

交易所问询与业绩承诺实现：风险警示还是有效监管？

周绍妮¹, 周之恬¹, 杜其岳¹, 王中超²

(1. 北京交通大学 经济管理学院, 北京 100044; 2. 北京林业大学 经济管理学院, 北京 100083)

[摘要] 基于 2014—2022 年业绩承诺实现情况与交易所问询相匹配的数据, 探究交易所问询对并购业绩承诺的监管效果, 发现交易所针对并购业绩承诺的问询虽然暂未实现有效监管, 但针对前期业绩承诺事件的问询能对本次业绩承诺产生跨期风险警示作用。进一步地, 外部市场能够接收到交易所问询函的风险警示信号, 前期业绩承诺被问询的次数越多, 外部市场对本次并购事件首次公告的反应越消极。此外, 董事高管责任保险的引入、高声誉财务顾问的聘用和监管政策的强化能够与交易所问询函形成合力, 从而实现对业绩承诺的有效监管, 表现为提升本次业绩承诺完成率和降低本次业绩承诺期后变脸的可能性。

[关键词] 交易所问询函; 业绩承诺; 风险警示; 有效监管; 委托代理冲突; 信息不对称; 声誉约束; 威慑效应

[中图分类号] F832.51 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2025)01-0073-11

一、引言

党的二十大报告提出“构建高水平社会主义市场经济体制”“建设高标准市场体系”和“健全资本市场功能”等要求, 然而并购业绩承诺的弊端却频频暴露, 其中违约、业绩变脸等不当事件仍为市场常态, 甚至还存在并购相关方合谋利用高额业绩承诺换取高额溢价, 为达成承诺业绩进行财务造假, 抑或是内部人进行利益输送、减持套现等机会主义行为, 进而引发股价崩盘风险^[1-4], 严重扰乱了市场秩序, 侵害了投资者合法权益。现实中, 天娱数科(002354.SZ)以超过其账面净资产 22 倍的价格收购一花科技 100% 股权, 后期因行业景气度骤降, 一花科技仅完成承诺业绩的 42%, 远未达到原定目标; 飞利信(300287.SZ)斥资 34.9 亿元连续收购 6 家公司, 承诺期间标的年均净利润增幅超 60%, 然而在期满后首年, 其营收却同比下降超 35%, 利润巨亏 19.7 亿元。这些案例均严重破坏了市场秩序, 也违背了业绩承诺降低信息不对称、维护并购双方及中小投资者利益的初衷。

在“十四五”规划强调“鼓励技术创新与企业兼并重组”“完善企业兼并重组法律法规和配套政策”的背景下, 交易所问询函制度已成为并购市场的重要监管手段。以问询函为主体的监管形式是我国相关机构在吸取国际经验基础上的制度性创新, 也是党的十九大报告强调的“转变政府职能, 创新监管方式”理念的具体体现。在《现代汉语词典》中, “监管”一词的释义为“监督管理”, 包含监督与管理两个层面, 其中“监督”的释义为“察看并督促”, 强调监督者行为, 并不意味着被监督对象的实质性转变; “管理”则释义为“负责某项工作使顺利进行”, 代表管理者对被管理对象的有效整治, 两者存在递进关系。问询函作为“监管”手段同时强调了交易所的监督和管理行为。由此, 按照监管作用实际发挥的程度, 交易所问询函对业绩承诺的治理可能存在“监督作用”与“监管作用”两种情形: 一是监督作用, 交易所对业绩承诺的问询无法改善其实际实现情况, 仅能对外部市场产生风险警示效果; 二是实质性监管效果, 即监管作用, 问询函能够促进业绩承诺实现情况的有效改善。本文将就交易所问询对业绩承诺发挥何种监管效果进行实证检验。

学术界已对提升业绩承诺实施效果的方式进行了探讨。从并购与业绩承诺条款设置方式出发, 已有研究发现包含股权支付或补偿以及双向补偿的并购业绩承诺可靠性更高^[5-7]。关于业绩承诺外部治理机制的研究方面, 有学者认为高声誉会计师事务所的参与能够提升业绩承诺完成率并降低业绩变脸的概率^[8], 而高声誉财务

[收稿日期] 2024-03-22

[基金项目] 中央高校基本科研业务费项目(2023YJS164); 国家自然科学基金面上项目(72372007)

[作者简介] 周绍妮(1972—), 女, 山东烟台人, 北京交通大学经济管理学院教授, 博士生导师, 从事公司治理, 企业并购和财务理论研究; 周之恬(1998—), 女, 浙江金华人, 北京交通大学经济管理学院博士研究生, 从事企业并购与公司治理研究, 通信作者, E-mail: ztzhou@bjtu.edu.cn; 杜其岳(1999—), 男, 黑龙江黑河人, 北京交通大学经济管理学院博士研究生, 从事并购重组与资本市场研究; 王中超(1992—), 男, 江西吉安人, 北京林业大学经济管理学院讲师, 硕士生导师, 从事公司治理与公司金融研究。

顾问的作用则在不同条件下存在差异^[9-10];审计特征上,并购双方的共有审计师和政府审计能对业绩承诺产生积极影响^[11-12],在借壳上市交易中选择新审计师更有可能精准兑现业绩承诺^[13]。同时,有学者关注了问询函发放在并购事件中发挥的作用,发现发放问询函不仅能够有效制约并购重组前的内幕交易行为^[14],而且具有风险警示作用^[15],能提高并购完成概率和并购绩效^[16-18],降低后续发生财务重述和商誉减值的可能性^[19]。此外,问询函发放还能协同内外部治理机制发挥作用,如有效调动各类股东参与并购决策的积极性^[20],或是联合社交媒体终止不合理并购^[21]。可见,鲜有研究关注问询函对业绩承诺治理效果的影响。然而,与其他并购行为相比,业绩承诺与并购估值、上市公司股价等密切相关,自签订之始至履行结束均会对并购相关方及其他利益相关者产生重大影响,且受到交易所的高频广泛关注,因此研究问询函对业绩承诺的治理效果具有一定的理论意义和实践价值。此外,为了达到并购目的,相关方均会对交易所的当期问询做出积极回复,鉴于此,本文认为问询函对业绩承诺的当期治理并非合适的研究场景,故将研究视角聚焦于问询函对业绩承诺的跨期治理效果。

基于委托代理理论、信息不对称理论、声誉约束理论和威慑理论,本文以2014—2022年A股上市公司为研究样本,探究问询函发放对并购业绩承诺的跨期影响,发现交易所问询函在业绩承诺实现中发挥了风险警示作用,但暂未实现有效监管,外部市场能够接收到此风险警示信号。进一步地,引入董事高管责任保险、聘用高声誉的财务顾问、制定更严格的政策等可以使问询函对业绩承诺的作用从“监督”向“监管”转变。本文的边际贡献主要包括:第一,本文聚焦问询函这一外部治理方式对业绩承诺的跨期风险警示作用,不仅补充了业绩承诺实现影响因素的研究,还拓展了问询函对资本市场治理有效性的研究,也为交易所问询函作用的发挥程度提供了并购业绩承诺方面的证据。第二,本文从跨期治理视角研究了问询函发放在时间上更为深远的影响,为其风险警示作用的发挥提供了实证补充。实际上,风险警示作用的有效性更应体现在事前预防和识别阶段,本文重点关注问询函的跨期治理效果,有助于探究交易所问询函更为本质的风险警示作用。第三,本文所证明的交易所问询函预防性风险警示作用的有效发挥以及相关内外部治理机制均为外部市场提供了判别业绩承诺合理性和有效性的新路径,为投资者接收风险警示、识别业绩承诺乱象提供了重要依据,为监管机构完善监管方式和实现资本市场持续健康发展提供了有力参考。

二、制度背景、理论分析与研究假设

(一) 制度背景

基于建设科学高效的市场监管体系的目标,资本市场的监管手段逐渐多样化。以2013年信息披露直通车改革为分水岭,在此之前,上市公司所有公告在发布前都须由交易所审核,交易所对不合规的公告发放问询函,上市公司须按规定修改后才能发布;2013年之后,上市公司可以直接披露需公开的信息,交易所则转变为对已公开信息中未达到监管标准的相关问题发放问询函并要求公司回复。在这一转型背景下,交易所的“一线监管地位”进一步提升,问询函的“先锋”作用也持续增强。作为非处罚性手段,交易所问询函的发放与收回增加了信息披露数量并提高了质量,揭示疑点,关注风险,形成外部“柔性监管”。上市公司收到问询函表明其至少存在信息披露方面的问题,但问询函仅要求其补充披露相关信息,并不属于直接处罚,只有在后续形成实质性违规时,上市公司才会受到强制性处罚。交易所针对业绩承诺及时发放问询函,不仅是履行保护投资者利益的监管职责,而且能够在促进业绩承诺的签订和履行更加透明且规范的同时,引发外部投资者对“三高”并购的关注,尤其是对不合理业绩承诺保持高度警惕,审慎决策。并购业绩承诺从签订到完成的各环节通常涉及标的估值与溢价、商誉、经营绩效和投资者保护等方面,因而交易所对其问询的函件类别不仅仅局限于重组类问询函,在关注函、(半)年报问询函等主要对企业日常经营情况进行问询的函件中也有所涉及;针对业绩承诺问询的内容也十分广泛,如条款设计中的具体安排与合理性,未来盈利的可持续性证明,承诺业绩的可实现性说明,业绩突发情况的应对措施,承诺业绩无法完成/大幅下滑、与历史业绩存在差异、出现业绩变脸的原因分析,业绩补偿安排的合理性、合规性,补偿能力证明或如何保护投资者利益的说明,相关安排是否违反法律规定的证明,等等。据统计,2014—2022年,A股上市公司的并购中平均有约44%的业绩承诺会收到交易所问询函,这一比例在2016年超过了60%。2022年,业绩承诺被问询的具体事项主要包括两大类:一是业绩承诺制定的依据及合理性、可实现性,占比32%;二是业绩承诺的完成情况,占比19%,主要指承诺期间/后业绩大幅下滑、期满后出现业绩变脸的原因及合理性。此外,对商誉减值的影响、如何保护上市公司及其他中小股东的利益、承诺履行方履约能力的确认和变更承诺等重要事项

被问询的比例均约为 5%^①,说明并购业绩承诺中的关键事项引起了监管层的重点关注。

(二) 理论分析与研究假设

实际上,交易所对本次并购业绩承诺发放问询函,往往针对的是已制定的承诺业绩目标、已发生的未完成业绩承诺、已出现变脸的业绩承诺等事件,此时问询虽有可能使并购相关方修改承诺条款,但更多的是仅要求给予合理性说明,属于事后行为。问询函在上述事件中虽能起到提示利益相关者的作用,但扰乱资本市场秩序的事件已经发生,此种监管作用实际上仅存于表面。根据成本-收益原则,上市公司在接收与回复问询函时会进行利益权衡^[22]。若交易所已对本次业绩承诺发起问询,问询成本就已经产生,无论是否存在机会主义动机,并购相关方均会认真应对,以克服潜在的不利影响,获取最大收益;若企业在前期业绩承诺中已受到问询,则其可能已知晓交易所对业绩承诺的关注偏好,并购相关方对本次业绩承诺中的相关问题是否予以额外关注成为检验前期货问询能否发挥作用的重要条件。简而言之,当期监管效果并非识别问询函能否发挥作用的最好场景,本文将着重关注交易所问询函的跨期治理效果。此外,根据“监管”一词两个层面的释义,本文认为交易所针对前期并购业绩承诺的问询对本次业绩承诺的影响可能存在以下两种情形。

第一,交易所对并购业绩承诺的问询具有风险警示作用,能够监督、识别业绩承诺中可能存在的不利动机与行为。根据委托代理理论,传统并购交易中的委托代理问题主要存在于高管与大股东、大股东与中小股东之间。在业绩承诺中,代理冲突发生异化并始终存在于“高管+承诺方”与大股东、并购相关方与中小股东之间^[23],被交易所多次问询的上市公司实际上存在更为严重的代理冲突和信息不对称问题。与此同时,交易所与并购相关方之间存在的严重信息不对称也会导致逆向选择问题的产生。未达标或出现变脸的业绩承诺虽已成为损害中小投资者利益的事实,但只要并购相关方在一定期限内提供合理解释,完成补偿要求,交易所就会停止问询,且不进行严厉的处罚,即问询函实际上仍为非处罚性监管,主要发挥声誉惩戒作用,并不对企业及其管理层产生实质性影响。虽然针对重大资产重组已有明确的监管措施,但也仅是在标的方盈利未达到预测金额的 80% 或者与签订的业绩承诺存在较大差距时,存在要求上市公司和中介机构做出解释并公开道歉的规定;在未达到预测金额的 50% 时,证监会才对相关人员采取谈话、出具警示函、责令定期报告等监管措施。此外,对业绩承诺的处罚也仅在 2019 年和 2023 年修订的《上市公司重大资产重组管理办法》中进行了规定,主要针对业绩补偿承诺义务的履行情况,对于承诺违约或业绩变脸的相应处罚仅规定可以采取如监管关注、通报批评、公开谴责、证券市场禁入等措施,总体上仍不存在强制性监管要求。由于受到实质性处罚的可能性很小,根据成本-收益原则,上市公司为本次业绩承诺被问询所付出的成本可能远远小于其投机收益^[22]。进一步地,即使上市公司在前期并购业绩承诺中被反复问询,就本次业绩承诺来讲,异化的代理冲突和严重的信息不对称依然存在,也仍存在逆向选择和道德风险问题,因此本次业绩承诺很有可能依然表现不佳,此时交易所问询函只能起到针对问题业绩承诺的跨期识别作用,这从侧面说明交易所对可疑业绩承诺的精准识别能够在一定程度上为外部市场提示风险。由此,本文提出假设 H1a。

H1a: 前期并购中接受过业绩承诺问询的上市公司,本次并购业绩承诺的实现情况依然不佳,即交易所针对业绩承诺的问询对外部市场具有风险警示作用。

第二,交易所对并购业绩承诺的问询能够产生显著监管效果,对业绩承诺实现具有长期积极影响。首先,在声誉机制发挥作用的情况下,负面事件的发生会使上市公司失去良好声誉带来的收益^[24]。当业绩承诺受到交易所问询时,问询的具体内容会向外部市场传递出交易设计不合理、承诺违约或业绩变脸等负面信息,使得上市公司、股东、管理层的声誉受损,不利于上市公司的持续发展^[25]。声誉约束理论认为,企业和管理层都处于声誉压力之下,更佳的企业声誉能够为管理层带来更高的社会地位和更好的未来职业福利。因此,为了维护企业形象和促进自身职业发展,管理层存在重视并努力维护声誉的动机^[26-27]。声誉的建立和维护是一个长期的过程,持有长期经营发展理念的企业理应重视每一次交易,以逐步建立和维护声誉,提升自身价值^[28]。在前期业绩承诺接受过问询后,上市公司可能会在本次业绩承诺中更为谨慎地遵守相关制度规定,更努力地完成业绩承诺,避免发生承诺违约和业绩变脸等事件,从而降低被交易所问询的可能性,以维护自身长期良好声誉。同时,企业的业绩承诺不达标或期后业绩变脸等情况实际上传递了其经营管理不善的信号,交易所对这些情况的前期货问询会使得并购相关方股东和管

^①相关数据由作者整理而得。

理层产生直观的负面反应,达到声誉惩戒的效果,从而使他们在本次业绩承诺中确定更为合理的业绩目标,更努力地完成业绩承诺,维护自身声誉。其次,根据威慑理论,犯罪是人们经过成本收益衡量之后的理性选择行为^[29]。交易所问询函可能通过以下方式对业绩承诺中的不当事件形成威慑:一方面,问询并非形式,交易所会进行持续问询直至上市公司对被问询的业绩承诺作出合理答复,这使得前期问询产生了间接威慑效应,从而抑制本次业绩承诺中可能存在的机会主义动机,促使企业根据实际情况制定业绩承诺条款,提升完成率并降低变脸可能性。另一方面,在资本市场接收到业绩承诺被问询的信息后,理性的利益相关者会降低对上市公司本次并购的预期,并对本次业绩承诺持怀疑态度,产生负面市场反应,即资本市场负面反应的威慑力。因此,为了应对外界压力,上市公司可能会着力改善本次业绩承诺表现。由此,本文提出假设 H1b。

H1b:前期并购中接受过业绩承诺问询的上市公司,本次业绩承诺实现情况会显著改善,即交易所问询对业绩承诺发挥了有效监管作用。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以 2014—2022 年沪深 A 股上市公司中涉及业绩承诺的并购事件为初始样本,并按照以下步骤对样本进行处理:(1)剔除未通过证监会审核或交易停止的样本;(2)剔除交易目的为借壳上市的样本;(3)剔除收购方为金融、保险行业、ST 等特殊类样本;(4)剔除交易双方以及并购数据缺失的样本。问询函相关数据来源于沪深交易所官网“监管信息公开”栏目,利用 Python 软件进行处理。由于业绩承诺事件会在多种问询函中被问询,因此本文首先通过爬虫的方式获取全部问询函文件,其次以“业绩”“承诺”“补偿”“盈利预测”两两组合为关键词确定函件是否涉及问询业绩承诺事件,其中被问询样本不包括问询内容为“说明未设置业绩承诺的理由”的样本,最后对数据库中的并购事件信息与问询函原件中的事件信息进行手工匹配。上市公司并购数据来自 CSMAR 数据库,并以 Wind 和同花顺的数据作为补充,其余数据均来自 CSMAR 数据库。经过上述处理后,本文共得到 4049 个样本。为避免异常值的影响,本文对所有连续变量进行上下 1% 的缩尾处理。

(二) 变量定义与模型构建

为检验前期业绩承诺被问询对本次业绩承诺的影响,本文设置回归模型(1):

$$PC_Ratio_{i,t}/\Delta Roa_{i,t} = \alpha + \beta_1 Inquire_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,下标 i 为企业, t 为年份, PC_Ratio 和 ΔRoa 分别代表被解释变量业绩承诺完成率和业绩变脸, $Inquire$ 为解释变量前期业绩承诺被问询情况, $Controls$ 代表模型中的控制变量, $Industry$ 和 $Year$ 分别为行业和年份固定效应, ε 代表随机扰动项。回归结果在公司层面进行聚类处理。

1. 被解释变量。本文的被解释变量为业绩承诺实现情况,采用两种方式衡量。(1)业绩承诺完成率(PC_Ratio),借鉴王竞达和范庆泉^[30]的研究,衡量方式为本次业绩承诺各期完成率,计算方式为本次并购业绩承诺各期实际业绩与承诺业绩的比值。(2)业绩变脸(ΔRoa),已有研究多使用上市公司在业绩承诺期最后一年与期满后第一年之间的财务指标变化来衡量^[31]。由于单纯使用虚拟变量会存在信息损失的情况,因此本文将业绩变脸定义为本次承诺期满后业绩负向变化情况,对总资产收益率(Roa)指标的计算过程如下:首先计算本次业绩承诺期内业绩指标的平均值,然后计算本次业绩承诺期满后第一年业绩指标的值与期内平均值的差额,若期满后不存在业绩下滑的情况,即当两者差额大于或等于 0 时,赋值为 0;若差额小于 0,则对计算结果予以保留,代表业绩变脸的情形。

2. 解释变量。本文的解释变量为前期并购中业绩承诺被问询情况,衡量方式为:(1)业绩承诺首次被问询的次数($FInquire$)^①,当上市公司并购中首次出现业绩承诺被问询情况时,该次并购事件中业绩承诺被问询的总次数。(2)前次业绩承诺被问询的次数($LInquire$),若上市公司在历次并购中多次做出业绩承诺,其前一次并购中业绩承诺被问询的总次数。(3)业绩承诺累计被问询的次数($TInquire$),若上市公司在历次并购中多次做出业绩承诺,此前所有并购中业绩承诺累计被问询的总次数。

^①该变量不包括存在业绩承诺但始终未被问询(业绩承诺首次被问询的次数=0)的样本。

3. 控制变量。借鉴业绩承诺与交易所问询函的相关研究^[30,32], 本文控制了企业特征、并购特征和业绩承诺特征三个方面的变量, 还纳入了行业 (*Industry*) 和年度 (*Year*) 虚拟变量。变量的具体定义见表 1。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表 2 汇报了变量的描述性统计结果。Panel A 列示了被解释变量为业绩承诺完成率 (*PC_Ratio*) 的描述性统计结果, 业绩承诺完成率 (*PC_Ratio*) 的均值为 0.877, 表明样本公司业绩承诺实现的平均比例较低; 最大值为 2.457, 最小值为 -1.959, 标准差较大, 说明样本公司之间业绩承诺完成率差异较大。Panel B 列示了被解释变量为业绩变脸 (ΔRoa) 的描述性统计结果^①, 业绩变脸 ΔRoa 的均值为 -0.068, 最小值为 -0.565, 标准差为 0.128, 表明业绩变脸事件中存在业绩下降二分之一的情形, 不同事件之间存在显著差异; 问询相关变量 *FInquire* 的最大值为 7, 表明业绩承诺首次被问询的次数最高可达 7 次; *LInquire* 的最大值为 8, 表明同一并购事件中业绩承诺被问询的次数最多可达 8 次; *TInquire* 的平均值为 3.380 (2.980), 表明业绩承诺平均累计被问询的次数约为 3 次, 最大值 31 说明存在历次并购中业绩承诺累计被问询 31 次的样本公司。从控制变量来看, 收购方资产负债率约为 40%, 亏损比例较低, 普遍存在一定比例的机构投资者持股现象; 并购特征方面, 约 60% 的样本在并购中使用了股份支付, 40% 左右为跨省并购; 业绩承诺特征方面, 约 65% 的业绩承诺使用了股份补偿, 35% 以上为双向补偿, 业绩承诺期平均为 3 年多, 最长可达 6 年, 最短约为 2 年。总的来说, 变量的描述性统计结果与已有研究和事实相符。

(二) 主回归结果

表 3 为前期业绩承诺问询对本次业绩承诺完成和业绩变脸情况的影响结果。列(1)至列(3)的

^①根据指标定义, 对于各业绩承诺事件来讲, 承诺各期均存在相应的完成率数据, 即同一业绩承诺事件的完成率存在多个样本, 而各业绩承诺事件是否出现变脸仅存在一个样本, 因此两种情况下的样本量存在差异。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	计算方式
被解释变量	业绩承诺实现情况	<i>PC_Ratio</i>	本次业绩承诺各期完成率
		ΔRoa	业绩变脸, 本次承诺期后首年总资产收益率与承诺期内总资产收益率平均值的差额, 若差额大于 0, 则取值为 0; 若差额小于 0, 则保留计算结果
解释变量	前期问询情况	<i>FInquire</i>	业绩承诺首次被问询的次数
		<i>LInquire</i>	前次业绩承诺被问询的次数
		<i>TInquire</i>	业绩承诺累计被问询的次数
控制变量	企业规模	<i>Size</i>	ln(收购方总资产)
	偿债能力	<i>Lev</i>	收购方总负债/总资产
	两职合一	<i>Dual</i>	虚拟变量, 收购方董事长和总经理两职合一取值为 1, 否则为 0
	股权制衡度	<i>Balance</i>	收购方第二至五位大股东持股比例之和/第一大股东持股比例
	是否亏损	<i>Loss</i>	虚拟变量, 收购方当年净利润小于 1 取值为 0, 否则为 1
	机构投资者持股	<i>Inst</i>	收购方机构投资者持股总数/流通股本
	支付方式	<i>Paytype</i>	虚拟变量, 并购支付方式中包含股份支付取值为 1, 否则为 0
	跨省并购	<i>Province</i>	虚拟变量, 并购事件为跨省并购取值为 1, 否则为 0
	补偿方式	<i>PCmethod</i>	虚拟变量, 业绩承诺中包含股份补偿取值为 1, 否则为 0
	补偿方向	<i>PCdrection</i>	虚拟变量, 业绩承诺补偿方式为双向补偿取值为 1, 否则为 0
	评估方法	<i>Evaluation</i>	虚拟变量, 并购所用估值方法中包含收益法取值为 1, 否则为 0
	承诺期间	<i>Time</i>	业绩承诺的承诺天数/365

表 2 主要变量的描述性统计

Panel A 被解释变量为业绩承诺完成率 (<i>PC_Ratio</i>)								
变量	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>SD</i>	<i>P25</i>	<i>Median</i>	<i>P75</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
<i>PC_Ratio</i>	4049	0.877	0.619	0.828	1.019	1.096	-1.959	2.457
<i>FInquire</i>	2147	1.976	1.380	1.000	2.000	2.000	1.000	7.000
<i>LInquire</i>	4049	1.318	1.753	0.000	1.000	2.000	0.000	8.000
<i>TInquire</i>	4049	3.380	5.686	0.000	1.000	4.000	0.000	31.000
<i>Size</i>	4049	22.303	0.908	21.655	22.190	22.872	20.474	25.008
<i>Lev</i>	4049	0.401	0.180	0.256	0.379	0.526	0.080	0.859
<i>Dual</i>	4049	0.395	0.489	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000
<i>Balance</i>	4049	0.983	0.619	0.488	0.892	1.302	0.055	3.308
<i>Loss</i>	4049	0.145	0.352	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Inst</i>	4049	0.351	0.228	0.159	0.320	0.505	0.016	0.879
<i>Paytype</i>	4049	0.617	0.479	0.000	1.000	1.000	0.000	1.000
<i>Province</i>	4049	0.398	0.490	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000
<i>PCmethod</i>	4049	0.675	0.469	0.000	1.000	1.000	0.000	1.000
<i>PCdrection</i>	4049	0.385	0.487	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000
<i>Evaluation</i>	4049	0.620	0.485	0.000	1.000	1.000	0.000	1.000
<i>Time</i>	4049	3.408	0.728	3.000	3.000	4.000	1.997	6.003
Panel B 被解释变量为业绩变脸 (ΔRoa)								
变量	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>SD</i>	<i>P25</i>	<i>Median</i>	<i>P75</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
ΔRoa	1410	-0.068	0.128	-0.058	-0.009	0.000	-0.565	0.000
<i>FInquire</i>	757	1.958	1.340	1.000	1.000	3.000	1.000	7.000
<i>LInquire</i>	1410	1.245	1.661	0.000	1.000	2.000	0.000	8.000
<i>TInquire</i>	1410	2.980	5.155	0.000	1.000	3.000	0.000	31.000
<i>Size</i>	1410	22.411	0.905	21.754	22.277	22.980	20.474	25.008
<i>Lev</i>	1410	0.429	0.187	0.275	0.403	0.564	0.080	0.859
<i>Dual</i>	1410	0.373	0.484	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000
<i>Balance</i>	1410	0.199	0.399	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Loss</i>	1410	0.346	0.228	0.146	0.321	0.496	0.016	0.879
<i>Inst</i>	1410	0.963	0.632	0.469	0.823	1.284	0.055	3.308
<i>Paytype</i>	1410	0.585	0.488	0.000	1.000	1.000	0.000	1.000
<i>Province</i>	1410	0.456	0.493	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000
<i>PCmethod</i>	1410	0.643	0.479	0.000	1.000	1.000	0.000	1.000
<i>PCdrection</i>	1410	0.361	0.480	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000
<i>Evaluation</i>	1410	0.618	0.486	0.000	1.000	1.000	0.000	1.000
<i>Time</i>	1410	3.285	0.672	2.999	3.000	3.574	1.997	6.003

回归结果显示,在控制行业和年份固定效应的情况下,解释变量 $FInquire$ 、 $LInquire$ 和 $TInquire$ 的回归系数分别为 -0.054 , -0.020 和 -0.006 ,均在 1% 的水平上显著,表明业绩承诺首次被问询的次数越多、前次业绩承诺被问询的次数越多、业绩承诺累计被问询的次数越多,本次业绩承诺越有可能出现完成率更低的情形。列(4)至列(6)显示了以业绩承诺变脸情况(ΔRoa)为被解释变量的回归结果。在控制了行业和年份固定效应的情况下,解释变量 $FInquire$ 、 $LInquire$ 和 $TInquire$ 的系数分别为 -0.017 , -0.011 和 -0.004 ,均在 1% 的水平上显著,表明业绩承诺首次被问询的次数、前次业绩承诺被问询的次数和业绩承诺累计被问询的次数越多,本次业绩承诺期满后变脸的可能性越大, H1a 得到支持,说明交易所能够对预期完成率更低、业绩变脸可能性更大的业绩承诺发出问询,问询函发挥了跨期持续性风险警示作用。原因可能是:作为非处罚性监管手段,交易所问询函难以对业绩承诺的实际完成质量产生实质性改善效果,加之前期屡次被问询的上市公司存在更严重的代理冲突和信息不对称问题,其本次被问询的风险与损失也很有可能小于不当业绩承诺下的机会主义收益,使得上市公司在前期接收问询后仍有可能存在利用业绩承诺获利的不当动机和侥幸心理。总之,表3的结果表明,交易所问询虽然暂未达到有效监管效果,但仍可以通过对被问询企业的长期关注向外部市场传递风险警示信号。

(三)稳健性与内生性检验

1. 安慰剂检验

为了排除某些不可观测因素的影响,本文借鉴任胜钢等^[33]的研究进行安慰剂检验,将随机生成的解释变量作为处理组,其他样本作为对照组,进行 500 次随机抽样回归。图 1 至图 6 分别展示了前期问询对本次业绩承诺实现的影响,虚线为主回归中解释变量的回归系数,实线和点分别代表随机抽样回归估计的核密度分布和 P 值。由图 1 至图 6 可知,随机抽样的回归结果均位于 0 值附近,P 值均大于 0.1,且真实的主回归系数均位于随机抽样回归结果的极端值位置,这表明本文回归结果不受某些不可观测变量的影响,具有稳健性。

2. 工具变量法

本文利用工具变量法(2SLS)缓解遗漏变量的影响。具体地,选择前期被问询情况的年度-行业均值作为工具变量。在相关性方面,同行业同年度的上市公司通常面临相似的外部客观环境和经营风险,容易引起监管部门的普遍关注;同时,同行业同年度其他上市公司的业绩承诺问询情况并不影响某一上市公司的业绩承诺实现,满足外生性要求。表4的回归结果表明,前期问询情况与业绩承诺完成率和业绩变脸之间仍存在显著的负相关关系,证明了本文结论的稳健性。

表3 前期业绩承诺问询与本次业绩承诺完成

变量	PC_Ratio			ΔRoa		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$FInquire$	-0.054 *** (-4.33)			-0.017 *** (-3.69)		
$LInquire$		-0.020 *** (-3.26)			-0.011 *** (-4.81)	
$TInquire$			-0.006 *** (-3.49)			-0.004 *** (-4.82)
Size	0.016 (0.98)	0.056 *** (4.78)	0.061 *** (5.22)	0.013 ** (2.00)	0.002 (0.40)	0.005 (1.15)
Lev	-0.536 *** (-6.70)	-0.212 *** (-3.23)	-0.218 *** (-3.31)	0.131 *** (4.38)	0.092 *** (4.60)	0.085 *** (4.34)
Dual	-0.038 (-1.50)	-0.053 *** (-2.84)	-0.055 *** (-2.94)	-0.043 *** (-4.17)	-0.026 *** (-3.79)	-0.028 *** (-4.05)
Balance	-0.136 *** (-5.17)	-0.109 *** (-6.28)	-0.117 *** (-6.69)	0.011 (1.52)	0.000 (0.09)	-0.003 (-0.75)
Loss	-0.576 *** (-13.54)	-0.700 *** (-17.49)	-0.706 *** (-17.75)	0.017 (1.38)	0.032 *** (3.87)	0.032 *** (3.82)
Inst	-0.144 ** (-2.34)	-0.039 (-0.86)	-0.055 (-1.19)	0.043 (1.57)	0.067 *** (3.93)	0.053 *** (3.00)
Paytype	0.014 (0.38)	0.026 (0.89)	0.028 (0.95)	0.019 (1.53)	0.015 * (1.74)	0.017 ** (1.98)
Province	-0.016 (-0.70)	-0.065 *** (-3.71)	-0.064 *** (-3.65)	0.001 (0.14)	-0.013 ** (-1.99)	-0.015 ** (-2.20)
PCmethod	-0.018 (-0.46)	-0.012 (-0.44)	-0.014 (-0.50)	-0.017 (-1.38)	0.001 (0.19)	-0.000 (-0.02)
PCdrection	0.030 (1.24)	0.011 (0.60)	0.005 (0.26)	-0.015 (-1.42)	-0.011 (-1.60)	-0.015 ** (-2.08)
Evaluation	-0.104 *** (-3.68)	0.016 (0.81)	0.011 (0.52)	-0.058 *** (-6.27)	-0.037 *** (-5.35)	-0.039 *** (-6.04)
Time	-0.118 *** (-5.72)	-0.060 *** (-3.92)	-0.055 *** (-3.51)	0.027 *** (3.15)	0.003 (0.56)	0.007 (1.24)
Industry/Year _cons	控制 1.343 *** (3.55)	控制 -0.152 (-0.59)	控制 -0.228 (-0.89)	控制 -0.438 *** (-2.93)	控制 -0.750 *** (-9.06)	控制 -0.815 *** (-9.82)
N	2147	4049	4049	757	1410	1410
adj. R ²	0.378	0.295	0.294	0.395	0.299	0.297

注:括号内为 t 值,*表示 $p < 0.1$,**表示 $p < 0.05$,***表示 $p < 0.01$ 。下同。

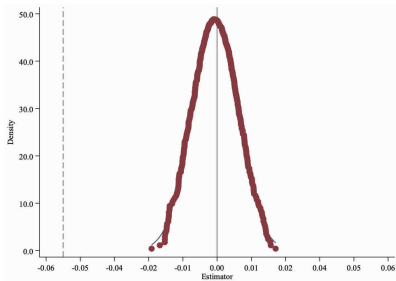


图 1 业绩承诺首次被问询对本次业绩承诺完成情况影响的系数核密度

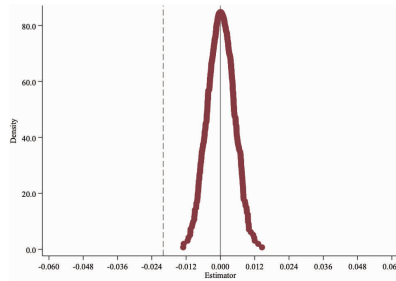


图 2 前次业绩承诺问询对本次业绩承诺完成情况影响的系数核密度

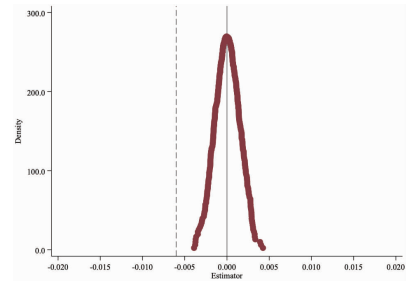


图 3 业绩承诺累计问询次数对本次业绩承诺完成情况影响的系数核密度

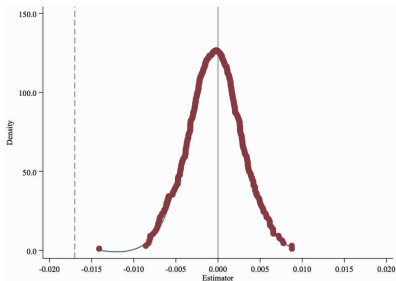


图 4 业绩承诺首次被问询对本次业绩承诺变脸情况影响的系数核密度

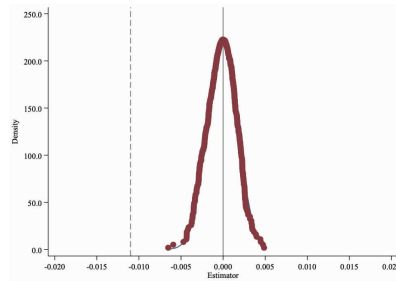


图 5 前次业绩承诺问询对本次业绩承诺变脸情况影响的系数核密度图

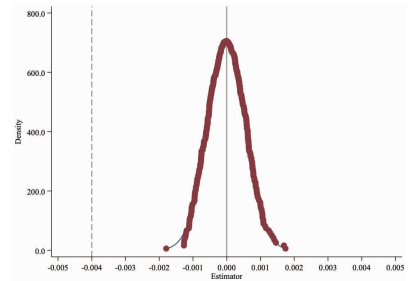


图 6 业绩承诺累计问询次数对本次业绩承诺变脸情况影响的系数核密度

3. 倾向得分匹配

首先,本文对解释变量构造处理组和控制组,将业绩承诺首次被问询的次数($FI_{inquire}$)按照均值分为两组,大于均值的样本组定义为业绩承诺首次被问询次数较多组,设为处理组,取值为 1;小于均值的样本组设为控制组,取值为 0。同时,本文将前次业绩承诺被问询的次数($LI_{inquire}$)和业绩承诺累计被问询的次数($TI_{inquire}$)大于 0 的样本组定义为处理组,取值为 1;两者为 0 时的样本组定义为控制组,取值为 0。其次,借鉴陈运森等^[34]的研究,本文的协变量在保留所有控制变量的基础上,增加内部控制水平、是否发生财务重述、营业收入增长率、净资产收益率和审计师是否为国际四大,并计算倾向得分。最后,本文将处理组和控制组进行 1:1 最近邻匹配,匹配后处理组和控制组不存在显著差异。表 5 的结果显示,解释变量的系数仍至少在 10% 的水平上负向显著,证明了本文结论的稳健性。

4. 其他稳健性检验

为保证核心结论的稳健性,本文还进行了以下检验:(1)将行业固定效应替换为个体固定效应。上市公司自身的某些特征可能会同时影响问询和业绩承诺完成情况,从而导致内生性问题。(2)滞后效应检验。考虑到企业前期的经营状况可能会对本

表 4 工具变量法的回归结果

变量	PC_ratio			ΔRoa		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$FI_{inquire}$	-0.060 *** (-4.42)			-0.019 *** (-3.16)		
$LI_{inquire}$		-0.012 * (-1.72)			-0.017 *** (-5.93)	
$TI_{inquire}$			-0.017 *** (-5.32)			-0.006 *** (-4.00)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	1.532 *** (4.18)	-0.142 (-0.56)	-0.421 (-1.61)	-0.255 * (-1.75)	-0.731 *** (-8.87)	-0.828 *** (-10.05)
N	2147	4049	4049	757	1410	1410
adj. R ²	0.389	0.302	0.295	0.425	0.316	0.313

表 5 PSM 配对样本的回归结果

变量	PC_ratio			ΔRoa		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$FI_{inquire2}$	-0.100 *** (-3.29)			-0.016 * (-1.83)		
$LI_{inquire2}$		-0.053 ** (-2.24)			-0.017 ** (-2.22)	
$TI_{inquire2}$			-0.052 ** (-2.21)			-0.014 * (-1.91)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	0.836 ** (2.08)	0.824 ** (2.39)	0.335 (1.08)	-0.628 *** (-4.84)	-0.317 *** (-2.75)	-0.496 *** (-4.93)
N	1627	2093	1923	618	795	719
adj. R ²	0.461	0.174	0.188	0.180	0.186	0.279

次业绩承诺实现产生影响,本文对与公司治理相关的控制变量进行滞后一期处理。(3)替换被解释变量。本文采用当期业绩承诺是否完成这一哑变量和净资产收益率变脸情况分别替代 PC_ratio 和 ΔRoa 。(4)增加控制变量。本文加入是否为国际四大或国内十大、是否为相关并购、是否受中央产业政策支持等新的控制变量。(5)改变样本回归范围。为检验交易所对业绩承诺的问询在市场关注度更高情况下所发挥的作用,本文将样本限制在重大资产重组范围内进行重新回归。上述检验结果(未列示,备索)表明本文结论依然稳健。

五、进一步研究

(一)外部市场反应情况

主回归结果表明,交易所对业绩承诺的问询能够发挥风险警示作用,由此我们想到一个自然的问题:投资者能否识别问询函的风险警示信号?本节将检验外部市场对交易所问询业绩承诺的反应情况,设置并购公告日前后10天和15天的累计超额收益率作为外部市场反应的代理变量(Car)。若回归系数显著为负,则表明外部市场能够接收到交易所对业绩承诺问询的风险警示信息,表现为消极的累计超额收益率反应。

表6的结果表明,除业绩承诺首次被问询的次数与本次并购公告日前后15天的累计超额收益率以外,前期业绩承诺被问询的次数与本次并购公告日前后10天、15天的市场反应均负相关,且在1%的水平上显著,这表明前期并购业绩承诺被问询的次数越多,外部市场对本次并购首次公告的反应越消极,外部市场能够接收并识别交易所对业绩承诺问询的风险警示信息,为交易所问询函风险警示作用的发挥提供了进一步证据。

表6 外部市场对问询函风险警示作用的接收情况检验

变量	Car10			Car15		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$FInquire$	-0.028 *** (-6.13)			-0.001 (-0.46)		
$LInquire$		-0.018 *** (-6.80)			-0.007 *** (-3.97)	
$TInquire$			-0.005 *** (-4.68)			-0.003 *** (-4.10)
$Controls$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Industry/Year$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$-cons$	0.164 (1.40)	-0.180 * (-1.77)	-0.214 ** (-2.08)	0.211 (1.59)	-0.096 (-0.95)	-0.123 (-1.21)
N	2047	3237	3237	2047	3237	3237
adj. R^2	0.159	0.096	0.079	0.132	0.067	0.066

(二)调节效应检验

前文已经证明,交易所问询函对业绩承诺存在风险警示作用而非有效监管,外部市场也能够接收到风险警示信号,但业绩承诺完成和承诺期后业绩变脸情况暂时未能得到显著改善。那么,通过何种方式能使交易所对业绩承诺的问询产生实质性监管效果呢?本部分从董事高管责任保险的购买、中介机构的聘用和政策法规的强化冲击三个方面展开研究。

1. 董事高管责任保险

董事高管责任保险(简称“董责险”)是在董事高管勤勉尽责的基础上,当由于某些个人决策失误导致投资者利益受损时,为董事高管提供风险管理的工具。虽然董责险的引入可能会形成对董事高管的过度庇护,引发道德风险和更低的并购协同效应^[35],但董责险也能吸引和甄别优秀管理者并使之留任,对董事高管存在激励效应^[36],其中的个人免责条款能够提高并购决策质量^[37]。进一步地,董责险购买能够引发作为外部独立监督者的保险公司对业绩承诺这一高风险活动的额外关注,其通过保险条款设计和定期评估等方式发挥外部监督作用^[38],并对前期接受过问询的上市公司更加重视,问询信息也成为保险公司风险评估和定价审查的重要依据。此外,董责险实际上仅仅能降低公司和董事高管的部分而非所有财务损失,也不能减少法律责任;调查与赔付程序的启动代表董事高管存在不当行为,无论是否成功赔付,都将对其声誉造成一定影响,不利于长远发展。因此,业绩承诺问询能够与董责险购买相结合,约束董事高管制定和履行业绩承诺中的机会主义行为,鼓励他们实施以企业价值最大化为目标的业绩承诺活动,提升业绩承诺效果。

本文将董责险购买($D\&O$)定义为上市公司是否购买董责险,当年购买了董责险,取值为1,否则取值为0。表7的回归结果表明,无论被解释变量为业绩承诺完成率还是业绩变脸,解释变量前期业绩承诺问询与上市公司董责险购买($D\&O$)交乘项的系数均至少在5%的水平上显著为正,这意味着董责险的购买能够与交易所问询函相结合,在风险警示作用的基础上进一步强化有效监管效果。

2. 财务顾问声誉

财务顾问在并购业绩承诺设置和完成中担任着重要角色,包括通过调查合理确定标的资产质量和未来盈利能力、通过参与交易谈判制定业绩承诺条款、在后续督导阶段促进业绩承诺实现等。已有研究发现,高声誉财务顾问能够发挥风险过滤职能,对业绩承诺实现具有促进作用^[10]。交易所在对业绩承诺事件进行问询时,通常会要求独立财务顾问对相关事项进行核查并发表明确意见。在证监会问责从财务顾问机构向项目主办人转变的背景下,若业绩承诺出现无法完成或变脸等情况,机构和项目主办人都将被处罚。高声誉财务顾问通常拥有更强的职业能力和声誉维护动机,因此更有可能对前期并购中接受过业绩承诺问询的上市公司给予特别关注,促使其设置更合理的业绩承诺条款,严格监督业绩承诺履行,从而降低本次并购业绩承诺无法实现甚至变脸的风险。总的说来,中介机构高声誉财务顾问的参与有助于实现交易所问询函对业绩承诺的有效监管。

本文收集了中国证券业协会公布的财务顾问收入数据,借鉴王中超等^[10]的做法,当财务顾问的营业收入为当年前 5 名时定义为高声誉财务顾问 (*Advisor*),取值为 1,否则为 0。表 8 的结果表明,解释变量与高声誉财务顾问 (*Advisor*) 交乘项的系数在被解释变量为业绩承诺完成率和业绩变脸时均为正,且至少在 10% 的水平上显著,说明高声誉财务顾问的聘用能够使问询函发挥有效监管作用,表现为业绩承诺完成率的提升和对业绩变脸的抑制。

3. 监管强化的外生冲击

自 2008 年《上市公司重大资产重组管理办法》出台后,业绩承诺被广泛使用,由于利益输送等机会主义行为普遍存在,证监会对业绩承诺进行了更为严格的监管。2019 年 10 月 18 日颁布修改的《上市公司重大资产重组管理办法》规定,交易对方超期未履行或者违反业绩补偿协议、承诺的,由中国证监会责令改正,并可以采取监管谈话、出具警示函、责令公开说明、认定为不适当人选等监管措施,将相关情况记入诚信档案。虽然此规定实际上仍属于非强制性监管,但为了避免受到处罚,促使交易顺利进行,同时基于维护自身声誉的考虑,上市公司可能会倾向于避免向市场传递负面信息,利用业绩承诺的机会主义动机会有所收敛。

借鉴徐莉萍等^[1]对外部监管环境有效性的检验方法,本文将变量 *Policys* 定义为是否颁布修改后的《上市公司重大资产重组管理办法》,考虑到政策执行具有一定时滞性,以 2019 年 11 月为界,在 2019 年 11 月及之后取值为 1,否则为 0,回归结果见表 9。在相关监管政策颁布后,交易所问询对业绩承诺完成率几乎无显著影响,但能够有效抑制业绩变脸,体现为解释变量与政策冲击 (*Policys*) 交乘项的系数均在 1% 的水平上显著为正。原因可能是:业绩承诺完成率受到行业变动和宏观经济环境波动等外部因素的影响,具有更高的不可控性,而业绩变脸在很大程度上是企业主观操纵行为导致的,更为严格的法规政策将对其产生有效震慑效应。

表 7 董事高管责任保险的调节效应

变量	PC_ratio			ΔRoa		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>FID&O</i>	0.151 *** (3.37)			0.032 *** (2.72)		
<i>LID&O</i>		0.118 *** (4.36)			0.016 ** (2.51)	
<i>TID&O</i>			0.088 *** (3.90)			0.008 ** (2.39)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	1.355 *** (3.59)	-0.186 (-0.72)	-0.267 (-1.03)	-0.445 *** (-2.96)	-0.752 *** (-9.01)	-0.813 *** (-9.73)
N	2147	4049	4049	757	1410	1410
adj. R ²	0.382	0.297	0.297	0.396	0.300	0.297

表 8 财务顾问声誉的调节作用

变量	PC_ratio			ΔRoa		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>FIAdvisor</i>	0.217 *** (7.56)			0.022 * (1.69)		
<i>LIAdvisor</i>		0.152 *** (7.93)			0.015 ** (2.56)	
<i>TIAdvisor</i>			0.115 *** (7.68)			0.018 *** (3.87)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	1.048 * (1.84)	0.756 (1.51)	0.658 (1.30)	-0.159 (-0.47)	-0.073 (-0.42)	-0.133 (-0.76)
N	783	1333	1333	269	454	454
adj. R ²	0.485	0.405	0.393	0.409	0.294	0.310

六、研究结论与启示

本文利用2014—2022年涉及业绩承诺的并购样本,考察了交易所问询函对业绩承诺事件的前期问询对本次业绩承诺的跨期影响,得到以下研究结论:(1)交易所针对业绩承诺的问询函发挥了风险警示作用,能够对预期完成率更低、变脸可能性更大的业绩承诺发出问询函,但暂未能从根本上提升实施效果,体现为业绩承诺首次被问询的次数越多、前次业绩承诺被问询的次数越

多、业绩承诺累计被问询的次数越多,本次业绩承诺出现不达标和业绩变脸的可能性越大。(2)外部市场能够接收到交易所问询函的风险警示信号,前期业绩承诺被问询的次数越多,外部市场对本次并购事件首次公告的反应越消极。(3)董事高管责任保险的购买、高声誉财务顾问的聘用和监管政策的强化能够与交易所问询函相结合,实现对业绩承诺的有效监管,表现为提升本次业绩承诺完成率和降低本次业绩承诺期后变脸的可能性。

基于以上结论,本文的研究启示如下:第一,交易所应持续重视业绩承诺,加大监管力度。在保障问询函风险警示作用有效发挥的基础上,首先应坚持问题导向,强化自身的“一线监管地位”,充分发挥问询函的“先锋”作用,持续监督业绩承诺事件,为市场提供更为精准的风险警示,维护投资者利益。其次要探寻更为有效的监管方式,如应对多次并购业绩承诺表现欠佳的上市公司实施更为严格的惩罚措施,实现对业绩承诺更有力的监管,完成保护并购多方利益的目标,构建更为有效的资本市场。第二,投资者应以自身判别力为基础,积极利用外部信息。在投资过程中,投资者应对与企业负面声誉相关的事件保持高度敏感性,更为理性地看待业绩承诺,保持审慎观察态度,对于普遍存在的“高估值、高承诺、高商誉”并购不应存在短期逐利的心理。同时,投资者也应持续关注交易所监管动态,在能够有效接收业绩承诺问询风险警示信息的基础上,可以结合上市公司并购业绩承诺的历史信息来判别潜在风险,维护自身利益。第三,监管机构应充分利用内外部治理机制,以实现对业绩承诺的有效监管。例如尝试鼓励上市公司引入董事高管责任保险,强化保险公司的外部监督作用;压实中介机构财务顾问在业绩承诺中的“看门人”责任,充分发挥高声誉财务顾问的作用;着力完善相关政策法规,对业绩承诺中的不当行为从并购双方、中介机构等各个层面制定更为严格的监管规定,健全资本市场功能,推动构建与高水平社会主义市场经济体制相匹配的现代化市场监管体系。

参考文献:

- [1]徐莉萍,关月琴,辛宇.控股股东股权质押与并购业绩承诺——基于市值管理视角的经验证据[J].中国工业经济,2021(1):136-154.
- [2]支晓强,王瑶,侯德帅.并购重组业绩承诺与内部人减持[J].南开管理评论,2023(4):191-202+222.
- [3]李秉祥,简冠群,李浩.业绩补偿承诺、定增并购双价格偏离与整合效应[J].管理评论,2019(4):19-33.
- [4]窦超,翟进步.业绩承诺背后的财富转移效应研究[J].金融研究,2020(12):189-206.
- [5]窦炜,Sun Hua,郝颖.“高溢价”还是“高质量”?——我国上市公司并购重组业绩承诺可靠性研究[J].经济管理,2019(2):156-171.
- [6]杨超,谢志华,宋迪.业绩承诺协议设置、私募股权与上市公司并购绩效[J].南开管理评论,2018(6):198-209.
- [7]翟进步,李嘉辉,顾桢.并购重组业绩承诺推高资产估值了吗[J].会计研究,2019(6):35-42.
- [8]刘向强,李沁洋.会计师事务所声誉与并购业绩补偿承诺[J].审计研究,2019(6):79-86.
- [9]窦炜,Sun Hua,方俊.管理层过度自信、独立财务顾问与业绩承诺可靠性[J].审计与经济研究,2019(6):78-88.
- [10]王中超,周绍妮,周之恬.财务顾问声誉与业绩承诺实现:“誉满寰中”还是“誉过其实”?[J].会计研究,2023(9):59-73.
- [11]武恒光,马丽伟,李济博.企业并购重组中共有审计师与并购业绩承诺[J].审计研究,2020(3):95-104.
- [12]窦炜,张书敏.政府审计能提升国有企业并购重组业绩承诺可靠性吗?——基于审计署央企审计结果公告的经验证据[J].审计与经济研究,2022(5):11-22.
- [13]夏艳春,王靖芸,林格,等.审计师选择与业绩承诺精准达标——基于中国借壳上市公司的经验证据[J].审计与经济研究,2024(1):42-53.
- [14]李善民,杨楠,黄志宏.并购重组前的知情交易行为研究[J].金融研究,2023(1):169-187.

表9 政策冲击的调节作用

变量	PC_ratio			ΔRoa		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
FIPOlicys	-0.005 (-0.10)			0.034*** (4.10)		
LIPolicys		-0.050 (-1.48)			0.023*** (4.83)	
TIPolicys			-0.032** (-2.50)			0.009*** (6.30)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	1.378* (1.92)	-0.035 (-0.07)	-0.109 (-0.22)	-0.471*** (-3.10)	-0.819*** (-9.53)	-0.866*** (-10.39)
N	2147	4049	4049	757	1410	1410
adj. R ²	0.378	0.297	0.299	0.417	0.320	0.314

- [15] 傅祥斐, 崔永梅, 赵立彬. 监管问询函有风险预警作用吗? ——基于证券交易所重组问询函的证据[J]. 证券市场导报, 2020(8): 12-21.
- [16] Liu T T, Shu T, Towery E, et al. The role of external regulators in mergers and acquisitions: Evidence from SEC comment letters[J]. *Review of Accounting Studies*, 2024, 29(1): 451-492.
- [17] Chen W, Hu N, Zhao X. Information asymmetry, regulatory inquiry, and company mergers and acquisitions: evidence from Shenzhen Stock Exchange comment letters[J]. *Accounting & Finance*, 2022, 62(2): 2497-2542.
- [18] 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(5): 181-198.
- [19] Johnson B A, Liscic L L, Moon J S, et al. SEC comment letters on form S-4 and M&A accounting quality[J]. *Review of Accounting Studies*, 2023, 28(2): 862-909.
- [20] 王思雨, 范合君. 问询函监管对股东并购决策投票行为的影响[J]. 证券市场导报, 2024(1): 39-52.
- [21] 傅祥斐, 周芳芳, 赵立彬, 等. 社交媒体关注、监管问询与公司并购——基于东方财富“股吧”论坛文本分析的经验证据[J]. 管理工程学报, 2024(4): 104-121.
- [22] Healy P M, Palepu K G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31(1-3): 405-440.
- [23] 李晶晶, 郭颖文, 魏明海. 事与愿违: 并购业绩承诺为何加剧股价暴跌风险? [J]. 会计研究, 2020(4): 37-44.
- [24] 杜创. 声誉、竞争与企业的边界——兼论高质量发展背景下的国有企业重组[J]. 经济研究, 2020(8): 153-170.
- [25] Chen Y M, Liu H H, Wu H Y. Reputation for toughness and anti-dumping rebuttals: competitive rivalry, perceived benefits, and stage of the product life cycle[J]. *Journal of Business Research*, 2016, 69(6): 2145-2150.
- [26] Focke F, Maug E, Niessen-Ruenzi A. The impact of firm prestige on executive compensation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 123(2): 313-336.
- [27] 郝颖, 黄雨秀, 宁冲, 等. 公司社会声望与高管薪酬: 公共服务抑或职业声誉[J]. 金融研究, 2020(10): 189-206.
- [28] Berrone P, Surroca J, Tribó J A. Corporate ethical identity as a determinant of firm performance: A test of the mediating role of stakeholder satisfaction[J]. *Journal of Business Ethics*, 2007, 76: 35-53.
- [29] Becker G S. Crime and punishment: An economic approach[J]. *Journal of Political Economy*, 1968, 76(2): 169-217.
- [30] 王竞达, 范庆泉. 上市公司并购重组中的业绩承诺及政策影响研究[J]. 会计研究, 2017(10): 71-77.
- [31] 柳建华, 徐婷婷, 陆军. 并购业绩补偿承诺会诱导盈余管理吗? [J]. 管理科学学报, 2021(10): 82-105.
- [32] 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.
- [33] 任胜钢, 郑晶晶, 刘东华, 等. 排污权交易机制是否提高了企业全要素生产率——来自中国上市公司的证据[J]. 中国工业经济, 2019(5): 5-23.
- [34] 陈运森, 邓祎璐, 李哲. 证券交易所一线监管的有效性研究: 基于财务报告问询函的证据[J]. 管理世界, 2019(3): 169-185+208.
- [35] Lin C, Officer M S, Zou H. Directors' and officers' liability insurance and acquisition outcomes[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(3): 507-525.
- [36] 胡国柳, 胡珺. 董事高管责任保险与企业风险承担: 理论路径与经验证据[J]. 会计研究, 2017(5): 40-46+96.
- [37] Lin C, Officer M S, Schmid T, et al. Is skin in the game a game changer? Evidence from mandatory changes of D&O insurance policies[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2019, 68(1): 101225.
- [38] 袁蓉丽, 文雯, 谢志华. 董事高管责任保险和财务报表重述[J]. 会计研究, 2018(5): 21-27.

[责任编辑: 王丽爱]

Stock Exchange Inquiries and Performance Commitment: Risk Warning or Effective Supervision?

ZHOU Shaoni¹, ZHOU Zhitian¹, DU Qiyue¹, WANG Zhongchao²

(1. School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, Beijing 100044, China;

2. School of Economics and Management, Beijing Forestry University, Beijing 100083, China)

Abstract: Based on the matched data of performance commitment fulfillment and stock exchange inquiries from 2014 to 2022, this study examines the regulatory effectiveness of stock exchange inquiries on M&A performance commitments. The findings reveal that while the stock exchange's inquiries on M&A performance commitments have not yet achieved effective supervision, inquiries into previous performance commitment events can still serve as an intertemporal risk warning for current performance commitments. Furthermore, external markets can receive risk warning signals from stock exchange inquiry letters, with a more negative market reaction to the first announcement date of current M&A events when there are more inquiries about previous performance commitments. Additionally, the introduction of directors' and officers' liability insurance, engagement of high-reputation financial advisors, and strengthening of regulatory policies can work in synergy with stock exchange inquiry letters to achieve effective supervision of performance commitments, as evidenced by improved completion rates of current performance commitments and reduced likelihood of performance deterioration after the commitment period.

Key Words: inquiry letters; performance commitment; risk warning; effective supervision; principal-agent conflict; information asymmetry; reputation constraint; deterrence effect