

上市公司社会责任信息披露中的信任修复*

段 钊 涂秋阳 胡 春 周 红

(华中师范大学信息管理学院,湖北 武汉 430079)



内容提要:信任关系受损时上市公司需要及时信任修复,但现有研究对管理层如何通过信息披露进行信任修复的研究有待完善。本文以 2009—2019 年中国 A 股上市公司发布的企业社会责任(CSR)报告为样本,对上市公司利用 CSR 信息披露进行信任修复的行为机制、主要方式与效果,进行了理论分析与实证检验。研究发现:面临绩效落差时,上市公司会通过调整 CSR 报告中履行社会责任行为与绩效的证据含量来实施信任修复,即增强 CSR 报告实据性程度是管理层信任修复的一个重要手段,具体特征为三要素和四要素实据性模式使用的增加,以及关于 CSR 行为的实据性描述多于绩效描述;上述关系在经过第三方独立鉴证以及年报管理层讨论与分析(MD&A)净语调越积极的样本中被削弱;CSR 报告披露后,短期内实据性程度与披露方的股票累计超额收益并不相关,但长期来看这一信任修复方式具有抑制崩盘风险的效果。本研究为揭示上市公司如何通过 CSR 信息披露实施信任修复提供了理论解释与经验证据,对于深入理解企业信息披露动机与后果具有重要意义。

关键词:信任修复 实据性程度 绩效落差 CSR 信息披露

中图分类号:F275.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2023)08—0145—22

一、引言

上市公司与利益相关方建立信任关系的重要性不言而喻,资本市场上被信任的企业往往会获得更多的资金投入(Carlin 等,2009^[1];Guiso 等,2008^[2])、更大的竞争优势(Barney 和 Hansen,1994)^[3]以及更有效缓解负面冲击带来的不利影响(Lins 等,2017)^[4],而不被信任的企业则通常会面临更严格的监管、较高的融资约束,甚者导致市场竞争的溃败。因而,当上市公司管理层感知信任关系可能受损时,为避免可能的负面影响,会采取诸如话语沟通、实质性补偿以及组织变革等行为进行信任修复(Sharma 等,2023^[5];Lewicki 和 Brinsfield,2017^[6]);并通过信息披露这一与利益相关方沟通的主要渠道来传递与回应(Verrecchia,2001)^[7]。与年报及其他业绩披露文件相比,CSR 报告在内容和形式方面较灵活,监管也更为宽松,编制与披露中具有较大的操纵空间(Wang 等,2022)^[8];并且 CSR 信息也能够一定程度上帮助利益相关方形成对企业发展和长期价值的全面认知(Dhaliwal 等,2012)^[9]。在这一实践背景下,近年来一些定性研究也逐步聚焦于上市公司 CSR

收稿日期:2022-12-31

*基金项目:中央高校基本科研业务费专项资金重大培育项目“企业非财务信息披露评价方法与系统实现”(CCNU19Z0203)。

作者简介:段钊,男,教授,经济学博士,研究方向为企业管理,电子邮箱:duanzhao@mail.ccnu.edu.cn;涂秋阳,男,博士研究生,研究方向为企业社会责任信息披露,电子邮箱:tuqiuyang@mails.ccnu.edu.cn;胡春,男,博士研究生,研究方向为企业社会责任,电子邮箱:huchun365@mails.ccnu.edu.cn;周红,男,博士研究生,研究方向为企业社会责任,电子邮箱:zhouhong19890321@163.com。通讯作者:涂秋阳。

信息披露与信任修复之间的关系(Fuoli和Paradis,2014^[10];Lin,2021^[11];Fuoli,2018^[12]),为CSR信息披露的动机以及后果研究提供了新的视角。

虽然现有研究认为CSR信息披露在企业信任修复过程中发挥着重要的作用(Breeze,2012^[13];Fuoli和Hart,2018^[14];Fuoli和Paradis,2014^[10];Hahn和Lülfes,2014^[15];Lin,2020^[16];Lin,2021^[11]),但还存在以下需要完善的地方:第一,利用CSR信息披露进行信任修复这一策略的前因、行为机制与实施后果还不够清晰;第二,CSR信息披露中信任修复的实施手段还不明确;第三,已有研究基本采用小样本案例定性分析,缺少定量的大样本实证研究。鉴于此,本文聚焦于CSR信息披露中的信任修复问题,基于“存在绩效落差——感知信任受损——实施特定CSR信息披露策略”的研究框架,在理论上剖析存在绩效落差时,管理层是否会选择CSR信息披露进行信任修复,是否会调整CSR行为与绩效的证据含量,以及不同信任修复策略间的相互替代关系;并以2009—2019年沪深上市的A股企业发布的CSR报告为样本,对理论假设进行了检验。实证结果表明:企业相对绩效表现与CSR报告中企业履行CSR的有关论据含量,即实据性程度存在负相关;绩效落差越大的企业,CSR报告中越为“言之凿凿”,实据性程度的提高主要体现为三要素模式和四要素模式使用的增加,且CSR行为的实据性描述会多于绩效描述;是否第三方独立鉴证以及年报MD&A净正向语调对上述关系具有调节效应;披露后短期内,实据性程度与披露方的股票累计超额收益并不相关,提高实据性程度长期具有抑制崩盘风险的效果。

本文可能的边际贡献体现在以下几个方面:首先,与已有关于CSR信息披露与信任修复的定性研究相比,本文通过理论分析与实证检验揭示了上市公司管理层利用CSR信息披露进行信任修复的动机、行为机制与市场反应,构建了一个完整的理论框架并提供了确凿的经验证据,拓展了信息披露与信任修复的理论研究。其次,基于文本挖掘的新数据,本文提出并验证了增加CSR报告中的实据性程度是管理层进行信任修复的重要方式,回答了信息披露中信任修复手段是什么的问题,这不仅对于深入理解上市公司策略性披露行为具有重要理论意义,对资本市场有效监管也具有重要的实践价值。最后,针对CSR信息披露究竟是出于“沟通效应”(宋献中等,2017^[17];王艳艳等,2014^[18])还是“掩饰效应”(权小锋等,2015^[19];田利辉和王可第,2017^[20])的争论,本文的实证发现可以从信任修复视角给出另一种调和性的解释,管理层在CSR信息披露上的态度,也可能并不是寻求“沟通”或“掩饰”的二元策略选择,而有可能是在自身风险动态感知基础上的相机决策后果:在相对绩效表现差的情况下,披露信息具有较高的实据性,表现出“沟通”的特征;而在相对绩效表现好时,相比之下会表现出“掩饰”特征。

二、文献回顾与假设提出

1. 上市公司绩效表现与信任修复

组织信任的研究发现,信任是一种基于委托方对受托方能力、仁爱以及诚信维度的综合感知(Mayer等,1995)^[21],其中能力维度指组织实现预期目标和保持良好绩效的能力;仁爱维度指组织除了以自我为中心的利润动机外,被认为想为利益相关方“做好事”的程度;诚信维度则指组织是否说实话以及遵守承诺(Gillespie和Dietz,2009)^[22]。由于信任是一种心理变量,综合三个维度的感知而形成的初始基线信任水平,会受到很多复杂因素的影响(Kim等,2009)^[23]。因而,未能实现组织目标或是绩效达不到预期,而导致能力维度信任受损的情况下(Kramer和Lewicki,2010)^[24],主动传递仁爱与诚信维度的努力,以维持基线信任水平,是一种符合逻辑的修复策略。但是,管理层是否会实施信任修复行为,不能忽略两个重要的前提条件:绩效落差所造成的信任受损能不能被感知到,以及管理层是否会主动采取行动进行信任修复。对此,一系列研究也给出了相应的依据。

第一,从资本市场择优的角度来看,管理层对绩效表现的感知不是“原子式”的绝对独立,而是

其综合考虑所嵌入的资本市场结构与特征的结果,特别是不能忽略同行业企业之间绩效表现的影响(Do 等,2021^[25];Seo,2021^[26])。当企业的市场绩效表现明显低于同行业企业绩效表现均值,即达不到基线信任水平期望的绩效表现时,通常会影响到管理层的市场声誉以及薪酬收益(曹廷求和张光利,2012)^[27]。因而,管理层对因绩效落差造成信任受损是非常敏感的。

第二,企业行为理论认为,面对绩效落差导致的信任受损,为消除对组织或自身造成负面后果,管理层有充分的动机去进行信任修复(Lewicki 和 Brinsfield,2017)^[6]。并且,由于公司经营决策和行为围绕目标而进行,管理层会针对实际绩效与期望绩效之间的差异进行反馈(李璨等,2019)^[28],采取一系列响应行为(王菁等,2014^[29];Iyer 和 Miller,2008^[30];Wang 等,2022^[8])。现有文献认为在响应过程中,存在着“问题驱动搜索”(需要做什么)和“冗余驱动搜索”(能够做什么)两方面的决策,如果实际绩效表现不及期望,管理层通常会在承担更高的成本与风险基础上进行调整(Greve,1998)^[31]。

归纳来看,当绩效表现低于同行业平均的基线水平时,管理层会感知到信任受损,基于目标导向,为保证自身代理人地位的合法性,管理层一定会采取响应行为。因而,在一个“存在绩效落差——感知信任受损——匹配组织资源——进行响应决策”框架下,需要进一步明确的是管理层会具体采用什么策略与方式去实施信任修复。

2. 信任修复与 CSR 信息披露

现有研究发现,常见的管理层信任修复策略可分为言语修复(否认、道歉、解释、承认、信任转移等)以及行动修复(补偿、忏悔、组织变革等)等(Sharma 等,2023^[5];Lewicki 和 Brinsfield,2017^[6]),而具体选择何种信任修复策略,取决于管理层对于实施中的成本、风险和收益的理性衡量(Gillespie 和 Dietz,2009)^[22]。代理问题的存在使得利益相关者一般不直接参与企业日常经营决策与监督,信息披露是管理层与其他利益相关者沟通的重要方式(Verrecchia,2001^[7];Goldstein 和 Yang,2017^[32])。而相比于实质行动,通过信息披露进行信任修复的成本相对较低,一定程度上能够影响投资者对于信任关系的感知。因此,面临绩效落差时,管理层可能会优先选择调整信息披露文本进行信任修复(Fuoli 和 Paradis,2014)^[10]。广义上来讲,上市企业定期发布的年度报告、CSR 报告或一些临时性公告等,都可能会是被管理层利用来进行信任修复的信息披露方式。

在这些信息披露方式中,除了能更有效地传递仁爱与诚信维度的信息外,从成本收益的角度来看,CSR 报告因高度的灵活性与自主性,不仅在操纵上的“性价比”更高,而且在实践中面对的合规性监管也更为宽松,实施操纵行为的风险也小。相比而言,上市公司年报披露的内容与 CSR 报告的重点不同,内容与形式的规范性要求更高(Cardinaels 和 van Veen-Dirks,2010)^[33],并且年报披露的财务信息也提供了一种相互验证的机制(Bhimani 和 Langfield-Smith,2007)^[34],有可能进一步强化管理层利用 CSR 信息披露进行信任修复的策略选择。此外,CSR 报告还具有改善资本市场信息环境(王艳艳等,2014)^[18],对内控信息进行有效补充等功能,有助于投资者建立对企业可持续发展的信心,弥补基线信任水平受损的感知。虽然从后果上看,也有研究者认为 CSR 信息披露短期内不会扭转市场对于企业的评价(Durand 等,2019)^[35],但从动机与行为机制上分析,当存在较大绩效落差,且没有操作空间调整财务数据和干预市场评价的情况下,相比于直接对绩效落差进行解释,另辟蹊径在 CSR 报告中体现“信而有征”,其实施成本与监管风险都较低,不论是否达到预期效果,都不失是一个值得尝试的办法。但是具体采用什么操纵手段,并在 CSR 报告中以何种方式来体现,现有相关研究还未给出明确的说法和经验证据(Fuoli 和 Paradis,2014^[10];Lin,2021^[11];Fuoli,2018^[12])。

3. 绩效表现与 CSR 报告中的实据性程度

印象管理研究发现,管理层采用文本操纵的方式可以影响利益相关方对企业形象的感知

(Hooghiemstra,2000^[36];Bolino 等,2016^[37];Jin 等,2022^[38])。现实人际沟通中的一个普遍的现象是,如果一方在陈述中列举了大量的事例与证据,能够有效增强对方信任感。在 CSR 信息披露中也存在这样的情况,如英国石油公司经历 2010 年墨西哥湾漏油事件后面临信任危机,在 CEO 的公开信中提供了一系列的详细证据,强调面对漏油事件公司反应的及时性和稳定性,取得了一定的信任修复效果(Fuoli 和 Paradis,2014)^[10]。CSR 报告作为一类特殊的信息披露文本,虽然在内容和形式方面自由度较高,但也需要在一定制度框架下对不同利益相关方的期望分别做出回应,区别于财务报告典型的特征之一是其由描述 CSR 行为和结果的一系列论述构成(段钊等,2021)^[39]。根据论述理论(Schneider 等,2013)^[40],一个完整的论述通常由论点和论据组成,其中论点是论述想要表达的主要观点;论据则是支撑论点的例子、数据、事实等直观的证据或者其他信息。例如,“我们同心协力,扶植民营经济小微企业成长”是一个论点,而加上“截至 2019 年末,在省内民营企业贷款余额 912 亿元,服务民营企业 4271 家”等论据则构成一个相对完整的论述。披露方在 CSR 方面行为与绩效论据的分布与数量占比,可以通过 CSR 报告中的实据性程度来衡量;实据性程度越高,表明 CSR 报告中的内容越“言之凿凿”,对阅读者来说感受到“负责任”的企业形象可能越具体、生动与真诚。

通过 CSR 信息披露进行信任修复,添加论据即提高实据性可能是一种最简单、最直接、成本更低以及风险最小的方式:首先,提高 CSR 实据性程度的“沉没成本”较低,即使没有信任修复的需要,按照 CSR 报告的披露规则和惯例,披露方也需要给出履行 CSR 的证据,而适当提高实据性程度或对论据更加细致地展示,这并不会产生太多额外的成本;其次,强调好消息比解释坏消息更容易让人接受,由于 CSR 的行为与绩效缺乏直接可比性,对信息接收者而言,看到的直观证据数量越多,往往会形成对披露方在仁爱与诚信上做得“好”的判断,对绩效落差对冲的效果可能越好,相对直接解释绩效不佳原因,更容易被投资者接受,也不会受到监管方的关注;第三,实据性程度也会直接影响投资者对于企业能力维度的认知,由于 CSR 本身就是一个比较复杂的范畴,具体的论据有助于将对 CSR 抽象认知具象化,从而模糊利益相关者对绩效的认知判断,例如让人感觉经济绩效表现不佳但社会绩效提升,或者当前绩效下滑是增加了对未来可持续发展的投资等;此外,也有研究指出 CSR 信息披露可以通过呈现不同方面与程度的论据以体现出企业的差异性(Zhang 等,2020)^[41],形成对企业能力维度的全面认知,这也有助于弥补利益相关方对信任受损的感知(Tomlinson 和 Mryer,2009)^[42]。因此,本文提出如下假设:

H₁:企业的相对绩效表现与 CSR 报告中的实据性程度负相关,即当上市企业存在绩效落差时,会通过提高 CSR 报告中的实据性程度进行信任修复。

4. 第三方独立鉴证以及年报 MD&A 信息的影响

在通过信息披露进行信任修复时,提高 CSR 报告中的实据性程度并非管理层可选择的唯一策略,还可以通过提高 CSR 披露信息可靠性来强化诚信感,以及通过文本操纵直接影响利益相关者对其能力维度的感知。管理层也会在总体上进行综合权衡,既要充分展示“可信赖”的企业形象,又要避免“过犹不及”与“言多必失”的风险(赵子夜等,2019)^[43]。因而,各种信息披露的信任修复策略之间可能存在相互替代的效应。具体来说,一种可能的替代策略是以论述的“质量”来替代证据的“数量”,即“所表达论述的都是经过验证的”;另一种替代策略是以“将来”来替代“目前”,即在披露中传递“不久会有好消息”,增强未来期望维持信任关系。对此,可以通过第三方独立的 CSR 报告鉴证以及年报中 MD&A 净语调检验它们对绩效表现与 CSR 报告实据性程度之间关系的影响。

CSR 报告鉴证是引入权威的第三方机构对企业发布的 CSR 报告进行全方位质量鉴定(Liao 等,2018)^[44]。管理层是否选择 CSR 报告鉴证,出于收益和风险之间进行权衡:一方面,在没有强

制性政策要求情况下,独立的第三方鉴证是一种企业自愿行为并且需要一定的成本,好处是可以向利益相关方传递积极的信号(Connelly 等,2011)^[45];另一方面,现有研究普遍认为 CSR 报告鉴证能够增强报告的真实性和可靠性,有效抑制管理层在 CSR 报告中的机会主义行为,如有研究发现在未选择第三方鉴证的公司中,CSR 信息披露水平与企业未来违规风险显著正相关,而在自愿选择鉴证的企业样本中不成立(权小锋等,2018)^[46];CSR 报告鉴证改善了公司的信息环境,可以有效降低分析师预测误差和分歧度(张正勇等,2017)^[47]。在绩效不佳的情况下,管理层可能会认为,即使不提高 CSR 报告中的实据性程度,通过进行第三方独立鉴证,可以强化 CSR 报告中的自述论点可靠性,提升已披露的有关事实、案例以及数据的真实性,这样也可以达到增强利益相关方对于其诚信维度感知的效果(Mayer 等,1995)^[21]。因而,引入第三方鉴证与提高 CSR 报告实据性程度会存在一种替代效应。因此,本文提出如下假设:

H₂:是否经过第三方鉴证负向调节企业的相对绩效表现与 CSR 报告中的实据性程度之间的负相关关系。

年报中的 MD&A 部分,主要内容是对企业经营状态的分析,以及对企业未来的经营和发展进行展望。年报 MD&A 净语调是该部分文本中积极情感词汇与消极情感词汇差异,可以代表文本的情感基调,现有研究认为 MD&A 文本的语调能够提供增量信息,如预测绩效表现(薛爽等,2010)^[48]、降低股价崩盘风险(孟庆斌等,2017)^[49]以及提高分析师预测准确度(林乐和谢德仁,2017)^[50]等;同时,一些研究也验证了管理层利用 MD&A 语调进行印象管理行为,如利用语调影响债券信用评级(林晚发等,2022)^[51]、迎合投资者盈余乐观情绪(罗琦等,2021)^[52]等。在信任修复视角下,管理层可能会认为,如果能够在年报的 MD&A 中通过语调操纵,来提升利益相关者对企业未来经营的正向预期,改善能力维度感知受损,那么就可以不用在 CSR 报告实据性上“做文章”。因此,存在绩效落差时,同样作为信任修复方式的年报 MD&A 净语调,与提高 CSR 报告中的实据性程度也可能存在替代效应。也就是说,年报 MD&A 净语调越积极,绩效落差带来的 CSR 报告实据性的提高程度可能会相对降低。因此,本文提出如下假设:

H₃:年报 MD&A 净语调负向调节企业的相对绩效表现与 CSR 报告中的实据性程度之间的负相关关系。

三、研究设计

1. 变量测量

(1)被解释变量:实据性程度(evidentiality score, ES)。本文从中国证监会指定信息披露网站——巨潮资讯网中,收集了 2009—2019 年中国 A 股上市公司公开披露的企业社会责任报告为初始样本。主要借鉴已有 CSR 报告实据性程度的研究(段钊等,2021)^[39],运用自然语言处理等技术对上市公司发布的 CSR 报告中实据性程度进行衡量,具体步骤如下:第一,通过 Python 语言编写网络爬虫,从巨潮资讯网站中下载上市公司发布的企业社会责任报告;第二,对报告中存在的大片空白、乱码、空格、空行、换行符等噪声进行处理,保留文本信息,并且对报告样本进行分词、停用词过滤和词性标注等,并以句子为单位进行存储;第三,如表 1 所示,根据本文构建的有效实据性模式,编写代码对报告中句子的每一项词性进行判断,将满足有效实据性模式中五要素组合的句子提取出来,计算其在整篇文档中句子占比 x_1 ,即 x_1 为五要素模式与报告的总句数比例,同理,计算四要素模式组合和三要素模式组合所占比例 x_2 和 x_3 ;第四,为了尽可能地拉大各被评价对象之间差异,采用郭亚军等(2017)^[53]提出的非线性的基于主客观信息综合判断思路,确定实据性评价模型中评价指标的权重(x_1 的权重 w_1 为 0.463, x_2 的权重 w_2 为 0.331, x_3 的权重 w_3 为 0.206,非线性因子为 x_2),继而计算得到各个 CSR 报告的实据性程度。

表 1 有效实据性模式

评价指标	有效实据性模式
五要素模式	时间 + 地点 + 主语 + 动词 + 数量词
四要素模式	时间 + 地点 + 主语 + 动词
	时间 + 地点 + 主语 + 数量词
	时间 + 地点 + 动词 + 数量词
	时间 + 主语 + 动词 + 数量词
	地点 + 主语 + 动词 + 数量词
三要素模式	时间 + 地点 + 主语
	时间 + 地点 + 动词
	时间 + 地点 + 数量词
	时间 + 主语 + 动词
	时间 + 主语 + 数量词
	时间 + 动词 + 数量词
	地点 + 主语 + 动词
	地点 + 主语 + 数量词
	地点 + 动词 + 数量词
主语 + 动词 + 数量词	

(2)解释变量的界定。本文选取的解释变量基础数据为企业年度托宾 Q 指标^①。当实际绩效表现低于期望绩效表现,管理层感知到信任受损的存在时,才会采取信任修复行为。以往关于绩效反馈的研究大多采用衡量企业内部绩效表现的 ROA、ROE 或是外部股票市场的每股收益 (EPS) 等绩效指标 (刘景东等,2022^[54];原东良等,2021^[55]),但在信任修复背景下,相比于单一的测度指标,本文认为结合企业内部绩效表现与外部股票市场价值的托宾 Q 指标更容易被管理层感知到信任关系受损的存在,也更符合本文的研究情境。为了将企业实际绩效表现与期望绩效表现进行对比,本文将企业托宾 Q 值减去样本企业之外的同年度同行业企业的托宾 Q 均值 (采取 SIC 三位数代码),得到相对绩效表现 (X_Tobin)。此外,为了更好体现企业存在绩效落差时,管理层对绩效落差的信任受损感知,本文对相对绩效表现进行如下处理:

$$N_Tobin = \begin{cases} -X_Tobin, & X_Tobin < 0 \\ 0, & X_Tobin \geq 0 \end{cases} \quad (1)$$

经过上述处理的绩效落差表现 (N_Tobin) 表示实际绩效表现与期望绩效之间的差距,绩效落差表现越大,代表实际绩效表现越低于期望绩效。因为信任关系是一种“心理”变量,管理层对于信任关系的感知不太可能精确到用连续型变量来衡量,更可能是一种分级的离散程度变量,因此最终本文将绩效落差表现 (N_Tobin) 进一步离散化为 $Tobin_0$ ($N_Tobin = 0$ 时取 1,其他取 0) 和 $Tobin_1 \sim Tobin_4$ ($N_Tobin > 0$ 时按照 25%、50%、75% 分位数取值生成的虚拟变量),绩效落差程度 $Tobin_1 \sim Tobin_4$ 依次递增,管理层感知到的信任受损程度也依次增加。

(3)其他变量的界定。CSR 报告经过第三方鉴证 (Certification) 取值为 1,否则取 0。年报 MD&A 净语调计算方法如下,其中 $Posnum$ 为年报 MD&A 中积极词汇数量, $Netnum$ 为年报 MD&A

^① 本文选取的托宾 Q 指标来自国泰君安 (CSMAR) 数据库中的托宾 Q 值 A,具体计算方法为:托宾 Q = 市值 A / 资产总计,保留每年 12 月的年度报表。

中消极词汇数量。

$$Tone = \frac{(Posnum - Netnum)}{(Posnum + Netnum)} \quad (2)$$

控制变量方面,本文参考已有研究(Dhaliwal 等,2011^[56];Kim 等,2019^[57];Wang 等,2022^[8];Zhang 等,2020^[41]),添加股权集中度(*Top1*)、董事会规模(*Board*)、机构持股比例(*Inihold_R*)、企业规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、独立董事比例(*Depend*)等公司治理、管理层特征和公司层面的变量作为控制变量。

主要研究变量表如表 2 所示。

表 2 变量名称与含义

变量类型	变量名称	变量符号	含义
被解释变量	实据性程度	<i>ES</i>	CSR 报告中企业履行 CSR 行为与绩效的证据含量,计算方法参照(段钊等,2021) ^[39]
	五要素模式占比	<i>Five_Per</i>	报告中五要素模式句数与总句数百分比数
	四要素模式占比	<i>Four_Per</i>	报告中四要素模式句数与总句数百分比数
	三要素模式占比	<i>Three_Per</i>	报告中三要素模式句数与总句数百分比数
解释变量	相对绩效表现	<i>X_Tobin</i>	企业期末托宾 Q 值(市场价值/资产重置成本)减去样本企业之外的同年度同行业企业的托宾 Q 均值(采取 SIC 三位数代码)
	绩效落差程度	<i>N_Tobin</i>	<i>X_Tobin</i> 大于等于 0 时取 0,其余取 $-X_{Tobin}$
		<i>Tobin₀</i>	<i>N_Tobin</i> = 0 时取 1,其他取 0
		<i>Tobin₁-Tobin₄</i>	<i>N_Tobin</i> > 0 时按照 25%、50%、75% 分位数取值生成的虚拟变量, <i>Tobin₁-Tobin₄</i> 落差程度逐渐增大
控制变量	是否鉴证	<i>Certification</i>	企业社会责任报告经过第三方机构鉴证为 1,否则为 0
	年报 MD&A 净语调	<i>Tone</i>	年报 MD&A 部分中的(正向词汇 - 消极词汇)/(正向词汇 + 消极词汇)
	股权集中度	<i>Top1</i>	期末第一大股东持股比例
	企业年龄	<i>Lnage</i>	观测年份减去企业上市年份的值取自然对数
	企业规模	<i>Size</i>	企业期末总资产的自然对数
	企业性质	<i>Soe</i>	国有企业取 1,其余取 0
	资产负债率	<i>Lev</i>	期末负债总额与资产总额的比值
	高管薪酬	<i>Salary</i>	期末前三名高管薪酬总和的值取自然对数
	独立董事比例	<i>Depend</i>	期末独立董事人数/董事会人数
	董事会规模	<i>Board</i>	期末董事会人数取自然对数
	监事会规模	<i>Ss</i>	期末监事会人数取自然对数
	机构持股比例	<i>Inihold_R</i>	机构投资者持股比例之和
	是否二合一	<i>Dua</i>	董事长和总经理同一人为 1,否则为 0
	审计师是否来自四大	<i>Big4</i>	审计师来自四大为 1,否则为 0
	是否强制披露 CSR 报告	<i>Mandis</i>	强制披露为 1,自愿披露为 0
	内部控制指数	<i>Ici</i>	迪博内部控制指数的自然对数
	年份	<i>Year</i>	年度虚拟变量
行业	<i>Industry</i>	行业虚拟变量	

2. 实证模型设定

为了验证 H_1 , 本文建立模型 (3), 其中 ES 表示 CSR 报告中的实据性程度, X_Tobin 表示企业的相对托宾 Q 值, $var_{i,t}^{control}$ 表示控制变量组成的向量列。模型 (4) 中添加了表示绩效落差程度的虚拟变量 $Tobin_1 - Tobin_4$, 为避免共线性, 删除 $Tobin_0$ (基准对照组), 同时, 本文回归模型中控制行业和年度层面的固定效应, 以及采用在行业层面的聚类稳健标准误。为了检验假设 H_2 和假设 H_3 , 本文在模型 (3) 和模型 (4) 中加入交乘项建立模型 (5) 和模型 (6), 其中 $Modvar$ 取值分别为 $Certification$ 和 $Tone$ 。

$$ES_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_Tobin_{i,t} + \sum \gamma var_{i,t}^{control} + \beta_3 Industry + \beta_4 Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$ES_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Tobin_1 + \beta_2 Tobin_2 + \beta_3 Tobin_3 + \beta_4 Tobin_4 + \sum \gamma var_{i,t}^{control} + \beta_3 Industry + \beta_4 Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$ES_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_Tobin_{i,t} + \beta_2 Modvar_{i,t} + \beta_3 X_Tobin_{i,t} \times Modvar_{i,t} + \sum \gamma var_{i,t}^{control} + \beta_4 Industry + \beta_5 Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$ES_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Tobin_1 \times Modvar_{i,t} + \beta_2 Tobin_2 \times Modvar_{i,t} + \beta_3 Tobin_3 \times Modvar_{i,t} + \beta_4 Tobin_4 \times Modvar_{i,t} + \sum \gamma var_{i,t}^{control} + \beta_3 Industry + \beta_4 Year + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

3. 样本选择与数据来源

本文选取 2009—2019 年在沪深的 A 股上市公司作为样本, 研究起止年份确定原因为: 2008 年上交所与深交所相继发布强制性披露政策后, CSR 报告披露数量相较之前才开始有大幅增长; 2020—2022 年疫情原因对上市公司绩效带来较大冲击。主要数据来源分为两类: 第一类是本文构建的实据性程度, 基于 Python 编程对企业社会责任报告进行文本分析得到; 第二类是来自国泰安数据库 (CSMAR) 的上市公司财务、内部治理以及股票收益等有关的数据; 年报 MD&A 净语调数据来自中国研究数据库 (CNRDS)。

借鉴已有研究的做法, 本文剔除了以下公司: 1) ST 类上市公司样本; 2) 考虑到金融类上市公司财务数据的特殊性, 剔除金融类上市公司样本; 3) 主要变量存在数据缺失的公司样本; 4) 为消除极端值的影响, 对于本文使用的连续变量, 均按照 1% 和 99% 水平进行了 Winsorize 处理。由此得到 963 家上市公司的 5479 个观测值构成的研究样本, 并采用 Stata17 软件进行统计和多元回归分析。

四、实证结果及分析

1. 描述性统计

表 3 列示了主要变量的描述性统计结果。实据性程度 (ES) 最小值与最大值差异明显, 但总体来看样本中实据性程度普遍不高。主要解释变量企业相对绩效指标 (X_Tobin) 在总体样本的标准差为 1.014, 不同企业之间和内部标准差为 0.843 和 0.656, 表明无论是企业不同年份以及不同企业之间, 主要解释变量均存在一定程度的变动性, 为后续本文的系数估计提供一定的基础。主要变量中是否经过第三方机构鉴证 ($Certification$) 均值为 0.016, 选取的样本中经过鉴证的比例仅为 1.6%, 说明目前上市公司社会责任报告鉴证比例较低, 与已有关于 CSR 报告鉴证的研究保持一致 (沈洪涛等, 2016)^[58]。样本中年报 MD&A 净语调 ($Tone$) 标准差为 0.131, 表明样本中年报 MD&A 净语调具有一定变动性。控制变量中, 股权集中度 ($Top1$)、机构持股比例 ($Inihold_R$)、董

事会 (*Board*) 以及监事会规模 (*Ss*) 等变量中最小值与最大值之间存在较大差异,说明样本中公司治理水平存在一定差异。样本中独立董事 (*Depend*) 的平均比例为 0.375,符合中国证监会关于上市公司独立董事比例应超过三分之一的规定。以上变量的描述性统计数值与已有研究保持一致。

表 3 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>ES</i>	5479	14.836	5.905	4.659	13.887	33.548
<i>Five_Per</i>	5479	3.289	2.579	0	2.837	33.333
<i>Four_Per</i>	5479	10.109	4.472	0	9.649	31.579
<i>Three_Per</i>	5479	22.369	5.728	0	22.105	68
<i>X_Tobin</i>	5479	-0.341	1.014	-3.175	-0.404	4.002
<i>Tobin₀</i>	5479	0.237	0.425	0	0	1
<i>Tobin₁</i>	5479	0.191	0.393	0	0	1
<i>Tobin₂</i>	5479	0.191	0.393	0	0	1
<i>Tobin₃</i>	5479	0.191	0.393	0	0	1
<i>Tobin₄</i>	5479	0.191	0.393	0	0	1
<i>Certification</i>	5479	0.016	0.127	0	0	1
<i>Tone</i>	5479	0.426	0.131	0.053	0.427	0.760
<i>Dua</i>	5479	0.179	0.384	0	0	1
<i>Board</i>	5479	2.195	0.210	1.609	2.197	2.833
<i>Ss</i>	5479	1.327	0.296	1.099	1.099	2.197
<i>Salary</i>	5479	14.589	0.729	12.899	14.547	16.766
<i>Top1</i>	5479	0.374	0.158	0.078	0.364	0.758
<i>Soe</i>	5479	0.615	0.487	0	1	1
<i>Lev</i>	5479	0.484	0.195	0.064	0.497	0.941
<i>Big4</i>	5479	0.138	0.345	0	0	1
<i>Inihold_R</i>	5479	0.542	0.225	0.014	0.574	0.959
<i>Size</i>	5479	23.093	1.435	20.320	22.920	28.509
<i>Lnage</i>	5479	2.425	0.635	0.693	2.639	3.296
<i>Depend</i>	5479	0.375	0.056	0.308	0.364	0.571
<i>Mandis</i>	5479	0.518	0.500	0	1	1
<i>Ici</i>	5479	6.516	0.142	5.759	6.530	6.826

2. 相关性分析

表 4 列示了主要变量之间的相关性分析结果。企业的相对绩效表现 (*X_Tobin*) 与实据性程度 (*ES*)、五组合模式比例 (*Five_Per*)、四组合模式比例 (*Four_Per*) 和三组合模式比例 (*Three_Per*) 的 Pearson 相关系数在 1% 的水平上显著为负。同时可以看出,变量之间的相关系数相对较小,表明不存在严重的多重共线性问题。表 4 中的相关分析结果为后续的回归分析提供了支持,但变量之间的关系还需要进一步的回归分析来检验。

表 4

相关性分析结果

变量	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1 - ES	1.00													
2 - Five_Per	0.79 ***	1.00												
3 - Four_Per	0.76 ***	0.34 ***	1.00											
4 - Three_Per	0.53 ***	0.19 ***	0.27 ***	1.00										
5 - X_Tobin	-0.08 ***	-0.07 ***	-0.04 ***	-0.07 ***	1.00									
6 - Tobin1	-0.07 ***	-0.04 ***	-0.05 ***	-0.05 ***	0.70 ***	1.00								
7 - Tobin2	-0.01	-0.01	0.01	-0.03 **	0.08 ***	-0.27 ***	1.00							
8 - Tobin3	0.01	0.00	0.03 **	-0.02	-0.05 ***	-0.27 ***	-0.24 ***	1.00						
9 - Tobin4	0.03 **	0.01	0.02	0.05 ***	-0.19 ***	-0.27 ***	-0.24 ***	-0.24 ***	1.00					
10 - Tobin5	0.04 ***	0.04 ***	0.00	0.05 ***	-0.59 ***	-0.27 ***	-0.24 ***	-0.24 ***	-0.24 ***	1.00				
11 - Certification	0.06 ***	0.09 ***	0.01	0.01	-0.00	-0.01	0.04 ***	-0.01	0.00	-0.03 *	1.00			
12 - Tone	0.03 **	0.06 ***	-0.03 **	0.05 ***	-0.00	0.05 ***	-0.04 ***	-0.04 ***	-0.01	0.04 ***	0.06 ***	1.00		
13 - Size	0.14 ***	0.17 ***	0.07 ***	0.04 ***	-0.31 ***	-0.34 ***	0.01	0.13 ***	0.09 ***	0.14 ***	0.13 ***	-0.04 ***	1.00	
14 - Lev	0.04 ***	0.07 ***	0.00	0.03 *	-0.27 ***	-0.29 ***	0.01	0.12 ***	0.11 ***	0.07 ***	0.04 ***	-0.04 ***	0.53 ***	1.00

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

3. 主要回归结果

表 5 列示了假设 H_1 的检验结果。其中第(1)列的解释变量为企业相对绩效表现托宾 Q,被解释变量为 CSR 报告整体实据性程度;第(2)~(5)列的解释变量为企业绩效落差程度,被解释变量依次为观测值报告整体实据性程度、报告中五要素模式占比、报告中四要素模式占比、报告中三要素模式占比。第(1)列中托宾 Q 的估计系数在 1% 的水平下显著为负,即企业相对绩效表现与 CSR 报告中实据性程度负相关。这一结果表明,当企业实际绩效表现低于同行业同年度企业绩效表现时,管理层为了弥补利益相关方对于企业绩效不佳的信任感知,会在 CSR 报告中披露更多自身积极承担社会责任的有关证据,即提高 CSR 报告的实据性程度。第(2)列中 $Tobin_2$ 、 $Tobin_3$ 和 $Tobin_4$ 表示企业绩效落差程度,回归结果表明,存在绩效落差的企业相比于不存在绩效落差的企业 ($Tobin_0$),不仅会提高 CSR 报告的实据性程度,而且随着绩效落差程度的增大,在 CSR 报告中会增加更多的实据性表述,其中在 $Tobin_3$ (50% ~ 75% 分位数之间) 时达到最大值,该结果有效的支持了假设 H_1 。第(3)~(5)列的结果展示了企业绩效落差程度对三种不同实据性模式的影响,结果显示,策略实施中,主要通过增加三要素组合和四要素组合的方式。由于本文关注企业绩效落差程度与 CSR 报告实据性程度之间的关系,模型中控制变量的估计系数不做过多解读。进一步考虑估计系数的情况:表 5 中第(1)列的回归结果表明,平均而言,公司相对绩效托宾 Q 每降低 1 个单位,相应地 CSR 报告的实据性程度增加 0.392 个单位;结合表 3 描述性统计中研究样本相对绩效表现标准差,可以发现解释变量托宾 Q 每降低一个单位标准差,相应地被解释变量实据性程度的标准差增加 6.7% ($= 1.014 \times 0.392 / 5.905$),说明不论在统计还是经济含义上都具有一定的意义。

表 5 企业信任修复与 CSR 实据性程度

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	ES	ES	Five_Per	Four_Per	Three_Per
X_Tobin	-0.392 *** (-3.237)				
$Tobin_1$		0.283 (1.550)	-0.097 (-1.069)	0.332 (1.705)	0.342 (1.348)
$Tobin_2$		0.706 *** (3.031)	0.075 (0.713)	0.689 *** (3.499)	0.367 ** (2.110)

续表 5

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>ES</i>	<i>ES</i>	<i>Five_Per</i>	<i>Four_Per</i>	<i>Three_Per</i>
<i>Tobin₃</i>		1.054 *** (5.050)	0.078 (0.977)	0.936 *** (7.573)	0.849 ** (2.559)
<i>Tobin₄</i>		0.955 ** (2.513)	0.100 (0.705)	0.953 *** (3.706)	0.759 ** (2.171)
<i>Certification</i>	1.096 * (1.983)	1.142 * (2.063)	0.913 *** (3.587)	0.247 (0.752)	-0.481 (-0.937)
<i>Tone</i>	1.456 (1.316)	1.569 (1.409)	0.661 * (2.081)	0.783 (0.899)	1.226 (1.631)
<i>Dua</i>	-0.645 ** (-2.547)	-0.653 ** (-2.563)	-0.254 *** (-2.898)	-0.341 (-1.583)	-0.391 * (-1.938)
<i>Board</i>	0.377 (0.478)	0.420 (0.542)	0.462 (1.341)	-0.114 (-0.152)	-0.173 (-0.351)
<i>Ss</i>	0.611 (1.101)	0.574 (1.056)	0.315 (1.123)	0.486 (1.615)	-0.139 (-0.327)
<i>Salary</i>	0.488 *** (3.265)	0.489 *** (3.305)	0.198 *** (4.064)	0.374 ** (2.834)	0.187 (0.962)
<i>Top1</i>	0.511 (0.294)	0.544 (0.312)	0.102 (0.274)	0.059 (0.044)	1.210 (0.739)
<i>Soe</i>	0.632 ** (2.282)	0.630 ** (2.249)	0.271 * (1.929)	0.404 (1.689)	0.101 (0.272)
<i>Lev</i>	-2.261 * (-1.980)	-2.209 * (-1.895)	-0.706 * (-2.013)	-1.201 (-1.414)	-1.439 * (-1.748)
<i>Big4</i>	0.416 (1.279)	0.458 (1.390)	0.266 * (2.069)	0.152 (0.663)	0.180 (0.730)
<i>Inihold_R</i>	0.468 (0.545)	0.418 (0.493)	0.281 (0.845)	0.100 (0.134)	-0.185 (-0.229)
<i>Size</i>	0.197 (1.179)	0.185 (1.104)	0.178 *** (3.465)	-0.079 (-0.717)	0.036 (0.210)
<i>Lnage</i>	0.082 (0.366)	0.089 (0.401)	-0.018 (-0.197)	-0.043 (-0.320)	0.534 *** (3.218)
<i>Depend</i>	-1.601 (-0.834)	-1.683 (-0.841)	0.142 (0.162)	-2.649 (-1.663)	-1.133 (-0.679)
<i>Mandis</i>	0.204 (0.794)	0.191 (0.753)	-0.030 (-0.376)	0.281 (1.354)	0.226 (1.014)
<i>Ici</i>	0.425 (0.636)	0.450 (0.701)	0.256 (1.327)	0.313 (0.612)	-0.147 (-0.219)
常数项	-1.389 (-0.215)	-1.810 (-0.285)	-7.137 *** (-3.449)	4.393 (1.125)	18.708 *** (2.930)
年份/行业固定效应	是	是	是	是	是
调整 R ²	0.074	0.073	0.116	0.072	0.037
样本数	5479	5479	5479	5479	5479

注:括号内为经过聚类调整的 *t* 值; * *p* < 0.1, ** *p* < 0.05, *** *p* < 0.01,下同

表 6 列示了假设 H_2 的检验结果。回归结果显示,企业相对绩效表现与是否鉴证交乘项 ($X_Tobin \times Certification$) 系数在 1% 的水平下显著为正,表明经过第三方鉴证负向调节企业绩效相对表现与 CSR 报告实据性程度之间的关系,主要原因是,由于第三方鉴证的质量认证,在企业信任修复过程中增强了利益相关方对于诚信维度的感知,在一定程度上也可以弥补信任受损的感知。第 (2) 列中绩效落差程度与是否鉴证的交乘项系数均为负,第 (3) ~ (5) 列的结果展示了是否鉴证分别对绩效落差程度和三种有效不同实据性模式之间关系的影响,以上结果均表明是否鉴证负向调节绩效落差程度与 CSR 报告中实据性程度之间的关系,假设 H_2 成立。

表 6 CSR 报告是否鉴证的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>ES</i>	<i>ES</i>	<i>Five_Per</i>	<i>Four_Per</i>	<i>Three_Per</i>
X_Tobin	-0.415 *** (-3.407)				
$Tobin_1$		0.368 * (2.014)	-0.081 (-0.860)	0.383 * (1.896)	0.449 * (1.782)
$Tobin_2$		0.812 *** (3.422)	0.116 (1.066)	0.741 *** (3.787)	0.421 ** (2.314)
$Tobin_3$		1.132 *** (5.278)	0.107 (1.205)	0.974 *** (8.904)	0.886 ** (2.600)
$Tobin_4$		1.047 ** (2.730)	0.128 (0.871)	0.999 *** (3.936)	0.835 ** (2.306)
$X_Tobin \times Certification$	2.758 *** (3.152)				
$Tobin_1 \times Certification$		-4.880 *** (-3.035)	-1.122 (-1.474)	-2.852 ** (-2.174)	-5.396 *** (-5.083)
$Tobin_2 \times Certification$		-6.845 *** (-3.183)	-2.687 *** (-3.156)	-3.355 ** (-2.270)	-3.351 ** (-2.333)
$Tobin_3 \times Certification$		-4.761 ** (-2.735)	-1.755 * (-1.870)	-2.376 ** (-2.257)	-2.347 ** (-2.783)
$Tobin_4 \times Certification$		-6.428 *** (-4.939)	-2.034 ** (-2.283)	-3.197 ** (-2.690)	-5.226 *** (-3.766)
<i>Certification</i>	2.130 *** (4.059)	5.470 *** (6.477)	2.290 *** (4.825)	2.523 *** (3.044)	2.799 *** (3.831)
常数项	-1.475 (-0.226)	-1.787 (-0.280)	-7.110 *** (-3.374)	4.407 (1.130)	18.630 *** (2.941)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是	是
调整 R^2	0.075	0.075	0.117	0.073	0.038
样本数	5479	5479	5479	5479	5479

表 7 列示了假设 H_3 的检验结果。回归结果显示,企业相对绩效表现与年报 MD&A 净语调的交乘项 ($X_Tobin \times Tone$) 系数在 5% 的水平下显著为正,表明年报 MD&A 净语调负向调节相对绩效

表现与 CSR 报告实据性程度之间的负相关关系,主要原因是,在年报的非财务信息披露中也可以通过语调提供未来绩效表现的增量信息,形成对企业经营的全面认识,达到增强信任感知的目的。第(2)列中绩效落差程度与年报 MD&A 净语调的交乘项系数同样均为负,第(3)~(5)列的结果展示了年报 MD&A 净语调分别对绩效落差程度和三种有效不同实据性模式之间关系的影响,以上结果均表明年报 MD&A 净语调负向调节绩效落差程度与 CSR 报告中实据性程度之间的关系,假设 H₃ 成立。

表 7 年报 MD&A 净语调的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>ES</i>	<i>ES</i>	<i>Five_Per</i>	<i>Four_Per</i>	<i>Three_Per</i>
<i>X_Tobin</i>	-0.905 ** (-2.796)				
<i>Tobin₁</i>		2.038 *** (3.236)	0.671 ** (2.375)	1.444 ** (2.464)	0.298 (0.416)
<i>Tobin₂</i>		1.446 * (2.082)	0.379 (1.123)	1.152 ** (2.160)	0.196 (0.259)
<i>Tobin₃</i>		2.857 ** (2.686)	0.823 * (1.917)	1.434 ** (2.238)	2.411 ** (2.520)
<i>Tobin₄</i>		3.096 *** (3.094)	0.729 (1.498)	2.149 *** (3.442)	2.278 *** (3.374)
<i>X_Tobin × Tone</i>	1.153 ** (2.184)				
<i>Tobin₁ × Tone</i>		-4.081 *** (-2.976)	-1.795 ** (-2.308)	-2.606 * (-1.947)	0.165 (0.112)
<i>Tobin₂ × Tone</i>		-1.638 (-0.928)	-0.675 (-0.903)	-1.042 (-0.761)	0.465 (0.252)
<i>Tobin₃ × Tone</i>		-4.160 * (-1.912)	-1.721 * (-2.005)	-1.128 (-0.815)	-3.651 (-1.681)
<i>Tobin₄ × Tone</i>		-4.872 *** (-2.906)	-1.429 (-1.656)	-2.727 ** (-2.303)	-3.464 ** (-2.255)
<i>Tone</i>	1.833 (1.588)	4.377 *** (3.279)	1.724 *** (2.888)	2.223 ** (2.657)	2.470 ** (2.759)
常数项	-1.800 (-0.281)	-3.466 (-0.563)	-7.663 *** (-3.887)	3.562 (0.941)	17.484 ** (2.623)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是	是
调整 R ²	0.074	0.075	0.117	0.073	0.038
样本数	5479	5479	5479	5479	5479

五、稳健性检验

1. 遗漏变量问题

尽管在本研究中,已经尽可能控制同时影响企业相对绩效表现与 CSR 报告实据性程度之间关

系的可观测变量,如企业自身特征、公司治理和管理层特征等。但不可避免仍然存在不可观测的混淆变量对本文的估计系数产生一定偏误。借鉴已有研究(Altonji 等,2005^[59];Bellows 和 Miguel,2009^[60]),本文通过可观测变量的选择性评估不可观测变量带来的偏差。具体来说,构造了不可观测变量的选择性偏误强度的测量指标 *Ratio*:

$$Ratio = \frac{\widehat{\beta}^F}{\widehat{\beta}^R - \widehat{\beta}^F} \quad (7)$$

其中, $\widehat{\beta}^F$ 为包含全部控制变量回归的系数估计, $\widehat{\beta}^R$ 为包含部分控制变量回归的系数估计。该指标表示,如果要把核心解释变量的效应全部归因于不可观测变量的选择性偏误,这一选择性偏误应该达到多大。该指标越大,表明系数估计受到不可观测变量的选择性偏误越小。从表8中 *Ratio* 数值来看,如果要把模型(3)中 OLS 估计的系数结果全部归因于选择性偏差,不可观测的选择性偏差至少是可观测变量系数估计值的 13.05 倍。据此判断,所担心的不可观测变量带来的选择性偏差对主要系数估计结果的影响比较小,本文估计的企业相对绩效表现与 CSR 报告实据性程度的估计系数是稳健的。

表 8 通过可观测变量的选择性评估不可观测变量带来的偏差结果

控制部分变量	控制涉及的全部变量	<i>Ratio</i>
无控制 + 年份行业固定效应	模型(3)中设定的控制变量	5.69
控制企业规模、企业年龄、资产负债率、企业性质、机构持股比例、企业内部控制指数、独立董事比例 + 年份行业固定效应	模型(3)中设定的控制变量	13.05

2. 更换企业绩效的衡量方式

前文中衡量企业期望绩效采用的是同行业同年度的均值,稳健性检验中采取两种方式替换企业期望绩效的测量,即同行业同年度中位数以及综合企业历史绩效表现与同行业企业平均绩效表现,计算方式如公式(8)所示,其中 $Tobin_Q$ 表示上一年度企业实际的托宾 Q 值, H_Tobin 表示同行业同年度企业的托宾 Q 均值。此外,考虑到如何界定同行业也可能对本文的结果产生影响,本文采用 SIC 两位数代码进行稳健性检验,行业划分标准基于证监会 2012 年标准,制造业取前两位,其余取一位。

$$M_Tobin_{i,t} = 0.5 \times Tobin_{Q,i,t-1} + 0.5 \times H_Tobin_{i,t} \quad (8)$$

稳健性检验结果如表9中第(1)~(3)列所示,其中的企业相对绩效表现分别是企业实际绩效托宾 Q 减去同行业同年度中位数(D_Tobin)、综合历史期望与社会期望($D2_Tobin$)以及重新界定同行业企业标准($D3_Tobin$)后的回归结果,可以发现主要结果均与前文保持一致,表明无论是将实际绩效与社会期望还是混合期望相比,存在绩效落差时,提高 CSR 报告中的实据性程度都是管理层信任修复的方式之一。

表 9 稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>ES</i>	<i>ES</i>	<i>ES</i>	<i>ES</i>	<i>ES</i>
D_Tobin	-0.379*** (-4.525)				
$D2_Tobin$		-0.365** (-2.396)			

续表 9

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>ES</i>	<i>ES</i>	<i>ES</i>	<i>ES</i>	<i>ES</i>
<i>D3_Tobin</i>			-0.288 ** (-2.255)		
<i>X_Tobin</i>				-0.364 *** (-4.246)	
<i>Tobin₁</i>					0.260 (1.053)
<i>Tobin₂</i>					0.671 *** (2.629)
<i>Tobin₃</i>					0.990 *** (3.844)
<i>Tobin₄</i>					0.881 *** (3.274)
常数项	-0.969 (-0.155)	-0.971 (-0.151)	-1.587 (-0.253)	24.750 *** (2.618)	24.666 *** (2.607)
<i>IMR</i>				-2.731 *** (-3.367)	-2.759 *** (-3.400)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是	是
调整 R ²	0.075	0.072	0.072		
样本数	5479	5383	5479	26847	26847

3. 样本选择偏差

由于本文的研究样本是发布 CSR 报告的上市公司,还存在较多的上市公司实际上并没有发布 CSR 报告,所以采用 Heckman 两阶段模型来有效缓解样本非随机选择带来的选择偏误问题。本文以 2009—2019 年未披露 CSR 报告的 A 股上市公司作为样本,剔除存在缺失值的样本后,与披露 CSR 报告的企业共获得 26847 个观测值。参考已有研究(黄艺翔和姚铮,2016)^[61],对企业是否发布社会责任报告(企业发布社会责任报告为 1,否则为 0)进行 Probit 回归^①。两阶段回归结果如表 9 中第(4)和(5)列所示,逆米尔斯比率 *IMR* 在 1% 的水平上显著为负,加入 *IMR* 控制样本自选择偏误后,企业相对绩效表现(*X_Tobin*)以及绩效落差程度(*Tobin₁ ~ Tobin₄*)与实据性程度(*ES*)的回归结果与前文基本一致,本文的估计结果具有稳健性。

六、进一步研究

1. 绩效落差与实据性结构

CSR 报告的实据性程度代表一系列企业履行社会责任行为与绩效的证据含量,为更加深入地理解绩效落差与 CSR 报告实据性程度之间的关系,本文参照已有研究(段钊等,2021)^[39],将已有

① 第一阶段回归变量为:总经理和董事长是否二合一(*Dua*)、董事会规模(*Board*)、监事会规模(*Ss*)、高管规模(*Excount*)、高管薪酬(*Salary*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、机构投资者持股比例(*Inihold_R*)、资产负债率(*Lev*)、托宾 Q 值(*Tobin*)、总资产净利润率(*Roa*)、企业规模(*Size*)、企业年龄(*Lnage*)、独立董事比例(*Depend*)和企业性质(*Soe*)。

的实据性模式根据只有行为动词和同时包含行为动词与数量词两类进行降维,分别对应 CSR 的“行为实据性”(干了什么)和“绩效实据性”(干成了什么);并在此基础上,继续探讨存在绩效落差情况下,实据性操纵行为的主要结构性特征。表 10 列示了主要的回归结果,可以发现,不论是相对绩效表现还是绩效落差程度,都会显著影响 CSR 报告中的“行为实据性”与“绩效实据性”,这与前文的研究保持一致。从相对绩效表现的回归系数来看,管理层在增强“行为实据性”表述上多于“绩效实据性”(0.275 > 0.265);从绩效落差程度的系数来看,随着绩效落差程度的增大($Tobin_1 \sim Tobin_4$),提高“行为实据性”的含量会比“绩效实据性”的含量程度更大。究其主要原因,可能是“绩效实据性”相比于“行为实据性”增加了数量词的披露,而绩效数据相对没有那么容易获得或计量评估,其信息搜寻成本较高,这也比较符合逻辑。总的来说,企业存在绩效落差时,在 CSR 信息披露中,相对于“干成了什么”而言,管理层会倾向披露更多“干了什么”的信息。

表 10 实据性行为与绩效

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Es_Bea</i>	<i>Es_Per</i>	<i>Es_Bea</i>	<i>Es_Per</i>
<i>X_Tobin</i>	-0.275 ** (-2.239)	-0.265 *** (-3.073)		
<i>Tobin₁</i>			0.174 (0.618)	0.048 (0.454)
<i>Tobin₂</i>			0.439 * (1.926)	0.510 ** (2.545)
<i>Tobin₃</i>			0.930 *** (3.311)	0.537 *** (2.883)
<i>Tobin₄</i>			1.066 ** (2.596)	0.298 (1.357)
常数项	29.528 *** (4.923)	-16.362 *** (-3.532)	29.515 *** (5.048)	-16.874 *** (-3.699)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是
调整 R ²	0.356	0.163	0.357	0.162
样本数	5479	5479	5479	5479

注:其中 *Es_Bea* 表示实据性行为,对应企业“干了什么”;*Es_Per* 表示实据性绩效,对应企业“干成了什么”,具体计算方法参照段钊等(2021)^[39]

2. 信任修复的短期市场反应

虽然上市公司信任关系修复对象不只针对投资者,还可能包括政府、员工、供应链上下游企业以及社会公众等,但如果通过 CSR 报告实据性进行信任修复的策略实施后,在资本市场上没有产生显著效果,也会影响管理层对这一信任修复方式的持续选择。一般而言,资本市场上投资者搜寻、获取和理解信息会付出一定的成本,而在以中小投资者为主体的我国股票市场上,这种信息处理成本的存在,也意味着上市公司披露信息往往是一种私人信息。理性投资者在面对新的信息披露时,会权衡预期成本以及收益,然后将相对稀缺的处理能力分配给那些他们认为通过处理能使其风险调整后利润最大化的信息,以求从中获得竞争回报(Blankespoor 等,2020)^[62]。由于非财务信息相比于财务信息,其结构化程度较低并且可比性差,因此,短期来看,在考虑信息处理成本与预期收益情况下,一般中小投资者会优先关注财务信息,并形成相应的决策,而对于非财务信息的理解

需要一定的时间,且市场研究机构的“研报”发布与媒体相关报道也需要一定周期。基于此,本文推断,管理层通过调整 CSR 报告实据性程度的信任修复行为,短期内的市场反应不明显。

为验证这一判断,本文参照相关研究,采用事件研究法来检验 CSR 报告的实据性程度与股票的累计超额收益(CAR)之间是否存在相关性。其中,股票累计超额收益采用 Fama-French 三因素模型法计算,事件日为企业发布 CSR 报告的时间,估计窗口为事件日前[-140,-15]天。为了保证稳健性,采用[0,1]、[0,4]和[0,10]作为事件窗口。同时,借鉴已有文献的做法(郭晔等,2019^[63];朱松,2011^[64]),在模型中控制了其他可能影响市场反应的变量:CAR[-10,-1]为事件发生日前10天累计收益率,Roe为净资产收益率,Mbratio为市账比,Cflow为企业现金流,Vol为股票波动率,Ana为分析师关注度(分析师跟踪人数加一的自然对数),Report为研报关注度(研报数量加一的自然对数)。短期市场反应的检验模型如下:

$$CAR_{(m,n)} = \beta_0 + \beta_1 ES_{i,t} + \beta_2 CAR_{(-10,-1)} + \sum \gamma var_{i,t}^{control} + \beta_3 Industry + \beta_4 Year + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

表 11 信任修复的市场反应

变量	(1)	(2)	(3)
	CAR[0,1]	CAR[0,4]	CAR[0,10]
ES	-0.014 (-1.215)	-0.013 (-0.857)	-0.008 (-0.354)
常数项	-0.026 (-1.185)	-0.010 (-0.347)	0.004 (0.094)
控制变量	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是
调整 R ²	0.021	0.035	0.058
样本数	4546	4546	4546

注:为了避免回归系数过小,表 11 中实据性程度为基准回归方程(表 5)中除以 100 后的数值,对系数估计显著性没有影响

表 11 列示了 CSR 报告发布后的市场反应结果。可以看到,无论是事件窗口选择事件发生后 1 天、后 4 天还是后 10 天,实据性程度(ES)的系数均不显著,与预计结果一致。这说明短期内 CSR 报告中的实据性程度与披露方的股票累计收益率(CAR 值)没有显著关系,也验证了信任修复的策略实施后,资本市场在短期内并没有做出明显回应的推断。结合 CSMAR 数据库中上市公司年报发布时间与 CSR 报告发布时间的比对,发现有超过 90% 的上市公司在年报发布同一天发布 CSR 报告,这一现象为解释因信息处理成本以及投资者注意力的影响,造成信任修复的短期效果不显著,提供了进一步的佐证。

3. 信任修复与股价崩盘风险

现有研究认为,CSR 信息披露能够有效缓解管理层的信息不对称优势,通过 CSR 信息披露树立的好公民形象和声誉资本,可以缓解投资者对企业负面信息的推断,降低未来可能的不利事件的影响(Godfrey,2005^[65];Godfrey 等,2009^[66]),因此 CSR 信息披露能够有效降低企业股价崩盘风险(宋献中等,2017)^[17]。与之类似,本文认为 CSR 报告实据性程度是企业管理层信任修复的方式之一,可能也会存在这样的效应。另一方面,长期来看,市场给予一般性投资人充分的市场理性,当投资者无法从企业的财务信息中全面了解企业的经营管理状况时,CSR 报告的实据性程度高低才有可能被投资者逐渐吸收并纳入到决策,此时通过调整实据性程度的信任修复行为就可能会产生效果。据此推断,从长期来看,CSR 报告实据性程度能够降低企业股价崩盘风险。参考已有研究

(Kim 等,2011^[67];Kim 等,2014^[68]),本文设定如下回归模型:

$$Crash_Risk_{i,t+n} = \beta_0 + \beta_1 ES_{i,t} + \sum \gamma var_{i,t}^{control} + \beta_2 Industry + \beta_3 Year + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

其中, $Crash_Risk$ 表示股价崩盘风险,用负收益率偏态系数 ($Ncskew$) 和收益上下波动率 ($Duvol$) 两种方式衡量,两种方式的数值越大,说明股价崩盘的风险越高。本文加入公司治理有关变量、公司财务有关变量、股票换手率的变化 ($Turn$)、股票年度平均周特有收益率 (Ret) 以及股票年度周特有收益率的标准差 ($Sigma$)。回归结果如表 12 所示。无论是采用负收益率偏态系数 ($Ncskew$) 还是收益上下波动率 ($Duvol$) 衡量股价崩盘风险,结果均显示 CSR 报告中的实据性程度对于披露方未来 ($t+1$ 年和 $t+2$ 年)^① 的股价崩盘风险具有抑制作用,说明长期来看,调整 CSR 报告实据性程度具有一定信任修复效果,这也为前文因果机制的推断提供了进一步依据。

表 12 信任修复与股价崩盘风险

变量	$Ncskew$ 负收益率偏态系数			$Duvol$ 收益上下波动率		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$Ncskew_{t+0}$	$Ncskew_{t+1}$	$Ncskew_{t+2}$	$Duvol_{t+0}$	$Duvol_{t+1}$	$Duvol_{t+2}$
ES	-0.179 (-1.041)	-0.346* (-1.876)	-0.376* (-1.710)	-0.128 (-1.126)	-0.274** (-2.152)	-0.299** (-2.189)
常数项	-0.838*** (-2.751)	-0.540 (-1.608)	-0.211 (-0.574)	-0.179 (-0.906)	-0.041 (-0.182)	0.241 (0.979)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是	是	是
调整 R^2	0.075	0.059	0.053	0.080	0.061	0.062
样本数	5332	4651	3989	5332	4651	3989

注:为了避免回归系数过小,表 12 中实据性程度为基准回归方程(表 5)中除以 100 后的数值,对系数估计显著性没有影响

七、研究结论与政策启示

本文在理论分析与实证检验的基础上研究发现:上市公司相对绩效表现与 CSR 报告实据性程度负相关,即当企业实际绩效低于同行业的期望绩效,管理层感知到信任关系可能受损时,会提高 CSR 报告中的实据性程度,以达到信任修复的目的;并且随着绩效落差程度的上升,提高 CSR 报告中实据性的力度也越大;这一信任修复策略具体表现为增加 CSR 报告中三要素以及四要素实据性模式的使用,以及关于行为的实据性描述采用多于绩效实据性;同时,不同的信任修复策略之间可能存在相互替代的效应,是否经过第三方独立鉴证以及年报 MD&A 净语调对主效应存在调节作用;此外,包含不同实据性程度的 CSR 报告披露到资本市场后,短期内可能不会起到信任修复作用,但长期来看具有较显著的效果。本文对组织信任修复与 CSR 信息披露的理论完善,以及资本市场投资决策与监管实践等方面具有重要的意义和价值。

伴随着可持续发展理念的深化与规则体系的完善,越来越多的上市公司开始披露 CSR 或环境、社会与治理(ESG)信息,这对于加强上市公司与利益相关者的沟通,深化价值投资理念,提高资本市场信息完备性,推动资本市场高质量发展具有重要的意义。同时,由于 CSR 披露存在的选择

^① CSR 报告是每年下一年度的 3—4 月发布,比如 2010 年的 CSR 报告会在 2011 年 3 月左右发布,所以这里的 $t+1$ 年实际上是报告发布的下一年度, $t+2$ 年实际上是报告发布的下两年度, $t+0$ 年是报告发布的当年度。

性、多样性、不确定性与易操纵性,管理层出于自利、缓解合法性压力与传递独特性等动机,在披露中也会表现出高度的策略性,可能会削弱 CSR 信息的使用价值及其信号传递功能,甚至扰乱市场的信息结构,加大投资者逆向选择的風險。本文所发现的提高 CSR 报告的实据性程度进行信任修复,是诸多策略性披露中的一种常见形式,虽然这可能为资本市场带来更多有关 CSR 行为与绩效增量信息,在总体上产生正向作用,但从其策略形成机制上看,也侧面反映出 CSR 信息在上市公司价值评估中可能造成的心理效应,也表明管理层在印象管理上仍具有很大的选择空间与操作便利性。

在全面实施注册制的背景下,对监管而言,从防范机会主义行为优化市场信息环境目标出发,在政策层面需进一步明确 CSR 信息披露的要求和规范,并适度扩大信息披露合规审查的范围,逐步将 CSR 行为与绩效披露的内容和形式纳入监管。同时,还可以鼓励第三方 CSR 评级机构设立并公开技术细则,引入人工智能与大数据等技术,为市场提供更全面的披露特征数据,以提升利益相关者的信息甄别能力,进一步推进契约自我履行机制的建立。对于投资者而言,重视财务信息的同时,可以长期关注上市公司的 CSR 或 ESG 履行情况,以建立对企业历史经营状态以及未来发展趋势的更全面认知;还要清楚地认识到披露行为中所存在的策略性,重视披露中语言特征并保持对其变化的敏感性,避免被管理层实施的印象管理行为所误导。只有准确理解披露的实质,才能做出更明智和可靠的投资决策。

参考文献

- [1] Carlin, B. I., F. Dorobantu, and S. Viswanathan. Public Trust, the Law, and Financial Investment [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 92, (3): 321 - 341.
- [2] Guiso, L., P. Sapienza, and L. Zingales. Trusting the Stock Market [J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63, (6): 2557 - 2600.
- [3] Barney, J. B., and M. H. Hansen. Trustworthiness as a Source of Competitive Advantage [J]. *Strategic Management Journal*, 1994, 15, (S1): 175 - 190.
- [4] Lins, K. V., H. Servaes, and A. Tamayo. Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis: Social Capital, Trust, and Firm Performance [J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72, (4): 1785 - 1824.
- [5] Sharma, K., F. D. Schoorman, and G. A. Ballinger. How Can It Be Made Right Again? A Review of Trust Repair Research [J]. *Journal of Management*, 2023, 49, (1): 363 - 399.
- [6] Lewicki, R. J., and C. Brinsfield. Trust Repair [J]. *Annual Review of Organizational Psychology and Organizational Behavior*, 2017, 4, (1): 287 - 313.
- [7] Verrecchia, R. E. Essays on Disclosure [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 32, (1 - 3): 97 - 180.
- [8] Wang, H., M. Jia, Y. Xiang, and Y. Lan. Social Performance Feedback and Firm Communication Strategy [J]. *Journal of Management*, 2022, 48, (8): 2382 - 2420.
- [9] Dhaliwal, D. S., S. Radhakrishnan, A. Tsang, and Y. G. Yang. Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure [J]. *The Accounting Review*, 2012, 87, (3): 723 - 759.
- [10] Fuoli, M., and C. Paradis. A Model of Trust-Repair Discourse [J]. *Journal of Pragmatics*, 2014, 74: 52 - 69.
- [11] Lin, Y. Legitimation Strategies in Corporate Discourse: A Comparison of UK and Chinese Corporate Social Responsibility Reports [J]. *Journal of Pragmatics*, 2021, 177: 157 - 169.
- [12] Fuoli, M. Building a Trustworthy Corporate Identity: A Corpus-Based Analysis of Stance in Annual and Corporate Social Responsibility Reports [J]. *Applied Linguistics*, 2018, 39, (6): 846 - 885.
- [13] Breeze, R. Legitimation in Corporate Discourse: Oil Corporations After Deepwater Horizon [J]. *Discourse & Society*, 2012, 23, (1): 3 - 18.
- [14] Fuoli, M., and C. Hart. Trust-Building Strategies in Corporate Discourse: An Experimental Study [J]. *Discourse & Society*, 2018, 29, (5): 514 - 552.
- [15] Hahn, R., and R. Lülfs. Legitimizing Negative Aspects in GRI-Oriented Sustainability Reporting: A Qualitative Analysis of Corporate Disclosure Strategies [J]. *Journal of Business Ethics*, 2014, 123, (3): 401 - 420.

- [16] Lin, Y. Communicating Bad News in Corporate Social Responsibility Reporting: A Genre-Based Analysis of Chinese Companies [J]. *Discourse & Communication*, 2020, 14, (1): 22 - 43.
- [17] 宋献中, 胡珺, 李四海. 社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析[J]. 北京: 金融研究, 2017, (4): 161 - 175.
- [18] 王艳艳, 于李胜, 安然. 非财务信息披露是否能够改善资本市场信息环境? ——基于社会责任报告披露的研究[J]. 北京: 金融研究, 2014, (8): 178 - 191.
- [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]. 北京: 经济研究, 2015, (11): 49 - 64.
- [20] 田利辉, 王可第. 社会责任信息披露的“掩饰效应”和上市公司崩盘风险——来自中国股票市场的 DID-PSM 分析[J]. 北京: 管理世界, 2017, (11): 146 - 157.
- [21] Mayer, R. C., J. H. Davis, and F. D. Schoorman. An Integrative Model of Organizational Trust [J]. *Academy of Management Review*, 1995, 20, (3): 709 - 734.
- [22] Gillespie, N., and G. Dietz. Trust Repair After An Organization-Level Failure [J]. *Academy of Management Review*, 2009, 34, (1): 127 - 145.
- [23] Kim, P. H., K. T. Dirks, and C. D. Cooper. The Repair of Trust: A Dynamic Bilateral Perspective and Multilevel Conceptualization [J]. *Academy of Management Review*, 2009, 34, (3): 401 - 422.
- [24] Kramer, R. M., and R. J. Lewicki. Repairing and Enhancing Trust: Approaches to Reducing Organizational Trust Deficits [J]. *Academy of Management Annals*, 2010, 4, (1): 245 - 277.
- [25] Do, T., H. Zhang, and L. Zuo. Rocking the Boat: How Relative Performance Evaluation Affects Corporate Risk Taking [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2021: 101425.
- [26] Seo, H. Peer Effects in Corporate Disclosure Decisions [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2021, 71, (1): 101364.
- [27] 曹廷求, 张光利. 上市公司高管辞职的动机和效果检验 [J]. 北京: 经济研究, 2012, (6): 73 - 87.
- [28] 李璨, 吕渭星, 周长辉. 绩效反馈与组织响应: 文献综述与展望 [J]. 上海: 外国经济与管理, 2019, (10): 86 - 108.
- [29] 王菁, 程博, 孙元欣. 期望绩效反馈效果对企业研发和慈善捐赠行为的影响 [J]. 北京: 管理世界, 2014, (8): 115 - 133.
- [30] Iyer, D. N., and K. D. Miller. Performance Feedback, Slack, and The Timing of Acquisitions [J]. *Academy of Management Journal*, 2008, 51, (4): 808 - 822.
- [31] Greve, H. R. Performance, Aspirations, and Risky Organizational Change [J]. *Administrative Science Quarterly*, 1998, 43, (1): 58 - 86.
- [32] Goldstein, I., and L. Yang. Information Disclosure in Financial Markets [J]. *Annual Review of Financial Economics*, 2017, 9, (1): 101 - 125.
- [33] Cardinaels, E., and P. M. G. van Veen-Dirks. Financial Versus Non-financial Information: The Impact of Information Organization and Presentation in a Balanced Scorecard [J]. *Accounting, Organizations and Society*, 2010, 35, (6): 565 - 578.
- [34] Bhimani, A., and K. Langfield-Smith. Structure, Formality and the Importance of Financial and Non-financial Information in Strategy Development and Implementation [J]. *Management Accounting Research*, 2007, 18, (1): 3 - 31.
- [35] Durand, R., L. Paugam, and H. Stolowy. Do Investors Actually Value Sustainability Indices? Replication, Development, and New Evidence on CSR Visibility [J]. *Strategic Management Journal*, 2019, 40, (9): 1471 - 1490.
- [36] Hooghiemstra, R. Corporate Communication and Impression Management—New Perspectives Why Companies Engage in Corporate Social Reporting [J]. *Journal of Business Ethics*, 2000, 27, (1): 55 - 68.
- [37] Bolino, M., D. Long, and W. Turnley. Impression Management in Organizations: Critical Questions, Answers, and Areas for Future Research [J]. *Annual Review of Organizational Psychology and Organizational Behavior*, 2016, 3, (1): 377 - 406.
- [38] Jin, J., H. Li, and R. Hoskisson. The Use of Strategic Noise in Reactive Impression Management: How Do Market Reactions Matter? [J]. *Academy of Management Journal*, 2022, 65, (4): 1303 - 1326.
- [39] 段钊, 涂秋阳, 胡颖. 上市公司对社会责任的自述“言之有据”吗? ——信息披露实质性质量评估方法与实证研究 [J]. 武汉: 宏观质量研究, 2021, (5): 68 - 88.
- [40] Schneider, J., T. Groza, and A. Passant. A Review of Argumentation for the Social Semantic Web [J]. *Semantic Web*, 2013, 4, (2): 159 - 218.
- [41] Zhang, Y., H. Wang, and X. Zhou. Dare to Be Different? Conformity Versus Differentiation in Corporate Social Activities of Chinese Firms and Market Responses [J]. *Academy of Management Journal*, 2020, 63, (3): 717 - 742.
- [42] Tomlinson, E. C., and R. C. Mryer. The Role Of Causal Attribution Dimensions In Trust Repair [J]. *Academy of Management*

Review, 2009, 34, (1): 85 – 104.

[43] 赵子夜, 杨庆, 杨楠. 言多必失? 管理层报告的样板化及其经济后果[J]. 天津: 管理科学学报, 2019, (3): 53 – 70.

[44] Liao, L., T. Lin, and Y. Zhang. Corporate Board and Corporate Social Responsibility Assurance: Evidence from China[J]. Journal of Business Ethics, 2018, 150, (1): 211 – 225.

[45] Connelly, B. L., S. T. Certo, R. D. Ireland, and C. R. Reutzel. Signaling Theory: A Review and Assessment [J]. Journal of Management, 2011, 37, (1): 39 – 67.

[46] 权小锋, 徐星美, 许荣. 社会责任强制披露下管理层机会主义行为考察——基于 A 股上市公司的经验证据[J]. 天津: 管理科学学报, 2018, (12): 95 – 110.

[47] 张正勇, 胡言言, 吉利. 企业社会责任报告鉴证能够降低分析师盈利预测偏差吗? [J]. 南京: 审计与经济研究, 2017, (5): 85 – 95.

[48] 薛爽, 肖泽忠, 潘妙丽. 管理层讨论与分析是否提供了有用信息? ——基于亏损上市公司的实证探索[J]. 北京: 管理世界, 2010, (5): 130 – 140.

[49] 孟庆斌, 杨俊华, 鲁冰. 管理层讨论与分析披露的信息含量与股价崩盘风险——基于文本向量化方法的研究[J]. 北京: 中国工业经济, 2017, (12): 132 – 150.

[50] 林乐, 谢德仁. 分析师荐股更新利用管理层语调吗? ——基于业绩说明会的文本分析[J]. 北京: 管理世界, 2017, (11): 125 – 145, 188.

[51] 林晚发, 赵仲匡, 宋敏. 管理层讨论与分析的语调操纵及其债券市场反应[J]. 北京: 管理世界, 2022, (1): 164 – 180.

[52] 罗琦, 吴乃迁, 苏愉越, 喻天琦. 投资者盈余乐观情绪与管理者迎合——基于社交媒体情感分析的证据[J]. 北京: 中国工业经济, 2021, (11): 135 – 154.

[53] 郭亚军, 阮泰学, 宫诚举. 基于主客观信息综合判断的非线性拉开档次法[J]. 合肥: 运筹与管理, 2017, (6): 149 – 154.

[54] 刘景东, 范宁城, 肖瑶, 朱梦妍. 绩效反馈还是审时度势: 企业研发搜索行为的策略选择研究[J]. 北京: 科研管理, 2022, (12): 98 – 106.

[55] 原东良, 郝盼盼, 马雨飞. 积极型还是防御型: 期望绩效反馈与年报印象管理策略——来自管理层语调向上操纵的证据[J]. 蚌埠: 财贸研究, 2021, (7): 83 – 98.

[56] Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, A. Tsang, and Y. G. Yang. Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting[J]. The Accounting Review, 2011, 86, (1): 59 – 100.

[57] Kim, C., K. Wang, and L. Zhang. Readability of 10 – K Reports and Stock Price Crash Risk [J]. Contemporary Accounting Research, 2019, 36, (2): 1184 – 1216.

[58] 沈洪涛, 陈涛, 黄楠. 身不由己还是心甘情愿: 社会责任报告鉴证决策的事件史分析[J]. 北京: 会计研究, 2016, (3): 79 – 86, 96.

[59] Altonji, J. G., T. E. Elder, and C. R. Taber. Selection on Observed and Unobserved Variables: Assessing the Effectiveness of Catholic Schools[J]. Journal of Political Economy, 2005, 113, (1): 151 – 184.

[60] Bellows, J., and E. Miguel. War and Local Collective Action in Sierra Leone[J]. Journal of Public Economics, 2009, 93, (11 – 12): 1144 – 1157.

[61] 黄艺翔, 姚铮. 企业社会责任报告、印象管理与企业业绩[J]. 北京: 经济管理, 2016, (1): 105 – 115.

[62] Blanespoor, E., E. deHaan, and I. Marinovic. Disclosure Processing Costs, Investors' Information Choice, and Equity Market Outcomes: A Review[J]. Journal of Accounting and Economics, 2020, 70, (2): 101344.

[63] 郭晔, 苏彩珍, 张一. 社会责任信息披露提高企业的市场表现了吗? [J]. 北京: 系统工程理论与实践, 2019, (4): 881 – 892.

[64] 朱松. 企业社会责任、市场评价与盈余信息含量[J]. 北京: 会计研究, 2011, (11): 27 – 34, 92.

[65] Godfrey, P. C. The Relationship Between Corporate Philanthropy And Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective[J]. Academy of Management Review, 2005, 30, (4): 777 – 798.

[66] Godfrey, P. C., C. B. Merrill, and J. M. Hansen. The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis[J]. Strategic Management Journal, 2009, 30, (4): 425 – 445.

[67] Kim, J. B., Y. Li, and L. Zhang. Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Analysis [J]. Journal of Financial Economics, 2011, 100, (3): 639 – 662.

[68] Kim, Y., H. Li, and S. Li. Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk [J]. Journal of Banking & Finance, 2014, 43: 1 – 13.

Trust Repair in Social Responsibility Information Disclosure of Listed Firms

DUAN Zhao, TU Qiu-yang, HU Chun, ZHOU Hong

(School of Information Management, Central China Normal University, Wuhan, Hubei, 430079, China)

Abstract: Listed firms need to make timely trust repairs when the trust relationship is damaged, but the existing research has yet to improve the discussion on how management makes trust repairs through information disclosure. This study conducts a theoretical analysis and an empirical test on the behavioral patterns, mechanisms, and consequences of listed firms' use of CSR disclosure for trust repair, using corporate social responsibility (CSR) reports issued by Chinese A-share listed firms from 2009 to 2019 as a sample. The study finds that when facing a performance gap, the management of listed firms implements trust repair by adjusting the evidence content of CSR reports on social responsibility behavior and performance, i. e., enhancing the evidentiality of CSR reports is an important means of trust repair for management, which is manifested in the increase of the use of three-factor and four-factor evidentiality models, and the more evidentiality descriptions of CSR behavior than performance evidentiality. The above relationship is weakened in the samples with independent third-party assurance and the more positive net tone of annual MD&A reports, and the degree of substantiality is not correlated with the cumulative excess stock returns of the disclosing party in the short term after CSR report disclosure, but this trust repair approach has the effect of curbing the risk of collapse in the long term. This study provides theoretical explanations and empirical evidence to reveal how listed firms implement trust repair through CSR disclosure, which is important for an in-depth understanding of corporate disclosure motives and consequences.

The possible marginal contributions of this paper are reflected in the following aspects. First, compared with existing qualitative studies on CSR disclosure and trust repair, this paper provides empirical evidence that CSR disclosure has a trust-repairing effect by finding empirically that there is trust-repairing behavior by management using CSR disclosure. That is, there is a performance gap, and on the premise that management perceives a damaged trust relationship, management may use CSR information discourse communication strategies to influence stakeholders' perceptions of the trust relationship to reverse the trust crisis that may result from poor performance. The research in this paper gives a new logical framework and explanation that theoretically addresses the question of whether CSR information disclosure has a trust-repairing effect and enriches the research related to CSR information disclosure and trust repair. Secondly, based on new data from text mining, this paper finds that increasing the degree of evidentiality in CSR reports is one of the possible trust repair methods for management, and addresses the issue of management's use of CSR disclosure as a trust repair tool. It has important theoretical implications not only for an in-depth understanding of listed firms' disclosure motives and behaviors but also for effective regulation of information disclosure in the capital market in practice. Finally, in response to the debate on whether CSR disclosure is a "communication effect" or a "masking effect," the empirical findings of this paper may provide another reconciliatory explanation from a trust repair perspective, where management's attitude towards CSR disclosure may not be a binary strategic choice of seeking to "communicate" or "mask", but maybe a consequence of camera decisions based on their risk dynamics. The consequences of camera decisions may be based on the perception of risk dynamics; in the case of poor relative performance, disclosures are more evidentiary and characterized by "communication", while in the case of good relative performance, they are characterized by "masking" in contrast.

Key Words: trust repair; degree of evidentiality; performance gap; CSR disclosure

JEL Classification: M14, G38, D82

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2023.08.008

(责任编辑:张任之)