

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

(武汉大学经济与管理学院, 湖北武汉 430072; 上海交通大学上海高级金融学院, 上海 200030; 武汉大学经济与管理学院, 湖北武汉 430072)

摘要: 上市公司并购重组过程中, 并购方可以通过业绩承诺协议明确对目标方的业绩要求, 从而提高预期并购绩效。由于协议引起的信息与治理环境变化, 并购方的风险披露激励也可能受到显著影响。本文基于 2011 至 2022 年中国上市公司数据, 系统探究了业绩承诺协议对并购方企业风险信息披露的影响。本文发现上市公司与目标方签订业绩承诺协议后, 其自身风险披露水平显著增强, 且这一正向激励效应具有良好稳健性。从内部治理来看, 非国有产权性质、女性高管等特征, 会提高业绩承诺协议对企业风险披露的激励; 从外部监督来看, 当上市公司的分析师跟踪和媒体关注较强时, 业绩承诺协议对企业风险披露的激励也会增强。机制分析表明, 签订业绩承诺协议后, 上市公司的股价崩盘风险提高, 从而促使管理层增加风险信息披露, 以期抑制崩盘风险。本文的发现深化了对上市公司业绩承诺协议与风险披露行为与制度的理论认识, 有助于促进中国证券市场的高质量发展。

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

JEL 分类号: G18; G32; G34

*作者简介:

沈思晨, 特聘副研究员, 武汉大学经济与管理学院, Tel: 18163545219, E-mail: scshen@whu.edu.cn

刘欣怡, 博士生, 上海交通大学上海高级金融学院, Tel: 13971319295, E-mail: liuxinyi_2002@163.com

刘岩, 副教授, 武汉大学经济与管理学院, Tel: 18827441050, E-mail: yanliu.ems@whu.edu.cn

本文文责自负。

业绩承诺协议对企业风险披露的激励效应研究

摘要：上市公司并购重组过程中，并购方可以通过业绩承诺协议明确对目标方的业绩要求，从而提高预期并购绩效。由于协议引起的信息与治理环境变化，并购方的风险披露激励也可能受到显著影响。本文基于 2011 至 2022 年中国上市公司数据，系统探究了业绩承诺协议对并购方企业风险信息披露的影响。本文发现上市公司与目标方签订业绩承诺协议后，其自身风险披露水平显著增强，且这一正向激励效应具有良好稳健性。从内部治理来看，非国有产权性质、女性高管等特征，会提高业绩承诺协议对企业风险披露的激励；从外部监督来看，当上市公司的分析师跟踪和媒体关注较强时，业绩承诺协议对企业风险披露的激励也会增强。机制分析表明，签订业绩承诺协议后，上市公司的股价崩盘风险提高，从而促使管理层增加风险信息披露，以期抑制崩盘风险。本文的发现深化了对上市公司业绩承诺协议与风险披露行为与制度的理论认识，有助于促进中国证券市场的高质量发展。

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

JEL 分类号：G18; G32; G34

一、引言

并购交易中的信息不对称问题可能会增加并购方风险。借鉴国外对赌协议（valuation adjustment mechanism）这一概念，我国证监会在 2008 年发布的《上市公司重大资产重组管理办法》，对业绩承诺协议进行了明确规定，并购双方可以基于目标方预期未来的收益，通过契约约定在未来一段时间内目标方需要达成的业绩目标。若目标公司未完成相应的业绩约定，则需要以股份或现金等方式对并购方进行补偿。尽管业绩承诺协议在一定程度上减少了信息不透明对并购方的损害，保护了并购方利益，但目标方的恶意隐瞒、刻意炒作等行为也会对并购方造成影响。此外，目标方无法完成业绩承诺的情况在我国非常普遍，这会对并购方的财务表现、股价波动、市场声誉产生负面作用，因此并购方同样面临着较大的风险。

随着我国资本市场的不断发展，投资者对风险信息的需求逐渐增加。上市公司年报是管理层向外部投资者进行信息传递的重要工具，也是投资者进行投资决策前可以参考的重要信息。中国证监会于 2007 年首次要求在年报中董事会报告部分披露对公司发展战略和经营目标产生不利影响的风险因素及其应对措施，并于 2012 年再次要求在年度报告目录之后单独刊登重大风险提示，披露公司面临的重大风险及其应对措施（王雄元和高曦，2018）。对于企业管理层而言，风险信息的披露也是权衡利弊后的策略行为。为了保持企业良好的声誉和稳定的业绩，以及保护管理层自身的职业发展，管理层披露坏消息的意愿并不高，倾向于延迟披露坏消息（Kothari et al., 2009）。但 Heinle and Smith（2017）的研究发现，风险披露对公司发展有正面影响，公开揭示潜在风险可以减少信息不对称，从而减少投资者的质疑，增强其对公司未来前景的信任。

业绩承诺协议作为并购重组过程中重要的契约安排，对企业未来发展和投资者决策都会产生显著影响。在签订了业绩承诺协议之后，企业的风险承担如何变化；企业管理层会如何应对增长的风险，是否会选择如实披露风险；以及什么因素会影响企业如实披露相关风险？这是本文想要探究的一系列问题。本文基于 2011 至 2022 年中国沪深 A 股上市公司数据，探究业绩承诺协议对企业风险信息披露的影响。本文发现上市公司签订业绩承诺协

议后，其风险披露水平显著增强。这说明企业管理层倾向于坦诚公开风险信息以减少信息不对称程度，获取投资者信任。该结论在一系列稳健性检验后依然成立。异质性分析发现，从企业内部治理来看，非国有产权性质、女性高管等特征，会促进业绩承诺协议对上市公司风险披露的激励；从企业外部监督来看，当上市公司受到的分析师跟踪和媒体关注更强时，业绩承诺协议对上市公司风险披露的激励也会增强。进一步的机制分析表明签订业绩承诺协议增加了上市公司的股价崩盘风险，从而促进管理层增加 MD&A 中的风险信息披露，以期平抑崩盘风险。

本文的贡献主要体现在：第一，目前学术界对业绩承诺协议经济后果的研究主要集中在财务表现、管理层行为、市场反应、并购效益等方面，对风险信息披露的研究则主要集中于其带来的经济影响，而较少关注风险信息披露的动因。本文的研究问题丰富了研究视角，弥补了现有文献的缺失。第二，业绩承诺协议是并购重组过程中的一种重要的契约安排，会对企业的经营风险、财务风险等产生重要影响。本文将业绩承诺协议和企业风险披露结合起来分析，以探究我国并购重组中的业绩承诺协议对企业风险信息披露的影响。第三，本文进一步考察了在业绩承诺期内，产权性质、高管特征、外部监督等方面异质性对企业风险信息披露的影响，不仅为外部政策制定者和监管者提供了依据，也为企业内部管理层提供了有益借鉴。

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，但已有的研究结论并不统一，仍然存在争议。

少部分文献分析了业绩承诺协议的动因。企业签订业绩承诺协议的原因主要有以下三个方面：其一，从信号传递理论来看，业绩补偿协议被视为一种优质资产的信号，往往是盈利能力强的目标方才会自愿选择签订，因此也会向并购方传递积极信息以达成并购。其二，从信息不对称角度来看，并购方不够了解目标方的经营情况与盈利水平，业绩承诺制度中的细则能够向并购方传递关于标的资产的相关信息，减少逆向选择与道德风险问题。其三，从代理冲突的角度来看，签订业绩承诺协议会在一定程度上绑定目标方和收购方的利益目标，从而约束目标方管理层认真履行业绩承诺，有效协调代理方和委托方的利益冲突。

更多的文献关注业绩承诺协议的经济后果。一方面，业绩补偿承诺对并购双方有积极效应。对于目标方来说，业绩补偿承诺能够促进其并购后业绩提升。对收购方而言，业绩承诺可以降低其面临的风险和收购成本（Allee and Wangerin, 2018），并抑制企业金融化（何熙琼等，2023），促进实体经济发展。此外，业绩承诺协议能够增加并购双方的协同效应，提升并购溢价（郑忱阳等，2019）。国内外的研究也表明业绩承诺协议能够增加并购双方的效益。如 Barbopoulos et al.（2018）指出，业绩承诺协议通过信号作用提高信息透明度，从而缓和融资限制，减少融资成本，并能够促进对被并购资产的价值评估，提高股票的超额回报率。翟进步等（2019）的研究也表明，业绩承诺不仅促进了标的资产价值的提升，也有利于上市公司股价上涨。

另一方面，业绩承诺协议也会对并购方和目标方产生消极影响。对于目标方而言，企业在签订协议后面临较大的经营压力，因此会减少创新性的活动，创新数量和质量相较于未签订协议的企业均有减少（吴超鹏等，2023）。对于作为收购方的上市公司而言，业绩承

诺协议会导致机会主义行为的发生，签订协议的企业进行盈余管理的可能性更高，从而引发审计费用的提高（刘向强等, 2018）。Li et al. (2019) 的研究进一步指出，签订业绩承诺协议的企业会隐瞒不利信息来夸大较差目标资产的价值，当这些积累的坏消息最终向市场公开时，并购方股价暴跌风险也将增加。支晓强等（2023）的研究指出在业绩承诺期内，内部人减持规模显著增加，表明内部人可能会利用自身信息优势在承诺期内高位减持套现，这一现象会损害中小投资者利益。业绩承诺期结束后，被并购公司不再有业绩责任，其业绩大概率会下滑，因此上市公司面临更大压力，会显著提高商誉减值准备。

（二）风险信息披露相关研究

目前国内外文文献主要关注风险信息披露的经济后果，但依然没有确切的结果。这是因为，尽管风险信息本质上具有前瞻性，但其特殊之处在于风险信息披露更多地提供了关于预期绩效的二阶矩信息（Kravet and Muslu, 2013），因此风险披露既有可能增加也有可能减少投资者的风险感知。现有的一部分研究认为风险披露解决了公司已知的风险因素和偶发事件，降低了信息不对称水平，减少了风险感知；另一部分研究则认为风险信息的披露揭示了未知的风险因素和偶发事件，从而增加了投资者感知到的风险水平。

部分学者的研究聚焦于商业银行风险披露的积极影响。银行风险披露的增加有利于使用者更准确地对报表进行理解和分析。增加银行经营管理过程中风险信息的披露不仅有利于利益相关者做出合理决策，也能够降低银行贷款利率，促进银行经营业绩，提升稳定性（王雄元和曾敬, 2019）。对于非金融机构而言，姚颐和赵梅（2016）的研究认为公司风险披露的增加有利于降低 IPO 抑价，增强股票流动性。风险信息含量增加缓解了信息不对称问题，减少了不确定因素的影响，从而提高了股价的同步性。风险信息的披露还有助于分析师更好地评估企业面临的风险，提高预测的准确性（Hope et al., 2016）。部分研究还指出，风险信息的披露有利于提高市场信任度，从而降低风险溢价，减少资本成本（王雄元和高曦, 2018; Heinle and Smith, 2017）。

国内外的部分研究也揭示了风险信息披露的负面作用。风险信息在一定程度上来说代表了企业存在的问题，当公司公布其内部控制存在缺陷或重大问题时，其特殊风险、系统风险均显著增加，权益成本也较高，股票价格通常会下跌（Hammersley et al., 2008）。目前部分研究表明公开报告中风险因素部分披露增加会给公司业绩带来负面影响。Li (2006) 使用年报中风险信息关键词数量的对数值来衡量风险信息披露水平，发现公司通过文本形式的风险披露传递未来盈利不佳的信号，并且这些公司在报告后的股票回报表现不佳。Kravet and Muslu (2013) 的研究也指出文本风险披露与投资者的风险认知正相关，具体表现为：股票交易量显著上升，股票回报波动性增强，分析师的预测不确定性增加。Campbell et al. (2011) 研究发现，10-K 报告中公司风险因素的叙述性披露增加会导致 beta 值和股票回报波动性增加，也就是说投资者的风险感知也随之增强。国内学者也得出相似的结论，风险信息披露的增加加剧了投资者的恐慌，显著降低了未来股票的流动性（杨墨等, 2022）。

风险信息的披露具有双重属性：一方面有助于提高信息质量，提高投资者信任程度；另一方面将会增加投资者的风险感知，引发恐慌。因此上市公司管理层在面临业绩承诺风险时是选择尽职披露，还是选择掩盖信息误导投资者，是一个重要但缺乏经验证据的问题。本文旨在填补以上研究的缺失，从与风险相关的文本信息披露的角度考察了业绩承诺协议对企业风险披露的影响。

三、理论分析与研究假设

我们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设，为下面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存在成本也存在收益，因此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，我们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，反映边际成本随着披露水平增加而增加的性质。我们假设企业的披露成本是披露水平 D 的二次函数。同时我们假设业绩承诺期披露风险也会产生额外成本，并且这种成本是信息披露水平 D 的线性函数，我们得到披露成本函数为：

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

Verrecchia (1983) 和 Diamond and Verrecchia (1991) 指出信息披露通常可以减少信息不对称、提升市场信心等。因此，我们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，我们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我们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，得到最优披露水平 D^* ：

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

$$D^* = \frac{\delta + (\gamma - \lambda) \cdot P}{2\beta} \quad (6)$$

根据以上推导，我们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：

$$D_{p=0}^* = \frac{\delta}{2\beta} \quad (7)$$

当企业处于业绩承诺期时（即 $P = 1$ ），最优披露水平 $D_{p=1}^*$ 为：

$$D_{p=1}^* = \frac{\delta + (\gamma - \lambda)}{2\beta} \quad (8)$$

从上述模型可以看出，当企业处于业绩承诺期内时，企业的最优披露水平是否增加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

^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。

$D_{p=1}^* > D_{p=0}^*$)；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）研究假设

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、未来发展等方面的重要信息以满足自身利益，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，保障上市公司利益（陈仕华等, 2013），但目标方未完成业绩承诺现象非常普遍，在某些行业中比率甚至超过 50%（冯科等, 2023），业绩承诺失败依然会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率，导致财务表现不佳。另一方面，投资者通常会对并购案的长期价值有预期，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。

上述讨论说明，业绩承诺协议的存在，即可能给上市公司带来额外的信息披露收益（ $\gamma > 0$ ），也可能带来额外的信息披露成本（ $\lambda > 0$ ）。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，我们提出两个对立假设 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显著增加。

H1b：当企业处于业绩承诺期内时，企业的风险信息披露水平显著减少。

潘琰和辛清泉（2004）指出，国有上市公司内部治理结构在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 et al.（2004）认为，国有企业持有较高比例股份的公司的披露程度较低，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政治和经济目标，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上市公司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，我们提出假设 H2：

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

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。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（熊艾伦等, 2018; Li and Zeng, 2019）。路军（2015）的研究表明，当公司高管为女性时，其低风险偏好的特征会导致其在团队做出决策的过程中不断警示风险。此外，女性对声誉的高度重视促使她们积极提升公司信息透明度，原因是适度的公司信息公开能够向市场展示女性高层管理人员的决策倾向，从而为她们的个人声誉提供了一层保障。这种行为会在高管团队中产生传染效应，从而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，Tyson（1990）的研究表明，男性隐瞒较差消息的可能性高

于女性，目光较为短浅，容易牺牲长期利益以达到短期目标。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更加谨慎。换言之，当高管团队中女性比例较高时，由业绩承诺协议带来的风险信息披露边际收益更高，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，我们提出假设 H3：

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

目前国内外研究相关研究表明，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。分析师的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 et al., 2008)。国内的研究也指出，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，能够有效改善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严重的影响。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。与前述假设的分析类似，外部监督水平的提高，将压低风险信息披露的边际成本，从而提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，我们提出假设 H4：

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

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 (winsorize)。

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)，本文主要被解释变量为企业风险披露水平 $\Delta RiskDis$ ，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)，本文建

立的反映中国上市公司风险的关键词如表 1 所示。

表 1 风险关键词

风险	能否	可能	也许	或许	变化	变动	动荡
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	波动	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。

3. 控制变量

本文选取如下指标作为控制变量：企业规模（ $Size$ ，企业当年年末资产总额取自然对数）、资本结构（ $Leverage$ ，企业当年年末负债总额除以资产总额）、现金流水平（ $Cashflow$ ，企业当年经营活动现金流量净额除以资产总额）、总资产收益率（ ROA ，企业当年净利润除以总资产平均余额）、企业成长性（ $Salesgrowth$ ，企业营业收入年增长率）、机构持股（ $Instown$ ，企业机构投资者持有股份数量除以总股份）、两职合一（ $Dual$ ，如果董事长与总经理为同一个人则取 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（ $Ind(\%)$ ，董事会中独立董事人数占比）。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
控制变量	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
	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

（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，模型设置如下：

$$\Delta RiskDis_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Vam_{i,t-1} + \alpha_2 X_{i,t-1} + \mu_i + \theta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

模型中 $\Delta RiskDis$ 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) 描述性统计分析

根据表 3 中主要变量的描述性统计结果可以发现：(1) 年报中“管理层讨论与分析”部分的风险信息披露 $\Delta RiskDis$ 均值为 6.078，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，标准差为 22.569，说明我国上市公司之间 MD&A 风险信息披露的差异性较大。(2) 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) 本文控制变量的描述性统计结果与目前相关领域已有的研究基本保持一致。

表 3 描述性统计

变量	观测数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$\Delta RiskDis$	33861	6.078	22.569	-58.000	4.000	80.000
$RiskDis$	33861	79.951	39.200	19.000	72.000	217.000
Vam	33861	0.189	0.391	0	0	1.000
$Size$	33861	22.120	1.297	19.690	21.930	26.160
$Leverage$	33861	0.420	0.212	0.050	0.409	0.936
$Cashflow$	33861	0.045	0.070	-0.177	0.045	0.240
ROA	33861	0.043	0.067	-0.254	0.042	0.228
$Salesgrowth$	33861	-0.050	2.359	-14.523	0.010	9.678
$Instown$	33861	44.510	25.082	0.254	45.881	92.308
$Dual$	33861	0.290	0.454	0	0	1.000
$Board$	33861	8.536	1.671	5.000	9.000	15.000
$Ind(\%)$	33861	37.592	5.353	33.330	36.360	57.140

(二) 基准回归

本部分通过方程 (9) 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 4 所示。

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增加，验证了假设 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减少信息不对称程度，获取投资者信任。

表 4 基准回归结果

	(1)	(2)
	$\Delta RiskDis$	$\Delta RiskDis$
Vam	1.298*** (3.49)	0.828** (2.20)
$Size$		1.077*** (3.47)
$Leverage$		-0.018 (-1.53)
$Cashflow$		26.520*** (8.95)
ROA		1.966 (0.87)
		4.821***

<i>Salesgrowth</i>		(4.02)
<i>Instown</i>		0.097
		(1.49)
<i>Dual</i>		-0.190
		(-0.47)
<i>Board</i>		0.069*
		(1.65)
<i>Ind(%)</i>		0.039
		(0.25)
<i>Cons</i>	5.795***	-23.260***
	(81.46)	(-3.35)
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：***、**、*分别表示在 1%、5%和 10% 的水平下显著。括号内汇报的是在公司层面进行聚类处理（cluster）的 t 值，下同。

（三）稳健性检验

1. 更换被解释变量

本文参考杨墨等（2022），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。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。

表 5 稳健性检验——更换被解释变量

	(1)	(2)
	<i>RiskDis</i>	<i>RiskDis</i>
<i>Vam</i>	2.950***	1.166*
	(4.96)	(1.94)
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
<i>N</i>	33378	33378
<i>Adj R</i> ²	0.685	0.693

2. 业绩承诺协议的动态效应

本文进一步考察在签订业绩承诺协议的哪一个阶段，企业会增加其风险信息的披露。具体变量定义如下：*Vam_Start*在业绩承诺期的第一年取 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；*Vam_End*在业绩承诺期最后一年取 1，其余年份取 0。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。

表 6 稳健性检验——业绩承诺协议的动态效应

	(1)	(2)
	$\Delta RiskDis$	$\Delta RiskDis$
<i>Vam_Start</i>	1.803***	1.406**
	(2.95)	(2.31)
<i>Vam_Mid</i>	1.100**	0.516
	(2.42)	(1.11)
<i>Vam_End</i>	0.778	0.473
	(1.08)	(0.65)
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
<i>N</i>	33377	33377
<i>Adj R</i> ²	0.160	0.164

3. 仅保留有并购重组的公司作为回归样本^①

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。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 *Vam* 均为 0。表 7 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。

表 7 稳健性检验——仅保留有并购重组的公司作为回归样本

	(1)	(2)
	$\Delta RiskDis$	$\Delta RiskDis$
<i>Vam</i>	1.315*** (3.53)	0.872** (2.31)
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
<i>N</i>	30445	30445
<i>Adj R</i> ²	0.132	0.136

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 两阶段模型解决可能存在的样本自选择问题。参考支晓强等（2023），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 (*Indvampro*) 作为业绩承诺协议 (*Vam*) 的工具变量。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；但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。因此，本文在 Heckman 两阶段模型的第一阶段中加入同年度同行业其他上市公司签订业绩承诺协议的均值 *Indvampro*，并控制基础回归模型中的可能影响企业风险信息披露的一系列控制变量，在第一阶段中以 *Vam* 为被解释变量，*Indvampro* 为解释变量，进行 Probit 回归得到逆尔米斯比率 *IMR*，回归结果见表 8 中第 (1) 列。在 Heckman 两阶段模型的第二阶段中，将得到的逆尔米斯比率 *IMR* 作为控制变量加入到回归模型 (9) 中，表 8 中第 (2) 列回归结果表明，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。

表 8 稳健性检验——Heckman 两阶段模型

	(1)	(2)
	第一阶段	第二阶段
	<i>Vam</i>	$\Delta RiskDis$
<i>Indvampro</i>	1.236*** (7.61)	
<i>Vam</i>		5.368** (2.39)
<i>IMR</i>		-2.657** (-2.04)
控制变量	不控制	控制

^①样本期内，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%。

公司固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
<i>N</i>	33795	33299
<i>Pseudo R</i> ² / <i>Adj R</i> ²	0.136	0.164

5. PSM 倾向得分匹配

本文还对签订业绩承诺协议的上市公司和未签订业绩承诺协议的上市公司进行了 PSM 倾向得分匹配，以此来降低两类公司之间的特征差异。本文基于企业规模 (*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, %*) 等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，通过上述变量在未签订业绩承诺协议的上市公司中筛选与签订业绩承诺协议的上市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。表 9 报告了平衡性检验的结果，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。之后，本文仅保留配对后的样本，根据模型 (9) 再次进行回归，回归结果如表 10 所示。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。

表 9 稳健性检验——PSM 倾向得分匹配

Variable	Unmatched	Mean		%bias	%reduct bias	t-test	
	Matched	Treated	Control			t	p> t
<i>Size</i>	U	22.139	22.116	1.9		1.26	0.208
	M	22.139	22.127	0.9	50.3	0.52	0.605
<i>Leverage</i>	U	0.423	0.419	1.9		1.31	0.190
	M	0.423	0.424	-0.5	73.2	-0.28	0.776
<i>Cashflow</i>	U	0.041	0.046	-6.3		-4.35	0.000
	M	0.041	0.042	-0.3	94.9	-0.18	0.854
<i>ROA</i>	U	0.035	0.045	-15.3		-11.34	0.000
	M	0.035	0.034	0.6	96.1	0.32	0.746
<i>Salesgrowth</i>	U	0.042	-0.071	4.5		3.45	0.001
	M	0.042	-0.003	1.8	60.0	1.01	0.310
<i>Instown</i>	U	40.264	45.498	-21.1		-15.07	0.000
	M	40.264	39.974	1.2	94.4	0.66	0.507
<i>Dual</i>	U	0.314	0.284	6.6		4.78	0.000
	M	0.314	0.319	-1.0	84.4	-0.57	0.568
<i>Board</i>	U	8.275	8.597	-20.0		-13.93	0.000
	M	8.275	8.267	0.5	97.6	0.28	0.783
<i>Ind(%)</i>	U	37.695	37.567	2.4		1.72	0.085
	M	37.695	37.710	-0.3	88.4	-0.16	0.873

表 10 稳健性检验——PSM 倾向得分匹配后业绩承诺协议对企业风险披露的影响

	(1)	(2)
	$\Delta RiskDis$	$\Delta RiskDis$
<i>Vam</i>	1.724***	1.253**
	(3.22)	(2.30)
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
<i>N</i>	15241	15241
<i>Adj R</i> ²	0.214	0.218

6. 安慰剂检验

本文通过随机筛选签订业绩承诺协议的上市公司和业绩承诺期，构造了随机实验。根据虚拟实验中估计出基准回归中系数的概率来判断主要结论是否可靠。我们将上述过程重复 500 次，绘出 Vam 的回归系数的核密度估计图和 P 值分布图，从而验证企业风险信息披露水平是否显著受到除“业绩承诺协议签订”因素外的其他因素的影响。图 1 报告了 500 次随机实验下 Vam 的估计系数，分布都集中在零点附近，估计系数均值几乎为零。本文进一步绘制了 500 个估计系数的 p value，大多数估计值的 p value 大于 0.1。这意味着基准回归中的结果的确是由于上市公司处于业绩承诺期内引起的，本文核心结论仍旧稳健。

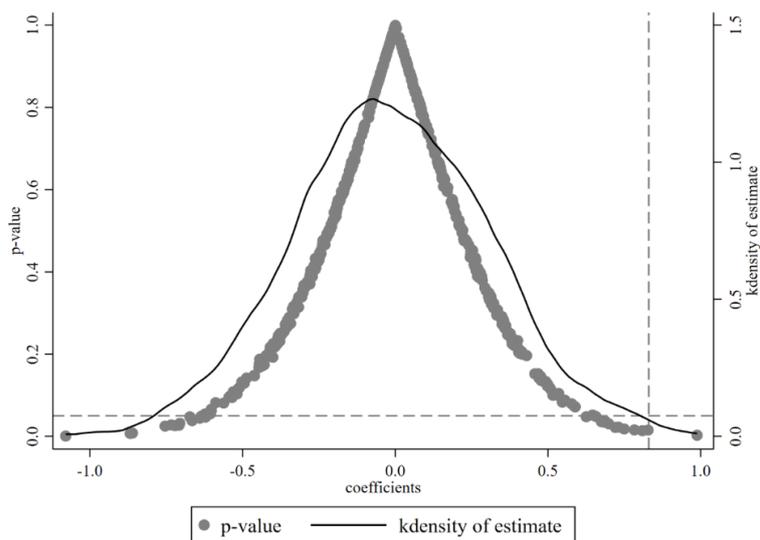


图 1 安慰剂检验

六、异质性分析与机制检验

（一）异质性分析

本文将从企业内部治理和外部监督两个角度进一步分析在什么情况下，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都存在较大差异。国有企业往往承担政治性目标并且和政府机构等利益相关者之间存在内部沟通渠道，导致风险信息披露的动机不足。此外，国有企业管理层权力更大，其自利行为受到的约束较小，更有可能隐藏风险信息以谋求个人利益最大化。而非国有企业往往更需要通过风险信息披露减少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。

本文将总样本分为国有企业和非国有企业，当企业为国有企业时， SOE 取 1，否则 SOE 为 0。在回归中加入业绩承诺协议 Vam 和企业性质 SOE 的交乘项，结果如表 11 第 (1) 列所示，交乘项 $Vam \times SOE$ 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，与本文的提出的理论假设保持一致。

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，女性高管因其性别特征会更加规避风

险。从内部来看，女性高管对于风险的警示会促使整个管理团队更加关注并且重视风险信息；从外部来看，女性高管倾向于保护声誉和避免法律责任的行为会导致其增加信息披露，从而公开其决策倾向。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。男性过度自信的特征也会导致其做出铤而走险的决策。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。

当企业的高管团队中至少包括一名女性成员时，*Female*取 1，企业高管团队成员全部为男性时，*Female*为 0。在回归中加入业绩承诺协议*Vam*和高管团队性别特征*Female*的交乘项，结果如表 11 第 (2) 列所示，交乘项*Vam* × *Female*在 5%水平上正显著，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。

表 11 异质性分析——基于产权性质和高管特征视角

	(1)	(2)
	$\Delta RiskDis$	$\Delta RiskDis$
<i>Vam</i> × <i>SOE</i>	-2.858***	
	(-3.98)	
<i>Vam</i> × <i>Female</i>		1.533**
		(2.06)
<i>Vam</i>	1.614***	-0.185
	(3.65)	(-0.30)
<i>SOE</i>	0.740	
	(0.80)	
<i>Female</i>		0.246
		(0.63)
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
<i>N</i>	33377	33373
<i>Adj R</i> 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，它们更倾向于主动披露潜在风险和不利信息这种增加的透明度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，更强的外部监督更强会促进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) 分析师关注。分析师关注数据来源于 CSMAR 中分析师预测研究数据库。参考 Yu (2008)，将分析师人数 *Analyst* 定义为跟踪一个上市公司的机构数目。券商分析师在过去的一个财务年度中，只要发布过某一家上市公司的至少一份盈利预测或评级报告，就被看作跟踪了这家上市公司。当企业分析师跟踪总数高于中位数时，*Analyst* 取 1，否则 *Analyst* 取 0。(2) 媒体关注。媒体关注数据来源于中国上市公司财经新闻数据库 (CFND)，该数据库将每一篇新闻报道的情感倾向性分为正面、中性和负面三类。媒体的负面报道一般是对上市公司存在某种问题或不当行为进行的批评，这种报道最能反应媒体的主观态度，经过传播后也往往最能引起社会的反响，而且大量来自媒体的批评报道会给予上市公司管理层以无形的压力。因此本文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高于中位数时，*Media* 取 1，否则 *Media* 取 0。

如表 12 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。结果表明，

交乘项 $Vam \times Analyst$ 和交乘项 $Vam \times Media$ 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 12 异质性分析——基于外部监督视角

	(1)	(2)
	$\Delta RiskDis$	$\Delta RiskDis$
$Vam \times Analyst$	1.163*	
	(1.66)	
$Vam \times Media$		1.145*
		(1.65)
Vam	0.188	0.374
	(0.33)	(0.79)
$Analyst$	-0.606	
	(-1.55)	
$Media$		-0.209
		(-0.60)
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，业绩承诺协议的高承诺率将会提高企业的股票崩盘风险。一方面，目标方可能将自己包装成优质资产，在信息不对称的情况下，上市公司很难识别出其真实能力，签订业绩承诺协议后，目标方隐瞒真实盈利水平变得困难，当负面消息爆发时，收购方股价也会波动，导致崩盘风险。另一方面，当目标公司无法完成业绩承诺时，目标公司将成为上市公司的不良资产，尽管存在业绩补偿，但上市公司的业绩依然会受到影响，引发投资者的恐慌导致股票崩盘风险增加。当股票崩盘风险显著增加的时候，企业有必要向投资者公开其面临的重大风险。此外，增加风险披露有助于减少信息不透明程度，降低未来公司面临的风险，维持业绩稳定。因此，业绩承诺协议会增加企业的股票崩盘风险，从而促进企业的风险信息披露。

参考 Hutton et al. (2009)，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。具体的计算方式如下：

$$R_{i,s} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{m,s-2} + \alpha_2 R_{m,s-1} + \alpha_3 R_{m,s} + \alpha_4 R_{m,s+1} + \alpha_5 R_{m,s+2} + \varepsilon_{i,s} \quad (10)$$

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 (10) 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 ($W_{i,s}$)：

$$W_{i,s} = \ln(1 + \varepsilon_{i,s}) \quad (11)$$

负收益偏态系数（ $NCSKEW$ ）计算公式为：

$$NCSKEW_{i,t} = \frac{-n(n-1)^{3/2} \sum_{s \in t} W_{i,s}^3}{(n-1)(n-2) (\sum_{s \in t} W_{i,s}^2)^{3/2}} \quad (12)$$

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：

$$DUVOL_{i,t} = \ln \left[\frac{(n_u - 1) \sum_{s \in down(t)} W_{i,s}^2}{(n_d - 1) \sum_{s \in up(t)} W_{i,s}^2} \right] \quad (13)$$

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。

本文将变量 $NCSKEW$ 和 $DUVOL$ 分别作为被解释变量，回归结果如表 13 所示。当被解释变量为 $NCSKEW$ 时， Vam 的系数在 1%水平正显著；当被解释变量为 $DUVOL$ 时， Vam 的系数在 5%水平正显著。结果表明，业绩承诺协议加剧了企业的股票崩盘风险，即签订业绩承诺协议增加了企业股票崩盘风险，为了缓解该风险，企业管理层增加了企业的风险信息披露。

表 13 机制分析

	(1)	(2)
	$NCSKEW$	$DUVOL$
Vam	0.032***	0.016**
	(2.80)	(2.16)
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

七、结论与启示

2011 年我国资本市场迎来并购重组热潮，业绩承诺协议作为我国上市公司并购重组过程中一种重要的契约安排，也被频繁使用。标的公司许下靓丽的业绩承诺，为上市公司股价长红写下了注脚。然而，目标公司业绩承诺屡屡成空，协议内容朝令夕改，对上市公司的财务表现、股价波动、市场声誉造成严重影响，甚至可能导致诉讼风险。上市公司签订业绩承诺协议势必将会对企业未来发展和投资者决策产生显著影响。因此，本文想要探究：在签订了业绩承诺协议之后，企业承担的风险如何变化？企业管理层会如何应对增长的风险，是否会选择如实披露风险？以及什么因素会影响企业如实披露相关风险？

本文利用 2011 至 2022 年中国沪深 A 股上市公司数据，建立了双向固定效应模型，系统分析了业绩承诺协议对企业风险信息披露的影响。结果表明，签订业绩承诺协议显著促进了上市公司的风险信息披露。也就是说，相比起隐瞒风险信息，管理层更愿意选择公司风险坦诚地公之于众，披露更多的风险信息以减少信息不对称程度，帮助股东和中小投资者准确掌握公司发展状况。此外，本文进行了一系列稳健性检验，包括更换被解释变量、Heckman 两阶段、PSM 倾向得分匹配、安慰剂检验等，结论具有一致性。进一步本文考虑了抑制管理层披露风险的因素：从并购性质来看，企业进行关联交易会抑制业绩承诺协议对风险信息披露的正向作用；从产权性质来看，国有企业的风险信息披露也会受到抑制；从高管特征来看，当高管团队均为男性时，其风险信息披露也会减少；从外部监督来看，企业受到的外部监督较少也会抑制企业风险信息的披露。此外，本文还发现签订业绩承诺协议增加了企业股票崩盘风险，为了缓解该风险，企业管理层增加了企业的风险信息披露。

尽管业绩承诺协议对企业风险披露存在积极作用，但要想充分利用业绩承诺协议并发挥在上市公司并购重组过程中的重要作用，仍然需要各方共同努力营造信息有效、风险可控的并购重组氛围。基于此，本文提出以下建议：

(1) 我国业绩承诺协议设置依然存在同质化单一化的问题，无法针对目标公司设置最有利于其完成业绩承诺的激励条款，也很难保障上市公司的并购绩效。因此监管部门应该在业绩承诺协议中鼓励非财务绩效承诺、超额业绩奖励条款、企业行为承诺以及管理层任职承诺等多样化条款的应用。由于并购双方无法预测签订协议后的所有情况，因此如何控

制业绩承诺协议带来的风险也是一个重要的课题。监管部分应该要求上市公司对业绩承诺及其后续实施情况进行合理的风险评估并公开披露，有效提高交易透明度，确保股东和中小投资者准确地判断交易的价值与风险。

(2) 并购重组中业绩承诺协议的签订和实施往往由管理层主导，上市公司股东和管理层之间存在委托代理问题，管理层作为信息优势方往往会存在自利行为。上市公司的股东和董事会应切实履行自身监督职能，更多地参与到并购前的尽职调查、并购中的方案设计以及并购后的资源整合，从而减缓与管理层之间的信息不对称程度，也有利于防范高管做出符合自身利益最大化但损害股东利益和公司价值的决策。

(3) 高管是公司战略决策的主要制定者和实施者，因此实现高管团队多元化、完善公司治理结构具有重要意义。上市公司应该科学评价女性高管在公司治理过程中的积极作用，平衡高管团队中性别比例，不断完善公司治理结构。此外，企业还应该设置合理的晋升渠道，营造良好的职业发展环境，鼓励女性积极参与公司治理。政府部门也应当出台相关规章制度，为我国女性在公司层面的职业成长与晋升提供良好的制度环境。

(4) 分析师和媒体均为有效的外部监督者，在完善公司治理、加强投资者保护等方面都起到积极的作用。目前我国上市公司分析师跟踪人数较少，应持续完善分析师制度，提升分析师跟踪数量与水平，进一步增强分析师的外部监督作用，促进上市公司完善自身治理结构。媒体的负面报道也能有效遏制上市公司的信息管理行为，上市公司的诸多不规范行为也往往从媒体的追踪报道开始，因此，需要相关部门制定相关政策营造良好氛围，从而更好发挥媒体在监督上市公司行为上的先导作用。

参考文献

- [1] 陈仕华, 姜广省, 卢昌崇. 董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角[J]. 管理世界, 2013(12): 117-132+187-188.
- [2] 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.
- [3] 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(06): 35-42.
- [4] 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(01): 188-206.
- [5] 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(02): 35-44.
- [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(03): 84-96.
- [7] 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.
- [8] 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(05): 66-81.
- [9] 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(04): 19-23.
- [10] 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(01): 54-71.
- [11] 王雄元, 高曦. 年报风险披露与权益资本成本[J]. 金融研究, 2018(01): 174-190.
- [12] 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, 39(06): 139-159.
- [13] 熊艾伦, 王子娟, 张勇, 等. 性别异质性与企业决策: 文化视角下的对比研究[J]. 管理世界, 2018, 34(06): 127-139+188.
- [14] 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, 31(04): 794-810.
- [15] 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, 51(07): 158-172.

- [16] 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(04): 101-109.
- [17] 郑忱阳, 刘超, 江萍等. 自愿还是强制对赌?——基于证监会第 109 号令的准自然实验[J]. 国际金融研究, 2019(05): 87-96.
- [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, 26(04): 191-200+222+201-202.
- [19] Allee K D, Wangerin D D. Auditor monitoring and verification in financial contracts: Evidence from earnouts and SFAS 141 (R)[J]. *Review of Accounting Studies*, 2018, 23(4): 1629-1664.
- [20] Barbopoulos L G, Paudyal K, Sudarsanam S. Earnout deals: Method of initial payment and acquirers' gains[J]. *European Financial Management*, 2018, 24(5): 792-828.
- [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 R. E. Verrecchia. 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): 1093-1135.
- [24] Hammersley J S, Myers L A, Shakespeare C. Market reactions to the disclosure of internal control weaknesses and to the characteristics of those weaknesses under section 302 of the Sarbanes Oxley Act of 2002[J]. *Review of Accounting Studies*, 2008, 13: 141-165.
- [25] Heinle M S, Smith K C. A theory of risk disclosure[J]. *Review of Accounting Studies*, 2017, 22: 1459-1491.
- [26] Hope O K, Hu D, Lu H. The benefits of specific risk-factor disclosures[J]. *Review of Accounting Studies*, 2016, 21: 1005-1045.
- [27] Kravet T, Muslu V. Textual risk disclosures and investors' risk perceptions[J]. *Review of Accounting Studies*, 2013, 18: 1088-1122.
- [28] Kothari S P, Shu S, Wysocki P D. Do managers withhold bad news?[J]. *Journal of Accounting Research*, 2009, 47(1): 241-276.
- [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): 317-344.
- [30] Li F. Do stock market investors understand the risk sentiment of corporate annual reports?[J]. Working paper, University of Michigan, 2006. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=898181>
- [31] Li Y, Zeng Y. The impact of top executive gender on asset prices: Evidence from stock price crash risk[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2019, 58: 528-550.
- [32] Tyson T. Believing that everyone else is less ethical: Implications for work behavior and ethics instruction[J]. *Journal of Business Ethics*, 1990, 9: 715-721.
- [33] 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.
- [34] Yu F F. Analyst coverage and earnings management[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(2): 245-271.
- [35] Verrecchia, R. E. Discretionary Disclosure[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1983, 5:179-94.