

企业社会责任能提高业绩预告质量吗？

董雅浩 吉利 王泰玮

摘要：本文以2011~2015年沪深A股上市公司为样本，对企业社会责任与业绩预告质量的关系进行了研究。结果显示，企业社会责任与业绩预告质量具有显著的正相关关系，即如果管理层致力于通过履行社会责任提高企业声誉，保护各利益相关者的利益，那么他们也倾向于披露高质量的业绩预告，建立透明披露的良好声誉。同时，在非国有企业、自愿性披露社会责任报告与业绩预告的企业以及发布好消息业绩预告的企业中，两者的正相关关系均更显著。进一步分析发现，在财务信息质量较高的企业中，企业社会责任与业绩预告质量的正相关关系更显著；但在不同分析师跟进水平下，企业社会责任对业绩预告质量的影响并无显著差异。

关键词：企业社会责任；业绩预告；自愿性披露；财务信息质量

中图分类号：F275 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2019)01-0063-13

一、引言

企业社会责任(Corporate Social Responsibility, CSR)自20世纪初被提出以来，一直是理论界与实务界共同关注的话题。近年来，我国企业社会责任实践快速发展，成为世界上企业社会责任报告数量增长最快的国家之一。2018年9月证监会发布了修订后的《上市公司治理准则》(以下简称《新准则》)，倡导上市公司主动参与生态文明建设，积极履行社会责任。《新准则》将“利益相关者、环境保护与社会责任”单独作为一章阐述，强调了上市公司应尊重债权人、员工、供应商、社区等利益相关者的合法权利，并确立了上市公司环境、社会责任和公司治理ESG信息披露的

基本框架。

信息不对称理论认为，外部投资者对企业的经营状况了解相对较少，而公司经营者作为信息持有方，应当积极履行企业社会责任，及时可靠地进行信息披露，建立积极的披露声誉。已有研究发现企业履行社会责任活动本质是一种道德行为，能够缓解信息不对称，满足外部投资者的信息需求，提高资本市场效率(Verrecchia, 2001; 沈洪涛等, 2011; Dhaliwal等, 2012; Cho等, 2013; 吉利等, 2014)。然而，鲜有文献从财务信息事前预测的角度，考察企业社会责任的经济后果。业绩预告作为上市公司重大财务信息的事前披露，一定程度上是公司未来盈利和企业价值的体现，因此投资者对业绩预告有着强烈的需求(Mercer,

收稿日期：2018-10-17

基金项目：教育部人文社会科学研究项目(18YJA630041)

作者简介：董雅浩，西南财经大学会计学院博士生；

吉利，西南财经大学会计学院教授，博士生导师；

王泰玮，西南财经大学会计学院博士生。

2004; Beyer等, 2010; 罗玫和宋云玲, 2012; 冯旭南, 2014)。2018年沪深两市修订的股票上市规则中明确规定, 上市公司预计年度净利润为负值、与上年同期相比上升或者下降50%以上或者实现扭亏为盈时, 应当及时发布业绩预告。因此, 业绩预告内容能否与实际披露的财务信息基本一致, 可以直接检验企业信息披露的道德水平。考察上市公司履行企业社会责任对业绩预告质量的影响, 能够提供更为可靠的实证证据。

本文以2011~2015年沪深A股上市公司为样本, 研究发现企业社会责任与业绩预告质量具有显著的正相关关系, 即如果管理层致力于通过履行社会责任提高企业声誉, 保护各利益相关者的利益, 那么他们也倾向于披露高质量的业绩预告, 建立透明披露的良好声誉。同时, 在非国有企业、自愿性披露社会责任报告与业绩预告的企业以及发布好消息业绩预告的企业中, 两者的正相关关系更显著。进一步分析发现, 在财务信息质量较高的企业中, 企业社会责任与业绩预告质量的正相关关系更显著; 但在不同分析师跟进水平下, 企业社会责任对业绩预告质量的影响并无显著差异。

本文的创新与贡献在于: 就理论意义而言, 首先, 根据相关理论, 考察并验证了企业社会责任与业绩预告质量之间显著的正相关关系, 支持了企业社会责任是一种道德行为的观点; 其次, 对于业绩预告的声誉动机假说, 从企业社会责任的视角提供了经验证据; 第三, 从企业性质、社会责任报告与业绩预告披露意愿、业绩预告消息类型等角度, 发现了两者之间关系的差异性, 进一步深入考察了不同情境下企业社会责任对业绩预告质量的影响。就现实意义而言, 本文验证了企业社会责任相关政策的实施效果, 有助于监管部门从倡导积极履行社会责任、鼓励上市公司自愿披露、约束内部人交易等方面完善相关制度, 提升上市公司治理水平, 保护投资者的合法权益。

本文的其余部分安排如下: 第二部分在文献回顾与理论分析的基础之上提出研究假设; 第三部分进行研究设计; 第四部分是实证结果与进一步分析; 第五部分是稳健性检验; 最后基于研究结论提出建议。

二、理论分析与研究假设

关于企业社会责任的研究文献, 主要围绕其动因和经济后果展开。研究表明企业履行社会责任的动因主要包括声誉动机、合法性动机以及利益相关者的信息需求等

(Roberts, 1992; Pelozo和Bertels, 2008; 李新娥和彭华岗, 2010; 沈洪涛等, 2011; 李彬等, 2011; 张正勇等, 2012; 吉利等, 2013)。关于企业社会责任经济后果的研究, 主要集中在资本成本与价值相关性等方面。例如, 企业披露社会责任信息可以缓解信息不对称, 降低企业的融资成本 (Verrecchia, 2001; 孟晓俊等, 2010; Goss和Roberts, 2011; 曹亚勇等, 2012; 何贤杰等, 2012; Cho等, 2013), 提高企业的财务绩效与市场价值 (沈洪涛等, 2011; Dhaliwal等, 2012; 张兆国等, 2013; Clarkson等, 2013; 尹开国等, 2014; Flammer, 2015)。朱松 (2011) 发现社会责任表现与盈余信息含量之间存在正相关关系。Kim等 (2012) 得出结论, 企业社会责任履行得较好的公司, 出于保护企业声誉的动机倾向于提供透明可靠的财务信息。吉利等 (2014) 则进一步发现, 企业履行社会责任程度与盈余管理负相关, 履行企业社会责任是一种投资者认可的道德行为。

有学者认为, 管理层发布业绩预告是出于传递良好形象的目的 (Healy和Palepu, 2001; 张然和张鹏, 2011)。但更多的研究表明, 公司发布的业绩预告通过引导外部投资者, 从资本市场获利是管理层的主要动机 (Ruland等, 1990; Rogers, 2008; 蔡宁, 2012; 李欢和罗婷, 2016; 鲁桂华等, 2017)。同时, 研究认为, 外部董事、机构投资者以及制度环境 (Ajinkya等, 2005; 宋云玲等, 2011; 牛建波等, 2013) 能够制约管理层自利行为, 提高业绩预告的质量。此外, Mercer (2004) 认为, 业绩预告的质量特征会对企业的披露声誉产生影响。李馨子和罗婷 (2014) 研究发现, 提高业绩预告的准确度有助于建立良好的披露声誉, 投资者会更加信任披露声誉较好的企业。

根据利益相关者理论, 企业有满足各利益相关者需求的道德义务, 而不仅仅局限于满足股东的利益 (Freeman和Evan, 1990)。管理层在道德上需要关注自身对社会的影响, 承担受托人义务, 保护各利益相关者的利益。但信息不对称理论认为, 现实资本市场中不均匀的信息分布会导致逆向选择与道德风险, 进而影响市场效率。在公司所有权和经营权分离的情况下, 外部投资者对企业的经营状况了解甚少, 对企业经营业绩的估计存在不确定性。因此, 基于满足利益相关者信息需求的义务, 公司管理层作为信息持有者, 道德上应当及时、可靠地对外披露企业的相关信息。

企业建立诚实守信的道德声誉, 有助于缓解与利益相关者之间的信息不对称 (Jones, 1995), 履行企业社会责

任则是提升企业声誉的重要方式之一(Pelozo 和 Bertels, 2008 ; 李新娥和彭华岗, 2010 ; 沈洪涛等, 2011)。与此同时, 声誉理论可以将利益相关者理论与企业自愿性信息披露联系起来, 上市公司披露高质量的财务信息有助于保持良好的信息披露声誉, 进而降低信息不对称产生的交易成本。作为财务信息的前瞻性预告, 企业发布业绩预告属于事前预测行为, 通过披露高质量的预测信息, 能够缓解信息不对称, 满足外部投资者的信息需求, 并且提高业绩预告的准确度有助于建立良好的披露声誉(李馨子和罗婷, 2014 ; 刘柏和卢家锐, 2018)。

因此, 根据上述理论分析, 如果管理层致力于通过履行企业社会责任提高企业声誉, 保护各利益相关者的利益, 那么他们也倾向于披露透明、精确的高质量的业绩预告, 建立透明披露的良好声誉。基于此, 提出本文第一个研究假设:

H1 : 企业社会责任与业绩预告质量呈正相关关系。

在我国, 国有企业不仅承担经济责任和社会责任, 其独特的职能也要求其承担政治责任。与非国有企业相比, 国有企业具有独特的政治背景和金融支持, 即使面临财务困境, 投资者也相信有政府的支持, 国有企业很难面临破产的局面。而非国有企业较为缺乏政府的资金支持, 更需要通过履行企业社会责任, 塑造积极的企业形象。一方面可以增强投资者的信赖, 及时披露公司经营信息, 缓解信息不对称; 另一方面响应政府号召, 履行社会责任维护与政府之间的良好关系, 进而获得政府方面的政策与金融支持。因此, 非国有企业通过履行社会责任, 建立企业声誉的动机更强, 在发布公司业绩预告时, 也更倾向于披露透明、精确的高质量的业绩预告, 建立透明披露的良好声誉。基于此, 提出本文第二个研究假设:

H2 : 在非国有企业中, 企业社会责任与业绩预告质量之间的正相关关系更显著。

目前, 我国上市公司企业社会责任报告披露还处于半强制阶段, 部分上市公司在被规定强制披露的同时, 还有披露内容的明确要求, 例如必须披露具体的量化指标、历史情况、国家相关标准等。由于信息不对称的存在, 强制披露能够降低管理层自利行为的发生, 缓解信息不对称, 提高市场效率。然而, 处于资本市场中的企业, 面临更多的是优胜劣汰的竞争环境, 自愿履行社会责任的企业则更有动机主动披露公司信息, 增强投资者的信赖, 以保持其形象和公信力。因此, 相比强制性披露社会责任的企业, 自

愿性披露的公司建立企业声誉的动机更强。基于此, 提出本文第三个研究假设:

H3 : 在自愿性披露社会责任报告的企业中, 企业社会责任与业绩预告质量之间的正相关关系更显著。

我国上市公司业绩预告制度同样具有半强制特点。早在1998年证监会就首次要求, 如果上市公司发生可能导致连续三年亏损或当年出现重大亏损的情况, 应及时履行信息披露义务, 也就是强制要求预亏企业及时披露业绩预告。2011年, 沪深两市将强制披露范围扩大到盈利水平较上年出现大幅变动的情况。经过多年的制度变迁和完善, 目前的业绩预告制度规定, 当企业预计全年亏损、扭亏为盈或净利润变动幅度大于50%时, 应当及时披露业绩预告。同时, 有学者研究发现相较于强制性披露, 自愿性披露业绩预告的质量更高(韩传模和杨世鉴, 2012)。因此, 根据信息不对称理论, 在企业面临可能出现亏损等大幅变动的情况下, 强制性披露的制度可以有效缓解信息不对称, 保护利益相关者的利益。然而, 对于需要建立良好声誉的企业, 自愿性披露信息的行为更能够增强投资者的信心和信赖, 其披露业绩预告的质量更高, 披露时间也更及时。基于此, 提出本文第四个研究假设:

H4 : 在自愿性披露业绩预告的企业中, 企业社会责任与业绩预告质量之间的正相关关系更显著。

作为财务信息的事前预测行为, 业绩预告的具体内容依赖于管理层对企业财务信息的充分了解。因此, 当管理层在选择披露内容、披露形式和披露时机方面有较大的自由裁量权时, 业绩预告的质量特征将直接取决于管理层的披露动机。从业绩预告类型来看, 共划分为略减、略增、扭亏、首亏、续亏、续盈、预减、预增、不确定9种类型, 其中略增、扭亏、续盈、预增的业绩预告类型向投资者传递当年公司经营情况向好的信号。有学者认为, 上市公司在发布业绩预告时倾向于传递积极信号(李欢和罗婷, 2016 ; 鲁桂华等, 2017), 张然和张鹏(2011)研究发现会计业绩好的上市公司更有动机发布业绩预告。因此, 企业通过发布好消息的业绩预告, 向市场传递积极信号, 不仅能有效缓解信息不对称, 还能增强外部投资者的信心。既能建立透明披露的良好声誉, 也能向投资者展现企业经营成果增长的发展前景, 其披露的业绩预告质量也就更高。基于此, 提出本文第五个研究假设:

H5 : 在发布好消息业绩预告的企业中, 企业社会责任与业绩预告质量之间的正相关关系更显著。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文选取 2011~2015 年沪深 A 股上市公司为初始研究样本。企业社会责任的数据来自润灵环球责任评级数据库 (RKS), 业绩预告数据来自万得数据库 (Wind), 其他财务数据和公司治理数据来自国泰安数据库 (CSMAR)。

为满足研究假设和指标衡量计算的需要, 对初始样本进行筛选处理, 具体过程如下: (1) 剔除 ST 类公司样本; (2) 剔除业绩预告类型为“不确定”的样本; (3) 剔除同一年度非最新业绩预告的样本 (张馨艺等, 2012; 李馨子和罗婷, 2014); (4) 剔除财务数据和公司治理数据缺失的样本。本文未剔除金融类样本, 主要是考虑到基于我国制度背景, 金融类企业被强制要求披露社会责任信息, 因而金融类样本是主要的可获得数据的研究样本之一。

为了消除极端值的影响, 对所有连续变量进行了 1% 的缩尾处理。本文采用 Excel 2016 和 Stata 14.1 对数据进行处理和分析。

(二) 变量设计

参考 Bamber 等 (2010) 及其之后的相关研究, 以业绩预告误差作为衡量业绩预告质量的标准, 选取上市公司年度净利润作为计算依据, 用预测值与实际值的偏差百分数

的自然对数来衡量。业绩预告误差越小, 表明业绩预告的质量越高。根据业绩预告形式分类, 点预测数据即为预测值, 闭区间预测取区间中值为预测值, 由于定性预测和开区间预测的样本的预测值难以量化, 因此本文剔除了后两类业绩预告形式的样本。

本文选取润灵环球企业社会责任评级指数 (RKS) 来衡量企业社会责任。该指数从整体性、内容性以及技术性三个维度出发, 设置了一级和二级指标对企业社会责任进行评价, 并有专家采用结构化方式进行打分, 具有较高的可信性。

此外, 本文借鉴现有文献 (Ajinkya 等, 2005; 张然和张鹏, 2011; 韩传模和杨世鉴, 2012; 高敬忠等, 2013; 袁振超等, 2014; 张娆等, 2017; 刘柏和卢家锐, 2018), 并根据研究的需要, 选择以下变量作为控制变量: 业绩预告时差 (Horizon)、股权集中度 (Con)、外部融资动机 (Growth)、独立董事比例 (IDP)、资产负债率 (Lev)、公司规模 (Lnsizes)、盈利能力 (ROA)、托宾 Q 值 (TobinQ)、公司年龄 (Age)、行业性质 (Ind) 和年度 (Year), 具体变量定义见表 1。

(三) 模型构建

为检验假设 1~5, 本文采用多元线性回归的研究方法构建以下模型, 考察企业社会责任对业绩预告质量的影响。

表 1 变量类型及变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
业绩预告质量	Accuracy	净利润预测值与实际值的偏差百分数的自然对数
企业社会责任	CSR	润灵环球责任评级数据库 (RKS) 的企业社会责任得分
业绩预告时差	Horizon	业绩预告发布日期距离实际年报公布日相差的天数
股权集中度	Con	公司第二大股东至第十大股东持股比例之和
外部融资动机	Growth	总资产增长率, (年末总资产 - 年初总资产) / 年初总资产
独立董事比例	IDP	独立董事人数占董事会人数比例
资产负债率	Lev	资产负债率, 年末总负债 / 年末总资产
公司规模	Lnsizes	总资产的自然对数
盈利能力	ROA	总资产收益率, 净利润 / 年末总资产
托宾 Q 值	TobinQ	市场价值 / 年末总资产
公司年龄	Age	距离企业成立日期的年龄的自然对数
行业性质	Ind	虚拟变量, 重污染行业取 1, 非重污染行业取 0 ^①
年份	Year	虚拟变量

① 本文根据环保部公布的《上市公司环境信息披露指南》(2010 年 9 月 14 日) 和证监会公布的《上市公司行业分类指引》(2012 年修订) 定义重污染行业。

本文预测 β_1 显著为负，企业社会责任与业绩预告误差是负相关关系，即企业社会责任与业绩预告质量是正相关关系。

$$\begin{aligned} \text{Accuracy} = & \beta_0 + \beta_1 \text{CSR} + \beta_2 \text{Horizon} + \beta_3 \text{Con} + \beta_4 \text{Growth} + \beta_5 \text{IDP} \\ & + \beta_6 \text{Lev} + \beta_7 \text{Lnsiz} + \beta_8 \text{ROA} + \beta_9 \text{TobinQ} + \beta_{10} \text{Age} + \text{Ind} \\ & + \text{Year} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

四、实证结果与分析

(一) 企业社会责任与业绩预告误差的年度分布情况

本文对企业社会责任履行情况进行了分年度的描述性统计，从2011年到2015年，披露企业社会责任报告的样本量由101家上升到281家，增加了1.78倍。同时，企业社会责任得分平均值也呈现逐年上升的趋势，说明上市公司对社会责任履行情况的质量越来越重视；但分值仍然不高且提高的幅度并不大（从31.13分提高到40.89分），说明企业社会责任整体履行情况尚待改善。

从业绩预告误差的年度分布来看，2011~2015年履行社会责任企业的业绩预告误差最高值为2012年的0.066%，之后有所改善，误差整体保持在0.05%~0.06%的水平。

(二) 描述性统计

为满足实证分析的需要，本文对各主要变量进行描述性统计。由表2可以看出，业绩预告误差(Accuracy)最大值为1.38% ($e^{0.322} \approx 1.38$)，最小值为0.01% ($e^{-4.605} \approx 0.01$)，说明业绩预告误差的差异较大，为本文研究提供了基础。企业社会责任(CSR)的平均值为37.539，尚未达到总分值的一半(50分)，表明业绩预告为点预测和闭区间预测的样本中，企业社会责任信息质量情况仍然不乐观。

(三) 回归结果

表3中列示了模型的回归结果。如列(1)所示，全样本下企业社会责任(CSR)的系数为-0.010且在5%的水平上显著，表明企业社会责任与业绩预告误差具有显著的负相关关系。假设1得到验证。列(3)与列(5)中企业社会责任(CSR)的系数均显著为负，说明非国有企业更需要投资者的关注，建立自身的企业形象；相比强制性披露社会责任的企业，自愿披露社会责任的企业更有动机增强投资者的信赖以保持其形象和公信力，企业社会责任与业绩预告质量之间的正相关关系更显著。假设2与假设3得到验证。

表4中列示了本文模型按照业绩预告披露意愿与消息类型的分组回归结果。如列(2)与列(3)所示，业绩预告发布意愿为自愿性披露的企业，企业社会责任(CSR)与业绩预告误差(Accuracy)之间的负相关关系更显著，自愿性披露业绩预告的行为更能够增强投资者的信心和信赖，其披露业绩预告的质量更高。假设4得到验证。同时，如列(4)所示，企业社会责任(CSR)的系数为-0.010且在5%的水平上显著，说明履行企业社会责任的公司，在发布好消息的业绩预告时传递积极信号，既能建立透明披露的良好声誉，也能向投资者展现企业经营成果增长的发展前景，企业社会责任与业绩预告质量之间的正相关关系更显著。假设5得到验证。

(四) 进一步分析

本文考察了企业社会责任与业绩预告质量之间的关系及其在不同情境下的差异。企业社会责任是非财务信息的重要组成部分，但业绩预告是针对财务信息的预测行为，有必要从财务信息本身质量的角度，考察企业社会责

表2 描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	中位数	最小值	最大值
Accuracy	1 065	-2.881	1.143	-2.996	-4.605	0.322
CSR	1 065	37.539	9.495	35.420	19.470	68.740
Horizon	1 065	104.115	48.631	88.000	8.000	187.000
Con	1 065	22.856	13.525	21.656	1.906	56.372
Growth	1 065	0.170	0.281	0.096	-0.229	1.597
IDP	1 065	0.372	0.053	0.333	0.333	0.556
Lev	1 065	0.472	0.219	0.489	0.045	0.901
Lnsiz	1 065	22.626	1.396	22.406	20.078	26.438
ROA	1 065	0.042	0.063	0.034	-0.170	0.232
TobinQ	1 065	2.000	1.857	1.418	0.163	9.849
Age	1 065	2.766	0.284	2.773	1.099	3.466

表 3 实证回归结果一

	(1) 全样本	(2) 国企	(3) 非国企	(4) CSR 强制	(5) CSR 自愿
CSR	-0.010** (-2.52)	-0.006 (-0.93)	-0.015*** (-2.95)	-0.005 (-0.79)	-0.010* (-1.85)
Horizon	0.005*** (6.80)	0.005*** (3.59)	0.006*** (6.29)	0.007*** (4.82)	0.005*** (5.18)
Con	-0.008*** (-2.95)	-0.006 (-1.46)	-0.009*** (-2.66)	-0.009* (-1.93)	-0.006* (-1.78)
Growth	0.026 (0.20)	0.246 (1.21)	-0.155 (-0.89)	0.202 (0.92)	-0.113 (-0.69)
IDP	-0.306 (-0.47)	-0.176 (-0.17)	-0.525 (-0.65)	0.169 (0.16)	-0.417 (-0.50)
Lev	-0.053 (-0.22)	0.405 (1.08)	-0.451 (-1.41)	0.278 (0.67)	-0.159 (-0.52)
Lnsiz	-0.041 (-1.09)	-0.104* (-1.78)	-0.013 (-0.23)	-0.101 (-1.53)	-0.064 (-1.03)
ROA	-4.250*** (-6.03)	-2.136** (-2.00)	-6.259*** (-6.61)	-3.927*** (-3.62)	-4.423*** (-4.71)
TobinQ	-0.001 (-0.06)	-0.028 (-0.58)	0.024 (0.73)	0.006 (0.13)	-0.027 (-0.82)
Age	-0.011 (-0.08)	0.0004 (0.00)	-0.076 (-0.45)	0.198 (0.90)	-0.161 (-1.02)
Constant	-1.579* (-1.78)	-1.094 (-0.77)	-1.310 (-1.07)	-1.523 (-0.96)	-0.496 (-0.36)
Ind	Control	Control	Control	Control	Control
Year	Control	Control	Control	Control	Control
Observations	1 065	477	588	472	593
R-squared	0.100	0.080	0.170	0.117	0.116

注：* 表示 $p < 0.1$ ，** 表示 $p < 0.05$ ，*** 表示 $p < 0.01$ 。下同

任与业绩预告质量的正相关关系是否存在显著差异。借鉴 Dechow 和 Sloan (1995)、吉利等 (2014) 的研究, 本文以修正 Jones 模型计算操控性应计利润, 操控性应计利润取绝对值即反映了盈余管理程度, 该值越小表明盈余管理程度越低, 财务信息质量越高。本文将样本数据按照财务信息质量的高低进行分组回归, 如果财务信息质量大于中位数, 则定义为财务信息质量高; 如果财务信息质量小于中位数, 则定义为财务信息质量低。

与此同时, 已有研究得出分析师治理对上市公司业绩预告质量的促进作用, 当分析师监督较强时, 会降低上市

公司业绩预告违规的概率, 降低管理层发布业绩预告的偏差 (郑建明等, 2015; 张尧等, 2017)。为更全面剖析企业社会责任对业绩预告质量的作用情境, 有必要考虑在不同分析师跟进水平下, 二者之间的关系是否存在差异。本文参考 Bhushan (1989) 及其之后相关研究的方法, 采用当年对公司发布盈余预测的分析师人数的自然对数来衡量分析师跟进水平。同一会计年度内同一分析师进行多次预测的仅记为一次; 多人合作的盈余预测, 按第一报告人统计。同时, 本文将样本数据按照分析师跟进水平的高低进行分组回归, 如果分析师跟进数量大于中位数, 则定义为分析

表4 实证回归结果二

	(1) 全样本	(2) 强制业绩预告	(3) 自愿业绩预告	(4) 好消息	(5) 坏消息
CSR	-0.010** (-2.52)	-0.009* (-1.65)	-0.012** (-2.06)	-0.010** (-2.22)	-0.008 (-1.23)
Horizon	0.005*** (6.80)	0.006*** (5.08)	0.005*** (4.69)	0.005*** (6.01)	0.005*** (4.08)
Con	-0.008*** (-2.95)	-0.007* (-1.78)	-0.010*** (-2.59)	-0.007** (-2.50)	-0.006 (-1.26)
Growth	0.026 (0.20)	-0.069 (-0.42)	0.343 (1.51)	0.031 (0.23)	0.191 (0.58)
IDP	-0.306 (-0.47)	0.313 (0.36)	-1.283 (-1.34)	-1.037 (-1.41)	0.837 (0.76)
Lev	-0.053 (-0.22)	0.153 (0.48)	-0.475 (-1.21)	0.428 (1.48)	0.472 (1.12)
Lnsiz	-0.041 (-1.09)	-0.050 (-0.99)	-0.033 (-0.54)	-0.099** (-2.23)	-0.034 (-0.54)
ROA	-4.250*** (-6.03)	-3.569*** (-3.93)	-6.090*** (-4.73)	-5.230*** (-5.47)	3.524** (2.56)
TobinQ	-0.001 (-0.06)	-0.040 (-1.03)	0.042 (1.14)	0.057** (1.98)	-0.015 (-0.28)
Age	-0.011 (-0.08)	0.019 (0.10)	-0.038 (-0.23)	-0.193 (-1.37)	0.488** (2.25)
Constant	-1.579* (-1.78)	-1.901 (-1.53)	-1.006 (-0.73)	0.142 (0.14)	-3.607** (-2.38)
Ind	Control	Control	Control	Control	Control
Year	Control	Control	Control	Control	Control
Observations	1 065	649	416	641	424
R-squared	0.100	0.098	0.149	0.154	0.113

师跟进水平高；如果分析师跟进数量小于中位数，则定义为分析师跟进水平低。

如表5所示，财务信息质量较高的企业社会责任(CSR)的系数为-0.014且在5%的水平上显著，而财务信息质量较低的企业社会责任(CSR)的系数不显著。说明上市公司在财务信息披露、财务信息预测、非财务信息披露三方面具有行为一致性，即在财务信息本身质量较高时，履行社会责任的上市公司更愿意建立披露声誉，那么他们也更倾向于披露高质量的业绩预告，企业社会责任与业绩预告质量之间的正相关关系更显著。同时，在不同分析师跟进水平的分组回归中，企业社会责任(CSR)的系数均显著为负，

说明分析师跟进水平未影响企业社会责任与业绩预告质量之间显著的正相关关系。

五、稳健性检验

(一)内生性问题

考虑到企业社会责任与业绩预告质量之间可能存在内生性问题，本文采用滞后一期回归、Heckman两阶段回归与工具变量两阶段回归对本文的主要结论进行稳健性检验。

1. 滞后一期回归。本文采用滞后一期回归的方法，对解释变量做滞后一期处理，考察企业社会责任对业绩预告

表5 进一步分析回归结果

	(1) 财务信息质量高	(2) 财务信息质量低	(3) 分析师跟进水平高	(4) 分析师跟进水平低
CSR	-0.014** (-2.39)	-0.006 (-1.18)	-0.009* (-1.79)	-0.011* (-1.81)
Horizon	0.005*** (4.74)	0.005*** (4.81)	0.007*** (6.70)	0.004*** (3.46)
Con	-0.009** (-2.50)	-0.007* (-1.87)	-0.008** (-2.20)	-0.007* (-1.77)
Growth	-0.008 (-0.05)	0.176 (0.77)	0.048 (0.27)	0.050 (0.25)
IDP	-1.398 (-1.53)	0.817 (0.90)	0.152 (0.17)	-0.908 (-0.95)
Lev	-0.118 (-0.35)	-0.159 (-0.46)	-0.801** (-1.97)	0.342 (1.08)
Lsize	0.004 (0.08)	-0.079 (-1.47)	0.009 (0.16)	-0.016 (-0.28)
ROA	-2.741*** (-3.14)	-7.304*** (-6.23)	-7.553*** (-7.01)	-1.549 (-1.50)
TobinQ	0.016 (0.44)	-0.018 (-0.45)	0.021 (0.55)	0.014 (0.35)
Age	-0.358** (-2.08)	0.363** (1.99)	0.091 (0.54)	-0.163 (-0.85)
Constant	-1.226 (-1.02)	-1.970 (-1.53)	-2.855** (-2.30)	-1.527 (-1.11)
Ind	Control	Control	Control	Control
Year	Control	Control	Control	Control
Observations	521	544	523	542
R-squared	0.100	0.155	0.176	0.049

质量的影响。如表6列(1)所示,企业社会责任(CSR)的系数为-0.011且在10%的水平上显著,本文主要结论依然成立。

2.Heckman两阶段回归。借鉴贾兴平和刘益(2014)、王士红(2016)等研究结论,第一阶段通过Probit模型,控制公司规模(Lsize)、资产负债率(Lev)、盈利能力(ROA)、外部融资动机(Growth)、独立董事比例(IDP)、股权集中度(Con)、公司年龄(Age)等特征因素,估计上市公司履行企业社会责任的可能性并计算逆米尔斯比率(lambda),判断是否存在样本选择偏差。第二阶段将逆米尔斯比率(lambda)加入回归模型中,考察企业社会责任对业绩预告

质量的影响。回归结果如表6列(2)所示,lambda系数显著,说明存在样本选择偏差,同时企业社会责任(CSR)的系数为-0.010且在5%的水平上显著,说明在控制样本自选择问题后,本文主要结论依然成立。

3.工具变量两阶段回归。借鉴Kim等(2014)、权小锋(2015)等的研究,使用行业平均社会责任得分(CSRAI)作为工具变量。回归结果如表6列(3)所示,企业社会责任(CSR)的系数为-0.048且在5%的水平上显著,本文主要结论依然成立。

(二)其他稳健性检验

为使研究结论更加可靠,本文增加了以下稳健性检验:

表6 内生性问题处理结果

	(1) 滞后一期	(2) Heckman 两阶段	(3) 工具变量两阶段
CSR	-0.011* (-1.95)	-0.010** (-2.57)	-0.048** (-2.16)
Horizon	0.006*** (5.73)	0.005*** (6.77)	0.005*** (6.64)
Con	-0.010*** (-2.72)	-0.008*** (-3.12)	-0.005 (-1.56)
Growth	0.064 (0.31)	0.023 (0.17)	-0.022 (-0.16)
IDP	-1.162 (-1.24)	-0.526 (-0.79)	-0.574 (-0.83)
Lev	-0.020 (-0.06)	-0.0003 (-0.00)	-0.141 (-0.55)
Lsize	-0.059 (-1.07)	-0.043 (-1.13)	0.074 (0.96)
ROA	-2.989*** (-3.11)	-4.162*** (-5.90)	-4.442*** (-6.02)
TobinQ	-0.023 (-0.62)	0.0002 (0.01)	0.014 (0.49)
Age	0.005 (0.03)	-0.041 (-0.32)	-0.050 (-0.38)
lambda		1.525* (1.84)	
Constant	-0.907 (-0.68)	-1.408 (-1.58)	-2.782** (-2.42)
Ind	Control	Control	Control
Year	Control	Control	Control
Observations	535	1 065	1 065
R-squared	0.114	0.103	0.022

1. 更换变量度量方式。本文采用袁振超等(2014)业绩预告形式的度量方法,按照业绩预告精度递增的顺序,定性预测计为0,开区间预测计为1,闭区间预测计为2,点预测计为3。运用有序logit回归分析的方法验证企业社会责任(CSR)与业绩预告形式(Type)之间的关系。回归结果如表7列(1)所示,在更换变量度量方式后,企业社会责任(CSR)与业绩预告形式(Type)显著正相关,再次验证假设1。

2. 剔除金融行业样本。由于金融行业的公司样本的特

殊性可能会对研究结论的可靠性产生影响,本文将金融行业样本剔除后重新回归。结果如表7列(2)所示,企业社会责任(CSR)的系数为-0.010且在1%的水平上显著,说明是否剔除金融行业样本不影响本文的主要结论。

3. 加入更多控制变量。已有研究发现,分析师跟进、财务信息质量、管理层持股等均会影响业绩预告质量(袁振超等,2014;李馨子和罗婷,2014;张娆等,2017)。因此,本文使用分析师跟进(Coverage)、财务信息质量(DA)、管理层持股比例(Msr)作为控制变量加入回归模型。回归结

表 7 其他稳健性检验结果

	(1) 更换变量度量方式 Type	(2) 剔除金融行业样本 Accuracy	(3) 加入更多控制变量 Accuracy
CSR	0.020** (2.15)	-0.010** (-2.44)	-0.011*** (-2.63)
Coverage			-0.008 (-1.56)
DA			-1.684*** (-2.60)
MsR			0.003 (1.27)
Horizon	-0.006*** (-3.48)	0.005*** (6.89)	0.005*** (6.80)
Con	0.002 (0.27)	-0.007** (-2.54)	-0.008*** (-2.87)
Growth	-0.770** (-3.14)	0.086 (0.62)	0.091 (0.68)
IDP	3.367** (2.26)	-0.390 (-0.60)	-0.287 (-0.44)
Lev	0.076 (0.13)	-0.033 (-0.13)	0.021 (0.08)
Lsize	0.065 (0.74)	-0.030 (-0.79)	-0.012 (-0.28)
ROA	-0.112 (-0.07)	-4.329*** (-6.11)	-4.032*** (-5.46)
TobinQ	0.003 (0.05)	-0.003 (-0.13)	0.011 (0.40)
Age	0.062 (0.22)	-0.00005 (-0.00)	0.030 (0.24)
Constant		-1.872** (-2.08)	-2.260** (-2.30)
Ind	Control	Control	Control
Year	Control	Control	Control
Observations	1 144	1 050	1 065
R-squared	0.074	0.096	0.110

果如表 7 列(3)所示,企业社会责任(CSR)的系数为-0.011 且在 1%的水平上显著,再次验证假设 1。

六、结论与建议

本文在现有文献的基础上,以 2011~2015 年沪深 A 股

上市公司为样本,研究了企业社会责任与业绩预告质量之间的关系。研究发现,企业社会责任与业绩预告质量具有显著的正相关关系。整体而言,如果管理层致力于通过履行社会责任提高企业声誉,保护各利益相关者的利益,他们也倾向于披露高质量的业绩预告,建立透明披露的良好

声誉。在非国有企业、自愿性披露社会责任报告的企业、自愿性披露业绩预告的企业以及发布好消息业绩预告的企业中,企业社会责任与业绩预告质量之间的正相关关系更显著。进一步分析发现,在财务信息质量较高时,履行社会责任的上市公司更愿意建立披露声誉,真实可靠地向投资者发布财务信息,因此倾向于披露高质量的业绩预告,使得企业社会责任对业绩预告质量的影响更显著;然而,在不同分析师跟进水平下,企业社会责任对业绩预告质量的影响并无显著差异。

基于上述研究结论,本文提出如下建议:首先,鼓励企业履行社会责任义务,提高信息披露质量,更好地满足外部投资者需求;其次,针对我国资本市场中小投资者占比高的特点,可以在环境、社会责任和公司治理信息披露的基本框架上,制定详细的量化披露标准,提高信息披露质量,保护中小股东合法权益;最后,完善上市公司业绩预告制度,促使企业提高业绩预告质量,以利益相关者结合多方面披露的信息,客观、正确地做出决策。

本文存在一定的局限:一方面,本文采用润灵环球责任评级(RKS)数据评价企业社会责任,使得匹配的有效样本不多,可能导致实证结果的不稳定。另一方面,关于企业社会责任对业绩预告质量的影响机制研究不够深入,考虑不同市场情境下的公司样本并探究具体的作用路径可作为今后研究的主要方向。

主要参考文献:

- [1] 蔡宁. 信息优势、择时行为与大股东内幕交易[J]. 金融研究, 2012, (5): 179-192.
- [2] 曹亚勇, 王建琼, 于丽丽. 公司社会责任信息披露与投资效率的实证研究[J]. 管理世界, 2012, (12): 183-185.
- [3] 冯旭南. 中国投资者具有信息获取能力吗?——来自“业绩预告”效应的证据[J]. 经济学(季刊), 2014, (3): 1065-1090.
- [4] 高敬忠, 韩传模, 王英允. 控股股东行为与管理层业绩预告披露策略——以我国A股上市公司为例[J]. 审计与经济研究, 2013, (4): 75-83.
- [5] 韩传模, 杨世鉴. 自愿披露能提高上市公司信息披露质量吗——基于我国上市公司业绩预告的分析[J]. 山西财经大学学报, 2012, (7): 67-74.
- [6] 何贤杰, 肖土盛, 陈信元. 企业社会责任信息披露与公司融资约束[J]. 财经研究, 2012, (8): 60-71+83.
- [7] 吉利, 何熙琼, 毛洪涛. “机会主义”还是“道德行为”?——履行社会责任公司的盈余管理行为研究[J]. 会计与经济研究, 2014, 28(5): 10-25.
- [8] 吉利, 张正勇, 毛洪涛. 企业社会责任信息质量特征体系构建——基于对信息使用者的问卷调查[J]. 会计研究, 2013, (1): 50-56+96.
- [9] 贾兴平, 刘益. 外部环境、内部资源与企业社会责任[J]. 南开管理评论, 2014, 17(6): 13-18+52.
- [10] 李彬, 谷慧敏, 高伟. 制度压力如何影响企业社会责任: 基于旅游企业的实证研究[J]. 南开管理评论, 2011, (6): 67-75.
- [11] 李欢, 罗婷. 管理层业绩预测的机会主义行为——来自高管股票交易的证据[J]. 南开管理评论, 2016, (4): 63-74.
- [12] 李新娥, 彭华岗. 企业社会责任信息披露与企业声誉关系的实证研究[J]. 经济体制改革, 2010, (3): 74-76.
- [13] 李馨子, 罗婷. 业绩预测历史准确度的声誉效应[J]. 金融研究, 2014, (1): 152-166.
- [14] 刘柏, 卢家锐. “好公民”还是“好演员”: 企业社会责任行为异象研究——基于企业业绩预告视角[J]. 财经研究, 2018, 44(5): 97-108.
- [15] 鲁桂华, 张静, 刘保良. 中国上市公司自愿性积极业绩预告: 利公还是利私——基于大股东减持的经验证据[J]. 南开管理评论, 2017, (2): 133-143.
- [16] 罗玫, 宋云玲. 中国股市的业绩预告可信吗?[J]. 金融研究, 2012, (9): 168-180.
- [17] 孟晓俊, 肖作平, 曲佳莉. 企业社会责任信息披露与资本成本的互动关系——基于信息不对称视角的一个分析框架[J]. 会计研究, 2010, (9): 25-29+96.
- [18] 牛建波, 吴超, 李胜楠. 机构投资者类型、股权特征和自愿性信息披露[J]. 管理评论, 2013, (3): 48-59.
- [19] 权小锋, 吴世农, 尹洪英. 企业社会责任与股价崩盘风险: “价值利器”或“自利工具”?[J]. 经济研究, 2015, 50(11): 49-64.
- [20] 沈洪涛, 王立彦, 万拓. 社会责任报告及鉴证能否传递有效信号?——基于企业声誉理论的分析[J]. 审计研究, 2011, (4): 87-93.
- [21] 宋云玲, 李志文, 纪新伟. 从业绩预告违规看中国证券监管的处罚效果[J]. 金融研究, 2011, (6): 136-149.
- [22] 王士红. 所有权性质、高管背景特征与企业社会责任披露——基于中国上市公司的数据[J]. 会计研究, 2016, (11): 53-60+96.
- [23] 尹开国, 刘小芹, 陈华东. 基于内生性的企业社会责任与财务绩效关系研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 中国软科学, 2014, (6): 98-108.
- [24] 袁振超, 岳衡, 谈文峰. 代理成本、所有权性质与业绩

- 预告精确度[J]. 南开管理评论, 2014, (3): 49-61.
- [25] 张然, 张鹏. 中国上市公司自愿业绩预告动机研究[J]. 中国会计评论, 2011, (1): 3-20.
- [26] 张姚, 薛翰玉, 赵健宏. 管理层自利、外部监督与盈利预测偏差[J]. 会计研究, 2017, (1): 32-38+95.
- [27] 张馨艺, 张海燕, 夏冬林. 高管持股、择时披露与市场反应[J]. 会计研究, 2012, (6): 54-60+93.
- [28] 张兆国, 靳小翠, 李庚泰. 企业社会责任与财务绩效之间交互跨期影响实证研究[J]. 会计研究, 2013, (8): 32-39+96.
- [29] 张正勇, 吉利, 毛洪涛. 公司社会责任信息披露与经济动机研究——来自中国上市公司社会责任报告的经验证据[J]. 证券市场导报, 2012, (7): 16-23.
- [30] 郑建明, 黄晓蓓, 张新民. 管理层业绩预告违规与分析师监管[J]. 会计研究, 2015, (3): 50-56+95.
- [31] 朱松. 企业社会责任、市场评价与盈余信息含量[J]. 会计研究, 2011, (11): 27-34+92.
- [32] Ajinkya, B., Bhojraj, S., Sengupta, P. The Association between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts[J]. CFA Digest, 2005, 35(4): 15-17.
- [33] Bamber, L.S., Jiang, J.X., Wang, I.Y. What's My Style? The Influence of Top Managers on Voluntary Corporate Financial Disclosure[J]. The Accounting Review, 2010, 85(4): 1131-1162.
- [34] Beyer, A., Cohen, D.A., Lys, T.Z., Walther, B.R. The Financial Reporting Environment: Review of the Recent Literature[J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 50(2-3): 296-343.
- [35] Bhushan, R. Firm Characteristics and Analyst Following[J]. Journal of Accounting and Economics, 1989, 11(2-3): 255-274.
- [36] Cho, S.Y., Lee, C., Pfeiffer Jr, R.J. Corporate Social Responsibility Performance and Information Asymmetry[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2013, 32(1): 71-83.
- [37] Clarkson, P.M., Fang, X., Li, Y., Richardson, G. The Relevance of Environmental Disclosures: Are Such Disclosures Incrementally Informative?[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2013, 32(5): 410-431.
- [38] Dechow, P.M., Sloan, R.G., Sweeney, A.P. Detecting Earnings Management[J]. The Accounting Review, 1995, 70(2): 193-225.
- [39] Dhaliwal, D.S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., Yang, Y.G. Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure[J]. Accounting Review, 2012, 87(3): 723-759.
- [40] Flammer, C. Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach[J]. Management Science, 2015, 61(11): 2549-2568.
- [41] Freeman, R.E., Evan, W.M. Corporate Governance: A Stakeholder Interpretation[J]. Journal of Behavioral Economics, 1990, 19(4): 337-359.
- [42] Goss, A., Roberts, G.S. The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans[J]. Journal of Banking and Finance, 2011, 35(7): 1794-1810.
- [43] 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): 405-440.
- [44] Jones, T.M. Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics[J]. The Academy of Management Review, 1995, 20(2): 404-437.
- [45] Kim, Y., Li, H., Li, S. Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk[J]. Journal of Banking & Finance, 2014, 43: 1-13.
- [46] Kim, Y., Park, M.S., Wier, B. Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility?[J]. The Accounting Review, 2012, 87(3): 761-796.
- [47] Mercer, M. How Do Investors Assess the Credibility of Management Disclosures?[J]. Accounting Horizons, 2004, 18(3): 185-196.
- [48] Pelozo, J., Bertels, S. Running Just to Stand Still? Managing CSR Reputation in an Era of Ratcheting Expectations[J]. Corporate Reputation Review, 2008, 11(1): 56-72.
- [49] Roberts, R.W. Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure: An Application of Stakeholder Theory[J]. Accounting, Organizations and Society, 1992, 17(6): 595-612.
- [50] Rogers, J.L. Disclosure Quality and Management Trading Incentives[J]. Journal of Accounting Research, 2008, 46(5): 1265-1296.
- [51] Ruland, W., Tung, S., George, N.E. Factors Associated with the Disclosure of Managers' Forecasts[J]. The Accounting Review, 1990, 65(3): 710-721.
- [52] Verrecchia, R. Essays on Disclosure[J]. Journal of Accounting & Economics, 2001, 32(1-3): 97-180.

Can Corporate Social Responsibility Improve the Quality of Management Earnings Forecasts?

DONG Ya-hao, JI Li, WANG Tai-wei

Abstract: In this paper, we use sample of listed firms from 2011 to 2015 to analyze the relationship between the corporate social responsibility and the quality of management earnings forecasts. We find that there is a significant positive correlation between corporate social responsibility and the quality of management earnings forecasts. If managers engage in CSR activities to enhance corporate reputation and protect stakeholders' interests, they are also likely to issue high quality management earnings forecasts, to develop a reputation for transparent. Meanwhile, in the non-state-owned enterprises, the enterprises of voluntary disclosure of CSR and management earnings forecasts and the enterprises of management earnings forecasts with good news, there is a more significant positive correlation between corporate social responsibility and the quality of management earnings forecasts. Further analysis reveals that compared to the enterprises with low financial information quality, there is a more significant positive correlation between corporate social responsibility and the quality of management earnings forecasts in the enterprises with high financial information quality. However, the impact of corporate social responsibility on management earnings forecasts does not differ under different level of analyst tracking.

Key words: corporate social responsibility; management earnings forecasts; voluntary disclosure; earnings quality

(责任编辑 周愈博)