

业绩承诺协议对企业风险披露 的激励效应研究

沈思晨 刘欣怡 刘 岩*



摘 要：本文利用 2011—2022 年中国上市公司数据，考察了业绩承诺协议（即对赌协议）对收购方企业风险信息披露的影响。研究表明，收购方在与目标公司签订业绩承诺协议后，显著增加了风险信息的文本披露。异质性分析进一步表明，该效应主要集中于非国有企业、存在女性高管、分析师关注度较高以及媒体曝光度较高的公司。机制分析显示，在签订业绩承诺协议后，若收购方未相应提高风险信息透明度，其股价崩盘风险可能增大；相反，增加风险信息披露有助于降低这一风险。本文拓展了业绩承诺协议在风险信息披露领域的理论理解，并为推动中国证券市场高质量发展提供了有益的政策启示。

关键词：业绩承诺协议；风险信息披露；公司治理；股价崩盘风险

一、引 言

从 2011 年起，我国资本市场迎来并购重组热潮，业绩承诺协议（即对赌协议）作为一种重要的契约安排，在并购交易中被广泛采用。目标公司往往通过设定较高的业绩承诺来吸引投资者关注，并在交易初期推高市场预期程度和股价。然而，业绩承诺的实际履行情况并不理想，目标公司未能实现承诺业绩的情形屡见不鲜。这一偏离业绩承诺目标的现象，加剧了股价波动，损害市场声誉，甚至诱发股东诉讼风险。

近年来，业绩承诺协议频繁遭遇履约困境。例如，在“蓝色光标并购博杰广告案”中，目标公司在并购后经营大幅下滑，2015 年未能完成业绩承诺，且新管理团队拒绝支付补偿款，导致蓝色光标商誉大幅减值以及财务报表恶化，并引发投资者对公司治理能力的广泛质疑^①。再如，万达院线于 2016 年收购时光网并签署业绩承诺协议，后者

* 沈思晨，武汉大学经济与管理学院（邮编：430072），E-mail: scshen@whu.edu.cn；刘欣怡，上海交通大学上海高级金融学院（邮编：200030），E-mail: liuxinyi_2002@163.com；刘 岩（通讯作者），中山大学管理学院（创业学院）（邮编：518107），E-mail: liuy2696@mail.sysu.edu.cn。本研究得到国家自然科学基金青年项目“证券集体诉讼制度与上市公司信息披露质量：影响机制及经济后果”（72202164）、国家自然科学基金面上项目“金融部门控制权网络与重大风险防范化解研究”（72173091）、国家自然科学基金面上项目“金融稳定保障基金的动态最优设计：理论与应用”（72573192）的资助。

① 2013 年，蓝色光标收购博杰广告并签订业绩对赌协议，博杰广告承诺在 2013—2016 年达到特定盈利目标，否则需向蓝色光标进行补偿。然而，收购后博杰广告未能完成业绩承诺，2015 年业绩出现大幅下滑，未能达到对赌协议的目标，且新高管团队拒绝支付补偿款，导致蓝色光标的财务状况和市场声誉受损。该案例凸显了并购中业绩对赌协议的风险。

未完成业绩目标, 万达因此确认了较大金额的商誉减值, 并自 2018 年起计提大额减值准备, 对公司业绩和股价产生了明显冲击。此类案例反映出, 虽然业绩承诺协议在一定程度上缓解了信息不对称带来的逆向选择风险的压力, 但其激励机制也可能促使目标公司管理层隐瞒风险或过度乐观地披露信息, 反而加大收购方面临的财务与治理压力(刘向强等, 2018; Li 等, 2019; 支晓强等, 2023)。

从典型案例来看, 此类履约困境通常伴随三个共同特征: 一是激励约束强度过高, 导致目标公司存在推迟风险揭示或盈余管理的动机; 二是尽职调查阶段的信息不对称问题无法完全消除, 收购方难以准确评估目标公司的真实盈利能力与可持续性; 三是补偿机制存在执行障碍, 一旦目标公司控制权变动或高管更替, 协议履约面临实际操作难题。这些特征表明, 业绩承诺协议并非“无成本”的风险控制工具, 反而可能成为诱发风险积聚和信息扭曲的源头。

在此背景下, 收购方如何调整自身的治理和信息披露策略以应对业绩承诺可能带来的履约风险, 成为一个值得关注的问题。契约治理理论指出契约不仅是交易各方权利和责任的约定, 还会影响企业的治理和决策, 以应对履约过程中的不确定性。对于收购方而言, 业绩承诺协议的设定意味着其需承担协议期间目标公司由于业绩波动引起的履约风险, 同时会面临市场投资者和监管机构对其风险管理能力的更高要求。在此压力下, 收购方往往需要调整治理机制以减小履约风险并维持市场信任。一方面, 收购方可能会加强对目标公司的监督和管理以确保业绩目标的实现。另一方面, 也可能通过优化自身的信息披露策略, 提高透明度, 以向市场传递其并购后整合和风险控制的信心。相比未签订业绩承诺协议的并购交易, 签订该协议的收购方更有动力披露更多与并购整合及未来业绩相关的风险信息, 以平衡市场预期、降低法律和声誉风险, 并以此之缓解未来潜在的履约压力。

然而, 风险信息披露也可能因为揭示了潜在风险而引发市场恐慌(Kravet 和 Muslu, 2013), 并损害公司利益和管理层的职业前景。因此, 收购方公司管理层在签订业绩承诺协议后是否会如实披露增加的风险信息以及哪些因素可以促进其真实披露相关风险信息, 已成为一个亟待研究的关键问题。

为回答上述问题, 本文以 2011—2022 年中国沪深 A 股上市公司为样本, 系统分析收购方公司在签订业绩承诺协议后的风险信息披露决策。实证结果表明, 签订业绩承诺协议显著提升了收购方公司的风险信息披露水平, 表明在业绩承诺带来的业绩压力下, 收购方管理层更倾向于主动披露风险信息, 以缓解信息不对称压力并赢得投资者的信任。该结论在一系列稳健性检验中得到了验证。进一步的异质性分析显示, 非国有产权性质、高管团队中存在女性成员、强外部监督等因素显著增强了业绩承诺协议对收购方公司风险披露的正向影响。此外, 我们还发现, 签订业绩承诺协议会增加股票崩盘风险, 而增加的风险信息披露有助于抑制这一风险。

本文的贡献主要体现在以下几方面: 第一, 从契约治理视角检验了业绩承诺协议对收购方信息披露策略的影响。我们发现, 在履约不确定性及市场监督下, 业绩承诺协议促使收购方优化信息披露策略以平衡市场预期并缓解履约压力。这一发现拓展了契

约治理理论在信息披露领域的应用。第二,填补了业绩承诺协议对风险信息披露的研究空缺。现有文献主要聚焦于业绩承诺协议对财务表现和并购效益的影响(Allee 和 Wangerin, 2018; 刘向强等, 2018; Li 等, 2019; 何熙琼等, 2023), 鲜有关注其对风险信息披露的作用。本文系统分析了业绩承诺协议对收购方公司风险披露行为的影响, 为业绩承诺协议的后果研究提供了新的视角。第三, 从管理层行为的角度进一步揭示了风险信息披露的动因及影响因素。通过实证分析, 本研究表明业绩承诺协议显著提升了收购方的风险信息披露水平, 并表明在业绩承诺带来的压力下, 管理层更倾向于主动披露风险信息, 以缓解信息不对称压力并增强投资者信任(Heinle 和 Smith, 2017), 这为风险信息披露的影响因素研究提供了新的证据。第四, 深化了公司治理因素对风险信息披露的作用机制。本文的异质性分析表明, 非国有产权、高层管理团队的性别多样性和外部监督强度等因素显著增强了业绩承诺协议对风险披露的正向影响(Seebeck 和 Vetter, 2021)。第五, 提出了抑制业绩承诺协议引发股票崩盘风险的新机制, 丰富了对业绩承诺协议经济后果的研究视角。本文验证了业绩承诺协议会增加收购方公司股价崩盘风险(关静怡和刘娥平, 2019), 并发现管理层通过增加风险信息披露来缓解可能的市场冲击。

总体而言, 本文为理解业绩承诺协议在并购交易中的多维度经济后果提供了新的研究视角, 拓展了风险信息披露的理论框架, 并为政策制定和实务操作提供了重要启示。

二、文献回顾

(一) 业绩承诺协议相关研究

2008 年《上市公司重大资产重组管理办法》规定, 并购中基于未来收益法进行资产定价的交易, 应该就实际盈利与预测盈利的差异签订盈利补偿协议, 并在业绩无法达标时进行赔偿(何熙琼等, 2023)。目前, 学术界也逐步开始关注业绩承诺协议在并购重组交易过程中扮演的角色。

关于业绩承诺协议的签订动因, 信号传递理论认为, 业绩承诺协议能够作为目标企业质量的信号, 以达成并购意图。此外, 业绩承诺协议可以减少信息不对称, 能较好地解决并购方面临的逆向选择与道德风险问题, 提升交易效率。从代理冲突视角可知, 业绩承诺协议将目标方的激励与并购方的利益绑定, 有助于协调管理层与股东的利益冲突。

大量研究关注业绩承诺协议的经济后果。一部分文献认为, 业绩承诺协议能够提高并购双方的经济效益水平。具体而言, 业绩补偿承诺有助于提高并购后目标公司的经营绩效, 降低收购方面临的风险水平及收购成本(Allee 和 Wangerin, 2018), 并在一定程度上抑制企业金融化(何熙琼等, 2023), 从而促进实体经济发展。此外, 业绩承诺协议能够增强并购双方的协同效应, 提高股东价值并带来更高的股票回报率(翟进步

等, 2019)。

另一部分研究者指出, 业绩承诺协议可能对并购双方带来负面影响。对于目标公司而言, 协议所施加的短期业绩压力可能抑制其长期发展动力, 尤其是削弱创新投入动力, 导致创新数量减少和质量下降(吴超鹏和蒋骄亮, 2023)。同时, 业绩承诺协议可能诱发机会主义行为, 增加目标公司管理层盈余管理的动机, 并增加收购方公司的审计费用(刘向强等, 2018)。Li 等(2019)发现, 在关联方并购交易中, 业绩承诺协议的签订会夸大劣质目标资产的价值。当目标公司未能完成业绩承诺等不利消息被公开时, 收购方公司可能面临股价崩盘风险。此外, 支晓强等(2023)指出, 在业绩承诺期结束后, 目标公司业绩常出现下滑, 收购方可能面临商誉减值的压力。这些研究表明, 尽管业绩承诺协议能够在一定程度上减少交易风险, 但其可能引发治理扭曲现象, 带来额外的市场风险与监管挑战。

总体而言, 现有研究主要关注目标公司在履行业绩承诺协议过程中采用的治理策略或引发的治理扭曲。这些策略可能带来正面效应(如提升业绩与股票回报), 也可能产生负面效应(如减少创新与增加盈余管理), 并对收购方产生间接影响(如绩效提升、股价崩盘与商誉减值风险增加、审计费用上升)。然而, 关于收购方在协议执行过程中的治理策略及治理扭曲的研究仍较为有限(支晓强等, 2023)。本文从信息披露策略的角度切入, 分析收购方如何利用风险信息披露策略平衡市场预期, 并缓解业绩承诺履约压力, 丰富了契约治理理论在信息披露领域的应用。

(二) 风险信息披露相关研究

风险披露既有可能增加也有可能减少投资者的风险感知(Kravet 和 Muslu, 2013)。一方面, 风险信息披露降低了信息不对称程度, 减少了投资者的风险感知。在银行业, 增加风险披露被证明有助于降低贷款利率和提升银行业绩水平(王雄元和曾敬, 2019)。对非金融机构, 风险信息披露能增强股票流动性(姚颐 and 赵梅, 2016), 还能提高分析师预测准确程度, 降低资本成本, 增加市场信任度(Hope 等, 2016; Heinle 和 Smith, 2017)。另一方面, 风险信息的揭示可能会增加投资者感知的风险水平。公司内部控制缺陷的公开披露可能增加系统性风险和权益成本, 会导致股价下跌。风险信息披露可能传递盈利不佳的信号, 导致股价表现不佳, 股票回报率的波动性增加, 增强投资者的风险感知(Campbell 等, 2014)。国内研究也表明, 风险信息披露的增加可能会加剧投资者恐慌, 从而显著降低未来股票流动性(杨墨等, 2022)。

现有文献更多地研究了公司财务(潘琰和辛清泉, 2004)、社会责任(何枫等, 2024)和环境信息披露(王翌秋和谢萌, 2022)的原因及影响因素, 而对风险信息披露的影响因素研究相对较少。现有研究表明, 公司治理结构如独立董事比例、董事会性别多样性和审计委员会的忙碌程度等对风险披露有显著影响(Seebeck 和 Vetter, 2021; Bailey 和 Filzen, 2024)。此外, 公司风险特征(如系统风险、融资风险、公司规模和股息收益率)、特质性风险、信息不对称和企业价值(Campbell 等, 2014)也是风险披露的重要决定因素。同时, 监管变化与债务期限结构(Wang 等, 2023)也会影响企业的风险披露。

风险信息披露作为治理工具的一种制度安排, 其本质在于通过市场纪律机制提升

企业透明度,引导管理层形成稳健、规范的治理逻辑。肖钢(2020)指出,监管层推动从“审批制”向“信息披露制”的转型,不仅提高了资本市场的运行效率,也促使企业在市场机制作用下不断优化风险管理行为与公司治理结构。在并购背景下,业绩承诺协议如何影响收购方公司对风险信息的披露策略,尤其是在履约压力增强、风险加大的情境下,管理层如何调适信息披露行为,是一个亟需深入研究的问题。

三、理论分析与研究假说

本文首先通过一个简单的企业风险信息披露模型,明确企业披露决策的影响机制,并说明业绩承诺协议如何影响企业信息披露决策。在此基础上,本文提出一组相应的研究假说,为后续的实证分析提供理论框架和指引。

(一) 理论模型

假设企业的风险信息披露水平为 D , P 表示企业是否处于业绩承诺期,处于业绩承诺期时 $P=1$,不处于业绩承诺期则 $P=0$ 。披露风险信息对企业而言既有成本也有收益,所以假设企业披露风险信息的成本系数为 $\beta>0$,披露风险信息的收益系数为 $\delta>0$ 。同时,业绩承诺期披露风险也会导致额外的成本和收益,本文将业绩承诺期披露风险导致的额外损失系数和额外收益系数分别设定为 $\lambda>0$ 和 $\gamma>0$ 。

Verrecchia(1983)认为,信息披露会产生专有成本^①,且该成本是披露水平的增函数。一般来说,成本函数具有凸性,反映边际成本随披露水平上升而增加。假设企业的披露成本是披露水平 D 的二次函数,同时假设业绩承诺期披露风险会产生额外成本,并且这种成本是信息披露水平 D 的线性函数,则披露成本函数可表示为:

$$C(D,P)=\beta\cdot D^2+\lambda\cdot P\cdot D \quad (1)$$

Verrecchia(1983)、Diamond 和 Verrecchia(1991)指出信息披露通常可以减少信息不对称和增强市场信心等。因此,假设企业在披露信息时也能够获得相应的收益,且在业绩承诺期内如实披露会带来额外收益,这些收益都是信息披露水平 D 的线性函数,可得到披露收益函数为:

$$B(D,P)=(\delta+\gamma\cdot P)\cdot D \quad (2)$$

企业的目标是最大化净收益,即披露收益减去披露成本,代入披露收益函数和披露成本函数之后,可以得到企业的目标函数为:

$$\pi(D,P)=B(D,P)-C(D,P) \quad (3)$$

$$\pi(D,P)=(\delta+\gamma\cdot P-\lambda\cdot P)\cdot D-\beta\cdot D^2 \quad (4)$$

企业选择披露水平 D 以最大化净收益,对 D 求一阶导数并设为零,得到最优披露

① 披露对公司有利或不利的信息都会产生成本。一方面,披露对公司不利的信息会产生专有成本,例如银行可能会要求公司提前偿还贷款。另一方面,即使是披露对公司有利的会计数据信息,也可能对公司的前景造成不利影响,尤其是在某些高度竞争或政策敏感的行业,披露有利的会计数据可能引发竞争对手的反应或政策压力。

水平 D^* :

$$\frac{\partial \pi(D, P)}{\partial D} = (\delta + (\gamma - \lambda) \cdot P) - 2\beta \cdot D = 0 \Rightarrow D^* = \frac{\delta + (\gamma - \lambda) \cdot P}{2\beta} \quad (5)$$

根据以上推导,可以得到企业在不同情形下的最优披露水平。当企业不处于业绩承诺期时(即 $P=0$),最优披露水平 $D_{p=0}^*$ 为: $D_{p=0}^* = \frac{\delta}{2\beta}$; 当企业处于业绩承诺期时(即 $P=1$),最优披露水平 $D_{p=1}^*$ 为: $D_{p=1}^* = \frac{\delta + (\gamma - \lambda)}{2\beta}$ 。

肖钢(2020)指出,当公司信息披露的边际成本低于边际收益时,上市公司有提高信息披露质量的强烈意愿。这与本文的模型结论一致,即当企业处于业绩承诺期内时,企业的最优披露水平是否提高取决于披露风险导致的额外收益(γ)和额外损失(λ)之间的关系。如果披露风险带来的长期收益(γ)大于短期损失(λ),企业会选择如实披露增加的风险(即增加风险披露 $D_{p=1}^* > D_{p=0}^*$); 反之,企业会选择隐瞒披露增加的风险(即减少风险披露 $D_{p=1}^* < D_{p=0}^*$)。

(二) 研究假说

上市公司作为收购方,与目标方之间存在信息不对称问题,目标方有可能隐藏经营业绩、财务风险和未来发展等方面的重要信息以保障自身利益,这类行为会严重损害上市公司的并购绩效,导致其面临的风险增加。尽管业绩承诺协议能够降低并购双方之间信息不对称程度,保障上市公司利益,但目标方未完成业绩承诺现象较为普遍,在某些行业中的比率甚至超过 50%(冯科等,2023),业绩承诺失败依然可能对上市公司财务表现、股价波动、声誉等方面产生较大影响。一方面,收购方可能基于目标公司承诺的业绩预期支付了较高的并购溢价,目标方未完成业绩承诺会导致收购方无法通过并购实现预期的投资回报,导致财务表现不佳。另一方面,投资者通常会对并购的长期价值有预期,如果目标公司未能完成业绩承诺,可能会引发市场对收购方未来盈利能力的担忧,导致其股价下跌。此外,目标方未完成业绩承诺可能会损害收购方的市场声誉,投资者和其他利益相关者可能会对收购方的并购决策能力和后续的整合能力产生质疑。对赌协议一般持续好几年的时间,对赌协议一旦签订,就有违约的风险,无论最后公司是否违约,公司面对增加的违约风险,都可能会改变其风险披露行为。

上述模型中的讨论说明,企业处于业绩承诺期时,其最优披露水平取决于披露风险给企业带来额外的信息披露收益($\gamma > 0$)和额外的信息披露成本($\lambda > 0$)之间的关系。当额外的边际收益超过成本时,企业会选择在此时披露更多的风险信息。因此,企业如何选择其披露策略需要实证经验证据来解答。基于以上分析,本文提出两个对立研究假说 H1a 和 H1b。

H1a: 当企业处于业绩承诺期内时,企业的风险信息披露水平提高。

H1b: 当企业处于业绩承诺期内时,企业的风险信息披露水平下降。

潘琰和辛清泉(2004)指出,国有上市公司内部治理结构利益博弈的失衡也严重影响了会计信息质量。控股股东为国有股东时,企业盈余质量显著降低。考虑到国有企

业与非国有企业之间的差异, Xiao 等(2004)认为,国有企业持有较高比例股份的公司披露程度较低,法人股东持有的股份比例则与信息披露程度正相关。国有企业股东拥有独特的行政和经济目标,这些目标可能与自愿披露相关的透明度目标不一致。此外,国家机关往往可以直接获取内部信息,对外部信息的需求更少,因此也更倾向于减少企业信息的公开。与之相反,非国有企业的股东作为更注重利润的投资者,对管理层施加了更大的透明度和披露压力。从管理层披露风险信息的动机来看,由于所有者缺位,国有企业的董事会监督职能较弱,公司管理层的权利更大,出于对个人声誉和利益的保护,国有企业管理层更倾向于不披露公司存在的风险和缺陷(赵息和许宁宁, 2013)。换言之,对处于业绩承诺期的国有企业而言,风险信息披露的额外收益较小而成本较高,即 $\gamma - \lambda$ 减小,这意味着业绩承诺协议对国有企业风险信息披露的边际影响更小;而非国有企业则与此相反。基于以上分析,本文提出研究假说 H2。

H2: 当企业产权性质属于非国有时,业绩承诺协议对上市公司风险披露的促进作用会增强。

高层梯队理论认为,在高层管理团队中,管理者的个人特征会影响他们的认知和价值观,而他们的认知能力、价值观等因素则会促使他们做出高度个性化的决策(Hambrick 和 Mason, 1984)。性别是高管特征中极为重要的一部分,目前国内外越来越多的研究开始关注高管性别对公司战略决策的影响。路军(2015)的研究表明,女性具有低风险偏好和重视声誉的特征,这会导致其在团队做出决策的过程中不断警示风险,积极提升公司信息透明度,从而向市场展示其决策倾向,为她们的个人声誉提供保障。这种行为会在高管团队中产生传染效应,从而促使公司高管更加注重风险信息的披露。相较于女性,男性高管的机会主义行为更多,男性更有可能隐瞒坏消息,也更容易牺牲长期利益以达到短期目标(Tyson, 1990)。此外,男性高管往往不重视风险,存在过度自信的特点,更容易做出错误决策。相较于男性,女性的风险偏好程度更低,过度自信的可能性更小,因此在进行决策时往往会更加保守和更加谨慎。换言之,当高管团队中存在女性时,由业绩承诺协议带来的风险信息披露边际收益更大,边际成本更低, $\gamma - \lambda$ 变大,故业绩承诺协议对风险披露的边际作用更强。基于以上分析,本文提出研究假说 H3。

H3: 当企业的高管团队中存在女性高管时,业绩承诺协议对上市公司风险披露的促进作用会增强。

目前,国内外相关研究表明,分析师跟踪与媒体关注均为有效的外部监督机制。分析师在上市公司与投资者之间扮演着关键的信息传递角色,分析师和评级机构参与私有信息的产出,有助于发现管理者的不当行为。Yu(2008)发现,分析师跟踪与企业盈余管理行为负相关。分析师追踪监督能够有效减少上市公司在业绩预告中违规行为的发生几率。媒体关注同样具有监督功能,被媒体曝光的公司更有可能纠正其自身的违规行为(Dyck 等, 2008),媒体的负面报道会导致企业财务重述行为的发生概率显著降低,有效提高公司的治理水平并抑制企业管理者的机会主义行为(戴亦一等, 2011)。外部监督者的持续关注与报道极大地限制了企业管理层掩盖不利信息的能力,一方面企

业能够保留的不利信息数量非常有限,另一方面能够隐藏信息的时间也会大幅缩短。除了外部监督机制对管理层的制约外,外部监督者的揭露功能极易引起投资者或公众的注意,对企业的发展以及声誉会造成重大影响。因此,外部较强的监督机制将会遏制企业的信息管理行为,管理层会更倾向于诚实公开企业面临的风险。与前述假说的分析类似,外部监督水平的提高,将压低风险信息披露的边际成本,从而加大业绩承诺协议对公司风险信息披露的边际作用。基于以上分析,本文提出研究假说 H4。

H4: 当企业面对的外部监督更强时,业绩承诺协议对上市公司风险披露的促进作用会增强。

李晶晶等(2020)指出,并购业绩承诺增加了上市公司未来股价崩盘的潜在风险。信息优势方会利用业绩承诺机制进行投机,通过设定过高的承诺水平以获取私利,而这种高承诺水平往往会加剧并购方未来的股价崩盘风险(关静怡和刘娥平,2019)。此外,市场中的投资者(尤其是个人投资者)缺乏专业判断能力且处于信息劣势地位,无法识别甚至盲目追逐虚高的业绩承诺,这进一步增大了并购方未来股价崩盘的风险。因此,上市公司在签订业绩承诺协议后,其股价崩盘风险会增大。管理层讨论与分析(MD&A)为外部投资者提供了有关企业经营现状和未来发展的关键信息,能够在一定程度上缓解投资者、分析师等外部信息使用者与上市公司之间的信息不对称问题(Muslu 等,2014)。在 MD&A 的展望部分,公司通常会揭示其所面临的政策风险、行业特定风险、技术风险、财务风险、法律风险等事项并说明相应的应对策略。当企业在签订业绩承诺协议后增加 MD&A 中的风险披露,有助于减少负面信息的隐藏或缓解负面信息释放对股价的冲击,有助于外部投资者更全面清晰地把握公司未来的发展风险,从而合理预测公司未来业绩,减小上市公司因股价虚高而导致的股价崩盘风险。基于以上分析,本文提出研究假说 H5。

H5: 当企业处于业绩承诺期时,其面临的股价崩盘风险显著增加,且企业增加风险信息披露能够有效缓解股价崩盘风险。

四、样本数据和实证模型

(一) 样本选择与数据来源

证监会 2008 年发布了《上市公司重大资产重组管理办法》,其中提到了并购重组业绩承诺的相关规定,同时为了避免全球金融危机造成的影响,本文选取 2011 年至 2022 年中国沪深股市 A 股上市公司作为研究样本。

在样本选择上,本文进行了如下的数据处理。(1)考虑到金融类上市公司的特殊性,剔除金融行业公司;(2)剔除财务数据不完整的样本;(3)剔除营业收入或总资产小于 0 的异常样本。最终,得到 33861 个观测值。为了防止异常值对结果的影响,对所有连续变量上下 1%分位数进行了缩尾处理。

本文的数据来源如下:(1)企业风险披露信息来自于上市公司年报中“管理层讨

论与分析”部分的文本；(2)业绩承诺数据来自于 CNRDS 数据库；(3)财务数据、公司治理数据均来自于国泰安数据库(CSMAR)。

(二) 变量说明

1. 被解释变量

参考王雄元和曾敬(2019)的研究,本文主要被解释变量为企业风险披露水平 $\Delta RiskDis$,用从企业年报“管理层讨论与分析”部分提取出的当年风险关键词频数与上年风险关键词频数之差来衡量, $\Delta RiskDis$ 越大表明公司风险信息披露越多。参考杨墨等(2022)的研究,本文建立的反映中国上市公司风险的关键词如表 1 所示。MD&A 部分的风险信息披露 $\Delta RiskDis$ 均值为 6.078,标准差为 22.569,说明整体来看我国上市公司 MD&A 风险信息披露每年变化不大,但公司之间风险信息披露差异性较大^①。

表 1 风险关键词

风险	能否	可能	也许	或许	变化	变动	波动
不确定	不明确	不清楚	不准确	不完整	不完全	没把握	影响
潜在	挑战	艰难	失败	困难	冒险	冲击	不良
不利	颠覆	危机	隐患	灾难	瓶颈	危害	动荡
重创	困境	复杂	突发	异常	转型	面临	面对
偏离	意外	失控	失效	失灵	严峻		

2. 解释变量

解释变量为是否签订了业绩承诺的虚拟变量 Vam ,如果公司当年处于业绩承诺期内, Vam 取 1;如果当年不处于业绩承诺期, Vam 则为 0。业绩承诺变量 Vam 均值为 0.189,表明存在业绩承诺约定的公司大约占本文研究样本的 18.9%。

3. 控制变量

参考 Wang 等(2023)的研究,本文控制了以下可能影响企业风险信息披露的变量:企业规模($Size$)、资本结构($Leverage$)、现金流水平($Cashflow$)、企业成长性($Salesgrowth$)、机构持股($Instown$)、两职合一($Dual$)。

为了减少遗漏变量问题对本文结论的干扰,本文在模型中纳入了一些可能同时影响公司是否签订业绩承诺协议以及其风险信息披露策略的关键变量。例如,公司治理质量(如董事会规模($Board$))、独立董事比例($Ind(\%)$)和盈利能力(如总资产收益率(ROA))。治理结构较完善的收购方企业(如具有较高独立董事比例的公司)可能更倾向于签订业绩承诺协议,以提高并购交易的透明度和可信度,并更积极地披露风险信息,以减少市场疑虑。此外,盈利能力较强的收购方企业在签订业绩承诺协议后,可能希望通过更充分的信息披露向市场传递履约能力,从而增强投资者信心并降低估值不确定程度。

为了进一步减少潜在的内生性问题,本文在回归分析中加入了公司固定效应和时间固定效应,以控制无法观测的在个体或时间维度上可能同时影响收购方企业签订业

① 限于篇幅,描述性统计的表格见附录。读者可扫描本文首页二维码获取电子版附录。

绩承诺协议决策和风险信息披 露策略的异质性因素,如行业特征和宏观经济环境,从而增强结论的稳健性和可靠性。具体的变量名称、符号、定义见表 2。

表 2 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	风险披露	$\Delta RiskDis$	MD&A 中风险关键词词频数与上年风险关键词词频数之差
		$RiskDis$	MD&A 中风险关键词词频数
解释变量	业绩承诺协议	Vam	若公司当年处于业绩承诺期内则取 1, 否则为 0
	企业规模	$Size$	年末资产总额取自然对数
	资本结构	$Leverage$	负债总额/资产总额
	现金流水平	$Cashflow$	经营活动现金流量净额/资产总额
控制变量	总资产收益率	ROA	净利润/总资产平均余额
	企业成长性	$Salesgrowth$	营业收入年增长率
	机构持股	$Instown$	机构投资者持有股份数量/总股份
	两职合一	$Dual$	若董事长与总经理为同一人则取 1, 否则为 0
	董事会规模	$Board$	董事会中董事总人数
	独立董事比例	$Ind(\%)$	独立董事人数/董事会总人数 $\times 100\%$

(三) 实证模型

本文使用如下模型检验业绩承诺协议对企业风险信息披露的影响:

$$\Delta RiskDis_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Vam_{i,t-1} + \alpha_2 X_{i,t-1} + \mu_i + \theta_t + \varepsilon_{i,t} \tag{6}$$

式(6)中, $\Delta RiskDis$ 表示企业风险披露情况, $Vam_{i,t-1}$ 为业绩承诺的哑变量, $X_{i,t-1}$ 是一组控制变量, 为消除潜在内生性, 将上述自变量和控制变量滞后一期。 μ_i 和 θ_t 分别用于控制公司固定效应和年度固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差项。此外, 回归模型标准误在公司层面进行聚类处理。

五、实证结果分析

(一) 基准回归

本部分通过式(6)构建模型来评估业绩承诺协议的签订对我国上市企业风险信息披露的影响, 回归中控制了个体固定效应和年度固定效应, 结果如表 3 所示。

其结果显示, 第(1)列未加入控制变量时, Vam 系数在 1%水平上正显著; 第(2)列中加入了一系列可能影响企业风险信息披露的控制变量后, Vam 系数仍在 5%水平上正显著, 即在签订了业绩承诺协议后, 企业的风险信息披露水平显著提高, 验证了研究假说 H1a。具体而言, 相比于未签订业绩承诺协议的公司, 签订了业绩承诺协议的公司在其 MD&A 中风险关键词的变化量平均增加了 0.828。这说明, 企业管理层倾向于坦诚公开风险信息以降低信息不对称程度, 获取投资者信任。

表 3 基准回归结果

变量	(1)	(2)
	$\Delta RiskDis$	$\Delta RiskDis$
<i>Vam</i>	1.298*** (3.490)	0.828** (2.196)
<i>Size</i>		1.077*** (3.471)
<i>Leverage</i>		4.821*** (4.017)
<i>Cashflow</i>		1.966 (0.870)
<i>ROA</i>		26.518*** (8.950)
<i>Salesgrowth</i>		0.097 (1.491)
<i>Instown</i>		-0.018 (-1.535)
<i>Dual</i>		-0.190 (-0.466)
<i>Board</i>		0.039 (0.254)
<i>Ind</i> (%)		0.069* (1.652)
<i>Cons</i>	5.795*** (81.456)	-23.265*** (-3.353)
公司固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
<i>N</i>	33377	33377
<i>Adj R</i> ²	0.160	0.164

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10% 的水平上显著。括号内汇报的是在公司层面进行聚类处理(cluster)的 *t* 值，下同。

（二）稳健性检验^①

1. 更换被解释变量

本文参考杨墨等(2022)的方法，采用企业年报“管理层讨论与分析”部分风险关键词词频数作为被解释变量的替代衡量指标进行稳健性检验。其结果显示，无论是否加入控制变量，*Vam* 系数均保持正显著，本文的基础结论仍然成立。

2. 业绩承诺协议的动态效应

本文进一步考察企业在签订业绩承诺协议的哪一个阶段会增加其风险信息的披露。不同阶段的披露反映了企业不同的动机：如果企业在业绩承诺期初期选择披露更多风险信息，说明其主动性披露意愿较强，通常是为了主动管理外界预期，减少或消除信息不对称所导致的潜在风险；而在承诺期后期面临更大的履约压力时，企业为减小业绩承诺无法实现所带来的影响，不得不被动披露更多风险信息。具体变量定义如下：

① 限于篇幅，本文稳健性检验部分的结果及未展示的图表均置于附录，读者可扫描本文首页二维码获取之。

Vam_Start (Vam_End) 在业绩承诺期的第一年(最后一年)取 1, 其余年份取 0; Vam_Mid 在业绩承诺期的中间年份取 1, 第一年和最后一年取 0。表 4 检验结果显示, Vam_Start 的系数保持正显著, 也就是说上市公司更多地选择在业绩承诺期开始阶段增加风险信息的披露, 而非最后确定是否违约时期。通过在早期主动披露风险信息, 企业向市场展示其识别和管理潜在风险的能力, 还有助于减少信息不对称, 稳定投资者信心。

表 4 稳健性检验——业绩承诺协议的动态效应

变量	(1)	(2)
	$\Delta RiskDis$	$\Delta RiskDis$
Vam_Start	1.803*** (2.947)	1.406** (2.307)
Vam_Mid	1.100** (2.417)	0.516 (1.112)
Vam_End	0.778 (1.080)	0.473 (0.651)
控制变量	不控制	控制
公司固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
N	33377	33377
$Adj R^2$	0.160	0.164

3. 仅保留有并购重组的公司作为回归样本

为了防止并购重组业务对结果的影响, 采用样本期内进行并购重组业务的沪深 A 股上市公司作为回归样本^①。在此模型中, 签订了业绩承诺协议的公司若处于业绩承诺期内 Vam 取 1, 否则为 0; 未签订业绩承诺协议的公司所有年份均为 0。其检验结果表明, 无论是否加入控制变量, 系数均保持正显著, 本文的基础结论仍然成立。

4. Heckman 两阶段模型

业绩承诺协议的签订并非为随机事件, 为了保持本文结论的稳健性, 采用 Heckman 两阶段模型控制可能存在的样本自选择问题。参考支晓强等(2023)的方法, 选择同年度、同行业其他上市公司签订业绩承诺协议的均值 ($Indvamp_{pro}$) 作为业绩承诺协议 (Vam) 的工具变量^②。本文在第一阶段中以 Vam 为被解释变量, $Indvamp_{pro}$ 为解释变量, 进行 Probit 回归得到逆尔米斯比率 IMR 。在其第二阶段中, 将 IMR 作为控制变量加入到回归模型(6)中进行检验。其回归结果表明, 变量 Vam 的系数在 5% 的水平上正显著, 本文主要的研究结论依然成立。

① 本期内, 作为并购方进行并购重组业务的上市公司占比为 81.47%, 其中签订对赌协议的上市公司占比为 46.64%, 未签订对赌协议的上市公司占比为 53.36%。

② 由于同行业的企业在宏观经济环境、行业标准、风险评估等方面具有一定的相似性和可参考性, 因此在考虑是否签订业绩承诺协议的过程中, 收购方企业很可能会参考同行业其他企业的做法; 同时, 没有直接证据表明同行业其他公司签订业绩承诺协议的比例会影响到公司的风险披露水平。

5. PSM 倾向得分匹配

本文基于影响企业签订业绩承诺协议的因素进行倾向得分最近邻匹配^①，在未签订协议的公司中筛选与签订协议的公司具有相似特征的样本，并进一步在筛选后的样本中进行回归。其平衡性检验的结果显示，原样本经过倾向得分匹配后，处理组和控制组的变量偏差绝对值均低于 2%，差异程度显著下降，且两组之间的均值差异也均不显著，说明匹配效果良好。接下来，本文仅保留配对后的样本，根据模型(6)再次进行回归。其结果表明，主要解释变量 Vam 的系数仍然在 5% 的水平上保持正显著，与基础回归中的结论保持一致。

六、异质性分析与机制检验

(一) 异质性分析

上述结果显示上市公司签订业绩承诺协议会促进其自身的风险信息披露，但企业面临的内部治理结构和外部监督环境可能会导致这一效应存在显著的差异。为了加深对业绩承诺协议与风险信息披露之间关系的认识，本文进一步从企业内部治理(股东性质和高管特征)和外部监督(分析师与媒体关注度)两个角度，分析在什么情况下业绩承诺协议对上市公司风险披露的正向激励效应会增强。

1. 基于产权性质视角的异质性分析

由于最终控制人的性质存在差异，国有企业与非国有企业之间在业绩目标和公司治理等方面存在较大差异。首先，国有企业往往承担行政性目标，这些目标可能和减少信息不对称目标不一致。其次，国有企业管理层往往和政府机构等利益相关者之间存在内部沟通渠道，对外部信息的需求较少，自身进行信息披露的动机也不足。再次，非国有企业的风险由股东承担，故其对风险控制有更为紧迫的需求。最后，非国有企业往往更需要通过风险信息披露来降低外部人的不信任程度，从而达到保护声誉和实现业绩的目的。因此，本文认为非国有产权性质会促进业绩承诺协议对企业风险信息披露的正向影响。

在回归中加入业绩承诺协议 Vam 和企业性质 SOE (国有企业取 1) 的交乘项的结果显示(见表 5)， $Vam \times SOE$ 在 1% 水平上负显著，这说明业绩承诺协议对企业风险信息披露的正向激励在非国有企业中更明显，与本文的理论假设一致。

2. 基于高管特征视角的异质性分析

高管特征对公司战略决策起着举足轻重的作用，在影响企业风险披露方面，女性高管和男性高管主要有以下三点不同之处：第一，心理学、社会学以及实验经济学的大量文献表明，女性更倾向于规避风险。第二，男性高管团队更容易过分强调自身权威和

^① 影响企业签订业绩承诺协议的因素包括：企业规模($Size$)、资本结构($Leverage$)、现金流水平($Cashflow$)、总资产收益率(ROA)、企业成长性($Salesgrowth$)、机构持股($Instown$)、两职合一($Dual$)、董事会规模($Board$)、独立董事比例(Ind , %)。

利益,造成“一言堂”现象,降低信息透明度。第三,男性高管往往更容易存在机会主义行为,更重视个人利益而非企业整体利益。因此,当团队中存在女性高管时,业绩承诺协议对企业风险信息披露的正向激励会增强。

在回归中加入业绩承诺协议 Vam 和高管团队性别特征 $Female$ (高管团队包括至少一名女性时取 1) 的交乘项后,表 5 结果显示, $Vam \times Female$ 在 5% 水平上正显著,这说明当团队中存在女性高管时,业绩承诺协议对企业风险信息披露的正向激励会增强。

表 5 异质性分析——基于产权性质和高管特征视角

变量	(1)	(2)
	$\Delta RiskDis$	$\Delta RiskDis$
$Vam \times SOE$	-2.858*** (-3.98)	
$Vam \times Female$		1.533** (2.064)
Vam	1.614*** (3.645)	-0.185 (-0.304)
SOE	0.740 (0.803)	
$Female$		0.246 (0.632)
控制变量	控制	控制
公司固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
N	33377	33373
$Adj R^2$	0.165	0.165

3. 基于外部监督视角的异质性分析

外部监督提高了企业不当行为被发现和曝光的概率,迫使管理层采取更加透明和负责任的信息披露策略。当管理层知晓其行为和决策将受到这些监督者的审查时,为了维护其公众形象和投资者信心,他们更倾向于主动披露潜在风险和不利信息,这不仅有助于构建投资者信任,也促进了市场的有效运作。因此,更强的外部监督会加大业绩承诺协议对上市公司风险信息披露的激励作用。

分析师和媒体均为有效且常见的外部监督者,故本文使用两个不同的指标来衡量企业面临的外部监督^①。(1) 分析师关注:将分析师人数 $Analyst$ 定义为跟踪一个上市公司的机构数目。当企业分析师跟踪数超过中位数时, $Analyst$ 取 1, 否则 $Analyst$ 取 0。(2) 媒体关注:使用上市企业媒体负面报道总数来衡量该企业面对的媒体关注,当企业媒体负面报道总数超过中位数时, $Media$ 取 1, 否则 $Media$ 取 0。

如表 6 所示,第(1)列的回归中加入了业绩承诺协议 Vam 和分析师关注 $Analyst$ 的交乘项,第(2)列回归中加入了业绩承诺协议 Vam 和媒体关注 $Media$ 的交乘项。其结果

① 分析师关注数据来源于 CSMAR 分析师预测研究数据库,媒体关注数据来源于中国上市公司财经新闻数据库(CFND)。

表明, $Vam \times Analyst$ 和 $Vam \times Media$ 在 10%水平上正显著, 这说明当企业面临更高的外部关注度时, 业绩承诺协议对企业风险信息披露的正向促进作用更明显。

表 6 异质性分析——基于外部监督视角

变量	(1)	(2)
	$\Delta RiskDis$	$\Delta RiskDis$
$Vam \times Analyst$	1.163* (1.661)	
$Vam \times Media$		1.145* (1.650)
Vam	0.188 (0.331)	0.374 (0.786)
$Analyst$	-0.606 (-1.546)	
$Media$		-0.209 (-0.602)
控制变量	控制	控制
公司固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
N	33377	33377
$Adj R^2$	0.164	0.164

（二）机制分析

本部分探究业绩承诺协议对企业风险的影响机制。关静怡和刘娥平(2019)的研究表明, 业绩承诺协议承诺率虚高将会增加企业的股票崩盘风险。当目标公司隐瞒的真实盈利水平暴露或业绩承诺未达标时, 收购方也将面临业绩下滑和股价波动的压力, 引发恐慌导致股票崩盘风险增加。市场中的非理性投资者盲目追逐高业绩承诺将会进一步增大崩盘风险。与此同时, 公司信息披露水平与股价崩盘风险显著负相关(Hutton 等, 2009)。真实准确的信息披露既能够说明企业具有良好的内部治理机制, 能够抑制管理者机会主义行为和隐藏坏消息的倾向, 又能够降低投资者与企业之间的信息不对称程度, 有利于投资者做出合理决策, 避免出现股价虚高的情形。

因此, 当企业面临业绩承诺协议带来的潜在股价崩盘风险时, 选择增加风险信息 的披露将有助于降低信息不透明程度, 使得股价能够反映企业真实的经营状况, 未来 面临的股价崩盘风险也将得到有效缓解。

参考 Hutton 等(2009)的研究, 本文使用负收益偏态系数($NCSKEW$)和收益上下 波动比率($DUVOL$)来衡量股价崩盘风险。其具体的计算方式如下:

$$R_{i,s} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{m,s-2} + \alpha_2 R_{m,s-1} + \alpha_3 R_{m,s} + \alpha_4 R_{m,s+1} + \alpha_5 R_{m,s+2} + \varepsilon_{i,s} \tag{7}$$

其中, $R_{i,s}$ 是股票 i 在第 s 周的收益率, $R_{m,s}$ 是市值加权的市场指数在第 s 周的收 益率, $\varepsilon_{i,s}$ 是公式(7)的残差。通过残差可以计算出股票 i 在第 s 周的特有收益率 $W_{i,s} = \ln(1 + \varepsilon_{i,s})$, 进而计算负收益偏态系数($NCSKEW$):

$$NCSKEW_{i,t} = \frac{-n(n-1)^{3/2} \sum_{s \in t} W_{i,s}^3}{(n-1)(n-2) \left(\sum_{s \in t} W_{i,s}^2 \right)^{3/2}} \quad (8)$$

其中, n 为每年股票 i 的交易周数, $s \in t$ 表示第 t 年的第 s 周。 $NCSKEW$ 越大, 表示偏态系数为负的程度越严重, 股价崩盘风险越大。

收益上下波动比率 ($DUVOL$) 计算公式为:

$$DUVOL_{i,t} = \ln \left[\frac{(n_u - 1) \sum_{s \in down(t)} W_{i,s}^2}{(n_d - 1) \sum_{s \in up(t)} W_{i,s}^2} \right] \quad (9)$$

其中, $down(t)$ ($up(t)$) 表示股票 i 的周特有收益率 $W_{i,s}$ 小于 (大于) 年平均收益率的样本集合, n_u (n_d) 为 $W_{i,s}$ 大于 (小于) 年平均收益率的周数, $DUVOL$ 越大, 代表收益率分布更左偏, 股价崩盘风险越大。

首先, 基于全样本, 将变量 $NCSKEW$ 和 $DUVOL$ 分别作为被解释变量, 将企业是否处于业绩承诺期 Vam 作为解释变量。其回归结果如表 7 所示, Vam 的系数分别在 1% 和 5% 水平上正显著。这表明, 业绩承诺协议加大了企业的股票崩盘风险, 即签订业绩承诺协议增大了企业股票崩盘风险。

表 7 机制分析——全样本回归结果

变量	(1)	(2)
	$NCSKEW$	$DUVOL$
Vam	0.032*** (2.803)	0.016** (2.162)
控制变量	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
N	33273	33273
$Adj R^2$	0.032	0.036

前述结果表明对赌协议的签订增大了企业的崩盘风险。接下来, 本文将进一步分析如果企业风险披露增加是否可以消解股票崩盘的风险。为此, 本文将样本分为对赌协议签订以后企业风险信息披露显著增加组和企业风险信息披露没有显著增加组。其具体处理方式如下: (1) 计算签订业绩承诺协议的公司签约前后的风险信息披露均值差; (2) 使用差值的中位数将签约样本划分为风险披露增加多的样本和增加少的样本; (3) 风险披露增加多 (少) 组以签约且风险披露增加多 (少) 的公司为处理组, 两组均以所有未签订业绩承诺协议的公司为对照组。分组回归结果如表 8 所示, 风险披露增加少的组别中, Vam 系数均在 1% 水平正显著; 而在风险披露增加多的组别中, Vam 系数均不显著。使用 $NCSKEW$ 作为因变量时, 组间差异 p 值接近显著, 使用 $DUVOL$ 作为因变量时, 组间差异 p 值在 5% 水平上显著, 表明两组结果有显著区别。以上结果说明, 对赌协议的签订增加了企业的风险, 如果企业不增加风险披露会引发股票崩盘的风险, 但如果企业增加风险披露, 则可以有效消解其股价崩盘的风险。

表 8 机制分析——分样本回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	NCSKEW		DUVOL	
	风险披露多	风险披露少	风险披露多	风险披露少
<i>Vam</i>	0.021 (1.421)	0.052*** (3.296)	0.006 (0.652)	0.031*** (3.116)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	25351	25111	25351	25111
<i>Adj R</i> ²	0.033	0.035	0.039	0.038
组间差异 <i>p</i> 值	0.130		0.050**	

七、研究结论与启示

本文使用 2011—2022 年中国上市公司数据，探究了业绩承诺协议（也称对赌协议）对并购方企业风险信息披露的影响。其结果表明，业绩承诺协议显著促进了上市公司的文本风险信息披露；签订业绩承诺协议后，企业管理层倾向于更透明地披露风险信息，以降低信息不对称程度，为股东和中小投资者提供更准确的公司信息。本文实证结果通过多项稳健性检验，具有一致性。同时，风险披露的增加主要集中在非国企、有女性高管、分析师跟踪多和媒体关注度高的企业。此外，本文还表明签订业绩承诺协议会增加股票崩盘风险，但增加风险披露可以缓解增加的股票崩盘风险。

尽管业绩承诺协议通常被视为控制并购风险、强化激励约束的重要契约安排，但本文研究揭示了其治理功能的双重性，一方面，该机制有助于在并购初期缓解信息不对称压力和稳定市场预期；但另一方面，该机制也可能在激励强度过高的背景下诱发目标企业的道德风险，从而加大收购方的股价崩盘风险。进一步研究表明，管理层可通过主动加强风险信息披露，在一定程度上缓解由契约激励所引致的治理压力。上述结论不仅为理解业绩承诺协议的制度效应提供了更为全面的视角，也拓展了风险信息披露作为治理机制的边界。具体而言，风险披露行为并非单纯的合规响应，而是企业应对激励机制诱发新型风险的一种主动调节手段。这一发现对并购契约设计、监管政策优化与信息披露制度的完善具有重要的理论启示与实践价值。基于此，本文提出以下建议。

其一，多样化业绩承诺协议的内容。当前我国业绩承诺协议设置仍以财务指标为主，条款较为单一，难以满足目标公司多样化发展的需求。监管部门与政策制定者应鼓励在协议中加入非财务指标，如目标公司的环境、社会责任履行、创新能力增强等承诺内容，设置超额业绩奖励和管理层稳定性承诺等条款，从而提供更有力的业绩激励，帮助公司实现长远发展。此外，为控制业绩承诺协议可能带来的高风险，建议监管部门要求上市公司在协议中引入风险评估条款，上市公司应披露针对不同市场环境、行

业变化的风险应对策略。这样,通过提高协议的透明度,股东和投资者可更好地理解并购交易的风险和潜在价值。

其二,加强股东监督机制的实效性。在并购重组中,管理层掌握信息优势,可能产生自利行为,忽视股东利益。为了消除这种代理问题,建议上市公司股东和董事会参与并购过程中的各个环节,包括并购前的尽职调查、协议条款的设计以及并购后的资源整合。在具体操作中,可通过设置独立委员会、聘请外部顾问等方式进行监督,并要求管理层提供相关决策依据,确保每个决策环节透明、客观。此外,上市公司董事会应建立激励与问责并行的监督机制,确保管理层不仅能够高效执行并购重组,同时也要对决策结果负责,避免风险积聚。

其三,优化高管团队的结构与治理机制。高管团队的多元化对公司治理和信息披露有显著影响。上市公司应重视性别平衡及高管多样性对风险管理的积极作用,积极提升团队多元化水平。在实际操作中,上市公司可制定高管团队性别比例目标,并将其纳入公司治理指标,提供多元化的晋升和培训机会。监管机构也可出台鼓励性政策,为女性高管参与治理提供良好的制度支持,帮助公司增强管理层的风险意识和提高信息披露质量。

其四,完善分析师跟踪机制与媒体监督环境。分析师跟踪和媒体报道在降低信息不对称程度方面具有重要的外部监督作用。为提高上市公司治理质量,监管部门应推动更多分析师对上市公司进行跟踪,并支持发展独立、专业的分析师评价体系,提高分析师覆盖率及拓展其跟踪深度。同时,监管部门应制定相关政策,维护媒体对上市公司信息披露行为的监督权,鼓励媒体对违规、误导信息等行为进行曝光。通过增强分析师和媒体的监督作用,上市公司会更加注重风险披露的真实、透明,减少掩盖风险信息的行为。

其五,建立金融风险早期预警与纠正机制。本文结果表明,业绩承诺协议可能增加股价崩盘风险,因此必须建立严格的金融风险早期预警和纠正机制。具体而言,监管部门应要求上市公司建立风险预警系统,定期评估因业绩承诺而带来的财务和股价波动风险,并向股东和公众揭示风险状况。建议监管部门设立风险披露硬性要求,确保对高风险企业的监测和预警信息及时、准确发布。若出现风险预警信号,上市公司应立即启动应对方案,包括限期披露风险的应对措施和管理层承诺,减少风险对投资者的不利影响。

参考文献

- [1] 戴亦一,潘越,刘思超.媒体监督、政府干预与公司治理:来自中国上市公司财务重述视角的证据[J].世界经济,2011(11):121-144.
- [2] 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.
- [3] 冯科,邢晓旭,何理.业绩对赌协议对并购溢价和市场反应的影响[J].金融研究,2023(1):188-206.

- [4] 关静怡, 刘娥平. 业绩承诺增长率、并购溢价与股价崩盘风险[J]. 证券市场导报, 2019(2): 35-44.
- [5] 何 枫, 闫钰琳, 温博慧. 强制社会责任披露与企业真实盈余管理——“笃行致远”抑或“瞒天过海”[J]. 南开经济研究, 2024(11): 138-158.
- [6] 何熙琼, 任 芳, 杨昌安. 并购重组利润监管的实体经济效应——基于业绩承诺制度的研究[J]. 国际金融研究, 2023(3): 84-96.
- [7] 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.
- [8] 刘向强, 孙 健, 袁蓉丽. 并购业绩补偿承诺与审计收费[J]. 会计研究, 2018(12): 70-76.
- [9] 路 军. 女性高管抑制上市公司违规了吗?——来自中国资本市场的经验证据[J]. 中国经济问题, 2015(5): 66-81.
- [10] 潘 琰, 辛清泉. 所有权、公司治理结构与会计信息质量——基于契约理论的现实思考[J]. 会计研究, 2004(4): 19-23.
- [11] 王雄元, 曾 敬. 年报风险信息披露与银行贷款利率[J]. 金融研究, 2019(1): 54-71.
- [12] 王翌秋, 谢 萌. ESG 信息披露对企业融资成本的影响——基于中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 南开经济研究, 2022(11): 75-94.
- [13] 吴超鹏, 蒋骄亮. 并购业绩对赌、企业创新与发明者流动[J]. 管理世界, 2023(6): 139-159.
- [14] 肖 钢. 中国资本市场变革[M]. 北京: 中信出版社, 2020.
- [15] 杨 墨, 董大勇, 徐永安. 风险信息披露与股票流动性——基于中国 A 股上市公司年报文本分析[J]. 系统管理学报, 2022(4): 794-810.
- [16] 姚 颐, 赵 梅. 中国式风险披露、披露水平与市场反应[J]. 经济研究, 2016(7): 158-172.
- [17] 赵 息, 许宁宁. 管理层权力、机会主义动机与内部控制缺陷信息披露[J]. 审计研究, 2013(4): 101-109.
- [18] 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): 191-200, 222, 201-202.
- [19] Allee K. D., Wangerin D. D. Auditor Monitoring and Verification in Financial Contracts: Evidence from Earnings and SFAS 141(R) [J]. Review of Accounting Studies, 2018, 23(4): 1629-64.
- [20] Bailey C., Filzen J. J. Audit Committee Member Business and Risk Factor Disclosure[J]. The British Accounting Review, 2024, 56(6): 101442.
- [21] Campbell J. L., Chen H., Dhaliwal D. S., et al. The Information Content of Mandatory Risk Factor Disclosures in Corporate Filings[J]. Review of Accounting Studies, 2014, 19: 396-455.

- [22] Diamond D. W., and Verrecchia R. E. Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital[J]. Journal of Finance, 1991, 46(4): 1325-59.
- [23] Dyck A., Volchkova N., Zingales L. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia[J]. Journal of Finance, 2008, 63(3): 1093-135.
- [24] Hambrick, D. C., and Mason, P. A., 1984. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. Academy of Management Review, 9(2): 193-206.
- [25] Heinle M. S., Smith K. C. A Theory of Risk Disclosure[J]. Review of Accounting Studies, 2017, 22: 1459-91.
- [26] Hope O. K., Hu D., Lu H. The Benefits of Specific Risk-Factor Disclosures[J]. Review of Accounting Studies, 2016, 21: 1005-45.
- [27] Hutton A. P., Marcus A. J., and Tehranian H. Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94(1): 67-86.
- [28] Kravet T., Muslu V. Textual Risk Disclosures and Investors' Risk Perceptions[J]. Review of Accounting Studies, 2013, 18: 1088-122.
- [29] Li J., Guo Y., Wei M. Performance Commitment in M&As and Stock Price Crash Risk[J]. China Journal of Accounting Studies, 2019, 7(3): 317-44.
- [30] Muslu V., Radhakrishnan S., Subramanyam K. R., et al. Forward-Looking MD&A Disclosures and the Information Environment[J]. Management Science, 2015, 61(5): 931-48.
- [31] Seebeck A., Vetter J. Not Just a Gender Numbers Game: How Board Gender Diversity Affects Corporate Risk Disclosure[J]. Journal of Business Ethics, 2021: 1-26.
- [32] Tyson T. Believing That Everyone Else Is Less Ethical: Implications for Work Behavior and Ethics Instruction[J]. Journal of Business Ethics, 1990, 9: 715-21.
- [33] Verrecchia, R. E. Discretionary Disclosure[J]. Journal of Accounting and Economics, 1983, 5: 179-94.
- [34] Wang S., Wang X., Xu L. Debt Maturity Structure and the Quality of Risk Disclosures[J]. Journal of Corporate Finance, 2023, 83: 102503.
- [35] Xiao J. Z., Yang H., Chow C. W. The Determinants and Characteristics of Voluntary Internet-Based Disclosures by Listed Chinese Companies[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2004, 23(3): 191-225.
- [36] Yu F. F. Analyst Coverage and Earnings Management[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(2): 245-71.

The Incentive Effect of Performance Commitment Agreements on Corporate Risk Disclosure

Shen Sichen¹, Liu Xinyi² and Liu Yan³

(1. Economics and Management School, Wuhan University, Wuhan 430072, China; 2. Shanghai Advanced Institute of Finance, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai 200030, China; 3. School of Business, Sun Yat-sen University, Shenzhen 518107, China)

Abstract: Utilizing data from Chinese listed companies spanning 2011 to 2022, this study examines how performance commitment agreements (PCAs), also known as valuation adjustment mechanism (VAM) agreements, influence the risk disclosure of acquiring firm. The study finds that after signing PCAs with target firms, acquirers significantly increase textual disclosure of risk information. Heterogeneity analysis further reveals that this effect is primarily concentrated in non-state-owned enterprises, firms with female executives, companies with high analyst coverage, and those with greater media exposure. Mechanism analysis indicates that a lack of corresponding risk information disclosure after signing a PCA may increase the acquirer's stock price crash risk, whereas enhancing risk disclosure helps mitigate this risk. The findings of this paper expand the theoretical understanding of PCAs in shaping corporate transparency and provide policy implications for promoting high-quality information disclosure regimes in China's capital markets.

Keywords: Performance Commitment Agreement; Risk Information Disclosure; Corporate Governance; Crash Risk

JEL Classification: G18 G32 G34

(责任编辑：张鲁瑶)

(责任校对：杨 光)