下假设,

H1: 上市公司战略合作信息披露质量越高, 公司经营风险越低。

## 2.2 战略合作信息披露对经营风险的影响机制分析

在信息披露方面, 战略合作信息作为一种前瞻性信息, 其披露多以文本语句表述, 管理层拥有较高的自由度披露此类信息, 因而此类信息的作用更多地受到文本可读性等因素的影响。一方面, 管理层可能基于掩盖企业面临业绩问题的主观动因 (Kothari 等, 2009<sup>[23]</sup>; 程新生等, 2015<sup>[4]</sup>; Lo 等, 2017<sup>[5]</sup>), 刻意使用晦涩难懂的语言增大阅读难度; 另一方面, 管理层可能会利用文本信息可读性, 隐藏管理者自利行为, 如管理层利用战略合作操纵股市, 或通过无实质内容的战略合作侵占公司资源 (Asay 等, 2017<sup>[24]</sup>; 王克敏等, 2018<sup>[2]</sup>)。因而, 文本信息可读性越高时, 战略合作信息披露质量越高, 越能反应出战略合作信息的真实性, 增加信息含量, 从而降低信息不对称程度, 进一步降低代理成本。

在战略合作方面, 影响战略合作质量的一个关键问题是合作双方利益的冲突 (Shipilov 和 Stern, 2016<sup>[25]</sup>)。上市公司可以通过向合作方入股, 对合作企业投入资源表达合作诚意, 稳定合作的信任关系 (张自立等, 2008<sup>[26]</sup>)。当投入的资源越多, 承担的义务和风险越高, 上市公司越需要努力使合作成功运营, 从而产生更高的收益 (Kwon, 2008<sup>[27]</sup>)。除此之外, 还可以向合作企业治理层派驻董事的方式, 增加合作伙伴之间的相互信任, 降低合作伙伴机会主义行为所带来的成本, 提升合作绩效 (Muthusamy 等, 2007<sup>[28]</sup>)。因而, 本文认为, 当上市公司披露合作方入股和向合作企业治理层派驻董事的方式参与战略合作时, 企业合作成功的可能性越高, 战略合作质量越高, 其倾向于事实披露行为, 降低了信息不对称程度, 从而降低代理成本。

基于此, 本文提出如下假设,

H2: 高质量的战略合作信息披露通过降低代理成本进而降低公司的经营风险。

## 2.3 不同产权性质下战略合作信息披露与公司经营风险

不同特征企业的战略合作信息披露策略可能不同, 同一类型的战略合作对具有不同性质企业的影响也不同。在我国, 国有企业和非国有企业的战略合作信息披露动因和策略不同, 对公司经营风险影响也不同。在信息披露动因上, 我国政府对国有企业管理层薪酬进行了更多的管制, 国有企业管理层为了给自己的高薪酬找一个正当理由, 披露更多的自愿性信息, 从而为自己的高薪酬辩护 (程新生等, 2015<sup>[4]</sup>)。在披露策略上, 非国有企业外部约束条件更弱, 更可能采取策略性披露行为, 用文本信息分散投资者注意力, 掩盖公司业绩不好的情况 (张秀敏等, 2021<sup>[29]</sup>), 加剧了企业信息不对称问题, 非国有企业战略合作信息披露对公司经营风险的影响显著地高于国有企业。

第一, 非国有企业的战略合作信息披露并不能有效缓解企业信息不对称问题。首先, 相较于国有企业的资源优势, 非国有企业面对的经营风险更高, 面临的市场竞争更激烈, 其战略合作以关系型交易更多, 交易的性质决定了框架协议披露比较含糊 (Li 等, 2020<sup>[30]</sup>)。由于战略合作信息披露大部分都是文本信息, 文本信息在表达上更加隐晦、微妙, 法律责任模糊。非国有企业外部约束较弱, 治理水平较低, 管理层通过增

加正面描述减少风险提示的方式,采用夸大性、广告性、模糊性的语言陈述,刻意掩盖关系型合作的信息,导致投资者不能使用该信息评价管理层的业绩。例如,企业在披露环境战略信息时,特别是环境业绩比较差的企业,以“多言寡行”的环境信息披露模式(李哲,2018<sup>[8]</sup>),披露更多的环境信息进行“自我包装”(沈洪涛等,2014<sup>[10]</sup>)。其次,相较于国有企业与政府关系更加紧密、拥有资金支持等优势,非国有企业可能为了获得更多的政府资源,从而进行策略性信息披露(张秀敏等,2021<sup>[29]</sup>)。赵璨等(2020)<sup>[11]</sup>指出,“互联网+”信息披露成为企业获取政策优惠以及各种资源的手段,企业管理层为进行市值管理,通过概念炒作,操纵“互联网+”信息披露。战略合作信息披露也可能成为非国有企业获得政府资源的工具,非国有企业管理层有动机对战略合作信息“报喜不报忧”。

第二,相较于国有企业管理层受到上级部门、媒体公众等更为严格的考核监督,非国有企业管理层更有可能使用扩张型的战略合作。但扩张型战略下公司管理层一般具有冒险性(刘刚和于晓东,2015<sup>[31]</sup>),会采用比较激进的经营模式和复杂的内部组织结构(孟庆斌等,2017<sup>[32]</sup>),增加了有效内控的实施难度(单华军,2010<sup>[33]</sup>)。一方面很难约束非国有企业管理层的私利行为,进而造成生产经营活动不合规;另一方面非国有企业管理层存在更强的违规动机,造成经营活动的不稳定。例如,扩张型战略也会导致企业过度投资水平更高(王化成等,2016<sup>[34]</sup>),存在更高的内部控制缺陷(Bentley等,2017<sup>[35]</sup>;张霁若和杨金凤,2020<sup>[36]</sup>),更易遭受财务困境(Ittner等,1997<sup>[37]</sup>),更可能进行盈余管理甚至发生财务舞弊或违规(Bentley等,2013<sup>[35]</sup>;叶康涛等,2015<sup>[39]</sup>;孙健等,2016<sup>[40]</sup>)等。因此,非国有企业管理层的外部监督力度较弱,会导致非国有企业战略合作比较激进,从而加大了公司经营风险。

基于此,本文提出如下假设,

H3: 相较于非国有企业,国有企业的战略合作信息披露质量更高,更能有效降低公司经营风险。

### 3 研究设计

#### 3.1 样本选取与数据来源

本文选择2007-2018年我国A股上市公司的“战略框架协议公告”为研究样本,并根据研究需要剔除以下样本:①剔除金融、保险行业的观测值;②剔除ST或退市的观测值;③剔除资产负债率大于1的观测值;④剔除相关变量缺失数据的公司;⑤剔除“战略框架协议公告”不完整的样本公司。⑥若同一家公司15天内连续披露“战略框架协议公告”,只保留首次披露的公告。⑦“战略框架协议公告”是手工收集获得,其他数据来源于CSMAR数据库。本文对连续变量进行了上下1%的缩尾处理。由于“战略框架协议公告”不像年报定期披露,其披露并不规则,最终获得598家上市公司,1435个样本数据。

#### 3.2 变量定义

##### (1) 被解释变量

已有研究多采用企业在一定年度区间内盈利标准差表示经营风险(John等,2008<sup>[41]</sup>;王竹泉等,2017<sup>[42]</sup>)。本文使用息税折旧摊销前利润的标准差计算经营风险,计算公式为:

$$vol_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (E_{i,t} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T E_{i,t})^2} | T=4 \quad (1)$$

$$E_{i,t} = \frac{EBIT_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (2)$$

其中 $vol_{i,t}$ 、 $EBIT_{i,t}$ 和 $A_{i,t-1}$ 分别为第*i*家上市公司第*t*年的经营风险、息税折旧摊销前利润和第*t-1*年的总资产; $T=4$ 表明4年滚动计算标准差,即使用第*t-4*年至*t-1*年的息税折旧摊销前利润率计算经营风险 $vol1$ ;本文还计算了息税折旧摊销前利润率的累积分布概率 $vol2$ ,用此进行稳健性检验。

##### (2) 关键解释变量

本文采用2类度量战略信息披露质量的指标。第一类指标参考程新生等(2015)<sup>[4]</sup>、蔡显军等(2022)<sup>[12]</sup>的做法,构建战略合作信息披露质量指标体系。具体做法:通过Python爬取巨潮资讯网2007-2018年“战略框架协议公告”,提取反应战略合作信息披露质量的关键词,并结合人工打分的方法,构造战略合作信息披

露质量指数。战略合作信息披露质量指标体系，包括4类一级指标和11类二级指标，在此基础上，使用专家打分法对598家上市公司1435份战略合作信息的披露质量打分，如表1所示。最终把打分结果加总后得到战略合作信息披露质量指数。

表1 战略合作信息披露质量指数

一级指标	二级指标	评分标准
战略合作协议签订的基本情况	交易对方的基本情况。(交易对方的名称、性质、法定代表人、注册资本、主营业务、主要财务指标、与上市公司之间的关系)	未描述0分; 简单描述1分; 详细描述2分
	协议签署的时间、地点、方式等	未描述0分; 已描述1分
	签订协议已履行或不需要履行的审议决策程序、审批或备案程序(如董事会、股东大会等)	未描述0分; 已描述1分
战略合作协议内容	合作的背景与目标、主要内容、合作模式、合作规模或金额	未描述0分; 定性描述1分; 定性定量结合2分
	交易各方的主要权利和义务	未描述0分; 已描述1分
	协议的生效条件、生效时间, 以及交易各方的违约责任等	未描述0分; 已描述1分
	协议实际履行的前置条件、目前已满足的条件	未描述0分; 已描述1分
对上市公司的影响	对上市公司财务业绩的影响。例如, 对公司当年营业收入、净利润的影响, 以及对上市公司长期收益的影响等	未描述0分; 定性描述1分; 定性定量结合2分
	对上市公司经营的影响。例如, 拟合作事项与公司现有业务的协同效应、对上市公司转型升级的影响等	未描述0分; 定性描述1分; 定性定量结合2分
重大风险提示	提示风险和不确定性	未描述0分; 定性描述1分; 定性定量结合2分
	协议生效条件或履行条件尚未完成的, 披露协议生效或履行的前置程序,如审议决策程序、审批或备案程序、监管部门核准等	未描述0分; 已描述1分

第二类指标采用文本分析方法, 构建了战略合作信息披露质量的替代指标: ①文本阅读的易读性 AR 指数。根据张秀敏等(2021)<sup>[29]</sup>计算方法,

$$AR_{i,t} = \left[ 4.17 \times \frac{num_{i,t}}{wd_{i,t}} + 0.39 \times \frac{wd_{i,t}}{sent_{i,t}} - 21.43 \right] \times (-1) \quad (3)$$

其中,  $num_{i,t}$ ,  $wd_{i,t}$  和  $sent_{i,t}$  分别为  $i$  上市公司  $t$  年战略框架协议公告的字数、词语数和句子数。该指标越大, 对理解文本信息的要求越高, 易读性越差。

②战略合作的“言行一致”指标: 合作方投资入股且向合作企业派驻董事。采用文本分析方法, 提取“战略框架协议公告”中是否存在投资入股且向合作企业派驻董事。如果存在取值为1, 否则为0。

(3) 控制变量

借鉴程新生等(2015)<sup>[4]</sup>、蔡显军等(2022)<sup>[12]</sup>文献进行控制变量的选择, 本文控制了影响信息披露的变量: 公司规模、资产负债率、股权集中度、公司价值、独立董事比例、营业收入增长率。主要变量定义如表2所示。

表2 主要变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	经营风险	$vol1$	息税折旧摊销前利润率标准差
解释变量	战略合作信息披露质量	$str$	见表1所示
	文本易读性	$ar$	见式(3)
	言行一致	$paizhu$	合作方投资入股且向合作企业派驻董事
中介变量	代理成本	$agency$	管理费用率和资产周转率

续表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
控制变量	公司规模	<i>size</i>	总资产的自然对数
	资产负债率	<i>lev</i>	负债总额/资产总额
	增长能力	<i>growth</i>	营业收入增长率
	公司价值	<i>tq</i>	上市公司tobin Q值
	股权集中度	<i>fsh</i>	前十大股东股本/总股本
	独立董事比例	<i>duli</i>	独立董事人数占所有董事人数比例

### 3.3 实证模型设计

为检验假设 1，本文构建了式 (4)：

$$vol1_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot str_{i,t} + \sum controls + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中，如果  $\alpha_1$  系数显著为负，则假设 1 成立。

为检验假设 2，本文构建以下中介效应模型：

$$agency_{i,t} = \mu_0 + \mu_1 str_{i,t} + \sum controls + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$vol1_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 \cdot agency_{i,t} + \theta_2 \cdot Str_{i,t} + \sum controls + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

式 (5) 是用来检验战略合作信息披露质量是否影响代理成本，若系数  $\mu_1$  显著为负表明存在中介机制；式 (6) 用来检验存在部分中介还是完全中介。其中，*agency* 为代理成本，分别采用管理费用率 (杨德明等，2009<sup>[43]</sup>) 和资产周转率 (王明琳等，2014<sup>[44]</sup>) 表示代理成本。管理费用率和资产周转率越高，代理成本越高。

为检验假设 3，本文在式 (4) 的基础上，依据民营、国有的样本构建了分样本的回归模型，检验假设 3。

## 4 实证分析

### 4.1 描述性统计

表 3 显示，公司经营风险 (*vol1*) 均值为 0.119，标准差为 0.328，中位数为 0.034，均值大于中位数，所选样本经营风险较大。核心解释变量战略合作信息披露规范性评分 (*str*) 均值为 7.212，标准差为 2.415，最大值为 19，最小值为 0，中位数为 7，表明战略合作信息披露的差异也较大。文本易读性指标 (*ar*) 均值为 -7.474，标准差为 11.67，中位数为 -5.382。言行一致指标 (*paizhu*) 的均值为 0.046，标准差为 0.209。从战略合作信息披露多个指标的描述性统计中可以得到，上市公司战略合作信息披露质量的异质性较大。

表 3 主要变量的描述性统计

变量	样本量	均值	最大值	最小值	标准差	p25	中位数	p75
<i>vol1</i>	1435	0.119	2.485	0.004	0.328	0.021	0.034	0.065
<i>str</i>	1435	7.212	19.000	0.000	2.415	6.000	7.000	9.000
<i>ar</i>	1367	-7.474	10.831	-125.270	11.670	-10.749	-5.382	-0.791
<i>paizhu</i>	1393	0.046	1.000	0.000	0.209	0.000	0.000	0.000
<i>size</i>	1435	22.784	27.467	18.067	1.254	21.956	22.624	23.512
<i>lev</i>	1435	0.473	8.612	0.012	0.302	0.306	0.470	0.614
<i>growth</i>	1435	2.984	1880.750	-0.953	70.189	-0.002	0.134	0.345
<i>tq</i>	1435	2.298	87.646	0.782	2.801	1.262	1.744	2.599
<i>fsh</i>	1435	56.849	97.499	13.032	15.041	45.881	56.567	67.476
<i>duli</i>	1435	0.372	0.667	0.250	0.050	0.333	0.333	0.400

### 4.2 基准回归结果

表4为式(4)回归结果。列(1)和列(2)中战略合作信息披露质量(*str*)的系数分别为-0.012和-0.009,均在1%水平上显著负相关,这表明战略合作信息披露质量越高,公司经营风险越小,即验证了H1。同时,列(3)和列(4)改变经营风险指标为*vol2*后,*str*的回归系数依然在10%和5%的水平下显著,进一步验证了回归结果的稳健性。

表4 战略合作信息披露质量对经营风险的基准回归分析

变量	vol1		vol2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>str</i>	-0.012*** (-3.32)	-0.009*** (-2.60)	-0.005* (-1.89)	-0.006** (-2.11)
<i>size</i>		0.023*** (3.09)		-0.024*** (-4.16)
<i>lev</i>		0.126*** (4.50)		0.051** (2.33)
<i>fsh</i>		0.005*** (8.90)		0.003*** (7.92)
<i>tq</i>		0.004 (1.31)		0.002 (0.88)
<i>duli</i>		-0.179 (-1.11)		0.229* (1.84)
<i>growth</i>		-0.0003** (-2.29)		0.00004 (0.47)
<i>Constant</i>	0.205*** (7.52)	-0.762*** (-4.29)	0.580*** (21.93)	0.8346*** (6.06)
样本量	1,435	1,435	1,435	1,435
R <sup>2</sup>	0.008	0.133	0.010	0.0612

注: 括号内是t统计量, \*\*\*, \*\*, \* 分别表示在1%、5%和10%的水平下显著。

本文进一步选取了战略合作信息披露文本易读性指标和“言行一致”指标作为披露质量的代理变量,验证战略合作信息披露质量是否实质性降低了经营风险。表5的列(1)和列(2)的结果显示,文本易读性(*ar*)的系数分别为0.004和0.003,均在1%水平上显著正相关,这说明指标越大,易读性越差,对投资者理解文本信息的要求越高,经营风险越高。列(3)和列(4)显示了“言行一致”(*paizhu*)的回归结果,*paizhu*的回归系数分别在5%和1%水平上显著负相关,这说明“言行一致”水平越大,经营风险越低。表6的结果说明从文本分析方法构建的战略合作信息披露质量指标,也验证了本文的假设1,说明回归结果具有稳健性。

表5 “文本易读性”和“言行一致”对经营风险的基准回归分析

变量	文本易读性		“言行一致”	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>ar</i>	0.004* (1.95)	0.003* (1.75)		
<i>paizhu</i>			-0.102** (-2.56)	-0.105*** (-2.81)
<i>size</i>		-0.105*** (-4.51)		0.011 (1.48)
<i>lev</i>		0.136 (1.08)		0.309*** (7.54)
<i>fsh</i>		0.013*** (7.76)		0.005*** (9.25)

续表

变量	文本易读性		“言行一致”	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>tq</i>		0.004 (0.47)		0.004 (1.23)
<i>dl</i>		0.178 (0.39)		-0.213 (-1.37)
<i>growth</i>		0.00001 (0.03)		-0.0003** (-2.47)
<i>Constant</i>	-3.339*** (-53.20)	-1.786*** (-3.34)	-0.036 (-1.64)	-0.621*** (-3.55)
样本量	1,367	1,367	1,393	1,393
R <sup>2</sup>	0.008	0.059	0.044	0.156

注：括号内是t统计量，\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在1%、5%和10%的水平下显著。

### 4.3 内生性检验

#### (1) 工具变量法

本文是评价战略合作信息披露质量对经营风险的影响，并没有涉及是否披露样本的影响，因此并没有考虑样本自选择问题，而是采取工具变量和 bootstrap 等方法解决内生性问题。

考虑到战略信息披露质量与公司经营风险相互影响等情况，为解决内生性问题，本文选取战略信息披露质量的行业平均值 *str\_ind* 作为工具变量，使用两阶段最小二乘法来解决可能存在的内生性问题。

首先，检验战略信息披露质量 (*str*) 是否存在内生性。根据 Hausman 检验统计量 42.66，以及异方差稳健 DWH 检验统计量 12.5417，两个检验均在 1% 显著性水平下拒绝原假设，认为 *str* 是内生解释变量。其次，判断 *str* 是否存在弱工具变量的问题。根据 Cragg-Donald F 统计量 174.683 (p=0.000)，以及 Kleibergen-Paap 的 F 统计量 165.499 (p=0.000)，两者均大于相应的临界值，本文认为不存在弱工具变量的问题。

根据表 6，第一阶段的回归结果中，*str\_ind* 显著正相关，第二阶段的回归中战略合作信息披露质量 (*str*) 系数在 1% 的水平上显著负相关；在改变经营风险衡量指标后，回归结果进一步证实了本文的结论。

表 6 工具变量回归分析

变量	vol1		vol2	
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
<i>str_ind</i>	0.576*** (4.02)		0.576*** (4.02)	
<i>str</i>		-0.047*** (-4.32)		-0.033*** (-4.09)
<i>size</i>	-0.136** (-2.21)	0.009 (0.80)	-0.136** (-2.21)	-0.030*** (-4.54)
<i>lev</i>	0.104 (0.34)	0.304*** (4.16)	0.104 (0.34)	0.075** (2.14)
<i>fsh</i>	0.007* (1.71)	0.006*** (8.17)	0.007* (1.71)	0.004*** (8.16)
<i>tq</i>	0.033** (2.56)	0.005** (2.14)	0.033** (2.56)	0.003* (1.67)
<i>dl</i>	-0.435 (-0.38)	-0.183 (-1.33)	-0.435 (-0.38)	0.203 (1.59)
<i>growth</i>	-0.0001 (-0.15)	-0.0001*** (-5.69)	-0.0001 (-0.15)	0.00004* (1.71)
<i>Constant</i>	5.814*** (4.02)	-0.154 (-0.57)	5.814*** (4.02)	1.202*** (6.92)

续表

变量	vol1		vol2	
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
样本量	1342	1342	1342	1,342
R <sup>2</sup>	0.121	0.074	0.121	0.066
DWH值	12.542		13.1281	

注：第一阶段的括号内是 t 统计量，第二阶段的括号内是 z 统计量，\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著。

### (2) 重复随机抽样

重复随机抽样方法可以降低样本选择偏误的问题。设定样本抽样量<sup>①</sup>1000 和 800，重复抽取 1000 次，分别对基准回归进行稳健性检验。表 7 中结果表明，重复随机抽样检验与基准回归结果一致，本文的结论比较稳健。

表 7 Bootstrap 重复随机抽样检验

变量	抽样量1000		抽样量800	
	vol1	vol2	vol1	vol2
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>str</i>	-0.011** (-2.54)	-0.006* (-1.93)	-0.011** (-2.20)	-0.006* (-1.80)
<i>size</i>	0.026* (1.72)	-0.023*** (-3.03)	0.031* (1.87)	-0.022** (-2.26)
<i>lev</i>	0.132 (1.14)	0.053 (1.54)	0.132 (1.01)	0.019 (1.10)
<i>fsh</i>	0.005*** (6.67)	0.004*** (6.86)	0.005*** (6.03)	0.164*** (5.15)
<i>tq</i>	0.005 (0.96)	0.002 (0.57)	0.005 (0.79)	0.005 (0.26)
<i>dl</i>	-0.163 (-1.12)	0.231 (1.57)	-0.163 (-0.96)	0.106 (1.64)
<i>growth</i>	-0.0001 (-0.11)	0.0001 (0.02)	-0.0002 (-0.10)	0.0001 (0.02)
<i>Constant</i>	-0.710** (-2.11)	0.849*** (4.68)	-0.710 (-1.55)	0.591** (2.17)
样本量	1,435	1,435	1,435	1,435
R <sup>2</sup>	0.108	0.058	0.108	0.046

注：括号内是 z 统计量，\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著。

## 4.4 其它稳健性检验

### (1) 稳健性估计

考虑到异方差的影响，使用稳健标准误回归，结果如表 8 中 (1) 列所示，*str* 系数显著为负，验证了基准回归结论的稳健性。

① 样本抽样量可以等于或小于原始样本量。

## (2) 排除 2007 和 2008 年样本

考虑到 2007 年、2008 年的金融危机对上市公司信息披露的影响, 本文排除这两年的样本后, 回归结果如表 8 中 (2) 列所示, *str* 系数显著为负, 验证了基准回归结论的稳健性。

## (3) 删除同年多次披露样本的面板数据回归

本文保留 1 年内第一次披露的样本, 删除同年其他多次披露的样本, 构造了非平衡面板数据。经过 *hausman* 检验 (卡方值 =28.25), 选择固定效应回归, 其结果如表 8 中 (3) 列所示, *str* 系数显著为负, 验证了基准回归结论的稳健性。

## (4) 含测量误差回归

在对解释变量 *str* 进行测度时, 可能会产生测量误差。本文选择含测量误差回归方法, 设定 *str* 的测量误差为 0.8 (选择 0.9 时, 回归结果变化非常微小)。回归结果如表 8 中 (4) 列所示, *str* 系数显著为负, 也验证了基准回归结论的稳健性。

表 8 其它稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>str</i>	-0.011***	-0.011***	-0.281**	-0.013***
	(-2.96)	(-3.32)	(-2.31)	(-2.97)
<i>size</i>	0.026**	0.025***	-0.334***	0.026**
	(2.22)	(3.36)	(-3.45)	(2.22)
<i>lev</i>	0.132*	0.132***	0.097	0.131*
	(1.76)	(4.71)	(0.73)	(1.74)
<i>fsh</i>	0.005***	0.005***	0.016**	0.005***
	(8.26)	(9.50)	(2.28)	(8.29)
<i>tq</i>	0.005**	0.005	-0.114***	0.005**
	(2.47)	(1.48)	(-2.90)	(2.54)
<i>dl</i>	-0.163	-0.168	-0.846	-0.161
	(-1.34)	(-1.04)	(-0.62)	(-1.32)
<i>growth</i>	-0.0002***	-0.0001**	-0.002***	-0.0001***
	(-6.52)	(-2.10)	(-3.15)	(-6.50)
<i>Constant</i>	-0.710***	-0.696***	4.581**	-0.690***
	(-2.68)	(-3.88)	(1.97)	(-2.61)
样本量	1,435	1,419	966	1,435
R <sup>2</sup>	0.108	0.109	0.108	0.109

注: 括号内是 t 统计量, \*\*\*, \*\*, \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著。

## 5 机制检验

代理成本是影响经营风险的重要方式, 本部分进一步分析战略合作信息披露质量降低代理成本并抑制经营风险的具体机制。采用中介效应模型, 表 9 中 (1) 列 *str* 系数显著为负, 且 (2) 列中 *str* 系数显著下降, *Sobel test* 的 t 统计量为 -2.345 (=0.019), 表明存在中介机制; 管理费用率 (*guanli*) 系数显著为正, 代理成

本变化是高质量战略合作信息披露降低经营风险的部分中介,证实了本文的假设2。改变代理成本衡量方式后,(3)和(4)列的结果并无实质性差异。上述结果表明高质量战略合作信息披露会通过代理成本降低机制,降低经营风险,进一步证实了高质量战略合作信息披露的作用。

表9 影响机制检验

变量	管理费用率		资产周转率	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>guanli</i>		0.049*** (2.89)		
<i>zhouzl</i>				0.052*** (3.06)
<i>str</i>	-0.021*** (-4.02)	-0.009*** (-2.76)	-0.067*** (2.79)	-0.011*** (-3.22)
<i>size</i>	-0.057*** (-4.85)	0.028*** (3.73)	0.136** (2.31)	0.024*** (3.15)
<i>lev</i>	-0.114** (-2.56)	0.141*** (4.95)	0.757** (2.47)	0.129*** (4.52)
<i>growth</i>	0.0005*** (2.65)	-0.0001** (-2.29)	0.174*** (2.93)	-0.0003** (-2.14)
<i>tq</i>	0.010** (2.07)	0.004 (1.32)	0.076* (1.89)	0.004 (1.28)
<i>fsh</i>	-0.003*** (-3.03)	0.006*** (9.76)	0.017*** (4.34)	0.005*** (9.02)
<i>dl</i>	0.351 (1.38)	-0.189 (-1.16)	2.951*** (2.65)	-0.208 (-1.28)
<i>Constant</i>	2.015*** (7.17)	-0.807*** (-4.41)	-7.686*** (-5.45)	-0.658*** (-3.65)
样本量	1,435	1,435	1,435	1,435
R <sup>2</sup>	0.0631	0.112	0.0970	0.113

注:括号内是t统计量,\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平下显著。

## 6 产权异质性分析

首先,本文对*vol1*、*str*、*ar*、*cishu*、*paizhu*等核心变量按照产权性质分组进行了方差分析,表10方差分析F检验结果可以看出各组变量的均数间存在显著性差异。

表10 核心变量的方差分析

	<i>vol1</i>	<i>str</i>	<i>ar</i>	<i>paizhu</i>
F检验	5.22 (0.0224)	44.31 (0.0000)	38.85 (0.0000)	4.23 (0.0399)

其次,表11中(1)列的交互项(*str\*soe*)系数不显著,且(2)列的民营样本中*str*系数显著为负,(3)列的国有样本中*str*为负但不显著,因而,从全样本的交互项,和分样本检验中,均显示民营上市公司战略合作信息披露质量更高,对经营风险的降低作用更大,与本文的假设3相矛盾,改变经营风险衡量指标后的结果并无实质性差异。这可能是由于国有企业“所有者缺位”造成国有企业高管拥有较大权力,加大企业代理问题,影响战略合作信息披露对公司经营风险的作用。

表 11 产权异质性分析

变量	vol1			vol2		
	全样本	民营	国有	全样本	民营	国有
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>str</i>	-0.038*** (-2.61)	-0.019*** (-3.75)	-0.002 (-1.47)	-0.036* (-1.68)	-0.041* (-1.90)	-0.027 (-1.11)
<i>str*soe</i>	-0.009 (-0.38)			0.004 (0.13)		
<i>soe</i>	-0.108* (-1.67)			-0.007 (-0.12)		
<i>size</i>	-0.056** (-2.16)	0.016 (1.29)	-0.010*** (-2.83)	-0.027*** (-4.43)	-0.037*** (-4.56)	-0.020* (-1.92)
<i>lev</i>	0.405*** (4.08)	0.293*** (4.68)	-0.001 (-0.08)	0.072*** (3.14)	0.208*** (5.00)	-0.003 (-0.11)
<i>fsh</i>	0.019*** (9.55)	0.006*** (7.27)	0.001*** (2.85)	0.004*** (7.82)	0.004*** (6.16)	0.003*** (3.71)
<i>tq</i>	0.009 (0.92)	0.002 (0.59)	-0.002 (-0.56)	0.001 (0.27)	-0.001 (-0.55)	0.007 (0.81)
<i>duli</i>	-0.165 (-0.30)	-0.282 (-1.16)	-0.088 (-1.22)	0.172 (1.37)	0.125 (0.77)	0.014 (0.06)
<i>growth</i>	-0.0001 (-1.16)	-0.011 (-1.48)	0.0002 (0.10)	0.0001 (0.62)	-0.003 (-0.53)	0.0003 (0.59)
<i>Constant</i>	-3.262*** (-4.21)	-0.324 (-1.03)	0.268*** (2.91)	0.878*** (4.81)	1.184*** (5.60)	0.819*** (2.88)
样本量	1,435	934	501	1,435	934	501
R <sup>2</sup>	0.252	0.283	0.299	0.221	0.245	0.306

注：括号内是 t 统计量，\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著。

## 7 进一步分析

### 7.1 战略合作类型的信息异质性作用

根据资源基础理论，战略合作能够帮助企业获得决定企业成败的关键资源，寻求资源和能力互补是战略合作的动机（Schilke, 2014<sup>[45]</sup>）。资源和能力都可以有效降低企业经营风险（戚聿东等, 2021<sup>[46]</sup>），那么不同类型战略合作信息的作用有什么差异呢？

本文对战略合作文本进行了关键词提取，将战略合作细分为资源共享型、创新能力型、投入资金型，其中资源共享型战略合作主要指企业在“产品、采购、销售、市场、信息、经验”方面获得关键资源；创新能力型主要指企业在“数字化、大数据、互联网+、云、人工智能、物联网、云计算、机器人”等方面获得合作；投入资金型主要指企业获得资金支持。表 12 的（1）列中的 *lx1* 系数不显著，且（2）列中交互项（*lx1\*str*）系数也不显著，这说明资源共享型战略合作信息披露质量不影响公司经营风险。（3）列中的 *lx2* 系数在 10% 水平下显著为正，而（4）列中的交互项（*lx2\*str*）的系数不显著，这说明创新能力型战略合作正向影响经营风险，但信息披露质量不影响公司经营风险。（5）列中的 *lx3* 系数和（6）列中的交互项（*lx3\*str*）的系数在 5% 水平下显著为负，表明投入资金型的战略合作信息披露质量更容易降低经营风险。合作伙伴投入资金传递了投资承诺的信号，显示合作双方对合作的信任，减少了双方机会主义行为，降低了监督成本；同时投入资金也代表着双方管理者的信心，投资越高，管理者信心越大，战略合作成功的前景越好，对企业绩效正向影响越大。

表 12 进一步检验：战略合作类型的信息异质性

变量	资源共享型		创新能力型		投入资金型	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>str</i>		-0.012		-0.011**		-0.009
		(-1.43)		(-2.52)		(-0.55)
<i>lx1*str</i>		0.001				
		(0.09)				
<i>lx1</i>	0.009	0.013				
	(0.34)	(0.52)				
<i>lx2*str</i>				-0.001		
				(-0.14)		
<i>lx2</i>			0.030*	0.032*		
			(1.80)	(1.95)		
<i>lx3*str</i>						-0.056**
						(-2.42)
<i>lx3</i>					-0.037**	-0.124**
					(-2.28)	(-2.22)
<i>size</i>	0.026***	0.026***	0.025***	0.025***	0.026***	-0.042*
	(3.52)	(3.50)	(3.37)	(3.33)	(3.54)	(-1.65)
<i>lev</i>	0.136***	0.132***	0.139***	0.135***	0.144***	0.369***
	(4.87)	(4.72)	(4.97)	(4.83)	(5.11)	(3.88)
<i>fsh</i>	0.005***	0.005***	0.005***	0.006***	0.005***	0.021***
	(9.50)	(9.51)	(9.67)	(9.73)	(9.60)	(11.20)
<i>tq</i>	0.004	0.005	0.004	0.004	0.004	0.015
	(1.41)	(1.55)	(1.28)	(1.41)	(1.35)	(1.37)
<i>dl</i>	-0.173	-0.165	-0.179	-0.172	-0.187	0.098
	(-1.07)	(-1.03)	(-1.11)	(-1.07)	(-1.16)	(0.18)
<i>growth</i>	-0.0002**	-0.0002**	-0.0002**	-0.000**	-0.000**	-0.000
	(-2.06)	(-2.09)	(-2.04)	(-2.07)	(-2.02)	(-0.93)
<i>Constant</i>	-0.804***	-0.806***	-0.790***	-0.787***	-0.782***	-3.539***
	(-4.52)	(-4.54)	(-4.50)	(-4.49)	(-4.45)	(-5.98)
样本量	1,432	1,432	1,432	1,432	1,432	1,432
R <sup>2</sup>	0.102	0.109	0.104	0.111	0.105	0.100

注：括号内是t统计量，\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著。

## 7.2 战略合作信息披露质量的制度因素

### (1) 内部控制

企业内部控制制度可以有效约束管理层的经营行为，内部控制水平较低的企业，代理问题比较突出，管理层出现谋取私利的动机更加强烈，从而引起经营风险。内部控制水平较高的企业，代理成本较低，管理层发布不当战略合作信息的概率更低，因而战略合作信息质量更高。为了研究内部控制对回归结果的影响，本文利用企业内部控制指数高于中位数的方法构造内控水平虚拟变量，采用分组回归的方法对式(4)重新回归。表 13 的(1)和(2)列的结果显示，内控高水平组的 *str* 系数显著为负，内控低水平组的系数为负但不显著，这说明在内控高水平组，战略合作信息披露质量对经营风险的降低作用更为明显。当企业内控水平较高时，战略合作信息披露质量更高，更能有效降低公司的经营风险。

(2) CEO 权力

按照 CEO 是否两职合一，本文将样本分为 CEO 权力高组和 CEO 权力低组，重新进行分样本回归分析。表 13 中 (3)、(4) 列的结果显示，CEO 权力低组的 *str* 系数显著为负，在管理者权力低组中，战略合作信息披露质量降低经营风险的作用更为明显。高质量的战略合作信息披露使得战略合作执行受到外部信息使用者的直接监督，合作的风险将会降低。另外，在 CEO 权力低组，管理更可能采取“言行一致”的披露行为，来展示自己的才能（程新生等，2015<sup>[4]</sup>），有利于投资者评价管理者的经营业绩，从而激励管理者保持企业经营的稳定性，降低公司经营风险。

(3) 机构投资者

机构投资者对战略合作信息的分析比较专业，能力也更强，更能有效识别战略合作的真假。据此，本文推断，当企业的机构投资者持股比较大时，战略合作信息更容易受到机构投资者的关注，战略合作信息披露质量更高。按照机构投资者持股比例中位数构建虚拟变量，重新进行分样本回归分析，表 13 中 (5)、(6) 列的结果显示，机构投资者持股比例高组的 *str* 系数显著为负，机构投资者比例低组的 *str* 系数为负但不显著。这说明在机构投资者持股比例高组中，战略合作信息披露受到的监督力度相对更大，降低了管理者隐藏企业战略合作负面消息的动机，从而降低了公司经营风险。

(4) 市场化水平

市场化水平越高的地区，法律制度越完善，投资者保护程度更高，有效缓解了信息不对称程度。据此，本文推断，当企业所在地区的市场化水平较高时，战略合作信息披露质量更高。按照市场化水平中位数构建虚拟变量，重新进行分样本回归分析，结果如表 13 中 (7)、(8) 列所示。两组中 *str* 系数都显著为负，但在市场化水平低组中，战略合作信息披露质量对经营风险的降低作用更为明显。这说明，高市场化水平地区组中，法律制度比较完善，战略合作信息披露质量通过降低代理成本对经营风险的影响力有所降低，从而弱化了两者的相关性。

表 13 制度影响因素分析

变量	内控水平高	内控水平低	CEO权力高	CEO权力低	机构投资者持 股比例高	机构投资者持 股比例低	市场化水平高	市场化水平低
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>str</i>	-0.202**	-0.163	-0.062	-0.051***	-0.017***	-0.005	-0.034*	-0.072**
	(-2.24)	(-1.47)	(-1.63)	(-2.98)	(-3.27)	(-1.25)	(-1.82)	(-2.08)
<i>size</i>	-0.043	-0.096**	0.062***	0.011	0.039***	0.002	-0.007	0.068***
	(-1.20)	(-2.50)	(3.27)	(1.31)	(3.09)	(0.21)	(-0.99)	(5.01)
<i>lev</i>	0.335***	0.409**	0.104**	0.182***	0.302***	0.070***	0.096***	0.124***
	(2.87)	(2.39)	(2.49)	(4.26)	(4.77)	(2.86)	(2.71)	(3.09)
<i>fsh</i>	0.026***	0.012***	0.009***	0.004***	0.007***	0.005***	0.003***	0.007***
	(9.84)	(4.32)	(6.19)	(7.21)	(6.92)	(7.84)	(6.49)	(7.46)
<i>tq</i>	-0.026	0.015	0.007	0.004	0.017	0.002	0.001	0.022**
	(-0.81)	(1.47)	(0.63)	(1.18)	(1.64)	(0.90)	(0.45)	(2.43)
<i>dl</i>	-0.339	0.769	-0.437	-0.128	-0.327	-0.101	-0.142	0.101
	(-0.43)	(1.07)	(-1.33)	(-0.71)	(-1.23)	(-0.60)	(-1.00)	(0.35)
<i>growth</i>	0.030	-0.0001	-0.001***	-0.002	-0.0003**	-0.006	-0.0001	-0.012
	(0.58)	(-0.07)	(-2.89)	(-0.46)	(-2.43)	(-1.01)	(-1.33)	(-1.25)
<i>Constant</i>	-3.182***	-1.823**	-1.595***	-0.397**	-1.155***	-0.149	0.120	-1.794***
	(-3.57)	(-1.97)	(-3.53)	(-2.16)	(-3.85)	(-0.71)	(0.73)	(-5.41)
样本量	803	630	385	1,050	768	667	712	721
R <sup>2</sup>	0.133	0.050	0.196	0.082	0.142	0.097	0.068	0.156

注：括号内是t统计量，\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著。

## 8 研究结论

战略合作信息披露主要是基于上市公司战略合作框架协议公告,不同于以往研究中既包含了公司战略规划,也有前瞻性信息、社会责任信息、公司治理信息、项目投资信息、年报风险信息等多类自愿性信息披露,战略合作信息披露的内容和范围更加细化,披露形式更加固定,信息含量更加丰富。作为一种具有特定披露形式、受资本市场重视的信息披露行为,研究战略合作信息的经济后果更有意义。本文以经营风险为切入点,采用文本分析方法,以2007-2018年A股上市公司战略合作框架协议公告为研究对象,构建战略合作信息披露质量指标体系,实证检验企业战略合作信息披露是否具有预测经营风险的作用,得出如下研究结论:①战略合作信息披露质量越高,经营风险越低。②战略合作信息披露质量通过降低代理成本,进而降低公司经营风险。③相较于国有企业,非国有企业的战略合作信息披露质量降低经营风险的作用更大。

通过以上分析,战略合作信息的事实披露有助于信息使用者判断上市公司战略合作情况,对企业的经营和发展有促进作用。第一,监管部门应加强上市公司战略合作协议信息披露的合规性、一致性审查,提高披露内容的全面性、可读性与可信性;对战略合作做好风险提示;对“报喜不报忧”、刻意回避或故意隐瞒的披露行为应加大惩罚力度,这有助于增加资本市场的诚信水平,完善资本市场制度。第二,要重视上市公司内部制度建设,加强内部控制,这有助于提高信息披露质量。因此,企业在内部控制制度建设中,需要对战略合作信息予以高度重视。按照监管部门要求规范信息披露,在合作不同阶段中设置风险点与控制流程,有效约束管理层的私利,降低经营风险。第三,对国有企业来讲,应进一步深化改革,约束管理层私利行为,提高自愿性信息披露质量,让投资者多了解国有企业的战略合作与经营行为,从而有助于对国有企业的监督。

本文参考张秀敏等(2021)<sup>[29]</sup>构建的易读性AR指标,未考虑文本用词晦涩程度、用句杂糅程度,变量测度存在一定误差,未来可以进一步改进;本文仅考虑了战略合作信息披露的质量的作用,未来可以在披露的信息含量等其他方面深入研究。

### 参考文献:

#### References:

- [1] Bloomfield R J, Wilks T J. Disclose Effects in the Laboratory: Liquidity, Depth, and the Cost of Capital [J]. Accounting Review, 2009, 75(1): 13-41.
- [2] 王克敏, 王华杰, 李栋栋, 戴杏云. 年报文本信息复杂性与管理者自利——来自中国上市公司的证据 [J]. 管理世界, 2018, 12: 120-132+194.  
Wang K M, Wang H J, Li D D, Dai X Y. Complexity of Annual Report and Management Self-interest: Empirical Evidence from Chinese Listed Firms [J]. Management World, 2018, 12: 120-132+194.
- [3] Kothari S P, Shu S, Wysocki P. D. Do Managers Withhold Bad News? [J]. Journal of Accounting Research, 2009, 47(1): 241-276.
- [4] 程新生, 刘建梅, 陈靖涵. 才能信号抑或薪酬辩护: 超额薪酬与战略信息披露 [J]. 金融研究, 2015, 12: 146-161.  
Cheng X S, Liu J M, Chen J H. Talent Signaling or Compensation Justification: Excess Executive Compensation and Information Disclosure on Strategy [J]. Journal of Financial Research, 2015, 12: 146-161.
- [5] Lo K, Ramos F, Rogo R. Earnings Management and Annual Report Readability [J]. Journal of Accounting and Economics, 2017, 63(1): 1-25.
- [6] 王健忠. “能说就要说”还是“能不说就不说”——自愿性信息披露与企业创新 [J]. 北京社会科学, 2018, 1: 40-56.  
Wang J Z. On Voluntary Information Disclosure and Enterprise Innovation [J]. Social Sciences of Beijing, 2018, 1: 40-56.
- [7] 潘子成. 媒体披露策略与财富转移 [D]. 南京师范大学, 2017.  
Pan Z C. Media Disclosure Strategy and Wealth Transfer [D]. Nanjing Normal University, 2017.

- [ 8 ] 李哲 . “多言寡行”的环境披露模式是否会被信息使用者摒弃 [ J ] . 世界经济 , 2018, 12: 167-188.  
Li Z. Will Cheap Talk on Environmental Responsibility Get Punished? [ J ] . Journal of World Economy, 2018, 12: 167-188.
- [ 9 ] 卢馨, 李建明 . 中国上市公司环境信息披露的现状研究——以 2007 年和 2008 年沪市 A 股制造业上市公司为例 [ J ] . 审计与经济研究 , 2010, 3: 62-69.  
Lu X, Li J M. A Research on the Environment Information Disclosure of China Listed Companies: A Case Study of the Listed Manufacturing Industry of A-Shares Firms during the Period from 2007-2008 in Shanghai Stock Market [ J ] . Journal of Audit & Economics, 2010, 3: 62-69.
- [ 10 ] 沈洪涛, 黄珍, 郭肪汝 . 告白还是辩白——企业环境表现与环境信息披露关系研究 [ J ] . 南开管理评论 , 2014, 17(02): 56-63+73.  
Shen H T, Huang Z, Guo F R. Confess or Defense: A Study on the Relationship between Environmental Performance and Environmental Disclosure [ J ] . Nankai Business Review, 2014, 2: 56-63+73.
- [ 11 ] 赵璨, 陈仕华, 曹伟 . “互联网 +”信息披露: 实质性陈述还是策略性炒作——基于股价崩盘风险的证据 [ J ] . 中国工业经济 , 2020, 3: 174-192.  
Zhao C, Chen S H, Cao W. “InternetPlus” Information Disclosure: Substantive Statement or Strategic Manipulation: Evidence Based on the Risk of Stock Price Crash [ J ] . China Industrial Economics, 2020, 3: 174-192.
- [ 12 ] 蔡显军, 赵娜, 王芳 . “言行一致”的资本市场反应——基于战略合作信息披露视角 [ J ] . 北京工商大学学报 ( 社会科学版 ), 2022, 1: 101-114.  
Cai X J, Zhao N, Wang F. Dose Information Disclosure of List Companies Trigger Favorable Responses from the Capital Market: A Study Centered on Strategic Cooperation Information Disclosure [ J ] . Journal of Beijing Technology and Business University (Social Sciences), 2022, 1: 101-114.
- [ 13 ] 权小锋, 吴世农 . CEO 权力强度、信息披露质量与公司业绩的波动性——基于深交所上市公司的实证研究 [ J ] . 南开管理评论 , 2010, 4: 142-153.  
Quan X F, Wu S N. CEO Power, Information Disclosure Quality and Corporate Performance Variability: Empirical Evidence from the Listed Companies in SZSE [ J ] . Nankai Business Review, 2010, 4: 142-153.
- [ 14 ] Patel S A, Dallas G S. Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Results-United States [ J ] . SSRN Electronic Journal, 2002.
- [ 15 ] 张纯, 吕伟 . 信息披露、信息中介与企业过度投资 [ J ] . 会计研究 , 2009, 1: 60-65+97.  
Zhang C, Lv W. Disclosure, Information Intermediary and Over-investment [ J ] . Accounting Research, 2009, 1: 60-65+97.
- [ 16 ] 朱小平, 程昔武 . 公司治理机制框架下的会计信息披露制度分析 [ J ] . 上海立信会计学院学报 , 2006, 1: 3-9.  
Zhu X P, Cheng X W. The Analysis of Accounting Information Disclosure System under the Framework of Corporate Governance Mechanism [ J ] . Journal of Shanghai LiXin University of Commerce, 2006, 1: 3-9.
- [ 17 ] Vahideh A, Solmaz D. The Relationship between Voluntary Disclosure and CEO Compensation with the Value of the Listed Companies in Tehran Stock Exchange [ J ] . International Journal of Advanced Biotechnology and Research, 2016, 7(4).
- [ 18 ] 陶金元, 陶秋燕 . 战略联盟动因、治理及绩效: 一个整合理论框架 [ J ] . 当代经济管理 , 2017, 6: 1-6.  
Tao J Y, Tao Q Y. The Motivation, Governance and Performance of Strategic Alliance: An Integrated Theoretical Framework [ J ] . Contemporary Economic Management, 2017, 6: 1-6.

- [ 19 ] Bushman R M, Smith A J. Transparency, Financial Accounting Information and Corporate Governance [ J ] .  
Economic Policy Review, 2003, 9(1): 65-80.
- [ 20 ] Mitsuhashi H, Greve H R. A Matching Theory of Alliance Formation and Organizational Success: Complementarity  
and Compatibility [ J ] . Academy of Management Journal. 2009,52(5): 975-995.
- [ 21 ] 江旭, 廖貅武, 高山行. 战略联盟中信任、冲突与知识获取和企业绩效关系的实证研究 [ J ] . 预测, 2008,6:24-29.  
Jiang X, Liao X W, Gao S X. The Role of Trust and Conflict in Knowledge Acquisition and Firm Performance: The  
Case of Strategic Alliances [ J ] . Forecasting, 2008,6:24-29.
- [ 22 ] 葛永盛, 张鹏程. 家族企业资源约束、外部投资者与合同剩余 [ J ] . 南开管理评论, 2013,3:57-68.  
Ge Y S, Zhang P C. Resources Restriction of Family Business, Outside Investor and Contract Surplus [ J ] . Nankai  
Business Review, 2013,3:57-68.
- [ 23 ] Kothari S P, Li X, Short J E. The Effect of Disclosures by Management, Analysts, and Business Press on Cost of  
Capital, Return Volatility, and Analyst Forecasts: A Study Using Content Analysis [ J ] . Accounting Review, 2009,  
84(5):1639-1670.
- [ 24 ] Asay H S, Elliott W B, Rennekamp K. Disclosure Readability and the Sensitivity of Investors' Valuation Judgments to  
Outside Information [ J ] . Accounting Review, 2017, 92(4): 125.
- [ 25 ] Shipilov A, Stern I. Applications Virtual Special Issue: Practical Advice on How to Unlock Value from Your Alliances [ J ] .  
Strategic Management Journal. 2016, 37(13): E45-E53.
- [ 26 ] 张自立, 李向阳, 张紫琼. 基于资源投入的技术联盟外企业获取联盟信任的策略研究 [ J ] . 科学学研究, 2008,S2:411-415.  
Zhang Z L, Li X Y, Zhang Z Q. Strategy of a Single Enterprise Acquiring Technical Alliance' s Trust Based on Resource  
Input [ J ] . Studies in Science of Science, 2008, S2:411-415.
- [ 27 ] Kwon Y C. Antecedents and Consequences of International Joint Venture Partnerships: A Social Exchange  
Perspective [ J ] . International Business Review, 2008, 17(5):559-573.
- [ 28 ] Muthusamy S K, White M A, Carr A. An Empirical Examination of the Role of Social Exchanges in Alliance  
Performance [ J ] . Journal of Managerial Issues. 2007, 19(1): 53-75.
- [ 29 ] 张秀敏, 高云霞, 高洁. 企业年报阅读难易程度的衡量与影响因素研究——基于管理者操纵视角 [ J ] . 审计与经济研  
究, 2021,1:79-89.  
Zhang X M, Gao Y X, Gao J. Corporate Annual Report Readability Measurements and Related Factors: An Analysis  
Based on Managerial Manipulation [ J ] . Journal of Audit & Economics, 2021,1:79-89.
- [ 30 ] Li Z, Wong T J, Yu G. Information Dissemination through Embedded Financial Analysts: Evidence from China [ J ] .  
Accounting Review, 2020, 95(2): 257-281.
- [ 31 ] 刘刚, 于晓东. 高管类型与企业战略选择的匹配——基于行业生命周期与企业能力生命周期协同的视角 [ J ] . 中国工业  
经济, 2015,10:115-130.  
Liu G, Yu X D. The Match of Top Managers' Style and Corporate Strategic Choice: Perspective of Coordination  
between Industry Life Cycle and Corporate Capability Life Cycle [ J ] . China Industrial Economics, 2015,10:115-130.
- [ 32 ] 孟庆斌, 杨俊华, 鲁冰. 管理层讨论与分析披露的信息含量与股价崩盘风险——基于文本向量化方法的研究 [ J ] . 中国  
工业经济, 2017,12:132-150.  
Meng Q B, Yang J H, Lu B. The Informative Content of Management Discussion and Analysis and Stock Price Crash  
Risk: Based on Text Vectorization Method [ J ] . China Industrial Economics, 2017,12:132-150.
- [ 33 ] 单华军. 内部控制、公司违规与监管绩效改进——来自 2007—2008 年深市上市公司的经验证据 [ J ] . 中国工业经

济,2010,11:140-148.

Shan H J. Internal Control, Firm Violation and Supervision Performance Improvement [ J ] . China Industrial Economics,2010,11:140-148.

[ 34 ] 王化成,张修平,高升好.企业战略影响过度投资吗 [ J ] .南开管理评论,2016,4:87-97+110.

Wang H C, Zhang X P, Gao S H. Does Corporate Strategy Influence Overinvestment [ J ] . Nankai Business Review,2016,4:87-97+110.

[ 35 ] Bentley-Goode K A, Newton N J, Thompson A M. Business Strategy, Internal Control over Financial Reporting, and Audit Reporting Quality [ J ] . Auditing: A Journal of Practice & Theory, 2017, 36(4): 49-69.

[ 36 ] 张霁若,杨金凤.公司战略对内部控制缺陷信息披露的影响研究 [ J ] .会计研究,2020,6:171-180.

Zhang J R, Yang J F. The Influence of Business Strategy on the Internal Control Weakness Disclosure [ J ] . Accounting Research,2020,6:171-180.

[ 37 ] Ittner C D, Larcker D F, Rajan M V. The Choice of Performance Measures in Annual Bonus Contracts [ J ] . Accounting Review, 1997,72(2):231-55.

[ 38 ] Bentley K A, Omer T C, Sharp N Y. Business Strategy, Financial Reporting Irregularities, and Audit Effort [ J ] . Contemporary Accounting Research, 2013, 30(2): 780-817.

[ 39 ] 叶康涛,董雪雁,崔倚菁.企业战略定位与会计盈余管理行为选择 [ J ] .会计研究,2015,10:23-29+96.

Ye K T, Dong X Y, Cui Y J. Deviant Strategy and the Choice of Earnings Management Methods [ J ] . Accounting Research,2015,10:23-29+96.

[ 40 ] 孙健,王百强,曹丰,刘向强.公司战略影响盈余管理吗? [ J ] .管理世界,2016,3:160-169.

Sun J, Wang B Q, Cao F, Liu X Q. Does Corporate Strategy Affect Earnings Management? [ J ] . Management World,2016,3:160-169.

[ 41 ] John K, Litov L, Yeung B. Corporate Governance and Risk-Taking [ J ] . Journal of Finance, 2008, 63(4): 1679-1728.

[ 42 ] 王竹泉,王贞洁,李静.经营风险与营运资金融资决策 [ J ] .会计研究,2017,5:60-67+97.

Wang Z Q, Wang Z J, Li J. Business Risks and Working Fund Financing Decisions [ J ] . Accounting Research,2017(05):60-67+97.

[ 43 ] 杨德明,林斌,王彦超.内部控制、审计质量与大股东资金占用 [ J ] .审计研究,2009,5:74-81.

Yang D M, Lin B, Wang Y C. Internal Control, Audit Quality and Large Shareholder Tunneling [ J ] . Auditing Research, 2009,5:74-81.

[ 44 ] 王明琳,徐萌娜,王河森.利他行为能够降低代理成本吗?——基于家族企业中亲缘利他行为的实证研究 [ J ] .经济研究,2014,3:144-157.

Wang M L, Xu M N, Wang H S. Does Altruistic Behavior Reduce the Agency Cost? An Empirical Study Based on Kin Altruistic Behavior in Family Business [ J ] . Economic Research Journal,2014,3:144-157.

[ 45 ] Schilke O. On the Contingent Value of Dynamic Capabilities for Competitive Advantage: The Nonlinear Moderating Effect of Environmental Dynamism [ J ] . Strategic Management Journal, 2014,35: 179-203.

[ 46 ] 戚聿东,孙昌玲,王化成.企业核心竞争力能够降低权益资本成本吗——基于文本分析的经验证据 [ J ] .会计研究,2021,8:94-106.

Qi Y D, Sun C L, Wang H C. Can Corporate Core Competence Reduce the Cost of Equity Capital: Empirical Evidence Based on Text Analysis [ J ] . Accounting Research,2021,8:94-106.

( 本文责编:孙小葵 )

## Voluntary Strategic Cooperation Information Disclosure Quality and Corporate Business Risk

WANG Jing-yong , XU Wen, XUE Li-da

*Abstract: Based on the "strategic framework agreement announcements" of a-share listed companies from 2007 to 2018, this paper empirically examines the influence of strategic cooperation information disclosure quality on operational risk of listed companies by adopting text analysis method. And the study finds that: (1) the strategic cooperation information disclosure quality and the management risk of listed companies has significant negative correlation, that is, the higher the quality of information disclosure, the lower the operational risk. (2) The paper further analyzes the influence mechanism of strategic cooperation information quality on business risk, and the analysis results show that: the lower the quality of strategic cooperation information disclosure, the higher the agency cost, the lower the operating efficiency of enterprises, which ultimately improves the business risk of enterprises. (3) The impact of strategic cooperation information disclosure quality on business risk is different. At the micro level, the more standardized the management, the more centralized the CEO and the better the quality of the internal control of the company, the better the quality of the information disclosure of strategic cooperation can reduce the company's business risk; At the macro level, the higher the shareholding ratio and marketization level of the company, the more the quality of strategic cooperation information disclosure can reduce the company's business risk. The research of the paper provides empirical evidence for listed companies to improve the quality of strategic cooperation information disclosure so as to reduce operational risks, and provides relevant policy reference for listed private companies to reduce financing costs and improve operational performance.*

*Key words: quality of strategic cooperation information disclosure; corporate business risk; agency costs; property rights; text analysis*