

# 社会责任强制披露下管理层机会主义行为考察<sup>①</sup>

## ——基于A股上市公司的经验证据

权小锋<sup>1</sup>, 徐星美<sup>2\*</sup>, 许荣<sup>3</sup>

(1. 苏州大学东吴商学院, 苏州 215021; 2. 中国人民大学国际学院, 苏州 215123;  
3. 中国人民大学财政金融学院, 北京 100872)

**摘要:** 企业社会责任披露的经济后果一直是近年来理论界研究的焦点。在强制性披露社会责任报告的上市公司中, 管理层对社会责任报告第三方鉴证的自愿选择权反映其机会主义动机, 本文尝试切入企业违规风险的视野, 考察管理层机会主义行为的经济后果。研究结果表明, 从影响效应看, 社会责任强制披露与企业未来期违规风险呈现出显著正相关关系, 进一步分析表明, 在未进行第三方鉴证的公司中, 社会责任强制披露与企业未来期违规风险呈显著正相关, 而在自愿进行第三方鉴证的公司中两者间不相关。从作用机理看, 社会责任披露对企业未来期违规风险的影响渠道主要来自于管理层代理成本, 而不是大股东代理成本和信息环境。从治理因素看, 内部控制质量和机构投资者持股比例均未对上述管理层机会主义行为形成显著的治理监督效应。本文在理论上为社会责任强制披露的经济后果提供了直接的证据支持, 在实践中为监管部门优化社会责任强制披露以及鼓励社会责任报告第三方鉴证等制度安排提供了重要的决策依据。

**关键词:** 企业社会责任; 违规风险; 强制披露; 第三方鉴证; 管理层机会主义

**中图分类号:** F275.5   **文献标识码:** A   **文章编号:** 1007-9807(2018)12-0095-16

## 0 引言

企业社会责任建设对微观企业经营决策和财务绩效会产生何种影响? Ioannoul 和 Serafeim<sup>[1]</sup>指出监管制度变迁的环境下, 要正确认识企业社会责任建设的经济后果, 需要先深入剖析管理层从事社会责任建设的行为动机。近年来越来越多的研究为企业社会责任建设的“机会假说”提供了证据支持。Berman 等<sup>[2]</sup>指出管理层从事社会责任建设的出发点是管理层自身利益, 其目的是实现管理层自身逐利效应最大化及建立商业帝国等自利目的。高勇强等<sup>[3]</sup>发现中国民营企业从事慈善捐赠的动机更多地是希望掩盖或者转移公众对企业不当行为的关注, 降低企业的声誉损失。

权小锋等<sup>[4]</sup>发现企业社会责任表现越好的企业, 股价的崩盘风险越高, 这表明管理层存在利用社会责任建设进行信息披露操纵的行为倾向。由此可见, 能否准确地探测企业社会责任建设中的管理层真实动机, 进而分析其行为动机引致的经济后果, 是研究社会责任建设需要解决的基础性问题。

我国关于企业社会责任报告强制性披露以及自愿第三方鉴证的制度安排, 为考察管理层的机会主义行为及其经济后果提供了独特的视角。根据证监会、深交所和上交所的信息披露指引, 上市公司治理板块公司、发行境外上市外资股公司、金融类公司以及深证 100 成分股公司这四类上市公

① 收稿日期: 2016-01-18; 修订日期: 2018-03-19。

基金项目: 国家社会科学基金资助重大项目(17ZDA087); 苏州大学 2017-2018 名城名校融合发展战略项目。

通讯作者: 徐星美(1981—), 女, 江苏启东人, 副教授, 硕士生导师。Email: xuxingmei@ruc.edu.cn

司被要求强制性披露社会责任报告,但管理层拥有是否对社会责任报告进行第三方鉴证的选择权。因此,在强制性要求披露社会责任报告的制度安排下,管理层的机会主义行为被予以掩盖,而当管理层拥有是否进行社会责任报告第三方鉴证的选择权时,其可能的机会主义动机又得以显现,这为考察社会责任强制披露过程中管理层的机会主义行为及其经济后果提供了宝贵的类似自然实验的研究机会。

本文聚焦社会责任强制披露中的管理层机会主义行为,深入检验和分析了其对企业违规风险的影响效应、作用机理和治理因素。研究发现:1) 社会责任报告强制性披露与企业未来期违规风险显著正相关,但这一关系在自愿性披露公司中并不存在。进一步针对强制性披露样本的分组分析表明,较之于自愿进行第三方鉴证的样本组,未进行第三方鉴证的样本组代理成本较高,这表明社会责任报告是否进行第三方鉴证是管理层代理冲突问题的信号表征。2) 社会责任强制披露加大企业违规风险的逻辑机理是,社会责任强制披露强化了管理层的代理冲突,代理问题越是严重的企业越不可能进行社会责任报告的第三方鉴证行为,企业未来期的违规风险也越大,这为企业社会责任披露的“机会假说”提供了直接证据。3) 治理机制的结果表明,内部控制质量和机构投资者持股均未对社会责任强制披露的管理层机会主义与企业违规风险的关系产生显著影响,这表明就抑制违规风险和稳定市场而言,当前中国资本市场内部控制制度和机构投资者制度并未发挥有效的“市场监督”和“市场稳定”效应。

本文研究的边际贡献是:1) 拓展了企业社会责任经济后果的研究范式体系。以前文献较多从绩效框架分析社会责任披露与公司绩效<sup>[5]</sup>、资本成本<sup>[6]</sup>之间的关系,而本文尝试性将研究触角深入到企业违规风险,从风险框架拓展了企业社会责任披露的经济后果研究范式。绩效框架从正面效应分析了企业社会责任披露的经济后果,而风险框架从负面效应补充分析了企业社会责任披露的经济后果,研究结果为构建社会责任披露的综合价值研究框架提供了重要的学术参考。2) 丰富了企业违规风险的决定因素文献体系。以前文献对于企业违规风险的决定因素,主要是从公司财

务特征和公司治理特征两个层次进行考察的<sup>[7-9]</sup>,而本文研究聚焦非财务信息披露的特殊因素考察,基于违规风险的生成机理,分析和验证了社会责任强制披露及其信息特征影响企业违规风险的效应和机理。研究发现社会责任强制披露及第三方鉴证选择反映了管理层机会主义行为进而对企业违规风险产生显著影响,这为规范企业非财务信息披露行为和强化政策监管提供了重要的实践启示。3) 对内部控制制度和机构投资者制度市场功能的研究提供新的文献补充。近年来,内部控制制度和机构投资者制度是中国政府着力推进的制度,本文通过检验和分析其对企业社会责任强制披露风险效应的治理影响,加深了监管层和投资者对两种制度在治理违规行为及稳定市场方面的角色和功能认识,同时也为近年来财务学所强调的综合治理框架提供了中国的经验证据。

## 1 理论分析与研究假设

### 1.1 社会责任强制披露与违规风险

Berman等<sup>[2]</sup>将企业社会责任建设的动机归纳为“机会假说”,指出管理层从事社会责任建设的出发点是自身利益,其目的是实现管理层自身逐利效应最大化及建立商业帝国等自利目的,已有研究从形成公司竞争劣势以及降低股东价值等方面提供了证据支持。以Friedman<sup>[10]</sup>为代表的学者认为企业从事社会责任是服务于管理层利益而非股东利益。他提出企业实施社会责任建设的收益由管理层享受,但风险和成本却由股东买单,社会责任学说是“一种自由社会里根本的破坏主义”,“企业只有一种社会责任,就是在不违背游戏规则的情况下,使用其资源,并致力于设计完备的、能够增加公司利润的活动”。沿袭新古典经济学的理论脉络的研究也指出企业履行社会责任提高了公司的不必要成本和风险,从而使公司在竞争中处于劣势位置。近年来一些文献直接检验了社会责任活动与股东价值和股票收益之间的关系。Hillman和Keim<sup>[11]</sup>发现企业从事与主要利益相关者没有直接关联的社会责任活动显著降低股东价值。Hong和Kacperczyk<sup>[12]</sup>、Derwall等<sup>[13]</sup>发

现社会责任绩效越低的企业股票在短期市场内能够获得超额收益,但在长期市场是不可持续的。Mc Williams 等<sup>[14]</sup>指出企业社会责任是管理层的一种“在职消费”,管理层经常会通过过度投资于社会责任建设活动以提升自己的职业声誉和个人声望。Hemingway 和 Maclagan<sup>[15]</sup>指出公司发布社会责任报告是为了掩饰一些不端行为的影响,高勇强等<sup>[3]</sup>为此提供了中国民营企业的证据,民营企业从事慈善捐款更多是希望通过慈善来掩盖或转移公众对企业其他不当行为或内在在社会责任缺失的关注,从而降低企业的声誉损失。

基于上述文献,本文预期社会责任披露从代理理论和信息不对称理论两个方面影响企业的违规风险。从代理理论来看,首先,当社会责任披露是由管理层机会主义推动时,那么社会责任披露和管理层实施违规的行为倾向在动机上具有一致性,故两者在影响方向上也应保持一致。其次,社会责任披露还可能进一步强化管理层的违规倾向,Hemingway 和 Maclagan<sup>[15]</sup>发现企业社会责任披露为管理层从事财务违规行为提供了“合法理由”和“许可证”。Petrovits<sup>[16]</sup>发现美国公司高管利用公司发起的慈善基金进行盈余管理的证据。权小锋等<sup>[4]</sup>发现企业社会责任表现越高的企业,股价的崩盘风险越高,这表明管理层存在利用社会责任建设进行信息披露操纵的行为倾向。因此,本文预期机会推动下的社会责任披露会增加代理成本。

从信息不对称理论来看,当企业社会责任披露是由管理层机会主义推动时,更有可能扰乱市场正常的信息结构和信息环境。从相关机构的研究报告看,中国社会科学院经济学部企业社会责任研究中心 2015 年初公布了《中国企业社会责任报告白皮书(2014)》,报告指出中国企业责任报告披露的共性问题包括平衡性差、同质性高、可靠性低、缺乏定量信息、缺乏监管<sup>②</sup>。由中国企业管理研究会社会责任专业委员会和北京融智企业社会责任研究所联合发布的《中国上市公司社会责任能力成熟度报告(2015)》<sup>[17]</sup>统计发现,2014 年

中国上市公司的社会责任能力成熟度水平总体较低,200 家市值最大的上市公司社会责任能力成熟度指数平均得分仅为 28.08 分,整体处于无能级(最低级),这说明企业内部尚不存在明确的社会责任管理活动,社会责任实践处于无序状况。从上市公司的实际披露情况看,许多公司的社会责任报告连续多年除个别事件和数字略有变动外,其他表述均未作调整,全部套用照搬,被称为“克隆社会责任报告”,且大部分企业社会责任报告基本都是“报喜式”总结,几乎从不涉及负面或不足信息,甚至还存在着“诈捐”等名为社会责任实则损害社会利益的行为<sup>③</sup>。从信息视角的研究文献看,Kim 等<sup>[18]</sup>、Dhaliwal 等<sup>[19]</sup>等指出非财务信息的披露对企业的信息环境会产生显著影响。总体来看,中国的企业社会责任报告披露实践尽管起步但尚不完善,显得盲目而混乱,本文预期此类企业社会责任披露很难改善信息环境的质量,甚至有可能产生负向影响,原因在于形式化的、缺乏价值含量的社会责任信息充斥到市场中时,会扰乱市场正常的信息结构,影响了投资者的注意力配置,混淆投资者的认知判断,从而不利于信息环境的改善,增加企业的违规风险。

我国企业社会责任报告包括自愿性披露与强制性披露两类,与自愿性披露相比,强制性披露由于缺乏隐匿代理冲突的选择,因此其管理层机会主义行为对企业未来期违规风险的影响更得以集中显现。根据证监会、深交所和上交所的信息披露指引,当前我国上市企业要求强制披露社会责任报告的公司主要集中在以下四类公司:即上市公司治理板块公司、发行境外上市外资股公司、金融类公司以及深证 100 成分股公司。本文预期,相较于自愿性披露公司,当公司被要求强制性披露社会责任报告时管理层丧失了隐匿代理问题的空间和选择权,此时被管理层机会主义动机操纵的社会责任报告更有可能通过代理成本和信息环境两个方面增加企业未来期的违规风险。据此提出假设如下:

② 新闻报道见新华网 [http://news.xinhuanet.com/fortune/2015-01/15/c\\_127389337.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2015-01/15/c_127389337.htm)

③ 相关的案例包括:作为中国最具影响力的房地产企业之一的万科曾获得“中国最佳企业公民奖”,却多次出现“毒地板事件”、“纸门事件”、“倒灌事件”及“毒鞋柜”等房屋质量事件;身为啤酒行业巨头的青岛啤酒公司,在积极投身各种公益事业的同时也多次陷入“质量门”、“环保门”事件,等等。

**H1** 在其他条件不变的情况下,社会责任信息披露与企业未来期违规倾向呈显著的正相关关系;相较于自愿性披露公司而言,强制性披露公司中的这一相关关系更加明显。

### 1.2 鉴证与未鉴证的风险效应

在我国社会责任信息披露制度的演进过程中,另一个重要的制度安排是上市公司对社会责任报告是否聘请第三方鉴证具有选择权。深交所《关于做好上市公司2011年年度报告披露工作的通知》中明确说明,“本所鼓励上市公司聘请独立第三方对社会责任报告出具鉴证意见”,此后每年度的通知文件中都有此内容。上海证券交易所在《上市公司2008年年度报告工作备忘录第一号附件二〈公司履行社会责任的报告〉编制指引》中指出,“公司可以聘请第三方验证公司履行社会责任的情况”。在行业协会中,中国纺织工业协会、中国银行业协会和中国工业经济联合会先后鼓励对社会责任报告进行鉴证。2008年6月发布的《中国纺织服装企业社会责任报告纲要(2008年版)》提出,“我们建议企业在报告公开发表之前,对其报告内容进行独立验证”。2009年1月发布的《中国银行业金融机构企业社会责任指引》提到,“银行业金融机构应积极建立企业社会责任披露制度;……鼓励实施社会责任履行的第三方独立鉴证”。2010年5月发布的《中国工业企业及工业协会社会责任指南(第二版)》要求,“采取利益相关方评论、第三方评价或审验、数据来源声明等方式提高信息的可靠性”。

本文预期,社会责任报告是否进行第三方鉴证的选择行为是管理层在信息披露的收益和成本之间的平衡,管理层机会主义更有可能与选择不进行第三方鉴证相关联。通常来说,社会责任报告鉴证的主体是报告编制者以外的独立第三方,鉴证是“用一套特定的原则和标准判断鉴证对象的基本制度、过程和质量的一种评价方法”<sup>[20]</sup>,第三方鉴证因而具有提高企业社会责任报告的可

信度,从而发挥向外部市场传递“信号”的功能。然而,当企业内部存在管理层机会主义时,由于社会责任披露和管理层实施违规的行为倾向在动机上具有一致性,社会责任披露还可能进一步加剧管理层的违规倾向选择,此时管理层更倾向于选择不进行第三方鉴证,这样管理层既可以隐匿社会责任行为的实施动机和由此暴露的违规倾向,又可以规避鉴证可能形成的管理层责任。因此,从这个角度看,第三方鉴证成为社会责任报告中管理层机会主义行为的信号表征,是否选择第三方鉴证被管理层予以了机会主义利用,本文推测在未选择第三方鉴证的公司中,其社会责任报告中的管理层机会主义行为可能更严重,由此对企业未来期违规倾向的影响也更大。据此提出假设如下:

**H2** 在其他条件不变的情况下,相比自愿进行社会责任报告第三方鉴证的公司,未进行第三方鉴证的公司其社会责任信息披露水平与企业未来期违规倾向的相关性更强。

## 2 研究设计

### 2.1 样本选择与数据来源

本文选择2009年~2013年披露社会责任报告的A股上市公司作为研究样本。以2009年作为样本起点主要基于两点考量:1)2009年润灵环球社会责任评级机构(简称RKS)开始披露社会责任报告评价指数;2)从2009年开始我国企业社会责任报告披露正式进入常态化和密集化态势<sup>④</sup>,这为学术探索提供了重要的研究渠道。在研究数据合并过程中,样本还经过以下处理:1)删除了金融和保险类公司;2)删除了数据不全的公司;3)删除了财务和公司治理数据缺失数据,最后获取2227组有效观测值。

本文社会责任披露水平数据来源于润灵环球社会责任评级机构的社会责任报告评价指数<sup>⑤</sup>。

④ 据作者统计,2005年~2008年间在华发布企业社会责任报告的份数不足140份,而到了2009年上半年,在华发布企业社会责任报告达到近400份,表明企业社会责任披露进入常态化和密集化态势。

⑤ 润灵环球责任评级(Rankins CSR Ratings, RKS)成立于2007年,是当前中国企业社会责任第三方评级机构。该公司属于公益组织,致力于为责任投资者(SRI)、责任消费者及社会公众提供客观科学的企业责任评级信息。

公司违规数据来自于 CSMAR 公司违规数据库, 并与证监会、上交所、深交所及公司网站交叉核对。对于违规数据的观测频率是公司年度频次, 因此同一家公司如年度内多次违规, 则取首次违规数据和相应统计信息。媒体报道数据是从《CNKI 中国重要报纸全文数据库》依据公司代码和公司简称手工整理而来, 内部控制质量数据来源于迪博(DIB)内部控制与风险管理数据库, 机构投资者持股数据来源于 WIND 数据库, 行业划分数据来源于 RESSET 数据库, 财务及公司治理等数据来源于 CSMAR 数据库。

表 1 是样本依据行业和所有权性质分组统计的企业社会责任信息披露水平。行业划分为重污染和非重污染行业, 所有权性质划分为国有和非国有企业两类, 其中行业划分是参照沈

洪涛和李余晓璐<sup>[21]</sup>文献方法, 按照原国家环境保护总局 2003 年发布的《关于对申请上市的企业和申请再融资的上市企业进行环境保护核查的通知》(环发[2003]101 号) 以及证监会 2001 年发布的《上市公司行业分类指引》, 确定了采掘、金属非金属、石化塑胶、生物医药、水电煤气、纺织服装皮毛、食品饮料和造纸印刷等八个行业为重污染行业, 其余行业为非重污染行业。国有企业和非国有企业的划分是依据实际控制人的属性进行划分。从表 1 可见, 重污染和非重污染行业间的企业社会责任信息披露水平、国有和非国有企业间的企业社会责任信息披露水平并不存在显著差异, 这表明在当前我国资本市场社会责任披露不存在行业和所有权性质上的显著差异。

表 1 社会责任信息披露的行业和股权性质分布

Table 1 The distribution of industries and ownership property of corporate social responsibility information disclosure

行业分类	样本数	社会责任信息披露水平		均值之差	中位数之差
		均值	中位数		
重污染行业	753	37.04	33.57	0.76 (1.375)	0.43 (1.320)
非重污染行业	1 474	36.28	33.14		
所有权性质分类	样本数	社会责任信息披露水平		均值之差	中位数之差
		均值	中位数		
国有企业	552	37.51	34.15	1.29 (1.162)	0.99 (0.697)
非国有企业	1 675	36.22	33.16		

## 2.2 变量测度

### 2.2.1 违规倾向 $VIO\_RISK_{t+1}$

本文以哑变量  $VIO\_RISK_{t+1}$  测度上市公司的违规倾向, 如样本公司下一年因违规受到证监会、交易所以及财政部等部门处罚(包括批评、警告、公开谴责、罚款等) 则取 1, 否则为 0。

### 2.2.2 企业社会责任披露水平 $CSR$

本文选取润灵环球(RKS) 对上市公司社会

责任报告的评价指数作为企业社会责任披露水平的测度指标, 该评分采用指数法衡量了企业社会责任报告中反映的企业社会责任披露绩效和水平。润灵环球(RKS) 是中国企业社会责任权威第三方评级机构, 其对企业社会责任报告的评价是采用其独创的 MCTi 评级体系依据结构化评分方法从四个维度展开<sup>⑥</sup>。润灵环球(RKS) 的企业社会责任报告评分指数  $CSR$  越高, 则企业的社会责任披露水平越高。

⑥ RKS 评价指标体系是从 Macrocosm - 整体性、Content - 内容性、Technique - 技术性、Industry - 行业性四个零级指标出发, 分别设立一级指标和二级指标对报告进行全面评价, 设置了包括“战略”、“利益相关方”、“劳工与人权”、“公平运营”等 15 个一级指标, 63 个二级指标(不含行业性指标)。MCTi 评分采用结构化专家打分法, 满分为 100 分, 其中整体性评价 M 值权重为 30%, 满分为 30 分; 内容性评价 C 值权重为 45%, 满分为 45 分; 技术性评价 T 值权重为 15%, 满分为 15 分; 行业性评价 I 值权重为 10%, 满分为 10 分(综合业与其他制造业无行业性指标评价, 内容性评价权重调整为 50%, 满分 50 分; 技术性评价权重调整为 20%, 满分 20 分)。

表2 变量定义表  
Table 2 Definitions of variables

变量类型	变量名	变量符号	变量测度
被解释变量	违规倾向	$VOT\_RISK_{t+1}$	下一年上市公司因违规而被监管层处罚时则取1, 否则为0
解释变量	社会责任披露水平	$CSR_t$	用润灵环球(RKS)对上市公司社会责任报告评价指数/100测度
检测变量	第一类代理成本	$AC1_t$	为营业费用率,用(管理费用+销售费用)/营业收入测度
	第二类代理成本	$AC2_t$	为大股东占款比率,用其他应收款/期末总资产测度
	信息不透明度	$OPAQUE_t$	为公司在 $(t-1)$ 和 $t+1$ 三年操纵性应计绝对值的均值,操纵性应计是依据考虑业绩的修正 Jones 模型估算得来
	内部控制质量	$IC_t$	迪博 DIB 中国上市公司风险控制评价指数
	机构持股水平	$IO_t$	用机构投资者的持股比例测度
控制变量	公司规模	$\ln SIZE_t$	用总资产的自然对数测度
	公司总资产收益率	$ROA_t$	净利润与期末总资产余额的比值
	公司亏损状况	$LOSS_t$	公司年度净利润为负,则取1,否则为0
	公司财务杠杆	$LEV_t$	用资产负债率测度
	公司成长性	$GROWTH_t$	用公司营业收入的增长率测度
	公司上市年限	$LISTAGE_t$	用公司上市的年限数测度
	第一大股东持股比例	$TOP1_t$	用第一大股东持股占公司总股数的比例测度
	股权属性	$SOE_t$	如公司实际控制人属于国有股权性质,则取1,否则为0
	两职合一	$DUAL_t$	如董事长和总经理两职合一,则取1,否则为0
	审计质量	$BICA_t$	如公司是被国际“四大”事务所审计则取1,否则为0
	媒体关注	$MEDIA_t$	上市公司年度受到的媒体报道数量
	年份	$YEAR$	年份效应
	行业	$IND$	行业效应

### 2.2.3 检测变量

除了检验社会责任披露水平对企业违规风险的影响效应外,本文还进一步探索了社会责任披露水平对企业违规风险的影响机理.机理部分主要检验社会责任披露水平对代理成本和信息环境的影响.代理成本从两个层次展开:1)第一类代理成本  $AC1$ :管理层的代理成本.借鉴 Ang 等<sup>[22]</sup>、罗进辉<sup>[23]</sup>文献,用营业费用率测度.2)第二类代理成本  $AC2$ :大股东的代理成本.借鉴唐跃军等<sup>[24]</sup>、罗进辉<sup>[23]</sup>、郑国坚等<sup>[25]</sup>文献,用大股东占款比率测度.信息环境的指标借鉴 Hutton 等<sup>[26]</sup>文献,用信息不透明度  $OPAQUE$  测度.测度方法见表2.

### 2.2.4 控制变量

对企业违规风险的決定因素研究,以往文献重点从公司财务因素和公司治理因素两个层次展开,因此本文参考唐跃军等<sup>[24]</sup>选用以下控制变量:1)公司财务变量,包含公司规模、总资产收益率、是否亏损、财务杠杆及公司成长性.2)公司治理变量,包含第一大股东持股比例、股权属性、是否两职合一、是否由国际“四大”审计等.对于双重代理成本以及信息环境的決定因素研究,本文在参考罗进辉<sup>[23]</sup>、唐跃军等<sup>[24]</sup>文献基础上,补充控制两个变量:1)公司上市年限  $LISTAGE$ ,用公司上市的年限数测度;2)媒体关注  $MEDIA$ ,用上市公司年度内受到的媒体报道数量测度.主要变量的描述性统计结果见表3.

表 3 描述性统计

Table 3 Descriptive statistics of the variables

变量	样本数	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
$VOT\_RISK_{t+1}$	2 227	0.072	0	0	1.000	0.258
$CSR_t$	2 227	0.365	0.333	0.185	0.761	0.121
$AC1_t$	2 227	0.127	0.103	0.015	0.513	0.094
$AC2_t$	2 227	0.014	0.008	0	0.089	0.017
$OPAQUE_t$	2 005	0.061	0.049	0.008	0.275	0.046
$IC_t$	1 816	733.264	717.065	0	995.360	104.853
$IO_t$	2 227	0.205	0.147	0	0.960	0.191
$\ln SIZE_t$	2 227	22.851	22.725	20.184	26.851	1.425
$ROA_t$	2 227	0.052	0.042	-0.067	0.209	0.047
$LOSS_t$	2 227	0.043	0	0	1.000	0.202
$LEV_t$	2 227	0.503	0.519	0.059	0.856	0.195
$GROWTH_t$	2 227	0.191	0.144	-0.467	1.840	0.333
$LISTAGE_t$	2 227	13.890	14.000	3.000	26.000	4.714
$TOP1_t$	2 227	39.588	39.880	9.230	78.940	16.202
$SOE_t$	2 227	0.248	0	0	1.000	0.432
$DUAL_t$	2 227	0.133	0	0	1.000	0.340
$BIG4_t$	2 227	0.172	0	0	1.000	0.378
$MEDIA_t$	2 227	30.903	6	0	612.000	82.754

### 2.3 回归模型设定

为检验假设 H1, 应用以下 Logistic 模型进行回归

$$Pr(VIO\_RISK_{t+1} = 1) = \beta_0 + \beta_1 CSR_t + \beta_2 \ln SIZE_t + \beta_3 ROA_t + \beta_4 LOSS_t + \beta_5 LEV_t + \beta_6 GROWTH_t + \beta_7 TOP1_t + \beta_8 SOE_t + \beta_9 DUAL_t + \beta_{10} BIG4_t + \beta_{11} IND + \beta_k YEAR + \varepsilon \quad (1)$$

主要关注回归系数  $\beta_1$  的符号和显著性, 若  $\beta_1$  显著为正, 则支持假设 H1。

## 3 实证结果分析与讨论

### 3.1 社会责任披露对企业违规风险的影响效应

#### 3.1.1 相关性分析

表 4 是主要变量的相关性分析表。从表中结果可见, 企业社会责任披露水平  $CSR$  与下一期违规风险  $VIO\_RISK_{t+1}$  之间呈现显著的正相关, 这表明在当前中国资本市场, 伴随着上市公司社会责任信息披露水平的提高, 企业未来期违规风险会

加大。其余控制变量之间相关度不高, 相关系数几乎都低于 0.3 且显著性较低, 并且主要变量的综合方差膨胀因素  $VIF$  值低于 10, 这表明主要变量间不存在严重的多重共线性问题。

#### 3.1.2 基本回归结果分析

表 5 是企业下一年违规倾向与社会责任披露水平的回归结果, 其中栏目 1 是全样本, 栏目 2 和栏目 3 分别是自愿组样本和强制组样本。从栏目 1 可见, 企业社会责任披露水平  $CSR$  的回归系数为 1.336, 且在 5% 水平下显著, 这表明企业社会责任披露水平每提高 1 分, 则企业下一年违规的概率提高 0.792, 企业社会责任披露水平对下一期企业违规倾向产生了显著的正向影响。从分组回归结果看, 自愿组的社会责任披露水平的回归系数为 -0.483 且在统计意义上不显著, 而强制组的社会责任披露水平的回归系数为 1.732, 且在 1% 水平下显著, 这表明在强制组企业社会责任披露水平每提高 1 分, 则违规概率会提高 0.850。这些结果为研究假设 H1 提供了证据支持。

表4 相关性分析

Table 4 Correlation analysis of variables

变量	$VIO\_RISK_{t+1}$	CSR	lnSIZE	ROA	LOSS	LEV	GROWTH	TOP1	SOE	DUAL	BIG4
$VIO\_RISK_{t+1}$	1										
CSR	0.271***	1									
lnSIZE	-0.074***	0.466**	1								
ROA	-0.002	0.012	-0.095***	1							
LOSS	0.010	-0.015	-0.025	-0.226**	1						
LEV	-0.025	0.089**	0.300***	-0.246	0.109	1					
GROWTH	-0.008	-0.006	0.010	0.004	-0.014	0.036	1				
TOP1	-0.068***	0.177*	0.308	0.020	-0.010	0.044**	0.065	1			
SOE	-0.031	0.046**	0.183***	-0.041*	-0.008	0.093	-0.012	0.148***	1		
DUAL	0.039*	-0.020	-0.111***	0.129	-0.037*	-0.150***	-0.009	-0.110	-0.094***	1	
BIG4	-0.058***	0.346	0.500***	0.044*	-0.020	0.112*	-0.015	0.180**	0.088	-0.046**	1

注: \*\*\*表示1%水平上的显著, \*\*表示5%水平上的显著, \*表示10%水平上的显著.

表5 社会责任披露对企业违规风险的影响效应

Table 5 The effect of social responsibility disclosure on corporate violation risk

自变量		因变量: $VIO\_RISK_{t+1}$		
		全样本	自愿组	强制组
名称	符号	栏目1	栏目2	栏目3
常数项	CON	1.786 (1.007)	2.262 (0.684)	-1.249 (-0.511)
社会责任披露水平	$CSR_t$	1.336** (2.170)	-0.483 (-0.352)	1.732*** (2.813)
公司资产规模	$lnSIZE_t$	-0.200** (-2.195)	-0.153 (-0.911)	-0.137 (-1.085)
公司总资产收益率	$ROA_t$	-0.055 (-0.024)	-3.797 (-1.033)	5.348* (1.670)
公司亏损状况	$LOSS_t$	0.142 (0.331)	0.045 (0.075)	0.225 (0.342)
公司财务杠杆	$LEV_t$	0.362 (0.635)	-0.635 (-0.803)	2.173** (2.501)
公司成长性	$GROWTH_t$	0.101 (0.415)	0.223 (0.652)	-0.292 (-0.871)
第一大股东持股	$TOP1_t$	-0.012** (-2.059)	-0.014 (-1.606)	-0.010 (-1.235)
股权属性	$SOE_t$	-0.098 (-0.466)	-0.051 (-0.145)	-0.062 (-0.235)
两职合一	$DUAL_t$	0.266 (1.172)	0.227 (0.743)	0.162 (0.456)
审计质量	$BIG4_t$	-0.433 (-1.428)	-1.196 (-1.161)	-0.398 (-1.143)
年份	YEAR	控制	控制	控制
行业	IND	控制	控制	控制
N		2 227	730	1 497
Pseudo R <sup>2</sup>		0.122	0.130	0.120

注: \*\*\*表示1%水平上的显著, \*\*表示5%水平上的显著, \*表示10%水平上的显著.



### 3.1.3 分组回归分析: 鉴证组与未鉴证组

本文对强制性披露社会责任报告公司进一步考察其管理层机会主义行为, 依据社会责任报告是否自愿聘请第三方机构进行信息鉴证, 将样本分为鉴证组和未鉴证组。表 6 的分组回归结果显示, 在自愿聘请第三方鉴证的栏目 1 中, 社会责任

披露水平的回归系数为  $-0.272$  且并不显著, 而在未进行第三方鉴证的栏目 2 中, 社会责任披露水平的回归系数为  $0.474$  且在 1% 显著性水平下为正。这表明与自愿进行鉴证的公司相比, 未进行鉴证公司的社会责任披露更可能引致公司未来期的违规风险, 这为研究假设 H2 提供了证据支持。

表 6 社会责任披露对企业违规风险的影响效应: 鉴证组 vs 未鉴证组

Table 6 The effect of social responsibility disclosure on corporate violation risk: Assurance vs non-assurance

自变量		因变量: $VIO\_RISK_{t+1}$	
		鉴证组	未鉴证组
名称	符号	栏目 1	栏目 2
常数项	$CON$	0.428 (0.222)	0.140 (0.762)
社会责任披露水平	$CSR_t$	-0.272 (-1.266)	0.474*** (2.967)
公司资产规模	$\ln SIZE_t$	-0.016 (-1.221)	-0.007 (-1.002)
公司总资产收益率	$ROA_t$	0.270 (0.872)	0.228 (0.364)
公司亏损状况	$LOSS_t$	0.339 (0.778)	0.009 (0.272)
公司财务杠杆	$LEV_t$	0.102 (0.333)	0.109** (2.071)
公司成长性	$GROWTH_t$	0.058 (0.393)	0.104 (0.424)
第一大股东持股	$TOP1_t$	0.001 (0.031)	-0.001 (-1.122)
股权属性	$SOE_t$	0.067 (0.957)	-0.010 (-0.716)
两职合一	$DUAL_t$	0.483*** (3.333)	0.003 (0.147)
审计质量	$BIG4_t$	-0.001 (-0.001)	-0.014 (-0.721)
年份	$YEAR$	控制	控制
行业	$IND$	控制	控制
$N$		53	1 444
Pseudo $R^2$		0.107	0.186

注: \*\*\* 表示 1% 水平上的显著, \*\* 表示 5% 水平上的显著, \* 表示 10% 水平上的显著。

### 3.2 社会责任披露对企业违规风险的影响机理

尽管前文发现了社会责任披露对企业下一期违规风险的影响效应, 但这背后的影响机理尚不清晰。社会责任强制披露加剧企业违规风

险背后的机理和影响渠道究竟是怎样的? 根据前文的理论分析, 本文预期从代理成本和信息环境两个方面予以考察。从企业违规的生成机理来看, 企业违规行为根源于两个层次的原因:

1) 内因: 代理冲突; 2) 外因: 信息环境. 从内因来看, 企业违规的发生是因为代理冲突下企业内部人(大股东和管理层)具有掏空公司资源实现个人自利的机会主义冲动, 这在转制经济国家表现为两个类型的代理成本: 1) 管理层代理成本. 管理层之所以操纵公司违规主要是出于机会主义动机, 如薪酬、职业晋升、商业帝国构建等“侵占效应”所致, 这类代理问题在转制经济国家中表现为管理层侵害股东利益的第一类代理成本. 2) 大股东代理成本. 大股东之所以操纵公司违规主要是出于占用上市公司资产等“掏空效应”所致<sup>[25]</sup>, 这类代理问题在转制经济国家中表现为大股东侵害中小股东利益的第二类代理成本. 信息环境则是企业违规问题产生的外因, 若企业违规行为要得以实施且在短期内不被发现, 那么信息环境的不透明度是必要条件, 否则企业内部人实施违规行为的成本和难度非常大. 企业信息的不透明度为内部人实施机会主义的违规行为创造了条件和环境空间, 加大了企业的违规风险. 因此综合来看, 企业违规风险受到内因和外因两个层次, 三个方面(第一类代理成本、第二类代理成本、信息不透明度)因素的影响. 本文预期管理层对于第三方鉴证的选择意愿受到这三个因素的影响, 相比管理层自愿选择社会责任报告第三方鉴证的公司, 未进行鉴证的公司可能折射出管理层代理成本更高、大股东代理成本更高、信息不透明度更严重的现实. 为了检验社会责任披露对这三个因素的影响以便分析其对企业违规风险的影响机理, 本文构建模型如下

$$AC1_{i,t}/AC2_{i,t}/OPAQUE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 \ln SIZE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 LOSS_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 LISTAGE_{i,t} + \beta_8 TOP1_{i,t} + \beta_9 SOE_{i,t} + \beta_{10} DUAL_{i,t} + \beta_{11} BICA_{i,t} + \beta_{12} MEDIA_{i,t} + \beta_j IND + \beta_k YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中  $AC1$  是第一类代理成本(管理层代理成本)指标, 用营业费用率测度.  $AC2$  是第二类代理成本(大股东代理成本)指标, 用大股东占款比率测

度.  $OPAQUE$  是信息不透明度指标, 用考虑业绩影响的修正 Jones 模型估算的  $(t-1, t, t+1)$  三年的操纵性应计绝对值的均值测度.

从表 7 栏目 1 可见, 当因变量是第一类代理成本  $AC1$  时, 企业社会责任披露水平  $CSR$  的回归系数为 0.260 且在 1% 水平下显著, 这表明企业社会责任披露水平每提高 1 分, 则第一类代理成本将提高 24.4%, 社会责任披露加大了管理层的代理成本. 从栏目 2 可见, 当因变量是第二类代理成本  $AC2$  时, 企业社会责任披露水平的回归系数为 0.010, 统计上并不显著, 表明未发现社会责任披露对大股东代理成本有显著影响. 从栏目 3 结果可见, 当因变量是信息不透明度  $OPAQUE$  时, 企业社会责任披露水平的回归系数为 -0.018, 统计上并不显著, 表明也未发现社会责任披露对信息不透明度的影响.

影响机理的研究表明, 在当前中国资本市场, 企业社会责任披露被管理层机会主义利用因而加剧了管理层代理成本, 此外, 企业社会责任披露尽管向市场补充了更多非财务信息, 但是这些披露存在形式化和缺少信息含量等问题, 并没有改善企业的信息环境, 从而使得整体上社会责任披露加大了企业的违规倾向.

#### 4 拓展性分析: 治理因素考察

进一步探讨, 对于管理层的此类自利主义行为, 公司内部治理机制可否发挥监督和制约作用呢? 本文选择了内部和外部两个角度来考察: 一是企业内部控制质量的监督效应; 二是机构投资者的监督效应. 内部控制制度和机构投资者制度是当前中国资本市场重点推进和建设的两大制度<sup>[27]</sup>, 考察和检验这两大制度建设在规范企业非财务信息披露行为进而抑制违规风险以及稳定金融市场方面是否发挥了重要作用.

为检验治理因素对社会责任披露与企业违规风险之间关系的中介影响, 设定以下 Logistic 模型进行测试

表 7 社会责任披露对企业违规风险的影响机理

Table 7 The mechanism of social responsibility disclosure on corporate violation risk

自变量		因变量: AC1	因变量: AC2	因变量: OPAQUE
名称	符号	栏目 1	栏目 2	栏目 3
常数项	CON	1.805 *** (3.465)	0.004 (0.256)	0.167 *** (4.111)
社会责任披露水平	CSR	0.260 *** (3.119)	0.010 (1.447)	-0.018 (-1.319)
公司资产规模	lnSIZE	-0.059 ** (-2.164)	0.000 (0.055)	-0.005 *** (-2.807)
公司总资产收益率	ROA	1.385 *** (5.688)	0.016 (1.320)	0.166 *** (5.064)
公司亏损状况	LOSS	0.084 *** (3.022)	0.001 (0.449)	0.016 *** (3.155)
公司财务杠杆	LEV	0.051 (0.477)	0.011 ** (2.525)	0.040 *** (3.622)
公司成长性	GROWTH	0.175 *** (9.198)	0.000 (0.344)	0.005 * (1.957)
公司上市年限	LISTAGE	0.007 * (1.930)	-0.000 (-0.021)	0.001 ** (2.245)
第一大股东持股比例	TOP1	-0.002 (-0.698)	-0.000 (-1.100)	0.001 (1.581)
股权属性	SOE	-0.049 *** (-3.410)	0.000 (0.217)	0.004 * (1.752)
两职合一	DUAL	-0.065 ** (-2.116)	-0.001 (-0.423)	0.001 (0.316)
审计质量	BIG4	0.092 *** (2.658)	0.003 (1.525)	0.001 (0.000)
媒体关注	MEDIA	0.001 (0.515)	-0.001 (-0.648)	0.001 (1.621)
年份	YEAR	控制	控制	控制
行业	IND	控制	控制	控制
N		1 497	1 497	1 439
R <sup>2</sup>		0.268	0.096	0.144

注: \*\*\* 表示 1% 水平上的显著, \*\* 表示 5% 水平上的显著, \* 表示 10% 水平上的显著。

$$\begin{aligned}
 Pr(VIO\_RISK_{t+1} = 1) &= \beta_0 + \beta_1 CSR_t + \beta_2 CSR_t \times IO\_DUM_t + \beta_3 IO\_DUM_t + \beta_4 \ln SIZE_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 LOSS_t + \\
 &\beta_7 LEV_t + \beta_8 GROWTH_t + \beta_9 TOP1_t + \beta_{10} SOE_t + \beta_{11} DUAL_t + \beta_{12} BIG4_t + \beta_j IND + \beta_k YEAR + \varepsilon \quad (3)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 Pr(VIO\_RISK_{t+1} = 1) &= \beta_0 + \beta_1 CSR_t + \beta_2 CSR_t \times IC\_DUM_t + \beta_3 IC\_DUM_t + \beta_4 \ln SIZE_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 LOSS_t + \\
 &\beta_7 LEV_t + \beta_8 GROWTH_t + \beta_9 TOP1_t + \beta_{10} SOE_t + \beta_{11} DUAL_t + \beta_{12} BIG4_t + \beta_j IND + \beta_k YEAR + \varepsilon \quad (4)
 \end{aligned}$$

其中  $IO\_DUM_t$  为机构持股的虚拟变量, 当公司的机构投资者持股比例高于年度行业中位数时取 1, 否则为 0.  $IC\_DUM_t$  为内部控制质量的虚拟变

量, 当公司内部控制指数值高于年度行业中位数时取 1, 否则为 0. 本文重点关注交互项回归系数  $\beta_2$  的符号和显著性.

表 8 内外治理因素的影响考察: 内部控制质量与机构投资者持股

Table 8 The influence of internal and external governance factors: Internal control quality and institutional investors' shareholding

自变量		因变量: $VIO\_RISK_{t+1}$	
名称	符号	栏目 1	栏目 2
常数项	$CON$	1.996 (1.204)	-1.336 (-0.669)
社会责任披露水平	$CSR_t$	1.799* (1.826)	1.158* (1.722)
社会责任披露水平 × 机构持股虚拟变量	$CSR_t \times IO\_DUM_t$	-0.082 (-0.045)	
机构持股虚拟变量	$IO\_DUM_t$	0.003 (0.004)	
社会责任披露水平 × 内部控制质量虚拟变量	$CSR_t \times IC\_DUM_t$		-0.176 (-0.087)
内部控制质量虚拟变量	$IC\_DUM_t$		-0.912 (-1.130)
公司资产规模	$\ln SIZE_t$	-0.136 (-1.077)	0.143 (0.938)
公司总资产收益率	$ROA_t$	5.417* (1.678)	8.194** (2.343)
公司亏损状况	$LOSS_t$	0.230 (0.349)	-0.094 (-0.119)
公司财务杠杆	$LEV_t$	2.175** (2.361)	1.708* (1.703)
公司成长性	$GROWTH_t$	-0.292 (-0.727)	-0.128 (-0.306)
第一大股东持股比例	$TOP1_t$	-0.010 (-1.274)	-0.018** (-2.055)
股权属性	$SOE_t$	-0.064 (-0.240)	0.026 (0.092)
两职合一	$DUAL_t$	0.166 (0.474)	0.279 (0.750)
审计质量	$BIG4_t$	-0.398 (-1.145)	-0.335 (-0.885)
年份	$YEAR$	控制	控制
行业	$IND$	控制	控制
$N$		1 497	1 254
Pseudo $R^2$		0.118	0.126

注: \*\*\* 表示 1% 水平上的显著, \*\* 表示 5% 水平上的显著, \* 表示 10% 水平上的显著.

从表 8 结果可见, 在回归模型加入机构持股和内部控制质量以后, 企业社会责任披露水平  $CSR$  的回归系数依然显著为正, 这表明企业社会责任披露正向影响了企业的违规风险, 但无论是社会责任披露水平与机构持股虚拟变量的交乘项

$CSR_t \times IO\_DUM_t$ , 还是社会责任披露水平与内部控制质量虚拟变量的交乘项  $CSR_t \times IC\_DUM_t$  的回归系数均不显著. 研究结果未观察到内部控制和机构持股对社会责任披露与企业违规风险两者间关系产生显著的影响和调节效应, 这表明在当前

中国资本市场,在规范企业非财务信息披露及抑制企业违规风险方面,内部控制质量和外部机构投资者持股均未发挥出有效的监督作用,本文推测这可能与企业内部控制制度建设形式化以及机构投资者对社会责任关注不足有关。

## 5 内生性控制与稳健性检验

### 5.1 内生性控制

实证设计中使用社会责任披露 CSR 的当期变量去预测未来期的企业违规倾向,这种处理存在着遗漏不可观察的变量同时影响 CSR 与未来期企业违规倾向的可能性,从而造成两者之间的虚假相关。为尽可能地克服这一缺陷,本文借鉴 Ghoul 等<sup>[28]</sup>的方法,以行业内其他公司的社会责任披露水平均值 CSR\_OTHER 作为工具变量,应用两阶段工具变量 IV 法进行内生性控制处理。两阶段回归结果表明,在控制了内生性问题以后,研究发现依然存在,即社会责任披露水平与企业未来期的违规风险呈正相关关系。

### 5.2 更换核心变量测度方法

在影响机理分析部分,本文发现社会责任披露显著影响管理层代理成本,那么这种结果是否会受到核心变量测度方法的影响呢?有鉴于此,本文对机理分析部分的核心变量进行更换测度。其中第一类代理成本借鉴罗进辉<sup>[23]</sup>,采用资产周转率进行重新测度;第二类代理成本借鉴唐跃军等<sup>[24]</sup>,采用实际控制人所有权和控制权两权分离度(控制权/所有权)进行重新测度;信息不透明度应用 Ball 和 Shivakumar<sup>[29]</sup>模型估算的( $t-1$ ,  $t$ ,  $t+1$ )三年的操纵性应计绝对值的均值进行重新测度。核心指标测度方法更换以后的回归结果显示结果稳健。

### 5.3 更换稳健的回归方法

Petersen<sup>[30]</sup>认为,对标准误在公司和年份上双重聚类(cluster)调整,能克服自相关和异方差等问题对统计推断的影响,因此本文借鉴这一方法,采用双重聚类对表 6 的结果进行标准误调整,回归结果表明研究结论总体稳健可靠<sup>⑦</sup>。

## 6 结束语

研究基于企业社会责任披露的“机会假说”,利用润灵环球社会责任评级机构(RKS)2009年~2013年的社会责任报告评价指数数据,从风险框架深入检验和分析了企业社会责任强制披露及第三方自愿鉴证行为中隐匿的管理层机会主义对企业违规风险的影响效应、影响机理和治理因素。研究发现:1) 社会责任强制披露与未来期企业的违规倾向呈显著正相关,通过第三方鉴证与否折射出的管理层机会主义行为,研究进一步发现在未选择第三方鉴证的公司中,企业社会责任披露水平与企业未来期违规风险显著正相关,而在自愿选择的公司中则无此现象。2) 管理层代理成本是社会责任披露增加企业未来期违规风险的影响渠道,但没有发现大股东代理成本和信息环境被管理层予以工具性利用的证据。3) 内部控制质量和机构投资者持股并未对社会责任披露与企业违规倾向的关系发挥监督作用,这说明在规范企业非财务信息披露行为以及抑制违规风险方面,两者均未发挥制度设计所预期的“监督”职能。

研究在理论上的边际贡献是:一方面,从风险框架拓展了企业社会责任披露的经济后果研究范式。已有研究主要从绩效框架展开,本文深入分析了企业社会责任披露对企业违规风险方面的微观作用机制,有助于从风险框架提供对企业社会责任信息披露的经济后果的全面理解,有助于构建企业社会责任披露的综合价值研究框架。另一方面,拓展了对于企业违规风险决定因素的研究。本文研究聚焦非财务信息披露的特殊因素考察,基于违规风险的生成机理,分析和验证了社会责任强制披露及其信息特征影响企业违规风险的效应和机理,研究有助于丰富企业违规风险的影响因素和形成机理的文献。

研究还具有重要的实践启示。首先,研究发现只有强制性披露对于企业违规风险具有负面的经济后果,而在自愿性披露样本中不存在,这对我国现阶段的社会责任信息披露政策的启示作用在

⑦ 因篇幅所限,稳健性检验部分的回归结果留存备索。

于,要探索进一步加大强制披露社会责任信息企业的范围,使得社会责任等非财务信息更多地向投资者公开,从而降低管理层隐匿代理问题的空间,减少代理冲突。其次,研究还发现第三方鉴证是甄别管理层机会主义行为的重要信号表征,这意味着相关监管部门应该加强对社会责任报告第三方鉴证的要求,在进一步规范社会责任报告的内容和形式上侧重对社会责任报告的真实有效性

审核。最后,研究发现在治理企业社会责任披露的风险效应方面,内部控制质量和机构投资者持股等治理工具均未能发挥制度设计所预期的“监督”功能,这也为监管部门提供了一定的政策启示,即未来的治理改进方向可以从财务学所强调的综合治理框架展开,建立社会责任可靠披露的企业文化,提高企业社会责任披露所依赖的外部制度环境等。

### 参考文献:

- [1] Ioannou S G. The impact of corporate social responsibility on investment recommendations [J]. *Strategic Management Journal*, 2015, 36(7): 1053 - 1081.
- [2] Berman S, Wicks A C, Kotha S, et al. Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance [J]. *Academy of Management Journal*, 1999, 42(5): 488 - 506.
- [3] 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]. *管理世界*, 2012, (8): 114 - 122.
- Gao Yongqiang, Chen Yajing, Zhang Yunjun. “Red scarf” or “Green scarf”: The motivation of private enterprises’ charitable donation [J]. *Management World*, 2012, (8): 114 - 122. (in Chinese)
- [4] 权小锋, 吴世农, 尹洪英. 企业社会责任与股价崩盘风险——“价值利器”或“自利工具” [J]. *经济研究*, 2015, (11): 49 - 64.
- Quan Xiaofeng, Wu Shinong, Yin Hongying. Corporate social responsibility and stock price crash risk: Self-interest tool or value strategy? [J]. *Economic Research Journal*, 2015, (11): 49 - 64. (in Chinese)
- [5] 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]. *中国工业经济*, 2008, (10): 150 - 160.
- Wen Subin, Fang Yuan. An empirical study on the relationship between corporate social responsibility and financial performance: Panel data analysis from the perspective of stakeholders [J]. *China Industrial Economics*, 2008, (10): 150 - 160. (in Chinese)
- [6] 孟晓俊, 肖作平, 曲佳莉. 企业社会责任信息披露与资本成本的互动关系——基于信息不对称视角的一个分析框架 [J]. *会计研究*, 2010, (9): 25 - 29.
- Meng Xiaojun, Xiao Zuoping, Qu Jiali. The interaction between corporate social responsibility information disclosure and capital cost: An analytical framework based on information asymmetry perspective [J]. *Accounting Research*, 2010, (9): 25 - 29. (in Chinese)
- [7] 陈胜蓝, 卢锐. 卖空压力与控股股东私利侵占——来自卖空管制放松的准自然实验证据 [J]. *管理科学学报*, 2018, 21(4): 67 - 85.
- Chen Shenglan, Lu Rui. Short selling pressure and controlling shareholder’s exploitation: Evidence from a quasi-natural experiment [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2018, 21(4): 67 - 85. (in Chinese)
- [8] Erickson M, Hanlon M, Maydew E. Is there a link between executive equity incentives and accounting fraud? [J]. *Journal of Accounting Research*, 2006, 44(1): 113 - 143.
- [9] 许金花, 曾燕, 李善民, 等. 反收购条款的作用机制——基于大股东掏空研究视角 [J]. *管理科学学报*, 2018, 21(2): 37 - 47.
- Xu Jinhua, Zeng Yan, Li Shanmin, et al. Mechanism of anti-takeover provisions: A perspective of controlling shareholder’s tunneling [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2018, 21(2): 37 - 47. (in Chinese)
- [10] Friedman M. The social responsibility of business is to increase its profits [J]. *The New York Times Magazine*, 1970, 32 -

- 33(6): 173–178.
- [11] Hillman A J, Keim G D. Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? [J]. *Strategic Management Journal*, 2001, 22(2): 125–139.
- [12] Hong H, Kacperczyk M. The price of sin: The effects of social norms on markets [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(1): 15–36.
- [13] Derwall J, Koedijk K, Horst J. A tale of values-driven and profit-seeking social investors [J]. *Journal of Banking and Finance*, 2011, 35(8): 2137–2147.
- [14] Mc Williams A, Siegel D, Wright P. Guest editors' introduction corporate social responsibility: Strategic implications [J]. *Journal of Management Studies*, 2006, 43(1): 1–18.
- [15] Hemingway C, Maclagan P. Managers' personal values as drivers of corporate social responsibility [J]. *Journal of Business Ethics*, 2004, 50(1): 33–44.
- [16] Petrovits C. Corporate-sponsored foundations and earnings management [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 41(3): 335–362.
- [17] 肖红军, 李伟阳, 王晓光. 中国上市公司社会责任能力成熟度报告(2015) [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2015.  
Xiao Hongjun, Li Weiyang, Wang Xiaoguang. Report on China Listed Corporate Social Responsibility Capability Maturity (2015) [M]. Beijing: Social Sciences Academic Press, 2015. (in Chinese)
- [18] Kim Y T, Park M S, Wier B. Is earnings quality associated with corporate social responsibility? [J]. *The Accounting Review*, 2012, 87(3): 761–796.
- [19] Dhaliwal D S, Li O Z, Tsang A, et al. Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting [J]. *The Accounting Review*, 2011, 86(1): 59–100.
- [20] Siboni B. AA1000 Assurance Standard [R]. London: Accountability, 2008: 1–26.
- [21] 沈洪涛, 李余晓璐. 我国重污染行业上市公司环境信息披露现状分析 [J]. *证券市场导报*, 2010, (6): 51–57.  
Shen Hongtao, Li Yuxiaolu. Analysis of environmental information disclosure of listed companies in heavy polluting industries in China [J]. *Securities Market Herald*, 2010, (6): 51–57. (in Chinese)
- [22] Ang J S, Cole R A, Lin J W. Agency costs and ownership structure [J]. *Journal of Finance*, 2000, 55(1): 81–106.
- [23] 罗进辉. 媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角 [J]. *金融研究*, 2012, (10): 153–166.  
Luo Jinhui. The corporate governance role of media: From the perspective of dual agency cost [J]. *Journal of Financial Research*, 2012, (10): 153–166. (in Chinese)
- [24] 唐跃军, 宋渊洋, 金立印, 等. 控股股东卷入、两权偏离与营销战略风格——基于第二类代理问题和终极控制权理论的视角 [J]. *管理世界*, 2012, (2): 82–95.  
Tang Yuejun, Song Yuanyang, Jin Liyin, et al. The involvement of controlling shareholders, the deviation of voting right from cash flow rights and the marketing strategy style: From the perspective of second type of agency problems and ultimate control rights theory [J]. *Management World*, 2012, (2): 82–95. (in Chinese)
- [25] 郑国坚, 林东杰, 林斌. 大股东股权质押、占款与企业价值 [J]. *管理科学学报*, 2014, 17(9): 72–87.  
Zheng Guojian, Lin Dongjie, Lin Bin. Controlling shareholders' financial constraints, tunneling and firm value from the perspective of stock pledge [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2014, 17(9): 72–87. (in Chinese)
- [26] Hutton A P, Marcus A J, Tehranian H. Opaque financial reports, R2, and crash risk [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 94(1): 67–86.
- [27] 张涤新, 李忠海. 机构投资者对其持股公司绩效的影响研究——基于机构投资者自我保护的视角 [J]. *管理科学学报*, 2017, 20(5): 82–101.  
Zhang Dixin, Li Zhonghai. Effect of institutional holdings on corporate performance: From the perspective of the institutional investors' self-protection [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2017, 20(5): 82–101. (in Chinese)
- [28] Ghou S E, Guedhami O, Kwok C C Y, et al. Does corporate social responsibility affect the cost of capital? [J]. *Journal of Banking and Finance*, 2011, 35(9): 2388–2406.

- [29]Ball R , Shivakumar L. The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition[J]. *Journal of Accounting Research* , 2006 , 44( 2) : 207 - 242.
- [30]Petersen M A. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches[J]. *Review of Financial Studies* , 2009 , 22: 435 - 480.

## Management opportunistic behavior in the compulsory disclosure of corporate social responsibility: Empirical evidence base on A share listed companies

QUAN Xiao-feng<sup>1</sup> , XU Xing-mei<sup>2\*</sup> , XU Rong<sup>3</sup>

1. Dongwu Business School , Suzhou University , Suzhou 215021 , China;
2. International College , Renmin University of China , Suzhou 215123 , China;
3. School of Finance , Renmin University of China , Beijing 100872 , China

**Abstract:** From the perspective of firm violation risk , this paper analyzes the objective phenomenon , mechanism and governance factors of management opportunism in the process of compulsory disclosure of corporate social responsibility. First , it is found that there is a significant positive relationship between the compulsory disclosure of social responsibility and the violation tendency of the enterprises in the future period , and this positive relationship only exists in firms with compulsory disclosure or third-party assurance. Secondly , an investigation of the impact mechanism shows that the compulsory disclosure of social responsibility is positively related to the agency cost of management , which indicates that mandatory disclosure of social responsibility can cause management opportunism. Finally , it is found that internal control quality and institutional investors' shareholding do not have significant governance effect on managers' opportunistic behavior in the compulsory disclosure of social responsibility. This paper provides evidence for the effect of the mandatory disclosure of social responsibility and provides support for improvement of third-party assurance of the mandatory disclosure of social responsibility in practice.

**Key words:** corporate social responsibility; violation risk; compulsory disclosure; third party assurance; management opportunistic hypothesis