

管理者自信会影响企业社会责任行为吗？*

——兼论融资融券制度的公司外部治理效应

祁怀锦 刘艳霞

(中央财经大学会计学院,北京 100081)

内容提要:本文以我国A股上市公司2008—2015年数据为样本,研究发现,全样本下管理者自信程度与企业社会责任水平之间呈负相关关系;在自信不足和适度自信样本中,管理者自信程度与企业社会责任水平之间呈负相关关系,且相比适度自信样本,自信不足样本中管理者自信对企业社会责任行为的影响更大;在过度自信样本中,管理者自信程度与企业社会责任水平之间呈正相关关系。进一步检验发现,全样本下管理者自信对企业社会责任行为的影响存在区间效应。然后,采用双重差分模型研究融资融券对企业社会责任行为的影响,发现在引入融资融券制度后,与控制组样本相比,处理组中的融资融券标的样本降低了企业社会责任水平;同时,将管理者自信程度与企业社会责任水平之间的关系置于融资融券背景下研究,发现管理者自信程度与企业社会责任水平之间的负相关关系仅存在于非融资融券样本中。这些结果说明,融资融券呈现出了一定的公司外部治理效应,为我国加强企业监管和深化金融体制改革提供了理论参考。

关键词:融资融券 管理者自信 公司治理 企业社会责任

中图分类号:F23 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2018)05—0141—16

一、引言

现有研究发现(Roll,1986^[1];Heaton,2002^[2];Malmendier和Tate,2005^[3];Hackbarth,2008^[4];Gervais等,2011^[5]),大部分管理者具有过度自信特点,通常会高估自身能力,而这种自我认知上的偏差会导致做出偏离客观事实的决策,进而影响到企业决策及绩效,这种影响通常是负面的。而有关管理者自信对企业决策影响的研究大多数集中于公司投资、并购、盈余管理、股利政策以及技术创新等(Heaton,2002^[2];Malmendier和Tate,2005^[3];Cordeiro,2009^[6];张荣武和刘文秀,2008^[7];李云鹏,2014^[8];应惟伟等,2017^[9];王山慧等,2013^[10]),较少文献关注管理者自信对目前备受关注的企业社会责任行为的影响。企业履行社会责任可能是一种“伪善”表现,即通过履行社会责任对冲企业所面临的风险或掩盖有损企业价值的行为,也可能是作为一种信息沟通机制,通过履行社会责任扩大企业知名度。对于自信程度不同的管理者而言,履行企业社会责任的动机可能存在差异。基于此,本文探讨管理者自信程度与企业社会责任水平之间的关系。

企业微观层面的经营决策很大程度上受外部环境影响。2010年3月31日,我国内地资本市

收稿日期:2017-12-20

*基金项目:财政部会计名家培养工程“融资融券、管理者自信与企业社会责任行为”(财政部文件财会[2017]26)。

作者简介:祁怀锦(1963-),男,湖南临澧人,教授,博士生导师,管理学博士,研究领域是公司财务,电子邮箱:hjinqi@263.net;刘艳霞(1989-),女,内蒙古四子王旗人,博士研究生,研究领域是公司治理,电子邮箱:liuyanxiacufe@163.com。通讯作者:祁怀锦。

场正式引入融资融券制度,放松了卖空管制,使得企业负面消息能够更加及时地反映于股价中,这种震慑机制会在一定程度上对管理层行为发挥监督与约束作用,改善公司治理环境,从而可能会影响企业社会责任行为。而目前有关融资融券的研究主要关注的是其对股票定价效率、股价崩盘风险、市场稳定性等证券市场层面的影响,鲜有文献从企业管理者行为视角切入,对融资融券实施效果进行研究。基于此,本文进一步研究融资融券的引入是否会对企业社会责任行为以及管理者自信程度与企业社会责任水平之间的关系产生影响。

本文可能存在的贡献在于:第一,已有研究主要着眼于管理者过度自信,而过度自信只是管理者自信程度的一种类型,本文为了更加全面而深入地反映管理者自信这一心理特质对企业社会责任行为的影响,从连续变量视角,研究管理者自信程度对企业社会责任行为产生的影响;同时,根据管理者自信程度的核密度函数图,将样本分为自信不足、适度自信和过度自信三个子样本,分别研究这三个子样本中管理者自信对企业社会责任行为的影响,以此来体现管理者处于不同自信程度下,对企业社会责任行为的影响差异;更重要的是,本文发现,管理者自信对企业社会责任行为的影响存在区间效应。第二,本文研究发现,在引入融资融券制度后,相比控制组样本,处理组中的融资融券标的企业降低了企业社会责任水平;同时,将管理者自信与企业社会责任行为这一关系置于融资融券背景下研究,发现融资融券在一定程度上会削弱管理者自信对企业社会责任行为的影响,这一结果证实了融资融券具有公司外部治理效应。第三,本文通过研究管理者自信对企业社会责任行为产生的影响,有效识别了管理者自信这一心理特征,而且发现管理者自信对企业社会责任行为存在抑制作用,这一研究结果对于证监会等相关部门强化对企业管理者非理性行为的约束监管具有一定的现实意义。

二、文献回顾

聚焦于探讨管理者过度自信的文献可归为两类:一是基于管理者过度自信影响因素的研究,具体影响因素包括管理者性别(Huang和Kisgen,2013^[11];李世刚,2014^[12])、薪酬激励(Gervais和Odean,2001)^[13]、政治关联(文芳,2011^[14];胡国柳和周遂,2012^[15])以及公司治理因素(Khajavi和Dehghani,2016^[16];Goel和Thakor,2008^[17];吕兆德和徐晓薇,2016^[18])等;二是基于管理者过度自信对公司经营决策影响的研究,Roll(1986)^[1]最早将心理学概念引入到财务会计研究领域,开创性地研究了管理者过度自信对企业并购的影响,其研究表明,过度自信的管理者会高估目标企业预期收益,从而为本来不具有并购价值的企业支付过高的并购对价,损害公司价值。随之,有关管理者过度自信对企业经营决策的影响研究涉及到企业投资决策(Gervais和Odean,2001^[13];Malmendier和Tate,2005^[3];Brown和Sarma,2007^[19];Ben-David等,2007^[20];李云鹏,2014^[8])、融资决策(Heaton,2002^[2];Oliver,2005^[21];Lin等,2005^[22])、股利政策(Cordeiro,2009)^[6]、技术创新(王山慧等,2013)^[10]以及信息披露质量(操巍等,2017)^[23]等。

有关企业社会责任影响因素方面,基于承担社会责任动机的不同,Campbell等(2002)^[24]从经济因素、合法性动机和利他主义动机三个方面研究了企业社会责任的影响因素。从影响因素的层级上来看,目前研究主要是从制度层面、组织层面以及个人层面展开研究,其中,制度层面的影响因素主要是着眼于企业所处的制度环境以及市场环境(Schwartz和Carroll,2003^[25];周中胜等,2012^[26];贾兴平和刘益,2014^[27]);组织层面的影响因素主要聚焦于企业的政治关联(张川等,2014)^[28]、财务状况(钱爱民和朱大鹏,2017)^[29]以及企业文化(靳小翠,2017)^[30];个人层面的影响因素主要是探讨高管个人特质对企业社会责任行为的影响,具体研究主题包括管理者性别(Manner,2010^[31];Fernandez-Feijoo等,2012^[32];朱文莉和邓蕾,2017^[33])、种族特征(Haniffa和Cooke,2005)^[34]、宗教信仰(王文龙等,2015)^[35]、高管是否具有海外背景(文雯和宋建波,2017)^[36]

等,李冬伟和吴菁(2017)^[37]基于高层梯队理论,研究发现,高管团队的社会资本异质性、任期异质性以及教育专业异质性的企业社会责任有显著正向影响。虽然社会责任的履行体现于企业组织层面,但是,其战略制定、决策及实施都依赖于企业管理者个体,上述有关从个人层面对企业社会责任行为进行的研究主要是从管理者的人口统计学特征、个人能力、人生经历等客观角度研究管理者特质对企业社会责任的影响。

而从管理者自信这一主观特质探讨其与企业社会责任行为之间关系的研究尚处起步阶段,Oliver等(2014)^[38]选择 Execucomp 数据库中1992—2012年2138家公司作为研究对象,根据 Ghoul等(2011)^[39]的方法,采用 KLD STATS 作为企业社会责任的代理变量,根据 Banerjee等(2013)^[40]的方法,采用年终 CEO 期权持有价值与年终股票价格之比来衡量 CEO 是否过度自信,结果发现,CEO 过度自信与企业社会责任行为之间负相关,认为企业社会责任是企业对冲风险的一种形式,当企业发生有损企业价值的事情时,承担社会责任能减弱这些不利事件对企业价值的影响,但是,过度自信的管理者会高估企业的安全状况,更少地进行风险对冲,从而更少承担社会责任。在中国,由于国情和政策的差异,以及指标衡量方法的差异,是否能得到相同的结论还有待进一步的实证分析和检验。从国内有关管理者自信与企业社会责任行为之间关系的研究来看,李思飞等(2015)^[41]基于行为金融学中关于管理者过度自信的假设,进行了实证研究,结果表明,管理者过度自信与企业社会责任履行情况呈正相关关系,但其研究对象仅限于私营企业,且其数据主要来源于对私营企业的调查,从研究的实践意义及普适性来看,可能尚需将研究对象进一步扩大,且对于上市公司而言,其所履行社会责任的情况在一定程度上可能会反映于市场当中。基于此,本文试图采用中国上市公司数据,从连续变量视角对管理者自信程度与企业社会责任水平之间的关系进行进一步检验。

Fama(1965)^[42]认为,在有效市场中,股价将反映所有关于公司价值的历史和现有消息(包括正面和负面的),并对新信息及时进行调整。理论上,限制卖空将使得投资者不能及时对负面信息加以反应,推迟了股价吸收负面信息的速度,从而使股价对于正面消息和负面消息呈现出不对称的反应过程(Miller,1977)^[43]。Cassell等(2011)^[44]和 Drake等(2011)^[45]研究发现,融券交易者有很强的动机投入大量时间搜集并分析市场公开信息以选定目标公司,并有能力发现公司盈余管理等问题,通过卖空交易使负面消息及时反映到股价中。而作为私有信息来源之一,企业社会责任行为在资本市场上发挥着重要作用。因此,管理者自信对企业社会责任行为的影响可能会受到融资融券的影响。而从目前有关融资融券对上市公司行为影响的研究结果可以发现,在我国内地实施融资融券的实起到了一定的积极效应。其中,黄洋等(2013)^[46]检验发现,融资融券后盈余公告漂移明显下降,支持了融资融券的价格发现功能;陈晖丽和刘峰(2014)^[47]研究发现,公司成为融资融券标的后,盈余管理水平显著降低;肖浩和孔爱国(2014)^[48]发现,融资融券交易能显著降低股票交易噪音、提升信息效率,进而降低公司股票价格的特质性波动。而这些研究基本上集中于分析融资融券对定价效率以及市场运行质量的直接影响。很少有研究着眼于融资融券对公司管理层行为的影响,因此,本文检验的另一重要问题是:融资融券的引入是否会影响企业社会责任行为以及融资融券是否会对管理者自信程度与企业社会责任水平之间的关系产生影响。这一研究问题说明,融资融券制度的公司外部治理效应不仅体现在对企业社会责任行为的直接影响上,还体现于通过对管理者自信与企业社会责任行为之间关系的影响而发挥间接效应,从而补充了有关融资融券公司治理效应的研究。

三、理论分析与研究假设

企业为何履行社会责任是企业社会责任研究中的一个关键性问题。自从 Tuzzoline 和 Armandi

(1981)^[49]通过构建企业社会责任需求模型来探讨企业履行社会责任的动机以来,国内外文献对于企业履行社会责任动机研究主要集中于价值增值战略动机和管理层自利动机。其中,价值增值战略动机认为,从企业长期发展来看,企业履行社会责任不仅能够改善企业形象,提高企业竞争力,而且通过满足各利益相关者的合法要求能够获得他们的满意与忠诚以及为企业提供资源支持,进而实现利益相关者利益最大化目标,对企业长期业绩产生积极作用(Freeman和Liedtka,1991^[50];Porter和Kramer,2006^[51];温素彬和方苑,2008^[52])。而基于委托代理理论下的管理层自利动机认为,企业履行社会责任是管理者为了提升个人声誉与社会地位,通过履行企业社会责任来掩盖或者转移其他不当行为(Koehn和Ueng,2010^[53];高勇强等,2012^[54]),权小锋等(2015)^[55]指出,管理者会采用企业社会责任的包装来提升自己的职业声誉和个人利益,这种自利性的伪装工具是以牺牲股东利益为代价的。而企业究竟该如何履行社会责任,在一定程度上取决于管理者的心理特质,因为管理者是企业履行社会责任的决策者与执行者。

首先,从价值增值战略动机来讲,自信程度越高的管理者,越可能高估自身能力和认知,低估利益相关者所提供的资源和支持对企业的重要性,忽视社会责任行为对企业的影响力。因此,对自己解决问题能力的高估和对利益相关者重要性的低估,可能会使自信程度较高的管理者倾向于选择不积极参与企业社会责任活动,认为不需要通过参与企业社会责任活动来获取外部资源的支持,更不需要通过履行社会责任来提升企业竞争力。其次,从管理层自利动机来讲,企业履行社会责任为管理者追逐私利并掩盖机会主义行为提供了“通行证”,即企业将履行社会责任作为企业对冲风险的一种形式(Godfrey等,2009^[56];Minor和Morgan,2011^[57];Humphrey等,2012^[58]),对于自信程度较高的管理者,会高估企业的安全状况,低估企业及自身所面临的风险,进而更少选择进行风险对冲,从而会承担更少的社会责任。因此,从企业履行社会责任的价值增值战略动机和管理层自利动机来看,管理者自信可能抑制企业履行社会责任。因此,本文提出如下假设:

H₁:在其他条件不变时,管理者自信程度与企业社会责任水平之间呈负相关关系。

基于上述阐述,对于自信程度相对较低的管理者而言,为了实现利益相关者利益最大化目标,他们会高度重视利益相关者为企业所提供的资源和支持,因此,管理者会选择积极承担社会责任,进而获取外部资源的支持。但是,随着管理者自信程度不断提升,基于委托代理理论,管理者为了自身利益最大化,可能不会再将企业内部有限的资源用于履行社会责任。而且,Weinberg(2009)^[59]认为,随着管理者自信程度上升,会高估自己能力,低估企业所面临风险,更少通过履行社会责任来对冲企业面临的风险。因此,在管理者自信程度相对较低时,随着自信程度上升,企业社会责任水平会下降。但是,对于自信程度相对较高的管理者而言,其对企业未来盈余通常保持乐观的心态,而且具有更强的自身尊严、信仰以及自我成就满足感,薪酬等物质激励对他们的激励效果明显减弱,他们更在意精神上的满足感以及非物质的激励,而且,由于对公司未来更为乐观,他们会选择持有更多本公司股票,其利益与企业利益联系更为紧密。因此,他们更愿意积极履行社会责任,扩大企业知名度,提高企业声誉,以实现更大的自我成就感和满足感。因此,当管理者自信程度较高时,随着管理者自信程度继续上升,其会不断提升企业社会责任水平。基于此,本文假设管理者自信程度与企业社会责任水平之间存在“U”型关系:在一定水平下,管理者自信能够降低企业履行社会责任的水平,但一旦超越了这一临界点,对于过度自信的管理者而言,会提升企业履行社会责任的水平。因此,本文提出如下假设:

H₂:管理者自信对企业社会责任行为的影响存在区间效应:当管理者自信程度较低时,管理者自信程度与企业社会责任水平之间呈负相关关系;当管理者自信程度较高时,管理者自信程度与企业社会责任水平呈正相关关系。

从信息理论来看,很多研究发现,企业社会责任与盈余管理呈正相关关系(Petrovits,2006^[60];

Prior 等,2008^[61]),而盈余管理会降低企业财务信息质量,进而为管理层机会主义行为的实施提供便利。Hemingway 和 Maclagan(2004)^[62]认为,公司履行企业社会责任的主要动机是为了掩盖其管理层机会主义行为,企业管理层为了实现自身利益最大化,经常会通过履行社会责任来隐瞒坏消息并转移股东的审查。而融资融券制度的推出,尤其是卖空机制的引入,放大了股东收益和风险,促使股东对企业信息进行挖掘,降低了管理层与股东之间信息不对称程度,再加上我国经济处于转型期,投资者投机行为比较严重,相对企业社会责任的长期绩效而言,他们更加关注企业的短期业绩,从而对企业社会责任给予一定程度的消极反应。Shane 和 Spicer(1983)^[63]研究发现,披露企业社会责任信息与股价有负相关关系。因此,当企业社会责任在短期内对企业绩效造成负面影响时,卖空者对这一信息的反应将更加明显,其可能会利用这一利空消息进行大量融券,从而导致股票价格下跌,此时,管理层会降低企业社会责任水平。基于以上分析,融资融券能够通过降低管理层与股东之间的信息不对称程度,从而降低管理层和股东间的代理冲突,最终抑制管理层的机会主义行为,并使得管理者能够更加注重公司价值的提升。融资融券交易机制能够对企业社会责任行为发挥一定的抑制作用。因此,本文提出如下假设:

H₃:与非标的企业相比,在融资融券引入后,融资融券标的企业会降低企业社会责任水平。

从企业履行社会责任的价值增值战略动机和管理层自利动机来看,管理者自信可能抑制企业履行社会责任。但是,融资融券可以使投资者利用卖空交易对管理层行为进行监督与惩罚,进而将企业的坏消息及时反映到公司股价中,融资融券的这一特征会对公司管理层产生一定的震慑作用(Karpoff 和 Lou,2010^[64];陈晖丽和刘峰,2014^[47]),只要公司纳入融资融券名单,即使实际卖空交易发生不多,这种机制也有可能起到规制管理者机会主义行为的作用(顾乃康和周艳利,2017)^[65]。而卖空者所拥有的信息主要是有关企业的负面消息(Deshmukh 等,2015)^[66],因此,当公司纳入融资融券名单时,公司投资者对管理者的监督意愿程度会更强,更有动力去监督管理者行为,包括管理者自信所导致的行为,当管理层预期到卖空交易者的行为时,就会对自己的机会主义行为加以约束。同时,当融资融券对公司治理发挥积极作用时,管理层就会面临公司股价下跌的压力(Massa 等,2015)^[67],这种机制也会促使企业管理者在做出决策时更加理性。即融资融券的引入能够促使管理层更加合理地履行企业社会责任。管理者自信对企业社会责任行为的抑制作用会因融资融券的引入而有所减弱。因此,本文提出如下假设:

H₄:融资融券的引入会削弱管理者自信与企业社会责任行为之间的负向关系。

四、研究设计

1. 样本选取

本文采用沪深两市 A 股主板上市公司 2008—2015 年的数据,并进行如下筛选:(1)剔除金融保险业上市公司;(2)剔除在样本年度管理层发生变更的数据;(3)剔除其他数据缺失的样本公司,最终获得 7709 个样本观测值。为了排除异常值的干扰,对主要连续型变量在上下 1% 处进行了 Winsorize 处理。同时,为控制潜在的自相关问题,在所有回归中对标准误进行公司维度的 Cluster 处理。数据来源于 CSMAR 数据库和 Wind 数据库。

2. 模型设计

为了验证本文提出的研究假设,本文设置了以下实证模型。第一,为了检验管理者自信对企业社会责任行为的影响,建立模型(1)进行检验,其中,被解释变量为企业社会责任履行情况,解释变量为管理者自信程度。在回归分析过程中,加入影响企业社会责任行为的主要控制变量。主要模型如下:

$$Csr_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times Confidence_{i,t} + B \times Control + \varepsilon \tag{1}$$

第二,现有关于管理者自信程度的研究都是只研究管理者过度自信和过度自信。但是,管理者过度自信的对立面应该是管理者自信不足,中间状态应该是管理者适度自信。因此,本文将样本按照管理者自信程度划分为管理者自信不足、适度自信与过度自信三组样本,检验这三个子样本下管理者自信对企业社会责任行为的影响是否存在差异。

第三,基于模型(1),在全样本下以及自信不足、适度自信与过度自信三个子样本下分别检验管理者自信程度与企业社会责任水平之间关系,对假设 H_2 进行检验,即上述所检验出的管理者自信程度与企业社会责任水平之间的关系是否存在“U”型关系。因此,本文在模型(1)的基础上加入管理者自信程度的二次项进一步进行检验,具体模型如下:

$$Csr_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times Confidence_{i,t} + \beta_2 \times Confidence_{i,t}^2 + B \times Control + \varepsilon \quad (2)$$

第四,本文借鉴顾乃康和周艳利(2017)^[65],采用双重差分法检验假设 H_3 。由于我国证监会从2010年3月开始多次指定融资融券试点公司名单,这意味着融资融券试点业务的启动,天然地将我国A股上市公司分为受政策影响的和不受政策影响的两组公司,因此,可以将其视为“准自然实验”。具体模型如(3)式所示,其中,解释变量 $Treat$ 为虚拟变量,如果公司 i 在第 t 年属于融资融券标的,则取值为1,否则为0。然后,为了进一步验证假设 H_4 ,按照样本是否属于融资融券标的,将样本分为两组,检验两组样本下,管理者自信程度与企业社会责任水平之间的回归关系是否存在差异。

$$Csr_{i,t} = \beta_0 + \beta_2 \times Treat_{i,t} + B \times Controls + \varepsilon \quad (3)$$

3. 变量定义

(1)管理者自信程度的衡量。目前,国内外度量管理者自信程度的方法主要有企业景气指数(余明桂等,2006^[68];梁上坤,2015^[69])、管理者持股变化(Malmendier等,2005^[3];郝颖等,2005^[70])、盈余预测偏误率(Hribar和Yang,2007^[71];胡国柳和周遂,2012^[15])、高管相对薪酬(姜付秀等,2009)^[72]。Lin等(2005)^[22]用我国台湾地区数据也发现,过度自信管理者在进行盈利预测时更容易出现高估偏差,即当企业本年度净利润实际增长率低于预测净利润增长率的情况下,企业高管存在过度自信心理,这表明,在该方面欧美人和亚洲人是相同的,因此,本文在主回归选取企业盈利预测偏误率作为管理者自信程度的衡量指标。Hayward和Hambrick(1997)^[73]研究表明,CEO相对其他管理者的薪酬越高,地位也越重要,从而自信程度更高;Brown和Sarma(2007)^[19]研究发现,管理者相对薪酬越高,其控制力越强。因此,在稳健性检验中采用高管相对薪酬度量。

(2)企业社会责任行为的衡量。从以往有关企业社会责任的研究来看,对企业社会责任行为的度量主要有润灵环球评级(RKS)指数(权小锋等,2015)^[55]、企业捐赠支出(唐跃军等,2014^[74];王新等,2015^[75])、每股社会贡献值(沈洪涛等,2011^[76];陈丽蓉等,2015^[77])、企业社会责任评分(贾兴平和刘益,2014^[27];文雯和宋建波,2017^[36])。因为每股社会贡献值是在基本每股收益的基础上,增加企业向国家和社会各级政府缴纳的税收、为员工提供的薪酬和福利、向债权人支付的利息报酬及向其他利益相关者提供的公益投入,扣除企业因为环境、违规等造成的社会成本,综合计量了企业的真实贡献,能客观地反映企业社会责任行为。该数值越大,则企业社会责任履行情况越好。所以,本文采用每股社会贡献值作为主要测试变量。同时,在稳健性检验中采用企业社会责任评分来衡量企业社会责任的履行情况。

(3)控制变量。根据已有研究(Trotman和Bradley,1981^[78];张胜等,2012^[79];张兆国等,2013^[80];陈志军和闵亦杰,2015^[81];靳小翠,2017^[30]),在回归分析过程中从公司特征及公司治理方面控制了影响企业社会责任的因素,包括企业规模、财务杠杆、企业盈利能力、股权集中度、董事会结构、两职兼任及股权性质,同时,控制了行业固定效应和年度固定效应,具体变量定义如表1所示。

表 1 变量定义和说明

变量名称	变量符号	变量的说明及定义
企业社会责任	<i>Csr</i>	每股社会贡献值
管理者自信程度	<i>Confidence</i>	(预测净利润增长率 - 实际净利润增长率)/实际净利润增长率绝对值
企业规模	<i>Size</i>	资产总额的自然对数
财务杠杆	<i>Lev</i>	总负债/总资产
企业盈利能力	<i>Roa</i>	总资产收益率
股权集中度	<i>Shrcr</i>	前三大股东持股比例之和
董事会结构	<i>Indep</i>	独立董事人数/董事会总人数
两职兼任	<i>Dual</i>	董事长和总经理是否两职合一,合一则取 1,否则取 0
股权性质	<i>Soe</i>	国有企业取 1,非国有企业取 0

资料来源:本文整理

4. 描述性统计

本文对模型中的主要变量进行了描述性统计,结果如表 2 所示。对全样本统计结果显示,企业社会责任水平均值是 0.9628,接近于陈丽蓉等(2015)^[77]的研究结果,但是与最大值 4.7915 相比仍有较大的上升空间,说明我国上市公司企业社会责任行为有待进一步提升。管理者自信程度均值是 0.4219,标准差是 1.5523,说明样本公司管理者自信程度存在较大差异。在主要控制变量方面,上市公司企业规模均值达到 21.6924,标准差为 1.1824,说明样本公司在企业规模方面存在一定的差异。负债水平均值为 0.4645,说明样本公司的债务融资将近占到总资产的一半。股权集中度均值是 0.4825,说明前三大股东持股比例将近达到总股数的一半,股权相对集中。企业盈利能力均值是 0.0282,标准差为 0.0699,说明样本公司业绩存在一定差异。独立董事比例均值为 0.3704,说明样本中独立董事人数平均达到董事会总人数的 37%。两职合一均值为 0.2530,说明有 25% 的样本存在两职合一的现象。股权性质均值为 0.3766,说明有 37.7% 的样本属于国有企业。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	p25	p50	p75	最大值
<i>Csr</i>	7709	0.9628	0.8978	-0.6123	0.3892	0.7726	1.3031	4.7915
<i>Confidence</i>	7709	0.4219	1.5523	-3.4475	-0.1112	0.0792	0.5937	9.8112
<i>Size</i>	7709	21.6924	1.1824	18.7680	20.9150	21.5997	22.3538	25.1059
<i>Lev</i>	7709	0.4645	0.2355	0.0459	0.2820	0.4556	0.6294	1.2490
<i>Shrcr</i>	7709	0.4825	0.1582	0.1579	0.3603	0.4805	0.5987	0.8444
<i>Roa</i>	7709	0.0282	0.0699	-0.2800	0.0062	0.0290	0.0619	0.2214
<i>Indep</i>	7709	0.3704	0.0515	0.3077	0.3333	0.3333	0.4000	0.5714
<i>Dual</i>	7709	0.2530	0.4347	0	0	0	1	1
<i>Soe</i>	7709	0.3766	0.4846	0	0	0	1	1

资料来源:本文整理

5. 相关性分析

本文对主要变量进行了相关性分析,结果如表 3 所示。管理者自信程度与企业社会责任水平之间的相关性系数为 0.0096,但是在统计上不显著,其余各主要变量的相关性系数基本上小于 0.5,说明回归模型各变量间不存在严重的多重共线性问题,模型变量选取较为合理。

表 3 相关性分析

变量	Csr	Confidence	Size	Lev	Shrcr	Roa	Indep	Dual	Soe
Csr	1								
Confidence	0.0096	1							
Size	0.3876*	-0.0498*	1						
Lev	0.0328*	-0.0417*	0.2993*	1					
Shrcr	0.2227*	-0.0184	0.2248*	-0.1111*	1				
Roa	0.4963*	0.1114*	0.0482*	-0.4065*	0.1762*	1			
Indep	-0.0327*	0.0204	-0.0061	-0.0230*	0.0319*	-0.0166	1		
Dual	-0.0151	0.0163	-0.1187*	-0.1167*	0.0089	0.0549*	0.1158*	1	
Soe	0.0665*	-0.0386*	0.2754*	0.2861*	0.0103	-0.1763*	-0.0732*	-0.2619*	1

注: *、** 和 *** 分别代表在 10%、5% 和 1% 水平上显著

资料来源: 本文整理

五、实证检验与结果分析

1. 假设 H₁ 检验: 管理者自信对企业社会责任行为的影响

为了检验管理者自信与企业社会责任行为之间的关系, 本文采用每股社会贡献值度量企业社会责任行为, 采用管理者盈余预测偏误率度量管理者自信程度。同时, 为了验证不同自信程度的管理者在企业社会责任行为上的差异, 本文通过观察管理者自信程度的核密度函数图(如图 1 所示), 依据管理者自信程度的分布特征, 将样本分为管理者自信不足、适度自信与过度自信三个子样本。其中, 将管理者自信程度小于 -1.5 的样本划分为自信不足; 管理者自信程度大于 2 的样本划分为过度自信; 自信程度介于 -1.5 与 2 之间的样本划分为适度自信^①。从表 4 第(1)列全样本的回归结果可以看出, 管理者自信程度的系数为 -0.017, 且在 1% 水平下显著, 验证了假设 H₁。进一步将样本分为自信不足、适度自信与过度自信三个子样本后, 分别检验每个子样本下管理者自信程度与企业社会责任水平之间的关系, 发现自信不足样本组中, 管理者自信程度与企业社会责任水平之间的回归系数为 -0.093, 且在 10% 水平下显著, 说明对于管理者自信不足的样本而言, 管理者自信会降低企业社会责任水平; 适度自信样本组中, 管理者自信程度与企业社会责任水平之间的回归系数为 -0.053, 且在 1% 水平下显著, 说明对于管理者适度自信的样本而言, 管理者自信会降低企业社会责任水平; 且相比适度自信样本, 自信不足样本中管理者自信对企业社会责任行为的影响更大; 过度自信样本组中管理者自信程度与企业社会责任水平之间的回归系数为 0.033, 且在 1% 水平下显著, 说明对于管理者过度自信的样本而言, 管理者自信会提升企业社会责任水平, 上述结果说明, 当管理者自信程度处于不同区间时, 管理者自信对企业社会责任行为的影响存在差异。

2. 假设 H₂ 检验: 管理者自信对企业社会责任行为的影响存在区间效应

为了检验假设 H₂, 本文在模型(1)的基础上加入管理者自信程度的二次项, 即模型(2), 通过二次项系数来验证管理者自信程度对企业社会责任行为的影响是否存在区间效应, 结果如表 4 所示。从表 4 第(5)列中可以看出, 管理者自信程度与企业社会责任水平之间的回归系数为 -0.023, 且在 1% 水平下显著, 管理者自信程度二次项与企业社会责任水平之间的回归系数为 0.001, 且在 10% 水平下显著, 说明管理者自信对企业社会责任行为的影响存在区间效应, 验证了本文的假设 H₂。

^① 为了得到稳健的结果, 本文选取不同的窗宽进行非参数估计, 得到的核密度函数曲线基本一致, 表明本文的研究结论对不同的窗宽选择并不敏感。此外, 本文采用不同的分组标准, 得到的实证结果基本保持一致, 因此, 本文仅报告此种分组情况下的估计结果。

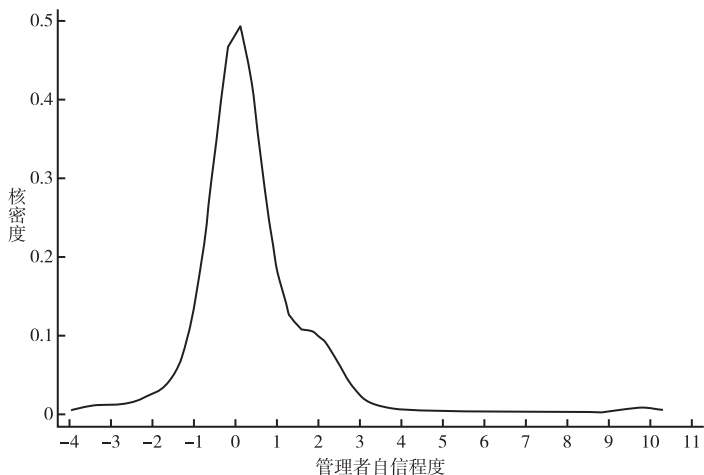


图1 管理者自信程度的核密度函数图

注:核密度函数根据基于 Gaussian 函数的非参数方法估计得到

资料来源:本文绘制

表4 管理者自信与企业社会责任行为的回归结果

变量	(1) 全样本	(2) 自信不足样本	(3) 适度自信样本	(4) 过度自信样本	(5) 全样本
<i>Confidence</i>	-0.017*** (-3.53)	-0.093* (-1.72)	-0.053*** (-3.81)	0.033*** (3.56)	-0.023*** (-3.99)
<i>Confidence</i> ²					0.001* (1.68)
<i>Size</i>	0.232*** (13.79)	0.103** (2.03)	0.229*** (12.93)	0.258*** (8.64)	0.232*** (13.79)
<i>Lev</i>	0.649*** (9.86)	0.360** (2.39)	0.740*** (9.71)	0.379*** (3.81)	0.649*** (9.85)
<i>Shrcr</i>	0.004*** (4.62)	0.005** (2.36)	0.004*** (4.02)	0.004** (2.55)	0.004*** (4.58)
<i>Roa</i>	6.819*** (27.42)	5.211*** (13.14)	7.217*** (26.14)	5.312*** (8.91)	6.834*** (27.39)
<i>Indep</i>	-0.297 (-1.19)	-0.150 (-0.18)	-0.304 (-1.19)	-0.313 (-0.66)	-0.293 (-1.17)
<i>Dual</i>	0.024 (0.86)	0.030 (0.33)	0.021 (0.70)	0.021 (0.39)	0.024 (0.85)
<i>Soe</i>	0.079** (2.34)	0.031 (0.37)	0.097*** (2.75)	0.054 (0.96)	0.079** (2.35)
<i>Year effect</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind effect</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-4.843*** (-13.15)	-2.344* (-1.93)	-4.802*** (-12.52)	-5.397*** (-8.99)	-4.838*** (-13.15)
<i>N</i>	7709	318	6647	744	7709
<i>Adj R-squared</i>	0.433	0.545	0.427	0.415	0.433

注:*、**和***分别代表在10%、5%和1%水平上显著;括号内为T值

资料来源:本文整理

3. 假设 H₃ 检验:融资融券对企业社会责任行为的影响

为了检验假设 H₃,本文借鉴顾乃康和周艳利(2017)^[63],对模型(3)进行回归分析,结果如表5所示。从表5第(1)列可以看出,*Treat*与企业社会责任行为之间的回归系数为-0.068,且在10%水平下显著,说明在引入融资融券后,相比非融资融券样本,处理组中的融资融券标的公司在平均意义上企业社会责任水平下降了6.8%,即融资融券的引入会促进标的企业降低企业社会责任水平,验证了本文的假设 H₃。这意味着,尽管融资融券制度引入我国内地的时间不长且卖空交易量也不大,但是,作为一种来自外部证券市场的震慑机制,已经在企业社会责任行为方面产生了显著的作用。

表5 融资融券对企业社会责任行为及管理者自信与企业社会责任行为之间关系影响的回归结果

变量	(1) 全样本	(2) 融资融券组	(3) 非融资融券组
<i>Treat</i>	-0.068* (-1.81)		
<i>Confidence</i>		-0.001 (-0.05)	-0.021*** (-4.13)
<i>Size</i>	0.242*** (14.04)	0.284*** (6.10)	0.234*** (14.14)
<i>Lev</i>	0.638*** (9.78)	0.966*** (5.17)	0.587*** (8.68)
<i>Shrcr</i>	0.004*** (4.47)	0.001 (0.67)	0.004*** (4.70)
<i>Roa</i>	6.773*** (27.47)	8.813*** (13.37)	6.467*** (25.73)
<i>Indep</i>	-0.285 (-1.14)	-0.754 (-1.39)	-0.213 (-0.87)
<i>Dual</i>	0.023 (0.83)	0.111 (1.38)	0.011 (0.42)
<i>Soe</i>	0.080** (2.39)	0.108 (1.28)	0.079** (2.41)
<i>Year effect</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Ind effect</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-5.056*** (-13.46)	-6.007*** (-5.69)	-4.882*** (-13.68)
<i>N</i>	7709	1242	6467
<i>Adj R-squared</i>	0.433	0.455	0.427

注:*、**和***分别代表在10%、5%和1%水平上显著;括号内为T值

资料来源:本文整理

4. 假设 H₄ 检验:融资融券对管理者自信与企业社会责任行为关系的影响

为了验证假设 H₄,将样本分为融资融券组和非融资融券组,进行分组回归分析,结果如表5所示。在融资融券样本中,发现管理者自信程度与企业社会责任水平之间的关系不显著;而在非融资融券样本中,管理者自信程度与企业社会责任水平之间的回归系数为-0.021,且在1%水平下显著,说明管理者自信程度与企业社会责任水平之间的负向关系在非融资融券样本组中依然成立。上述检验结果意味着,融资融券约束了管理者自信对企业社会责任行为的抑制作用,发挥了一定的公司外部治理效应,假设 H₄ 得以验证。

六、稳健性检验

为了保证研究结论的可靠性,本文对回归分析进行了如下的稳健性检验:

(1)借鉴已有研究(Hayward 和 Hambrick,1997^[73];Brown 和 Sarma,2007^[19];姜付秀等,2009^[72]),在稳健性检验中采用管理者相对薪酬度量管理者自信程度,对本文的回归模型再次进行回归分析,结果如表 6 所示。从表 6 第(1)列可以看出,管理者自信程度与企业社会责任水平之间的回归系数为 -0.219,且在 5% 水平下显著;从表 6 第(2)列发现,加入管理者自信程度二次项后,管理者自信程度与企业社会责任水平之间的回归系数为 -1.423,且在 1% 水平下显著,管理者自信程度二次项与企业社会责任之间的回归系数为 1.165,且在 1% 水平下显著,上述结果与主回归结果保持一致。

表 6 稳健性检验的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Confidence</i>	-0.219** (-2.13)	-1.423*** (-2.88)	-0.282*** (-2.98)	-0.508*** (-2.99)	
<i>Confidence</i> ²		1.165*** (2.60)		0.024** (1.97)	
<i>Treat</i>					-0.335*** (-2.72)
<i>Size</i>	0.254*** (15.52)	0.252*** (15.50)	6.342*** (20.52)	6.327*** (20.47)	0.363*** (5.25)
<i>Lev</i>	0.816*** (13.07)	0.801*** (12.89)	-12.009*** (-8.16)	-11.926*** (-8.11)	1.509*** (4.08)
<i>Shrcr</i>	0.003*** (3.59)	0.003*** (3.64)	-0.015 (-0.75)	-0.016 (-0.81)	0.002 (0.41)
<i>Roa</i>	7.710*** (30.39)	7.703*** (30.40)	97.367*** (15.08)	97.227*** (15.07)	13.256*** (9.86)
<i>Indep</i>	-0.558** (-2.53)	-0.582*** (-2.65)	3.648 (0.65)	3.804 (0.68)	-1.751* (-1.95)
<i>Duality</i>	0.049* (1.83)	0.049* (1.80)	-0.404 (-0.65)	-0.412 (-0.66)	0.315* (1.84)
<i>Soe</i>	0.119*** (3.79)	0.117*** (3.73)	1.690** (2.24)	1.701** (2.25)	0.182 (1.00)
<i>Year effect</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind effect</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-5.260*** (-14.68)	-4.921*** (-13.22)	-110.850*** (-15.69)	-110.472*** (-15.63)	-8.189*** (-6.08)
<i>N</i>	13589	13589	5524	5524	1133
<i>Adj R-squared</i>	0.446	0.447	0.254	0.255	0.485

注: *、** 和 *** 分别代表在 10%、5% 和 1% 水平上显著;括号内为 T 值

资料来源:本文整理

(2)借鉴贾兴平和刘益(2014)^[27]、文雯和宋建波(2017)^[36],利用和讯网披露的上市公司企业社会责任测评体系数据,采用企业社会责任评分度量上市公司企业社会责任的总体履行情况进行稳健性检验,结果如表 6 所示。从表 6 第(3)列可以看出,管理者自信程度与企业社会责任水平的回归系数为 -0.282,且在 1% 水平下显著;从表 6 第(4)列发现,加入管理者自信程度二次项后,管

理者自信程度与企业社会责任水平的回归系数为 -0.508 ,且在 1% 水平下显著,管理者自信程度二次项与企业社会责任水平的回归系数为 0.024 ,且在 5% 水平下显著,这一结果与主回归的结果保持一致。

(3)通过对模型(3)的回归分析发现,相比非融资融券标的的股票,在引入融资融券后,融资融券标的公司降低了企业社会责任水平。但是,我国内地融资融券交易的标的股票是由证券交易所选定的,而且这些标的股票多为主要指数的成分股,其公司治理水平可能比较高,企业管理层为了实现自身利益最大化,通过履行社会责任来隐瞒坏消息或者是通过企业社会责任来对冲企业风险的可能性和水平都可能比较低。为了解决可能存在的内生性问题,本文只选取沪深 300 指数中的融资融券标的股票和非融资融券标的股票进行分析,即将沪深 300 指数中的融资融券标的股票作为处理组,将其中的非融资融券标的股票作为对照组,对假设 H_3 重新检验,结果如表 6 第(5)列所示。 $Treat$ 与企业社会责任水平之间的回归系数为 -0.335 ,且在 1% 水平下显著,这与主回归的结果保持一致,表明本文的研究结论并没有受到可能存在的内生性问题的影响。

七、结论与讨论

1. 研究结论

本文利用我国沪深两市 A 股主板上市公司 2008—2015 年的经验数据检验了管理者自信对企业社会责任行为的影响,研究表明,管理者自信程度与企业社会责任水平之间负相关,即从全样本的平均水平来看,管理者自信会抑制企业承担社会责任,从企业履行社会责任的价值增值战略动机来讲,自信程度越高的管理者,越可能低估企业利益相关者对企业提供资源的重要性,从而履行更少的社会责任;从管理层自利动机来讲,自信程度越高的管理者,越可能高估自身能力,低估企业面临的风险,通过履行企业社会责任来隐瞒企业坏消息的动机可能越低,从而也会降低企业社会责任水平。在此基础上,本文通过观察管理者自信程度的核密度函数图,依据管理者自信程度的分布特征,将样本划分为自信不足、适度自信和过度自信三个子样本,进一步检验发现,在这三个子样本中管理者自信对企业社会责任行为的影响存在差异,其中,在自信不足和适度自信的样本中,管理者自信程度与企业社会责任水平之间呈负相关关系,且相比适度自信样本,自信不足样本中管理者自信对企业社会责任行为的影响更大;在过度自信样本中,管理者自信程度与企业社会责任水平之间呈正相关关系。上述分组检验结果说明,不同自信程度的管理者,对企业社会责任行为的影响存在差异。基于此,进一步检验发现,管理者自信对企业社会责任行为的影响存在区间效应,即当管理者自信程度相对较低时,管理者自信程度与企业社会责任水平之间呈负相关关系;当管理者自信程度相对较高时,管理者自信程度与企业社会责任水平之间呈正相关关系。在引入融资融券后,与控制组样本相比,处理组中融资融券标的样本降低了企业社会责任水平。将管理者自信程度与企业社会责任水平之间的关系置于融资融券背景下研究发现,管理者自信程度与企业社会责任水平之间的负相关关系仅存在于非融资融券样本中。这些结果说明,融资融券不仅能够通过降低管理层与股东之间的信息不对称程度,抑制管理层的机会主义行为,而且能够促使管理层更加理性地履行企业社会责任,从而呈现出了一定的公司外部治理效应。

2. 管理启示

基于本文研究结论,得到以下管理启示:首先,企业管理者并不是完全理性的,其个人的认知偏差会对企业社会责任行为产生一定的影响,甚至会影响到企业可持续发展。基于此,上市公司应该建立健全公司的决策机制,特别是关乎到企业长期可持续发展的决策。其次,鉴于管理者自信对企业社会责任行为的影响存在区间效应,公司在聘请管理者时需要考虑管理者的个人特质是否有助于公司长远发展,而且外部投资者可能会通过管理者自信程度对企业的长期发展进行预测,因此,

公司必须高度重视管理者自信这一心理特质对企业经营发展所产生的影响。证监会等相关部门应该强化对企业管理者非理性行为的约束制度监管。第三,基于融资融券通过影响企业社会责任行为以及管理者自信程度与企业社会责任水平之间关系而发挥的公司外部治理效应,有关部门应该根据党的十九大和全国金融工作会议为新时代我国资本市场的改革发展和制度建设制定的目标,逐步完善融资融券机制,有效防控金融风险,这不仅有利于弥补公司存在的治理缺陷,从根本上保护投资者的利益,而且还可以为我国相关金融创新乃至金融体制改革的深化提供一定理论参考。

3. 研究局限与展望

本文不足之处主要体现在以下两个方面:一是管理者自信程度的度量方面。鉴于数据的可获得性,本文采用管理层盈余预测偏差率以及管理者相对薪酬作为管理者自信的衡量指标,虽然该度量方式得到了学术界的普遍认可,但是,未来研究可以根据管理者的人口统计学特征、个人能力、人生经历等多维度来构建管理者自信程度的度量指标。二是本文将研究的重点放在了管理者自信对企业社会责任行为的作用结果上,而对自信这种非理性的心理如何作用于企业社会责任行为,并没有做更多的研究,未来研究可以尝试采用实验研究法、案例研究法对此展开研究,通过深入分析现象,挖掘潜在的影响机理和规律。

参考文献

- [1] Roll R. . The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers[J]. Journal of Business,1986,59,(2):197-216.
- [2] Heaton J. B. . Managerial Optimism and Corporate Finance[J]. Financial Management,2002,32,(2):33-45.
- [3] Malmendier U. ,and G. Tate. CEO Overconfidence and Corporate Investment[J]. Journal of Finance,2005,60,(6):2661-2700.
- [4] Hackbarth D. . Managerial Traits and Capital Structure Decisions[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis,2008,43,(4):843-881.
- [5] Gervais S. ,J. B. Heaton, and T. Odean. Overconfidence, Compensation Contracts, and Capital Budgeting[J]. Journal of Finance,2011,66,(5):1735-1777.
- [6] Cordeiro L. . Managerial Overconfidence and Dividend Policy[A]. International Conference on Mechanic Automation and Control Engineering[C]. IEEE Computer Society,2009.
- [7] 张荣武,刘文秀. 管理者过度自信与盈余管理的实证研究[J]. 长沙:财经理论与实践,2008,(1):72-77.
- [8] 李云鹏. 公司过度投资源于管理者代理还是过度自信[J]. 北京:世界经济,2014,(12):95-117.
- [9] 应惟伟,居未伟,封斌斌. 管理者过度自信与公司现金股利政策[J]. 合肥:预测,2017,(1):61-66.
- [10] 王山慧,王宗军,田原. 管理者过度自信与企业技术创新投入关系研究[J]. 北京:科研管理,2013,(5):1-9.
- [11] Huang J. K. ,and D. J. Kisgen. Gender and Corporate Finance:Are Male Executives Overconfident Relative to Female Executive? [J]. Journal of Financial Economics,2013,108,(3):822-839.
- [12] 李世刚. 女性高管过度投资与上市公司融资偏好——来自中国资本市场的经验证据[J]. 郑州:经济经纬,2014,(2):92-96.
- [13] Gervais S. ,and T. Odean. Learning to be Overconfident[J]. The Review of Financial Studies,2001,14,(1):1-27.
- [14] 文芳. 管理者政治联系与过度自信[J]. 厦门:中国经济问题,2011,(5):82-92.
- [15] 胡国柳,周逢. 政治关联、过度自信与非效率投资[J]. 长沙:财经理论与实践,2012,(11):37-42.
- [16] Khajavi S. ,and G. Dehghani. Board Characteristics and Managerial Overconfidence in an Emerging Market [J]. International Journal of Economics & Financial Issues,2016,6,(2):529-537.
- [17] Goel A. M. ,and A. V. Thakor. Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance [J]. Journal of Finance,2008,63,(6):2737-2784.
- [18] 吕兆德,徐晓薇. 董事背景多元化抑制董事长过度自信吗? ——基于企业过度投资的角度[J]. 北京:经济管理,2016,(4):60-71.
- [19] Brown R. ,and N. Sarma. CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate Acquisitions [J]. Journal of Economics & Business,2007,59,(5):358-379.
- [20] Ben-David I. ,and J. R. Graham. Managerial Overconfidence and Corporate Policy[R]. AFA 2007 Chicago Meeting Paper,2007.
- [21] Oliver B. R. . The Impact of Management Confidence on Capital Structure[R]. SSRN Working Paper,2005.

- [22] Lin Y. , S. Hu, and M. Chen. Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan [J]. *Pacific Basin Finance Journal*, 2005, 13, (5): 523 - 546.
- [23] 操巍, 谭怡, 邓伟. 管理者过度自信对自愿性盈利预测披露质量的影响 [J]. *大连: 财经问题研究*, 2017, (1): 55 - 61.
- [24] Campbell D. , G. Moore, and M. Metzger. Corporate Philanthropy in the U. K. 1985 - 2000: Some Empirical Findings [J]. *Journal of Business Ethics*, 2002, 39, (1 - 2): 29 - 41.
- [25] Schwartz M. S. , and A. B. Carroll. Corporate Social Responsibility: A Three-Domain Approach [J]. *Business Ethics Quarterly*, 2003, 13, (4): 503 - 530.
- [26] 周中胜, 何德旭, 李正. 制度环境与企业社会责任履行: 来自中国上市公司的经验证据 [J]. *北京: 中国软科学*, 2012, (10): 59 - 68.
- [27] 贾兴平, 刘益. 外部环境、内部资源与企业社会责任 [J]. *天津: 南开管理评论*, 2014, (6): 13 - 18.
- [28] 张川, 娄祝坤, 詹丹碧. 政治关联、财务绩效与企业社会责任——来自中国化工行业上市公司的证据 [J]. *北京: 管理评论*, 2014, (1): 130 - 139.
- [29] 钱爱民, 朱大鹏. 企业财务状况质量与企业责任动机: 基于信号传递理论的分析 [J]. *北京: 财务研究*, 2017, (3): 3 - 13.
- [30] 靳小翠. 企业文化会影响企业社会责任吗? ——来自中国沪深上市公司的经验证据 [J]. *北京: 会计研究*, 2017, (2): 56 - 62.
- [31] Manner M. H. . The Impact of CEO Characteristics on Corporate Social Performance [J]. *Journal of Business Ethics*, 2010, 93, (1): 53 - 72.
- [32] Fernandez-Feijoo B. , S. Romero, and S. Ruiz. Does Board Gender Composition Affect Corporate Social Responsibility Reporting? [J]. *International Journal of Business & Social Science*, 2012, (1): 31 - 39.
- [33] 朱文莉, 邓蕾. 女性高管真的可以促进企业社会责任履行吗? ——基于中国 A 股上市公司的经验证据 [J]. *厦门: 中国经济问题*, 2017, (7): 119 - 135.
- [34] Haniffa R. M. , and T. E. Cooke. The Impact of Culture and Governance on Corporate Social Reporting [J]. *Journal of Accounting & Public Policy*, 2005, 24, (5): 391 - 430.
- [35] 王文龙, 焦捷, 金占明, 孟涛, 朱斌. 企业主宗教信仰与企业慈善捐赠 [J]. *北京: 清华大学学报(自然科学版)*, 2015, (4): 443 - 451.
- [36] 文雯, 宋建波. 高管海外背景与企业社会责任 [J]. *哈尔滨: 管理科学*, 2017, (3): 119 - 131.
- [37] 李冬伟, 吴蓉. 高管团队异质性的企业社会绩效的影响 [J]. *北京: 管理评论*, 2017, (12): 84 - 93.
- [38] Oliver B. R. , S. Mccarthy, and S. Song. CEO Overconfidence and Corporate Social Responsibility [R]. SSRN Working Paper, 2014.
- [39] Ghoul S. E. , O. Guedhami, and C. C. Y. Kwok, et al. Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital? [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2011, 35, (9): 2388 - 2406.
- [40] Banerjee S. , M. Humphery-Jenner, and V. Nanda. Harnessing CEO Overconfidence [R]. SSRN Working Paper, 2013.
- [41] 李思飞, 侯梦虹, 王迪. 管理层过度自信与企业社会责任履行 [J]. *北京: 金融评论*, 2015, (5): 58 - 69.
- [42] Fama E. F. . The Behavior of Stock-market Price [J]. *Journal of Business*, 1965, 38, (1): 34 - 105.
- [43] Miller E. M. . Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion [J]. *The Journal of Finance*, 1977, 32, (4): 1151 - 1168.
- [44] Cassell C. A. , M. S. Drake, and S. J. Rasmussen. Short Interest as a Signal of Audit Risk [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28, (4): 1278 - 1297.
- [45] Drake M. S. , L. L. Rees, and E. P. Swanson. Should Investors Follow the Prophets or the Bears? Evidence on the Use of Public Information by Analysts and Short Sellers [J]. *The Accounting Review*, 2011, 86, (1): 101 - 130.
- [46] 黄洋, 李宏泰, 罗乐, 唐涯. 融资融券交易与市场价格发现——基于盈余公告漂移的实证分析 [J]. *上海金融*, 2013, (2): 75 - 81.
- [47] 陈晖丽, 刘峰. 融资融券的治理效应研究——基于公司盈余管理的视角 [J]. *北京: 会计研究*, 2014, (9): 45 - 52.
- [48] 肖浩, 孔爱国. 融资融券对股价特质性波动的影响机理研究: 基于双重差分模型的检验 [J]. *北京: 管理世界*, 2014, (8): 30 - 43.
- [49] Tuzzolino F. , and B. R. Armandi. A Need-Hierarchy Framework for Assessing Corporate Social Responsibility [J]. *Academy of Management Review*, 1981, 6, (1): 21.
- [50] Freeman R. E. , and J. Liedtka. Corporate Social Responsibility: A Critical Approach [J]. *Business Horizons*, 1991, 34, (4): 92 - 98.
- [51] Porter M. E. , and M. R. Kramer. Strategy and Society: The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility [J]. *Harvard Business Review*, 2006, 84, (12): 78.
- [52] 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*,

2018, (10):150-160.

- [53] Koehn D., and J. Ueng. Is Philanthropy being Used by Corporate Wrongoers to Buy Good Will? [J]. Journal of Management & Governance, 2010, 14, (1):1.
- [54] 高勇强, 陈亚静, 张云均. “红领巾”还是“绿领巾”: 民营企业慈善捐赠动机研究[J]. 北京: 管理世界, 2012, (8):106-114.
- [55] 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.
- [56] 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.
- [57] Minor D., and J. Morgan. CSR as Reputation Insurance: Primum Non Nocere [J]. California Management Review, 2011, 53, (3): 40-59.
- [58] Humphrey J. E., D. D. Lee, and Y. Shen. Does it Cost to be Sustainable? [J]. Journal of Corporate Finance, 2012, 18, (3):626-639.
- [59] Weinberg B. A. . A Model of Overconfidence [J]. Pacific Economic Review, 2009, 14, (4):502-515.
- [60] Petrovits C. M. . Corporate-Sponsored Foundations and Earnings Management [J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, 41, (3):335-362.
- [61] Prior D., J. Surroca, and J. A. Tribó. Are Socially Responsible Managers Really Ethical? Exploring the Relationship Between Earnings Management and Corporate Social Responsibility [J]. Corporate Governance An International Review, 2008, 16, (3):160-177.
- [62] Hemingway C. A., and P. W. MacLagan. Managers' Personal Values as Drivers of Corporate Social Responsibility [J]. Journal of Business Ethics, 2004, 50, (1):33-44.
- [63] Shane P. B., and B. H. Spicer. Market Response to Environmental Information Produced outside the Firm [J]. Accounting Review, 1983, 58, (3):521-538.
- [64] Karpoff J. M., and X. Lou. Short Sellers and Financial Misconduct [J]. Journal of Finance, 2010, 65, (5):1879-1913.
- [65] 顾乃康, 周艳利. 卖空的事前威慑、公司治理与企业融资行为——基于融资融券制度的准自然实验检验 [J]. 北京: 管理世界, 2017, (2):120-134.
- [66] Deshmukh S., K. J. Gamble, and K. M. Howe. Short Selling and Firm Operating Performance [J]. Financial Management, 2015, 44, (1):217-236.
- [67] Massa M., F. Wu, and H. Zhang, et al. Saving Long-Term Investment from Short-Termism: The Surprising Role of Short Selling [R]. SSRN Working Paper, 2015.
- [68] 余明桂, 夏新平, 邹振松. 管理者过度自信与企业激进负债行为 [J]. 北京: 管理世界, 2006, (8):104-112.
- [69] 梁上坤. 管理者过度自信、债务约束与成本粘性 [J]. 天津: 南开管理评论, 2015, (3):122-131.
- [70] 郝颖, 刘星, 林朝南. 我国上市公司高管人员过度自信与投资决策的实证研究 [J]. 北京: 中国管理科学, 2005, (5):142-148.
- [71] Hribar P., and H. Yang. CEO Overconfidence, Management Earnings Forecasts, and Earnings Management [R]. SSRN Working Paper, 2007.
- [72] 姜付秀, 张敏, 陆正飞, 陈才东. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境 [J]. 北京: 经济研究, 2009, (1):131-143.
- [73] Hayward M. L. A., and D. C. Hambrick. Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris [J]. Administrative Science Quarterly, 1997, 42, (1):103-127.
- [74] 唐跃军, 左晶晶, 李汇东. 制度环境变迁对公司慈善行为的影响机制研究 [J]. 北京: 经济研究, 2014, (2):61-73.
- [75] 王新, 李彦霖, 李方舒. 企业社会责任与经理人薪酬激励有效性研究——战略性动机还是卸责借口 [J]. 北京: 会计研究, 2015, (10):51-58.
- [76] 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]. 北京: 审计研究, 2011, (4):87-93.
- [77] 陈丽蓉, 韩彬, 杨兴龙. 企业社会责任与高管变更相互影响研究 [J]. 北京: 会计研究, 2015, (8):57-64.
- [78] Trotman K. T., and G. W. Bradley. Associations between Social Responsibility Disclosure and Characteristics of Companies [J]. Accounting Organizations and Society, 1981, 6, (4):355-362.
- [79] 张胜, 张雯, 于富生. 企业产权、社会责任信息披露与市场反应——来自我国上市公司的经验证据 [J]. 北京: 经济管理, 2012, (11):44-52.
- [80] 张兆国, 刘晓霞, 张庆. 企业社会责任与财务管理变革——基于利益相关者理论的研究 [J]. 北京: 会计研究, 2009, (3): 54-59.
- [81] 陈志军, 闵亦杰. 家族控制与企业社会责任: 基于社会情感财富理论的解释 [J]. 北京: 经济管理, 2015, (4):42-50.

Does the Managers' Confidence Affect Corporate Social Responsibility? On the Corporate Governance Effect of Margin Trading

QI Huai-jin, LIU Yan-xia

(School of Accountancy, Central University of Finance and Economics, Beijing, 100081, China)

Abstract: We explore the relationship between managers' confidence and corporate social responsibility. The decisions of corporates are largely affected by external environment. Margin trading was introduced in China on March 31, 2010, it can make some negative news of enterprises reflect in stock price timely, which plays a role of supervision and restraint on managers' behavior, improving corporate governance environment, and affecting the corporate social responsibility. The previous literatures about margin trading mainly focus on pricing efficiency, stock crash risk, market stability and other aspects of the securities market. Few literatures focus on the effect of margin trading from the perspective of enterprise management behavior. Based on this, we further study the impact of margin trading on corporate social responsibility, and on the relationship between managers' confidence and corporate social responsibility.

We use sample of listed companies in China main board market from 2008 to 2015, management forecast errors to measure managers' confidence, the social contribution value per share to measure corporate social responsibility. We find that the relationship between managers' confidence and corporate social responsibility behavior is negative. Then we divide the sample into low confidence, moderate confidence and overconfidence three samples, and find in low confidence sample and moderate confidence sample, the relationship between managers' confidence and corporate social responsibility is negative, and the influence in low confidence sample is stronger. However, in overconfidence sample, the relationship between managers' confidence and corporate social responsibility is positive. On this basis, we further find that the influence of managers' confidence on corporate social responsibility exists interval effect. At the same time, our country began to implement the margin trading in 2010, it was an natural experiment, using difference-in-difference method to study the effect of margin trading on corporate social responsibility, we find that after the introduction of margin trading, compared with the control sample, enterprises in the treatment group reduce the level of corporate social responsibility. Based on this, we find that the relationship between managers' confidence and corporate social responsibility only exists in control group. These results suggest that margin trading plays a certain external governance effect.

The main contributions of this study are that, First, the previous studies mainly focus on the research of managers' overconfidence, but overconfidence is the only one type of confidence, in this paper, in order to reflect the influence of managers' confidence on corporate social responsibility more comprehensively and deeply, we investigate the impact of managers' confidence on corporate social responsibility from the perspective of continuous variable. At the same time, we are according to the kernel density function of managers' confidence, dividing the sample into low confidence, moderate confidence and overconfidence three samples to study the relationships between managers' confidence and corporate social responsibility respectively. We find that the relationships in three samples are different. More importantly, we find that the influence of managers' confidence on corporate social responsibility exists interval effect. In the second place, the previous studies of margin trading most focus on the capital market such as stock price and market stability. Part of the studies focus on earnings management and accounting conservatism, investment efficiency. Few literatures focus on influence of margin trading on corporate social responsibility. In this paper, we find that after the introduction of the margin trading, compared with the control sample, margin trading corporates in the treatment group reduce the level of corporate social responsibility, and find that margin trading weakens the relationship between managers' confidence and corporate social responsibility. The results confirm that margin trading has external governance effect. Third, this study not only identifies the managers' confidence psychological characteristics, but also finds that managers' confidence plays a role of inhibition on corporate social responsibility. The results have a certain practical significance for the securities to strengthen supervision and constraint system for managers' irrational behavior.

Key Words: margin trading; managers' confidence; corporate governance; corporate social responsibility

JEL Classification: G30, M14, G10

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2018.05.009

(责任编辑:弘毅)