

# 上市公司发布社会责任报告 能够实现市值管理动机吗?\*



那晋领 方先明

(南京大学商学院,江苏 南京 210093)

**内容提要:**社会责任报告作为上市公司自愿性信息披露的重要形式,其市值管理潜能日益得到重视。本文利用2008—2018年A股上市公司数据,检验了上市公司发布社会责任报告是否具有市值管理动机以及这种动机能否实现,并探究了其背后的原因。研究表明:上市公司发布社会责任报告已经表现出强烈的市值管理诉求,但由于投资者对社会责任负面看法以及缺少对社会责任信息的理性解读,公司的市值管理目的经常难以实现,发布社会责任报告反而激发了市场消极反馈。进一步的分析发现,市值越被低估以及财务业绩越优的上市公司,其发布社会责任报告的市场消极反馈越能够得到弱化;而提升社会责任报告质量以及分析师对于社会责任报告的解读,却不能明显弱化市场的消极反馈。据此,提出提高投资者的社会责任意识,鼓励投资者进行长期价值投资,推动上市公司树立正确的社会责任理念,创新和完善社会责任报告的信息披露形式等建议。

**关键词:**社会责任报告 市值管理 超额收益 信息解读

**中图分类号:**F830.91,F270 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)07—0158—0019

## 一、引言

市值管理是指上市公司基于市值信号,通过组织机制建设以及与资本市场的信息交互,达到价值创造和价值实现的目的,使股价能够充分反映公司的内在价值(Copeland等,1994<sup>[1]</sup>;施光耀和刘国芳,2008<sup>[2]</sup>)。中国的股票市场是在计划经济向市场经济转轨进程中逐步建立与发展起来的,在股权分置时期,多数上市公司的控股股东所持有的本公司股份无法进入交易所进行交易,因此其收益也就并不直接依赖于公司市值的变化。在此阶段,市值管理观念淡漠,投资者关系管理并未得到重视。2005年后,随着股权分置改革的推进,全流通得以逐步实现,于是股东财富与公司价值密切相关,上市公司市值管理的重要性日益显现。2014年5月,国务院发布《关于进一步促进资本市场发展的若干意见》(即“新国九条”),明确鼓励上市公司建立市值管理制度,市值管理推进的广度和深度进一步加大。在此背景下,企业社会责任因其业绩补偿和信息补充的内在属性日益展现出市值管理的潜能。

我国对上市公司践行社会责任一直持鼓励态度。早在2002年1月,《上市公司治理准则》便首次在政策层面提出应重视公司的社会责任。为了指导上市公司发布社会责任报告,深圳证券交易所和上海证券交易所先后于2006年和2008年发布了《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》

收稿日期:2020-11-13

\*基金项目:江苏高校哲学社会科学研究重大项目“错配视角下江苏金融支持经济增长研究”(2020SJZDA049)。

作者简介:那晋领,男(满族),博士研究生,研究领域是金融市场,电子邮箱:johnnyna@126.com;方先明,男,教授,管理学博士,研究领域是金融理论与政策、金融市场与金融投资,电子邮箱:fxmfxm@nju.edu.cn。通讯作者:方先明。

和《上海证券交易所上市公司环境信息披露指引》,2012年中国证券监督管理委员会在其颁布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号》中进一步规范了上市公司社会责任报告披露的格式、内容与渠道。在历经倡导、鼓励以及界限并不分明的强制性措施后,我国上市公司对于社会责任报告的重视程度与日俱增。此外,大小非解禁也在一定程度上提升了上市公司管理层发布企业社会责任报告的积极性。因此,在内部市值管理导向和外部政策鼓励的共同驱使下,社会责任报告理应得到大范围的普及。但事实上,截至2019年9月,中国A股上市公司发布社会责任报告的公司数占比仅为26%,其中国有企业占比达到55%;并且从行业发布率来看,金融业最高,制造业虽绝对发布数量最多,但发布率只有两成<sup>①</sup>。在沪深两市,甚至仍存在着属于交易所强制性披露范畴,却依然不发布社会责任报告的上市公司。由此可见,我国上市公司发布社会责任报告的积极性并不高。事实上,投资界关于上市公司是否应该履行社会责任仍有争论,不少人认为社会责任与股东利益存在矛盾,追求社会责任会使投资者承担不必要的成本和风险。此外,不同于以财务信息为主的强制性信息披露,上市公司在社会责任报告的编制方式、涵盖内容、发布方式等方面较为随意,加上社会责任报告所披露的软信息真实性难以验证,“报喜不报忧”“歌功颂德”式的自我宣传屡见不鲜。有的公司甚至会开展伪社会责任行为,借社会责任之名行为己牟利乃至违法违规之实(肖红军等,2013)<sup>[3]</sup>。这将损害社会责任的信息补充功能,加重信息不对称和投资者对上市公司的不信任。综上所述,我国上市公司发布社会责任报告是否有市值管理的诉求?社会责任报告发布后能否有效发挥市值管理的功能?这些问题值得探究。本文试图对上市公司发布社会责任报告的市值管理动机及效果进行检验,并厘清其背后的原因,为促进社会责任与企业市值管理有效融合,以及推进社会责任信息披露制度逐步完善,弱化信息不对称从而提升资本市场效率提供建议。

不同于以往文献,本文研究的边际贡献在于:第一,聚焦于社会责任报告的市值管理功能,对报告发布的动机进行解读。以往文献从政治寻租、内部管理等视角讨论了我国上市公司发布社会责任报告的动机。随着我国市场经济体制改革的深化,市值管理日益成为上市公司主动发布社会责任报告的考量,相关的研究却比较少见。本文研究了上市公司发布社会责任报告的市值管理诉求,丰富了社会责任报告的发布动机研究。第二,基于股票市场反应,探究了社会责任报告的市值管理效果。现有文献常将市值管理泛化为公司战略决策,考察市值管理引起的价值效应,却少有文献对市值管理动机下具体行动的实现效果展开分析。社会责任是投资者关系管理的重要范畴,本文以此为切入点,考察社会责任能否帮助上市公司实现市值管理,丰富了市值管理领域的研究。第三,从投资者信息解读的视角剖析了社会责任报告市值管理效果的深层原因。以往文献多从公司管理者视角,通过分析管理者发布社会责任报告是否具有自利性动机,评价社会责任报告能否改善市场信息环境。不同于以往研究,本文则从投资者视角,根据资本市场对社会责任报告的响应情况分析投资者对社会责任真实态度以及对报告的信息解读能力,丰富了投资者行为特征研究。

## 二、文献述评与研究假设

### 1. 发布社会责任报告的市值管理动机

社会责任报告属于自愿性信息披露,是投资者关系管理的范畴。上市公司借助社会责任报告将其履行社会责任的理念、战略、方式方法向利益相关者进行披露,并系统梳理经营活动对经济、环境、社会等领域造成的直接和间接影响,以及取得的成绩及不足等信息,以弥补强制性信息披露的不全面问题。关于上市公司发布社会责任报告的动机,国外的研究主要从市值管理的角度出发,以

<sup>①</sup> 来自东方财富 Choice 数据统计。

信息不对称为研究视角,认为上市公司发布社会责任报告是为了加强与投资者的沟通、强化双方互信、提高投资者的黏度,从而降低公司的融资成本,实现公司价值的最大化(Godfrey等,2009)<sup>[4]</sup>。也有研究从公司可持续增长出发,以预警为研究视角,认为上市公司编制与发布社会责任报告,有助于其发现生产经营活动中存在的潜在风险,从而采取有针对性措施防范风险,维护公司的健康与可持续发展(Székely和Knirsch,2005)<sup>[5]</sup>。考虑到中国股票市场制度演进特征,针对中国上市公司发布社会责任报告动机的研究则认为,与国外资本市场不同,我国上市公司发布社会责任报告的动机从总体上看,经历了“政治寻租为主,市值管理为辅”向“市值管理为主,政治寻租为辅”转变的过程。在监管当局提倡上市公司发布社会责任报告的初期,沪深股票交易所上市的公司多由国有企业改制而来,即以国有控股公司为主。延续政策市的思维,可以认为这些上市公司对于国家政策的反应较为敏感,当监管当局逐渐强化承担社会责任对于企业发展的重要性时,出于政治寻租的目的,发布社会责任报告的意愿会更加强烈(Yang等,2015)<sup>[6]</sup>。由于寻租成本与收益的差异客观存在,加之编制与发布社会责任报告对上市公司管理层而言是一种“经济不正确”,因此不同产权性质的上市公司对于通过发布社会责任报告进行政治寻租的热情并不相同(黎文靖,2012)<sup>[7]</sup>,在其初始阶段也存在上市公司发布社会责任报告的目的是为了进行市值管理。进入21世纪以来,随着我国市场经济体制改革的不断深化,身处改革大潮中的上市公司也逐渐转变思维,不断强化自身市场经济主体地位的意识,同时在交易所上市的公司产权性质也日益多元化。在此背景下,为了满足利益相关者的诉求,做好投资者关系管理,上市公司积极发布社会责任报告(许正良和刘娜,2008)<sup>[8]</sup>。通过发布社会责任报告可以树立良好的公司形象,进而有助于公司价值的提升。由此可见,现阶段上市公司发布社会责任报告已表现出强烈的“市值管理”诉求。烙印理论认为,在市值管理动机的驱使下,由于公司的财务信息已按要求强制性披露,许多财务业绩不佳的上市公司会借助社会责任报告向投资者传递积极的非财务信息,从而形成良好的“印象管理”效应(Marquis和Tilcsik,2013<sup>[9]</sup>;黄艺翔和姚铮,2016<sup>[10]</sup>)。自愿性披露的社会责任报告最终形成对财务报告的信息补充,从而满足身处弱势地位的投资者对上市公司强烈的信息需求,促进投资者对公司价值的了解和认同。对于市值被低估的公司而言,为避免陷入“沉默的螺旋”,更倾向于借助“政策引导、公司自愿”的社会责任报告向利益相关者展示公司的实力与愿景。因此,本文提出如下研究假设:

H<sub>1</sub>: 市值低估越严重的上市公司越倾向于发布社会责任报告,且发布的报告质量越高。

## 2. 发布社会责任报告的市值管理效果

履行社会责任并发布社会责任报告可以从业绩补偿和信息补充两个方面帮助上市公司实现市值管理。业绩补偿论认为,企业作为社会经济的重要组成部分,其行为不仅关乎自身利益,还牵动着国家、社会以及生态环境的发展。随着近年来可持续发展理念在全球范围内盛行并日益向消费领域和投资领域渗透,上市公司履行社会责任能够营造和谐的利益相关者关系,全面激发公司在经济、社会、环境领域价值创造的潜能。履行社会责任通过提高公司声誉,能够改善公司财务业绩(Fombrun和Shanley,1990<sup>[11]</sup>;Hasan等,2016<sup>[12]</sup>;温素彬和方苑,2008<sup>[13]</sup>)、帮助公司获得融资便利(李姝等,2013<sup>[14]</sup>;Ioannou和Serafeim,2015<sup>[15]</sup>)。在资本市场上,社会责任表现好的公司对于投资者来说更具吸引力。因此,借助社会责任报告向投资者传递公司在社会责任方面的建树和愿景,能够提高上市公司的美誉度并提升公司的财务业绩,从而获得投资者的青睐。信息补充论认为,相较于被监管当局要求强制披露的财务信息,社会责任报告作为非财务信息的独立载体,阐明履行社会责任的理念以及公司未来的发展战略,能够提供包括但不限于与利益相关者权益保护、环境和可持续发展、公共关系和公益事业等相关的软信息,进而提高企业信息透明度,让投资者对企业内在价值的决定因素有更全面的了解。市场经验表明,完整而可靠的信息披露能够改善投资者关系,从而起到提升公司价值和股票收益(Peasnell等,2011)<sup>[16]</sup>、稳定市场(权小锋等,2016)<sup>[17]</sup>等作用。社会



责任报告能够与强制性披露的财务报告形成信息上的良性互补,帮助上市公司实现市值管理。据此,本文提出如下研究假设:

H<sub>2a</sub>: 上市公司发布社会责任报告能够起到市值管理的效果。

尽管社会责任在全球范围内方兴未艾,反对社会责任的声音却不曾断绝,针对业绩补偿论和信息补充论存在对立的观点,可以归纳为股东利益侵占论和伪社会责任论。股东利益侵占论从根本上否认“企业应该承担社会责任”的观点。他们认为,社会责任具有正外部性。承担社会责任使企业运营更注重对社会、自然环境等的影响,强调综合价值的最大化。这必然会占用经济资源,增加不必要的成本和风险(Aupperle等,1985)<sup>[18]</sup>,违反公司纯粹的股东利益最大化目标(Friedman,2007)<sup>[19]</sup>。因此,社会责任并不受投资者的欢迎。若投资者将公司履行社会责任看作对自身利益的侵占,就可能通过用脚投票表达意见,造成股价下跌,导致公司市值管理的目标无法实现。伪社会责任论虽然肯定社会责任,但提出社会责任信息的难验证性会纵容管理层的自利行为。由于目前在我国资本市场中,社会责任信息披露没有明确的制度安排和监管体制,上市公司发布社会责任报告强制性与自愿性共存,报告的内容和形式也没有统一的编撰标准,所以投资者很难对公司是否真正履行了社会责任做出科学判断。在没有强制性披露规范约束下,披露社会责任报告就会成为上市公司金融营销的有效工具,且有可能将道德风险转化成具体行动,借助社会责任报告竭尽所能将自身“漂红”“漂绿”(权小锋等,2015)<sup>[20]</sup>,向地方政府寻租(邹萍,2018)<sup>[21]</sup>;同时,若隐若现地美化强制性披露的财务信息,对不利信息进行“捂盘”,以提升自身“美誉度”。伪社会责任形式的虚假信息披露更是严重偏离了市值管理的正规路线,其目的不再是公司长期基本面的改善,而是专注于股价短期波动,助长市场炒作气氛,侵害公众投资者的利益。虽然近年来随着部分上市公司市值管理意识的回归和民间监督机构的兴起,社会责任行为得到一定改善,但公司开展伪社会责任活动的事例仍常有曝光,其中不乏一些知名的上市公司,而伪社会责任的涟漪效应也未能完全得到控制。尽管我国资本市场发展历程较短,相较于发达的资本市场投资者也尚不成熟,但在与上市公司管理层的多轮博弈中,我国资本市场中的投资者积累了丰富的经验。他们会根据自身的经验对上市公司自愿性披露信息进行解读,受制于“有限认知”,投资者倾向于认为上市公司发布社会责任报告是一种“装点门面”的做秀(肖红军等,2013)<sup>[3]</sup>,在此理念驱使下,他们并不会因发布社会责任报告而看多上市公司的股票。相反,投资者对上市公司发布社会责任报告的质疑和警惕态度可能形成资本市场的消极反应,导致社会责任报告的发布难以帮助上市公司实现“市值管理”,反而抑制股价的上升。根据股东利益侵占论和伪社会责任论,本文提出如下研究假设:

H<sub>2b</sub>: 上市公司发布社会责任报告无法起到市值管理的效果。

### 三、研究设计

#### 1. 模型构建

实证检验包括两个部分:一是上市公司发布社会责任报告的市值管理动机检验,即考察市值被低估的上市公司是否发布社会责任报告的意愿更强烈;二是社会责任报告的市值管理效果检验,即公司借助发布社会责任报告究竟能否实现市值管理的目标。

(1)假设 H<sub>1</sub> 的检验模型。首先,使用 Logit 模型考察市值低估程度对公司发布社会责任报告概率的影响,若公司希望借助社会责任报告进行市值管理,则市值低估越严重的公司发布社会责任报告的可能性越高。模型设定如下:

$$\begin{aligned} \Pr(CSRR_{i,t} = 1) = & \beta_0 + \beta_1 EMV_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 OwnCon_{i,t} \\ & + \beta_5 Volume_{i,t} + \beta_6 PLT_{i,t} + \beta_7 Crosslist_{i,t} + \beta_8 Tax_{i,t} + \beta_9 IndLerner_{i,t} \\ & + \beta_j Industry + \beta_k Year + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中,  $CSRR$  表示上市公司是否发布社会责任报告,  $Pr(CSRR_{i,t} = 1)$  表示公司  $i$  在  $t$  年发布社会责任报告的概率<sup>①</sup>;  $EMV$  表示公司市值低估程度, 参考 Chen 等 (2014)<sup>[22]</sup>、李行健和李广子 (2017)<sup>[23]</sup> 采用企业特定市净率/行业市净率表示, 该值越小, 公司市值被低估的程度越严重。借鉴 Dhaliwal 等 (2011)<sup>[24]</sup>、王艳艳等 (2014)<sup>[25]</sup> 的研究, 模型控制了资产负债率 ( $Lev$ )、权益报酬率 ( $ROE$ )、股权集中度 ( $OwnCon$ )、股票流动性 ( $Volume$ )、公司所属行业的污染类型 ( $PLT$ )、公司是否海外上市 ( $Crosslist$ )、公司实际税负 ( $Tax$ )、行业竞争程度 ( $IndLerner$ ), 同时控制行业效应 ( $Industry$ ) 和年份效应 ( $Year$ ),  $\varepsilon_{i,t}$  为随机干扰项。若假设  $H_1$  成立, 则估计参数  $\beta_1$  显著为负, 即市值低估越严重的上市公司越倾向于发布社会责任报告。

其次, 考察市值低估程度对社会责任报告质量的影响。作为一种自愿性信息披露的工具, 社会责任报告能否反映公司实际的社会责任治理及绩效情况影响着投资者对公司的认知, 决定了报告能否起到市值管理的作用。因此, 希望借助社会责任报告进行市值管理的公司往往更加注重信息披露的质量, 即市值低估越严重的公司发布的报告质量越高。模型设定如下:

$$CSRQ_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 EMV_{i,t} + \gamma_2 Lev_{i,t} + \gamma_3 ROE_{i,t} + \gamma_4 OwnCon_{i,t} + \gamma_5 Volume_{i,t} + \gamma_6 PLT_{i,t} + \gamma_7 Crosslist_{i,t} + \gamma_8 Tax_{i,t} + \gamma_9 IndLerner_{i,t} + \gamma_j Industry + \gamma_k Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,  $CSRQ$  表示公司社会责任报告的质量, 用润灵环球社会责任评分表示。2009 年以来, 润灵环球通过构建 MCTi 评分体系, 从整体性、内容性和技术性三方面对上市公司发布的社会责任报告进行综合打分, 其目的是推动报告质量改进、促进量化信息披露, 使社会责任报告真正实现信息披露的功能。因此, 使用润灵环球社会责任评分 (RKS 评分) 表示上市公司社会责任报告的质量, 该评分越高则社会责任报告质量越高。考虑到润灵环球仅对发布报告公司的社会责任情况进行打分, 为避免可能的样本选择偏差影响回归结果, 选择 Heckman 两阶段回归作为对照。在第一阶段, 根据式 (1) 估计得到逆米尔斯比率  $IMR$ ; 在第二阶段, 将  $IMR$  作为控制变量, 构建模型如下:

$$CSRQ_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 EMV_{i,t} + \gamma_2 Lev_{i,t} + \gamma_3 ROE_{i,t} + \gamma_4 OwnCon_{i,t} + \gamma_5 Volume_{i,t} + \gamma_6 PLT_{i,t} + \gamma_7 Crosslist_{i,t} + \gamma_8 Tax_{i,t} + \gamma_9 IndLerner_{i,t} + \gamma_m IMR + \gamma_j Industry + \gamma_k Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

若假设  $H_1$  成立, 则在式 (2) 和式 (3) 中,  $\gamma_1$  的参数估计结果显著为负, 即市值低估越严重的上市公司发布社会责任报告的质量越高。

(2) 假设  $H_2$  的检验模型。采用股票超额收益率检验发布社会责任报告的市值管理效果。市值管理效果的最终体现是股票价值的增长 (Copeland 等, 1994)<sup>[1]</sup>; 相较于时点指标, 股票收益率计算周期长, 更能体现公司价值的持续提升 (李旋和郑国坚, 2015)<sup>[26]</sup>, 因此, 选择从股价反应视角考察市值管理效果。若股票能够获得超出市场水平的收益, 则市值管理的效果较好。采用经市场调整的股票年回报率表示超额收益 (周铭山等, 2017)<sup>[27]</sup>, 模型如下:

$$ret_{i,t} = \prod_{t=1}^n (r_{i,t} + 1) - \prod_{t=1}^n (r_{m,t} + 1) \quad (4)$$

其中,  $r_{i,t}$  和  $r_{m,t}$  分别为股票  $i$  第  $t$  周的收益率和第  $t$  周分市场流通市值加权平均收益率, 二者均采用“考虑现金红利再投资的周收益率”,  $n$  表示年度内交易周数<sup>②</sup>。具体回归模型如下:

$$ret_{i,t+1} = \delta_0 + \delta_1 CSRR_{i,t} + \delta_2 RET_{i,t} + \delta_3 SIGMA_{i,t} + \delta_4 NCSKEW_{i,t} + \delta_5 lnAsset_{i,t} + \delta_6 ROE_{i,t} + \delta_7 Lev_{i,t} + \delta_8 Duality_{i,t} + \delta_9 Tobinq_{i,t} + \delta_{10} OwnCon_{i,t} + \delta_{11} Dturn_{i,t} + \delta_{12} Opaque_{i,t} + \delta_j Industry + \delta_k Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

① 公司一般在次年发布报告陈述本年度的社会责任履行情况。

② 仅保留年交易周数不小于 26 周的样本进行计算。

其中,  $ret_{i,t+1}$  为次年股票超额收益。参考 Kim 等 (2011)<sup>[28]</sup> 和权小锋等 (2015)<sup>[20]</sup> 的文献, 模型控制了股票周特定收益的标准差 ( $SIGMA$ ) 和均值 ( $RET$ )、公司当年的崩盘风险 ( $NCSKEW$ )、公司规模 ( $lnAsset$ )、权益报酬率 ( $ROE$ )、资产负债率 ( $Lev$ )、两职兼任 ( $Duality$ )、公司价值 ( $Tobinq$ )、股权集中度 ( $OwnCon$ )、股票年平均换手率增量 ( $DTURN$ )、信息不透明度 ( $Opaque$ )。若假设  $H_{2a}$  成立, 则估计参数  $\delta_1$  显著为正, 即发布社会责任报告会对股票长期收益产生积极的支持作用, 发布社会责任报告能够起到市值管理的效果。若假设  $H_{2b}$  成立, 则估计参数  $\delta_1$  显著为负, 即市场对社会责任报告做出了负面反馈, 引起股票长期收益的下降, 即发布社会责任报告无法起到市值管理的效果。

本文中所使用的变量的具体定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
股票超额收益	$ret$	以经市场调整的股票年回报率表示
社会责任	$CSRR$	是否披露社会责任报告, 披露为 1, 否则为 0
	$CSRQ$	社会责任质量, 以润灵社会责任评分表示
市净率比率	$EMV$	以企业市净率/行业市净率表示
资产负债率	$Lev$	以总负债/总资产表示
权益报酬率	$ROE$	以净利润/股东权益表示
股权集中度	$OwnCon$	以前十大股东持股比例表示
股票流动性	$Volume$	以年股票交易量除以年末流通股数表示
污染行业属性	$PLT$	污染型行业取 1, 否则取 0
交叉上市	$Crosslist$	交叉上市取 1, 否则取 0
实际税率	$Tax$	以所得税费用/税前利润总额表示
行业竞争程度	$IndLerner$	以行业勒纳指数表示
股票收益均值	$RET$	年度内股票 $i$ 周特定收益的均值, 乘 100 进行调整
股票收益标准差	$SIGMA$	年度内股票 $i$ 周特定收益的标准差
企业规模	$lnAsset$	企业规模, 以总资产的自然对数表示
公司价值	$Tobinq$	公司价值, 以市场价值/总资产表示
换手率变化	$DTURN$	股票 $i$ 的 $t$ 年和 $t-1$ 年的平均换手率之差
两职兼任	$Duality$	董事长与总经理两职兼任情况, 不兼任取 1, 否则取 0
信息不透明度	$Opaque$	信息不透明度, 以过去三年操纵性应计利润绝对值的均值表示

资料来源: 作者整理

## 2. 数据说明

本文选取 2008—2018 年中国 A 股上市公司作为研究样本。之所以选择 2008 年作为样本起始点, 是因为我国企业社会责任报告自 2009 年起才进入密集和常规披露态势, 而社会责任报告一般是对企业上一年度社会责任建设状况的披露。在原始样本的基础上, 本文进行了如下处理: (1) 剔除 ST、PT 企业; (2) 剔除金融类上市公司; (3) 剔除上市当年及之前的样本; (4) 剔除财务数据异常的样本。其中社会责任数据来自 CSMAR 数据库和润灵环球社会责任评级数据库<sup>①</sup>, 公司财务数据来源于 CSMAR 数据库, 公司污染类型根据环保部 2010 年颁布的《上市公司环境信息披露指南》所列示的重污染行业比对获得<sup>②</sup>。为剔除极端值的影响, 本文对所有连续变量在 1% 和 99% 分位点

① 由于润灵评级的滞后性, 其覆盖年限不全, 因此同时采用了 CSMAR 数据库中的社会责任数据, 并与上市公司网站发布的社会责任报告进行了比对, 确保数据准确性。

② 根据环保部 2010 年 9 月 14 日公布的《上市公司环境信息披露指南》(征求意见稿): 火电、钢铁、水泥、电解铝、煤炭、冶金、化工、石化、建材、造纸、酿造、制药、发酵、纺织、制革和采矿业等 16 类行业为重污染行业。

进行了缩尾处理。最后,共得到 3412 家公司共计 23843 条数据。实证过程中由于所选用的变量不同,模型的样本量存在一定差异。

表 2 显示了关键变量的描述性统计结果。由于引导上市公司自愿披露社会责任信息的制度建设尚在推进过程中,我国上市公司的社会责任信息披露呈现二元化态势(权小锋等,2015)<sup>[20]</sup>,即一类公司应监管层和交易所规定强制披露社会责任报告<sup>①</sup>;另一类采取自愿披露。据此,将样本划分为应规组和自愿组,以考察两者利用社会责任报告进行市值管理的行为差异。

表 2 描述性统计结果

样本类别	变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
全样本	CSRR	23843	0.2455	0.4304	0	1
	CSRQ	5579	38.7103	12.2735	13.33	89
	EMV	23247	1.0434	0.7375	0.1861	5.0415
	ret	23107	0.0350	0.4344	-0.7241	1.8829
应规组	CSRR	3580	0.6964	0.4599	0	1
	CSRQ	2406	41.2152	14.0376	15.2	89
	EMV	3538	0.9525	0.5638	0.1861	5.0415
	ret	3543	0.0834	0.4378	-0.7241	1.8829
自愿组	CSRR	20263	0.1658	0.3719	0	1
	CSRQ	3173	36.8109	10.3501	13.33	80.29
	EMV	19709	1.0597	0.7633	0.1861	5.0415
	ret	19564	0.0262	0.4332	-0.7241	1.8829

资料来源:作者整理

从社会责任报告的发布情况来看,总体上,样本中发布社会责任报告的公司占比为 24.55%,社会责任报告的平均得分为 38.71 分,而报告最高得分为 89 分。由此可见,社会责任报告的发布水平及报告质量并不高。由于受监管层和交易所约束,应规组发布报告的比例及报告质量都要高于自愿组。从市值低估水平上看,应规组 EMV 均值为 0.9525,小于自愿组的均值(1.0597)。应规组平均市值低估程度和社会责任报告发布率均超过自愿组,这可能会影响全样本回归的结果,因此在后续实证检验中均进行分样本回归。从市值管理效果上看,表示股票超额收益的 ret 均值和标准差分别为 0.0350 和 0.4344,可见,不同公司的超额收益存在较大差异,并且应规组的平均超额收益均值(0.0834)高于自愿组(0.0262)。

## 四、实证结果分析

### 1. 单变量分析

表 3 列示了模型(1)~模型(3)、模型(5)涉及的主要变量在披露和未披露社会责任报告组之间的均值 t 检验结果,其中实验组表示披露社会责任报告( $CSRR_i = 1$ )的样本,控制组表示未披露社会责任报告( $CSRR_i = 0$ )的样本。

表 3 实验组和控制组的变量均值及差异

变量	(1) 实验组 $CSRR_i = 1$		(2) 控制组 $CSRR_i = 0$		差值 = (1) - (2)	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	T 值
$EMV_i$	0.9092	0.5475	1.0874	0.7850	-0.1782***	-15.98

① 目前我国被要求应规披露社会责任报告的上市公司主要包括上证 180、深证 100 以及公司治理板块和金融类公司。



续表 3

变量	(1) 实验组 $CSRR_i = 1$		(2) 控制组 $CSRR_i = 0$		差值 = (1) - (2)	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	T 值
$Lev_i$	0.4932	0.1969	0.4242	0.2081	0.0690***	22.28
$ROE_i$	0.0896	0.1096	0.0580	0.1279	0.0316***	16.99
$OwnCon_i$	58.9790	16.1311	57.0033	15.1832	1.9757***	8.51
$Volume_i$	4.2919	3.2665	5.6970	4.0684	-1.4051***	-24.02
$PLT_i$	0.3999	0.4899	0.3509	0.4773	0.0490***	6.75
$Crosslist_i$	0.0130	0.1132	0.0163	0.1268	-0.0033**	-1.81
$Tax_i$	0.1806	0.1627	0.1610	0.1760	0.0196***	7.52
$IndLerner_i$	0.1170	0.0865	0.1057	0.0732	0.0113***	9.73
$ret_{i+1}$	0.0192	0.3926	0.0402	0.4472	-0.0210***	-3.18

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 水平上统计显著，下同

资料来源：作者整理

首先,从发布动机来看, $EMV_i$  的均值差异结果显示,发布社会责任报告的公司的平均市值低估程度为 0.9092,未发布社会责任报告的公司则为 1.0847,平均差为 -0.1782,并在 1% 置信水平上显著,说明发布社会责任报告的公司市值低估程度更大,与假设  $H_1$  相符。 $PLT_i$  和  $Crosslist_i$  的均值差异结果显示,污染行业和非海外上市的公司更倾向于发布社会责任报告。其余控制变量的均值差异结果显示,发布社会责任报告的公司杠杆率 ( $Lev_i$ )、权益报酬率 ( $ROE_i$ )、股权集中度 ( $OwnCon_i$ )、税负水平 ( $Tax_i$ ) 和行业竞争水平 ( $IndLerner_i$ ) 均高于未发布报告的公司,股票流动性 ( $Volume_i$ ) 则低于未发布报告的公司。其次,从市值管理效果来看,实验组次年超额收益 ( $ret_{i+1}$ ) 均值为 0.0192,在 1% 水平上显著低于控制组的均值 0.0402,即发布社会责任报告的公司股票长期收益更低,与假设  $H_{2b}$  相符,即公司发布社会责任报告无法起到市值管理的效果。

## 2. 发布社会责任报告的市值管理动机:假设 $H_1$ 的检验

首先,利用模型(1)检验市值低估越严重的上市公司是否越倾向于发布社会责任报告。考虑到在监管层要求下应规模披露社会责任报告的公司与自愿披露社会责任报告的公司可能在市值管理动机上存在差异,进行分样本回归。具体回归估计结果如表 4 所示。

表 4 市值因素影响社会责任报告发布的检验结果

变量	因变量: $CSRR_i$					
	全样本		应规组		自愿组	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$EMV_i$	-0.5335*** (-17.26)	-0.4851*** (-15.25)	-0.7020*** (-10.05)	-0.6355*** (-8.67)	-0.4637*** (-12.10)	-0.4266*** (-11.67)
$Lev_i$		1.8263*** (19.79)		1.0362*** (3.87)		1.5546*** (14.10)
$ROE_i$		2.5651*** (12.79)		0.7481 (1.56)		1.3541*** (6.09)
$OwnCon_i$		0.0012 (1.06)		-0.0092*** (-2.95)		-0.0011 (-0.74)
$Volume_i$		-0.1397*** (-20.30)		-0.0963*** (-5.58)		-0.0998*** (-13.02)
$PLT_i$		0.1656*** (3.88)		-0.1410 (-1.15)		0.3254*** (6.29)



续表 4

变量	因变量: $CSR_{i,t}$					
	全样本		应规组		自愿组	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$Crosslist_{i,t}$		-0.2871** (-2.50)		-0.0162 (-0.04)		-0.3852** (-2.18)
$Tax_{i,t}$		-0.1633* (-1.65)		0.4046 (1.19)		-0.0974 (-0.85)
$IndLerner_{i,t}$		-0.3337 (-1.11)		-1.3232* (-1.93)		0.0797 (0.21)
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Wald chi <sup>2</sup>	1322.20***	2177.00***	535.08***	544.28***	568.14***	1015.82***
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0779	0.1341	0.1892	0.2054	0.0547	0.0880
N	22984	22982	3522	3522	19462	19460

注:括号内是z值(或t值),下同

资料来源:作者整理

在表4中,列(1)的回归估计结果显示, $EMV_{i,t}$ 的系数在1%水平上显著为负,即上市公司市值被低估的越严重,次年发布社会责任报告的概率越大。列(2)引入其它控制变量, $EMV_{i,t}$ 的系数仍然在1%水平上显著为负。此外,控制变量的参数估计结果显示, $Lev_{i,t}$ 、 $ROE_{i,t}$ 、 $OwnCon_{i,t}$ 和 $PLT_{i,t}$ 的系数均显著为正, $Crosslist_{i,t}$ 的系数显著为负,这与单变量分析的结果一致, $Tax_{i,t}$ 的系数估计显著为负, $IndLerner_{i,t}$ 的系数估计不显著,与单变量分析的结果不同。即杠杆率、权益报酬率、股权集中度越高以及税负越低的污染型公司越倾向于发布社会责任报告。列(3)~列(6)的结果显示, $EMV_{i,t}$ 的系数估计均显著为负。因此,无论是被要求应规披露社会责任报告的上市公司还是自愿披露报告的公司,市值管理都构成了其发布社会责任报告的主要动机。

为了进一步考察上市公司是否会出于市值管理的目的提高社会责任报告的信息披露质量,利用模型(2)和模型(3)进行检验,具体回归估计结果如表5所示。

表5 市值因素影响社会责任报告质量的检验结果

变量	因变量: $CSRQ_{i,t}$					
	全样本		应规组		自愿组	
	OLS (1)	Heckman (2)	OLS (3)	Heckman (4)	OLS (5)	Heckman (6)
$EMV_{i,t}$	-2.2183*** (-9.50)	-12.8104*** (-3.48)	-3.0534*** (-6.36)	-4.1349*** (-3.74)	-1.4768*** (-5.77)	-11.5457 (-1.22)
$Lev_{i,t}$	7.8940*** (9.66)	48.4390*** (3.47)	13.9659*** (9.13)	15.5062*** (7.28)	2.0852** (2.22)	39.2309 (1.13)
$ROE_{i,t}$	8.7744*** (6.41)	60.5020*** (3.32)	10.5728*** (3.40)	11.6029*** (3.58)	4.8510*** (3.43)	31.5939 (1.23)
$OwnCon_{i,t}$	0.1383*** (13.03)	0.1574*** (4.29)	0.1926*** (9.73)	0.1783*** (8.06)	0.0743*** (6.72)	0.0414 (0.76)
$Volume_{i,t}$	-0.3911*** (-7.71)	-3.3704*** (-3.32)	0.2377** (-2.26)	-0.3985** (-2.19)	-0.3695*** (-6.84)	-2.6042 (-1.24)
$PLT_{i,t}$	0.0481 (0.14)	2.9916* (1.76)	-0.7094 (-1.07)	-0.9510 (-1.26)	1.1951*** (2.83)	7.5112 (1.23)

续表 5

变量	因变量: $CSRQ_i$					
	全样本		应规组		自愿组	
	OLS (1)	Heckman (2)	OLS (3)	Heckman (4)	OLS (5)	Heckman (6)
$Crosslist_i$	-0.7575 (-0.73)	-6.3458 (-1.27)	-4.6136*** (-3.67)	-0.1108 (-0.06)	3.6719*** (2.59)	-4.5141 (-0.47)
$Tax_i$	-1.4454* (-1.78)	-4.4704 (-1.28)	-2.3997 (-1.38)	-1.9284 (0.96)	-1.0179 (-0.20)	-0.1347 (-0.49)
$IndLerner_i$	-4.9734** (-2.16)	-10.1810 (-1.14)	-3.5937 (-0.98)	-6.0068 (-1.38)	-2.6300 (-0.96)	4.1381 (0.31)
$IMR$		51.9267*** (3.02)		6.0534 (1.13)		53.4757 (1.08)
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 $R^2$	0.2410		0.2998		0.1963	
Wald $\chi^2$		102.08***		587.31***		44.78
N	5438	5438	2367	2367	3071	3071

资料来源:作者整理

在表 5 中,列(1)和列(2)分别是使用 OLS 和 Heckman 两步法的全样本回归的估计结果。结果显示,  $EMV_i$  的系数估计均显著为负。在列(2)中,  $IMR$  的系数在 1% 水平上显著,即存在样本选择偏差。根据 Heckman 方法的估计结果,市值低估一个单位会导致社会责任报告的评分平均提高 12.81 分。进行分样本回归后,  $IMR$  的系数不显著,即不存在明显的样本选择偏差。因此根据 OLS 回归的参数估计结果,  $EMV_i$  的系数估计显著为负。由此可见,无论是应规披露社会责任报告还是自愿披露报告的上市公司,市值被低估时都会积极披露社会责任治理和绩效的信息,以获得投资者的积极评价,因此获得了更高的社会责任评分。

综上,上市公司存在利用社会责任报告进行市值管理的动机,市值低估越严重,其发布社会责任报告的概率越高,报告质量也越高,本文假设  $H_1$  成立。

### 3. 发布社会责任报告的市值管理效果:假设 $H_{2a}$ 和假设 $H_{2b}$ 的检验

利用模型(5)检验发布社会责任报告是否能够起到市值管理的效果,即公司发布社会责任报告后究竟是导致股票超额收益提升还是下降,具体结果如表 6 所示。

表 6 发布社会责任报告的市值管理效果检验结果

变量	因变量: $ret_{t+1}$					
	全样本		应规组		自愿组	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$CSRR_i$	-0.0303*** (-4.87)	-0.0090 (-1.23)	-0.1182*** (-6.03)	-0.1225*** (-5.63)	-0.0468*** (-6.17)	-0.0153* (-1.81)
$RET_i$		-0.0330*** (-5.93)		-0.0592*** (-3.88)		-0.0359*** (-5.92)
$SIGMA_i$		-1.3852*** (-6.07)		-1.0184* (-1.66)		-1.0141*** (-4.17)
$NCSKEW_i$		-0.0086** (-1.96)		-0.0115 (-1.00)		-0.0102** (-2.18)

续表 6

变量	因变量: $ret_{t+1}$					
	全样本		应规组		自愿组	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$lnAsset_t$		-0.0497*** (-12.31)		-0.0441*** (-5.34)		-0.0777*** (-15.95)
$ROE_t$		0.1413*** (4.42)		0.2044* (1.82)		0.1178*** (3.57)
$Lev_t$		0.0819*** (4.07)		0.0928 (1.60)		0.1002*** (4.66)
$Duality_t$		0.0086 (1.09)		0.0074 (0.34)		0.0088 (1.06)
$Tobinq_t$		-0.0178*** (-6.15)		-0.0134* (-1.89)		-0.0296*** (-9.23)
$OwnCon_t$		0.0012*** (5.47)		0.0005 (0.91)		0.0013*** (5.45)
$Dturn_t$		0.0003*** (2.63)		0.0008* (1.87)		0.0002 (1.48)
$Opaque_t$		-0.0424 (-1.13)		-0.1391 (-1.63)		0.0124 (0.30)
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R <sup>2</sup>	0.1045	0.1278	0.0703	0.0921	0.1224	0.1577
N	22814	17043	3527	3093	19287	13950

资料来源:作者整理

在表 6 中,列(1)的回归估计结果显示,  $CSRR_t$  对  $ret_{t+1}$  的系数为 -0.0303 并且在 1% 统计水平显著,即发布社会责任报告会降低公司股票的超额收益,但列(2)引入控制变量后,  $CSRR_t$  的系数为负但不显著。进行分样本回归后,估计结果表明,引入控制变量后  $CSRR_t$  的系数均显著为负。其中,列(4)显示,  $CSRR_t$  的系数为 -0.1225 并且在 1% 水平上显著;列(6)显示,  $CSRR_t$  的系数为 -0.0153 并且在 10% 水平上显著。因此,发布社会责任报告的公司平均股票超额收益比未发布报告的公司低,即发布社会责任报告降低了股票超额收益,无法起到市值管理的效果。

结合假设 H<sub>1</sub> 的检验结果可以发现,上市公司意图通过发布社会责任报告实现市值管理,但结果是资本市场对社会责任报告进行了消极反馈,导致市值管理的动机未能有效实现。这似乎无法解释上市公司自愿发布社会责任报告的行为。考虑到公司发布社会责任报告的动机随着市值低估程度的加重而加强,社会责任报告的市值管理效果或许在不同市值低估程度的公司间存在差异。因此在模型(5)中引入市值低估程度  $EMV$  及其与  $CSRR$  的交乘项,构建模型(6)考察市值低估程度是否会影响市值管理的实现效果:

$$\begin{aligned}
 ret_{i,t+1} = & \delta_0 + \delta_1 CSRR_{i,t} + \theta CSRR_{i,t} \times EMV_{i,t} + \theta' EMV_{i,t} + \delta_2 RET_{i,t} + \delta_3 SIGMA_{i,t} \\
 & + \delta_4 NCSKEW_{i,t} + \delta_5 lnAsset_{i,t} + \delta_6 ROE_{i,t} + \delta_7 Lev_{i,t} + \delta_8 Duality_{i,t} + \delta_9 Tobinq_{i,t} \quad (6) \\
 & + \delta_{10} OwnCon_{i,t} + \delta_{11} Dturn_{i,t} + \delta_{12} Opaque_{i,t} + \delta_j Industry + \delta_k Year + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

在模型(6)中,若  $\theta$  的参数估计结果显著为负,则市值低估越严重,越能够改善发布社会责任报告引发的市场消极反馈。具体结果如表 7 所示。

表 7 市值低估程度影响市值管理效果的检验结果

变量	因变量: $ret_{i,t+1}$		
	全样本	应规组	自愿组
	(1)	(2)	(3)
$CSRR_i$	0.0369 *** (2.93)	-0.0343 (-0.88)	0.0173 (1.18)
$CSRR_i \times EMV_i$	-0.0476 *** (-4.19)	-0.0883 *** (-2.81)	-0.0342 ** (-2.56)
$EMV_i$	-0.0373 *** (-5.68)	-0.0055 (-0.19)	-0.0469 *** (-6.98)
控制变量	控制	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制
调整 R <sup>2</sup>	0.1313	0.0975	0.1616
N	17043	3093	13950

资料来源:作者整理

表 7 的回归估计结果表明,  $EMV_i$  的系数显著为负, 表明市值低估程度越严重, 次年股票超额收益越高。这是因为公司市值低估时, 未来股价有更大的上涨空间, 吸引追逐超额收益的投资者, 从而助涨次年股票价格。  $CSRR_i \times EMV_i$  的系数估计显著为负, 这意味着随着公司市值低估程度加重, 市场对社会责任的消极反应得到改善。这或许是因为, 当公司市值低估程度加重时, 投资者对股价上涨的乐观预期增加, 此时社会责任报告作为非财务信息的补充, 被投资者视为积极信号, 从而助长了投资热情, 公司市值得到了改善。然而, 当公司市值低估程度减弱时, 套利空间缩小, 投资者对社会责任的负面情绪占据优势, 市值管理的目标则难以实现。因此, 公司在市值低估严重时倾向于发布社会责任报告以改善其市值状况。

上述检验结果表明, 当前我国上市公司发布社会责任报告表现出强烈的市值管理诉求, 市值被低估的上市公司倾向于借助社会责任改善与投资者之间的关系, 提升公司形象, 以获得更高的市场溢酬。由于投资者对公司发布社会责任报告的行为给予了负面评价, 发布报告总体上没有达到管理层市值管理的预期。不过, 当公司市值严重低估时, 市场对未来股价的乐观情绪占据优势, 此时发布社会责任报告能够一定程度上帮助上市公司改善市值状况。

#### 4. 稳健性检验

(1) 替换关键变量。使用企业托宾 Q 值 ( $Tobinq$ ) 与行业平均水平的比值 ( $EMV_{Tobinq}$ ) 表示市值低估的程度, 该值越小则市值低估程度越严重。重新检验市值低估程度与报告发布概率以及报告质量的关系, 具体回归结果如表 8 所示。

表 8 稳健性检验一: 替换关键变量

自变量	因变量: $CSRR_i$			因变量: $CSRQ_i$		
	全样本	应规组	自愿组	全样本	应规组	自愿组
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$EMV_{Tobinq,t}$	-0.4864 *** (-12.64)	-0.7401 *** (-7.42)	-0.4764 *** (-10.47)	-2.7664 *** (-7.79)	-3.9513 *** (-6.10)	-2.0398 *** (-4.68)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Pseudo R <sup>2</sup>	0.1287	0.2020	0.0846			
调整 R <sup>2</sup>				0.2386	0.2988	0.1954
N	22982	3522	19460	5438	2367	3071

资料来源:作者整理



表 8 的参数估计结果显示,  $EMV_{TobinQ_t}$  对  $CSR_{R_t}$  和  $CSR_{Q_t}$  的系数均在 1% 水平上显著为负,即公司市值低估越严重,公司发布社会责任报告的概率越高,报告质量越高,因此假设  $H_1$  仍然成立。

(2)保留交易周数小于 26 周的样本。为了保证股票超额收益的可比性,研究剔除了交易周数小于 26 周的样本。引入这部分样本后重新检验市值管理效果,具体回归结果如表 9 所示。

表 9 稳健性检验二:保留交易周数小于 26 周的样本

变量	因变量: $ret_{t+1}$		
	全样本	应规组	自愿组
	(1)	(2)	(3)
$CSR_{R_t}$	-0.0085 (-1.15)	-0.1206*** (-5.50)	-0.0142* (1.67)
控制变量	控制	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制
调整 $R^2$	0.1290	0.0906	0.1586
N	17268	3107	14161

资料来源:作者整理

表 9 的回归估计结果显示,应规组  $CSR_{R_t}$  仍然对股票超额收益有显著的负作用,自愿组系数估计结果为负并在 10% 水平上显著。因此,假设  $H_{2b}$  仍然成立,即发布社会责任报告导致股票收益率下降,无法起到市值管理效果。

(3)使用双向固定效应模型。同时控制个体固定效应和时间固定效应,并检验市值管理动机和效果的存在性,具体回归结果如表 10 所示。

表 10 的回归估计结果显示,  $EMV_t$  和  $CSR_{R_t}$  的系数仍然为负数,即市值低估越严重发布社会责任报告概率越高,发布报告对市值管理具有负效应,与上述结果一致。不同的是,引入个体固定效应后,应规组的系数不显著。这或许是因为,应规组披露报告由于存在强制性因素,其市值管理的动机不明显;由于在强制性披露范畴却没有披露社会责任报告同样会对公司市值产生负面影响,因此应规组发布社会责任报告对市值管理的作用并不明显。总体上,双向固定效应模型的回归结果仍然证实了社会责任报告无法帮助公司实现市值管理。

综上,本文的检验结果稳健,假设  $H_1$  和假设  $H_{2b}$  成立,即上市公司存在利用发布社会责任报告进行市值管理的动机,但市场对公司发布社会责任报告进行了消极反馈,导致市值管理目标未能有效实现。

表 10 稳健性检验三:双向固定效应模型

变量	因变量: $CSR_{R_t}$		
	全样本	应规组	自愿组
	(1)	(2)	(3)
$EMV_t$	-0.4554*** (-5.34)	-0.2000 (-0.90)	-0.4267*** (-4.49)
控制变量	控制	控制	控制
个体/时间固定效应	是	是	是
LR- $\chi^2$	2145.08***	1087.12***	1169.42***
N	7281	2620	4661

续表 10

变量	因变量: $ret_{t+1}$		
	全样本		自愿组
	(1)	(2)	(3)
$CSRR_t$	-0.0807*** (-5.27)	-0.0390 (-1.07)	-0.0789*** (-4.79)
控制变量	控制	控制	控制
个体/时间固定效应	是	是	是
调整 $R^2$	0.1864	0.1343	0.2146
N	17043	3093	13950

资料来源:作者整理

### 五、异质性分析

根据假设检验结果,公司发布社会责任报告会激发市场负面情绪,导致市值管理动机未能有效实现。那么,这种负面情绪的产生究竟是因为投资者认为社会责任本身会降低股东收益(股东利益侵占论),还是因为投资者怀疑公司并没有切实履行社会责任,只是借社会责任报告“做秀”(伪社会责任论),尚且不得而知。为了探析这一点,接着从社会责任报告质量、投资者信息解读能力和公司业绩表现三个方面展开异质性分析。

#### 1. 关于社会责任报告质量的异质性

由于上市公司发布社会责任报告在内容、格式、时点等方面具有高度的“自由裁量权”,不同社会责任报告的信息披露质量存在很大差异。意在“做秀”的社会责任报告往往形式华丽但内容空洞,真正履行了社会责任的公司则能在报告中传递出有价值的信息。诸如润灵环球等民间机构对社会责任报告的打分综合考量了报告的可读性和内容的真实性等,获得了一定的市场公信力,能够较为客观地反映出公司真实的社会责任绩效<sup>①</sup>。另外,为了提高社会责任信息的可信度,社会责任报告的编制发布者常在报告中出具独立第三方鉴证声明,以达到对报告增信的目的。鉴于第三方的机构特征与独立性,其有足够的时间与精力对上市公司进行现场调研,通过从各方面所搜集到的信息对上市公司社会责任报告的客观性与科学性进行验证,此外,顾及自身声誉,独立第三方也会竭力追求上市公司社会责任报告审核保证声明的客观与公正。于是,社会责任报告附有第三方鉴证也能在一定程度上证明社会责任的真实性。因此,若市场负面情绪源于投资者对公司社会责任真实性的怀疑,那么获得较高的社会责任评分或被独立第三方鉴证理应能够提高投资者对社会责任报告的认可度,从而缓解负面情绪,改善社会责任报告的市值管理效果。由此,选择发布社会责任报告的公司样本,分别考察润灵社会责任评分(CSRQ)和是否由第三方鉴证(Certificate,“是”取1,“否”则取0)对市值管理效果的影响,具体结果如表 11 所示。

表 11 市值管理效果关于社会责任报告质量的异质性检验结果

变量	因变量: $ret_{t+1}$					
	全样本		应规组		自愿组	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$CSRQ_t$	0.0010** (2.05)		0.0010 (1.41)		0.0007 (0.95)	

① 需要说明的是,润灵打分要滞后于社会责任报告发布较长时间,虽然润灵评分能够在一定程度上代表社会责任绩效,但并不意味着投资者对社会责任报告的解读会参考润灵评分。

续表 11

变量	因变量: $ret_{t+1}$					
	全样本		应规组		自愿组	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$Certificate_t$		0.0380 (1.03)		0.0408 (0.86)		0.0157 (0.29)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 $R^2$	0.0833	0.0661	0.0772	0.0723	0.1086	0.0900
N	4717	4139	2151	1775	2566	2364

资料来源:作者整理

在表 11 中,列(1)的回归结果表明, $CSRQ_t$  的系数显著为正,即社会责任评分更高的公司股票超额收益更高。但是,在分样本回归后, $CSRQ_t$  的系数不显著。即列(1)观察到的结果可能是由于应规组的社会责任评分和股票收益均高于自愿组导致的,更高的社会责任评分实际上并不能提高股票收益。列(2)的回归结果表明, $Certificate_t$  的系数为正但不显著,分样本回归不改变这一结果,即独立第三方鉴证也不能改善投资者对社会责任的负面评价。这些结果表明,更高的社会责任报告质量并不会明显改善市场对社会责任报告的消极反馈。

## 2. 关于投资者信息解读能力的异质性

尽管我国投资者通过与管理层的博弈能够开始识别其行为背后的真实动机,但受限于有限认知,投资者仍然可能做出错误判断。投资者对公司发布社会责任报告的负面看法可能受到这种有限认知的影响,即对社会责任报告解读不足而将发布社会责任报告判定为做秀。分析师在社会责任报告发布后发挥了信息中介的作用(王艳艳等,2014)<sup>[25]</sup>。上市公司发布社会责任报告会引发分析师关注度的上升,跟踪分析师对社会责任信息进行加工和解读,然后向市场传递。由于分析师具备相对专业的信息分析技术,分析师的参与能够提高投资者对价值信息的解读能力。但也有研究提出,分析师普遍存在系统性乐观偏差,更加关注好消息,导致股价的短期上升(许年行等,2012)<sup>[29]</sup>。这时,社会责任报告中的有利信息会被分析师放大,进而提高股票市场表现。总之,分析师关注度的提升能够提高投资者对社会责任报告的解读能力,并倾向于缓解市场负面情绪。因此,引入分析师关注度( $Analysts_{t+1}$ , 报告发布当年跟踪分析师数量加 1 后的自然对数)及其与  $CSRR_t$  的交叉项,考察分析师关注度对社会责任报告市值管理效果的影响。具体回归结果如表 12 所示。

表 12 的参数估计结果显示, $CSRR_t \times Analysts_{t+1}$  的系数为负,并且在自愿组中在 1% 水平上显著。该结果表明,分析师关注并没有通过乐观偏差而缓解市场对社会责任报告的负面情绪。相反,由引入交叉项后  $CSRR_t$  的显著性下降可知,不被分析师关注的上市公司发布社会责任报告时,报告对市值的负作用反而并不明显,而随着分析师关注度的上升,发布社会责任报告对市值的负作用不断加强。因此,越是被分析师高度关注的上市公司,其发布社会责任报告就越可能降低股票收益,市值管理动机越是难以实现。

## 3. 关于公司业绩表现的异质性

关于社会责任究竟能使公司业绩变好还是变差,学界和业界一直莫衷一是。而公司业绩表现关系到投资者回报。若公司的社会责任有良好的业绩支撑,投资者可能改善对社会责任报告的看法,从而使市场负面情绪得以缓解。因此,借鉴 Steinbart(1989)<sup>[30]</sup>、黄艺翔和姚铮(2016)<sup>[10]</sup> 的做法,构建虚拟变量  $\Delta EPS_t$ ,用基本每股收益的变化情况表示公司业绩,若公司当年基本每股收益高

于去年,则业绩良好,此时  $\Delta EPS_t$  取 1, 否则取 0。引入  $\Delta EPS_t$  和  $CSRR_t$  的交叉项,考察公司业绩对市值管理效果的影响。具体回归结果如表 13 所示。

表 12 市值管理效果关于分析师关注度的异质性检验结果

变量	因变量: $ret_{t+1}$		
	全样本	应规组	自愿组
	(1)	(2)	(3)
$CSRR_t$	0.0151 (0.46)	-0.0628 (-1.62)	0.0178 (1.41)
$CSRR_t \times Analysts_{t+1}$	-0.0141** (-2.49)	-0.0241 (-1.65)	-0.0260*** (-3.68)
$Analysts_{t+1}$	0.0913*** (23.87)	0.1100*** (7.76)	0.0871*** (21.86)
控制变量	控制	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制
调整 R <sup>2</sup>	0.1623	0.1218	0.1896
N	17043	3093	13950

资料来源:作者整理

表 13 市值管理效果关于公司财务表现的异质性检验结果

变量	因变量: $ret_{t+1}$		
	全样本	应规组	自愿组
	(1)	(2)	(3)
$CSRR_t$	-0.0236** (-2.33)	-0.1726*** (-5.09)	-0.0204* (-1.74)
$CSRR_t \times \Delta EPS_t$	0.0292** (2.26)	0.0852** (2.17)	0.0126 (0.79)
$\Delta EPS_t$	0.0429*** (5.62)	-0.0061 (-0.17)	0.0472*** (6.14)
控制变量	控制	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制
调整 R <sup>2</sup>	0.1312	0.0970	0.1606
N	17043	3093	13950

资料来源:作者整理

在表 13 中,列(1)的参数估计结果显示,  $CSRR_t \times \Delta EPS_t$  的系数在 5% 的水平上显著为正。分样本回归后,交叉项的系数仍然为正,并且在应规组中 5% 水平上显著,但在自愿组不显著。总的来看,对于应规发布社会责任报告的公司来说,财务业绩对市值管理效果具有一定的改善作用,即业绩良好的公司发布社会责任报告获得的股票收益要好于业绩差的公司。

异质性分析结果表明,只有财务业绩能缓解市场负面情绪,而社会责任质量和分析师参与均无法缓解市场负面情绪。由此可见,投资者对公司发布社会责任报告的负面看法并非源于对公司社会责任真实性的怀疑。即便公司社会责任绩效较高也不能改善市场对社会责任报告的消极反馈,分析师解读报告的信息中介效应反而加重了投资者对社会责任的负面情绪。种种迹象表明投资者对社会责任报告的负面情绪来源于投资者认为社会责任侵占自身收益的消极认识。所以,当上市公司财务业绩优秀时,具有财务业绩支撑的社会责任能一定程度上获得投资者的青睐,但遗憾的是财务业绩的改善作用在自愿披露报告的公司中并不明显。总的来说,异质性分析结果支持了“股东利益侵



占论”而非“伪社会责任论”,即社会责任报告之所以不能帮助上市公司实现市值管理,是因为投资者认为公司践行社会责任可能损害自身收益,因此对发布社会责任报告的行为给予了负面评价。

## 六、结论与建议

伴随着我国股权分置改革,全流通得以逐步实现,上市公司越来越注重自身的市值管理。社会责任报告作为强制性财务信息披露的重要补充,能够完善委托-代理双方的信息交互,改善二者关系,因此具备市值管理的潜能。在这种背景下,上市公司作为社会责任报告的发布主体,对披露社会责任信息的态度由过去应交易所强制要求被动披露逐渐向主动、自愿披露社会责任报告转变。本文利用我国2008—2018年A股上市公司数据,研究发现上市公司发布社会责任报告确实表现出明显的市值管理诉求。但遗憾的是,由于投资者对社会责任报告的负面情绪,公司的市值管理诉求未能有效实现,反而导致股票收益降低。通过后续检验发现,投资者对社会责任报告的负面情绪主要来源于社会责任侵占股东利益的消极认知,而并非对社会责任质量的质疑。因此社会责任绩效的提升和分析师的信息中介效应均无法改善投资者的负面情绪。只有当公司的市值被严重低估或者具有良好的财务绩效表现时,投资者对未来股价上涨产生乐观预期,此时社会责任报告引起的市场消极反馈才能得到缓解,其发布一定程度上改善股票收益,实现市值管理的目标。

这些结果意味着,投资者决策受市场情绪影响严重,其更加关注从股价波动中攫取短期利益。作为市场信息的获取和解读,投资者受限于公司的财务信息,对社会责任报告的内容则缺乏理性解读,未能挖掘公司社会责任价值信息,甚至对公司履行社会责任抱有消极认识,导致社会责任报告没能促进上市公司与投资者的信息交互。一方面,对于有市值管理诉求并积极履行社会责任改善投资者关系的上市公司而言,市场的消极反馈无疑会打击其信心;另一方面,当市值低估时社会责任报告的市值管理功能不受社会责任真实质量的约束,社会责任报告就可能沦为部分公司操纵股价的工具,助长“伪社会责任”“伪市值管理”,最终恶化市场信息环境,加重逆向选择和道德风险。鉴于此,提出如下建议:

(1)提高投资者的社会责任意识,鼓励投资者进行长期价值投资。社会责任为公司带来的是长期价值的提升,投资者对公司短期财务表现和股票收益的追逐不仅会削弱公司履行社会责任的积极性,还会增加社会责任倒退和异化的风险,使市值管理无法顺利进行。为此,应加快社会责任信息披露的指引和配套监管体制建设,使投资者充分认识到社会责任对公司可持续增长的重要意义,加强投资者对社会责任信息的获取和解读能力。

(2)推动上市公司树立正确的社会责任理念,充分发挥社会责任报告的信息披露功能。在社会责任报告强制性与自愿性披露共存的体制下,不少上市公司仍然将社会责任视为自利工具,这不利于与投资者建立信任联系,同样会对市值管理产生负面作用。应尽快明晰社会责任报告披露的强制性与自愿性边界,同时开展企业诚信体系建设,提高上市公司社会责任作假的成本,使社会责任真正发挥市值管理的功能。

(3)创新和完善社会责任报告的信息披露形式。在非财务信息的基础上,上市公司应在社会责任报告中将财务方面的重要信息进行组合披露,从而更加清晰地向投资者传递公司履行社会责任的意图以及取得的社会责任绩效,使投资者更好地感知到社会责任对公司可持续增长的作用。同时充分发挥第三方机构的督查功能和鉴证功能,增强外部利益相关方和社会公众对社会责任报告的信息解读能力。

### 参考文献

- [1] Copeland, T. E., T. Koller, and J. Murrin. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies [J]. Journal of Finance,

1994,46,(1):35-54.

[2] 施光耀, 刘国芳. 市值管理理论[M]. 北京大学出版社, 2008.

[3] 肖红军, 张俊生, 李伟阳. 企业伪社会责任行为研究[J]. 北京: 中国工业经济, 2013, (6): 109-121.

[4] 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.

[5] Székely, F., and M. Knirsch. Responsible Leadership and Corporate Social Responsibility: Metrics for Sustainable Performance[J]. European Management Journal, 2005, 23, (6): 628-647.

[6] Yang, H., R. Craig, and A. Farley. A Review of Chinese and English Language Studies on Corporate Environmental Reporting in China[J]. Critical Perspectives on Accounting, 2015, (28): 30-48.

[7] 黎文靖. 所有权类型、政治寻租与公司社会责任报告: 一个分析性框架[J]. 北京: 会计研究, 2012, (1): 81-88, 97.

[8] 许正良, 刘娜. 基于持续发展的企业社会责任与企业战略目标管理融合研究[J]. 北京: 中国工业经济, 2008, (9): 129-140.

[9] Marquis, C., and A. Tilcsik. Imprinting: Toward a Multilevel Theory[J]. The Academy of Management Annals, 2013, 7, (1): 195-245.

[10] 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.

[11] Fombrun, C., and M. Shanley. What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy[J]. Academy of Management Journal, 1990, 33, (2): 233-258.

[12] Hasan, I., N. Kobeissi, L. Liu, and H. Wang. Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance: the Mediating Role of Productivity[J]. Research Discussion Papers, 2016, 149, (3): 671-688.

[13] 温素彬, 方苑. 企业社会责任与财务绩效关系的实证研究——利益相关者视角的面板数据分析[J]. 北京: 中国工业经济, 2008, (10): 150-160.

[14] 李姝, 赵颖, 童婧. 社会责任报告降低了企业权益资本成本吗? ——来自中国资本市场的经验证据[J]. 北京: 会计研究, 2013, (9): 64-70, 97.

[15] Ioannou, I., and G. Serafeim. The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations: Analysts' Perceptions and Shifting Institutional Logics[J]. Strategic Management Journal, 2015, 36, (7): 1053-1081.

[16] Peasnell, K., S. Talib, and S. Young. The Fragile Returns to Investor Relations: Evidence from a Period of Declining Market Confidence[J]. Accounting and Business Research, 2011, 41, (1): 69-90.

[17] 权小锋, 肖斌卿, 吴世农. 投资者关系管理能够稳定市场吗? ——基于 A 股上市公司投资者关系管理的综合调查[J]. 北京: 管理世界, 2016, (1): 139-152, 188.

[18] Aupperle, K. E., A. B. Carroll, and J. D. Hatfield. An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability[J]. The Academy of Management Journal, 1985, 28, (2): 446-463.

[19] Friedman, M. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits[J]. New York Times Magazine, 2007, 13, (33): 173-178.

[20] 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.

[21] 邹萍. “言行一致”还是“投桃报李”? ——企业社会责任信息披露与实际税负[J]. 北京: 经济管理, 2018, (3): 159-177.

[22] Chen, Y., Y. Huang, D. Wang, and C. Wu. Going Private Transactions by U. S. Listed Chinese Companies: What Drives the Premiums Paid? [J]. International Review of Economics & Finance, 2014, 32, (7): 79-91.

[23] 李行健, 李广子. 中概股退市的动机及其溢价来源研究[J]. 北京: 经济科学, 2017, (4): 47-62.

[24] Dhaliwal, D., 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.

[25] 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.

[26] 李旒, 郑国坚. 市值管理动机下的控股股东股权质押融资与利益侵占[J]. 北京: 会计研究, 2015, (5): 42-49, 94.

[27] 周铭山, 张倩倩, 杨丹. 创业板上市公司创新投入与市场表现: 基于公司内外部的视角[J]. 北京: 经济研究, 2017, (11): 135-149.

[28] 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.

[29] 许年行, 江轩宇, 伊志宏, 徐信忠. 分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J]. 北京: 经济研究, 2012, (7): 127-140.

[30] Steinbart, P. J. The Auditor's Responsibility for the Accuracy of Graphs in Annual Reports: Some Evidence of the Need for Additional Guidance[J]. Accounting Horizons, 1989, 3, (3): 60-70.

# Can Listed Company Realize Market Value Management Motivation by Releasing Corporate Social Responsibility Report?

NA Jin-ling, FANG Xian-ming

(Business School, Nanjing University, Nanjing, Jiangsu, 210093, China)

**Abstract:** Since the non-tradable share reform, market value management has been attached great importance by Chinese listed companies. More and more companies start market value management using various methods, among which releasing corporate social responsibility report plays an important role.

In recent years, corporate social responsibility (CSR) is popular around the world. A company's behaviors influence not only its own benefits, but also the nation, the society and the environment. Most stakeholders argue that a company should fulfill social responsibilities during the life cycle. So by releasing CSR reports, a company can show intention and power on social responsibility, thus gain good reputation among stakeholders. In addition, as a means of voluntary information disclosure, the CSR reports mainly disclose non-financial information, which is different from financial reports. This can improve information transparency and give investors a deeper understanding of the intrinsic value of the company. However, others hold that social responsibility take up economic resources of the company and increase unnecessary cost and risk, which may be opposed by shareholders. What's more, because of the emergence of pseudo-CSR, many investors doubt the true purpose of corporates releasing CSR reports. As a result, it's not clear whether the CSR reports can help a company realize market value management. Few literature studies the relationship between the CSR report and market value management. This paper aims at testing the market management motivation and effect of the CSR reports and find out the reason.

Based on the panel data of Chinese listed companies from 2008 to 2018, we find that Chinese listed companies show great market value management motivation on releasing CSR reports. The lower a company's market value is, the more likely it is to release CSR reports, and the higher the report quality is. Nevertheless, issuing CSR reports fails to help market value management, yet even reduces long-term stock returns. To find out the reason, we further study the heterogeneity of the effect. The results show that, only market value underestimation and good accounting performance can reduce the negative effect, high CSR quality and analyst participation cannot do the same. These results indicate that investors regard the corporate social responsibility as a behavior contradict with shareholders' benefits, and give negative reaction to it.

According to the findings above, it comes to the conclusion that the CSR report, because of the lack in investors' rational interpretation, cannot effectively help listed companies realize market value management. Investors emphasize market sentiment over corporate social responsibility, which may lower companies' enthusiasm on CSR and cause more pseudo-CSRs. So it's valuable to increase investors' sense of social responsibility, promote listed companies to establish the correct idea of social responsibility, and encourage more complete form of CSR reports.

This article contributes to extant research in several ways. First, previous literatures have verified the political rent-seeking and internal management motivation of the CSR report release, while the results in this paper find that listed companies intend to use CSR reports to improve market value. Second, few literature examines the effectiveness of market value management measures. This paper examines the effect of market value management of social responsibility report, which enriches research in market value management field. Third, this paper explains the market reaction to CSR reports from the prospect of investors' irrational behaviors, rather than the management's opportunistic behaviors, which is different from extant literatures.

**Key Words:** corporate social responsibility report; market value management; abnormal return; information processing

**JEL Classification:** G10, M14

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2021.07.010

(责任编辑:张任之)