

# 投资者对企业自愿性社会责任报告披露行为的价值评估

杨艳, 陈璐

(湖南大学工商管理学院, 湖南省长沙市, 410006)

**摘要:** 本文以 2007-2019 年中国 A 股上市公司为研究样本, 研究了企业首次和连续披露企业社会责任 (Corporate Social Responsibility, CSR) 报告行为的投资者反应, 并验证了投资者对两种 CSR 报告披露行为价值评估过程受不同因素驱动。研究发现, 投资者对 CSR 报告首次和连续披露均会产生积极的价值评估。以管理层乐观盈利预测的实现分别做分组检验和调节效应检验, 发现投资者对 CSR 报告首次披露行为的价值评估受信号驱动, 对连续披露行为的价值评估受情感驱动; 管理层乐观盈利预测的实现抑制了投资者对连续披露 CSR 报告行为的积极价值评估, 但对首次披露 CSR 报告的投资者反应没有显著影响。

**关键词:** 企业社会责任报告; 信息披露; 价值评估; 驱动因素

**中图分类号:** F275      **文献标识码:** A

## 引言

随着全球社会责任意识的提高, 企业逐渐将社会责任作为一项重要的战略决策, 越来越多的上市公司选择自愿披露社会责任报告, 以向市场传递出积极的信号<sup>[1]</sup>。润灵环球责任评级(RKS)统计数据 displays, 2009-2018 年期间, A 股上市公司 CSR 报告披露十年增长了 1.29 倍, 自愿披露报告数目翻一番。投资者作为企业重要的利益相关者, 社会责任意识的存在导致其将企业的社会责任行为作为投资决策的重要依据。然而, 学术界并未对 CSR 信息披露与投资者反应之间的关系达成一致结论, 部分认为 CSR 信息披露能促使投资者产生积极的价值评估<sup>[2,3]</sup>, 部分认为 CSR 信息披露会带来消极的市场反应<sup>[4,5]</sup>, 也有少数学者并未发现 CSR 信息与投资者反应之间存在明显关系<sup>[6]</sup>。这促使学术界对社会责任的特征展开更加深入的研究, 但鲜有文献从 CSR 信息的连续性特征角度考虑 CSR 对投资者反应的影响。通过分析企业披露的 CSR 报告发现, 不论是从时机还是信息质量上看, 连续性 CSR 信息与首次披露的 CSR 信息存在较大差异, 研究两者对投资者价值判断的影响对管理层战略制定和资本市场的稳定均具有重大意义。本文以 2007-2019 年我国沪深 A 股上市公司为样本, 探究投资者对自愿性 CSR 报告的首次和连续披露行为的反应。投资者的决策基于其对信息的判断, 而投资者并非完全理性, 决策过程往往会受到情感的影响<sup>[7]</sup>。根据情绪信息理论和信号传递效应, 本文引入管理层乐观盈利预测实现这一调节变量, 验证了投资者对 CSR 报告首次披露和连续披露行为的价值评估的驱动因素。

## 1 理论分析与研究假设

### 1.1 投资者对自愿性 CSR 报告披露行为的价值评估

Dhaliwal 等(2014)研究证明, CSR 报告的披露增强了投资者与企业之间的信息透明度, 使得投资者可以及时获取社会责任信息, 从而产生积极的反应<sup>[8]</sup>。企业首次披露 CSR 报告使得投资者在获得公司财务信息的同时获得了企业的非财务信息, 提升了信息透明度, 促使投资者产生积极的价值评估。另外, 从信息传递效率的角度看, CSR 报告的首次披露是市场中初次出现该公司详细的社会责任信息, 是从无到有的转变, 象征了企业积极履行社会责

任作出的巨大努力。相对于从有到有的延续行为，首次披露会对市场产生更为强烈的信号冲击，使投资者更快的获得这个信号并将其用于投资决策，表现为强烈的积极市场反应。

首先，从信息传递的角度看，每一期 CSR 报告的披露，都向外界释放了公司内部信息，连续披露 CSR 报告一定程度上提高了企业的信息透明度，促使投资者产生积极反应。其次，连续披露 CSR 报告体现出企业积极履行社会责任的良好形象，有利于提高企业声誉<sup>[9]</sup>，促使投资者产生积极评价。最后，由于首次披露使投资者建立了 CSR 报告披露的心理预期，CSR 报告披露的连续性特质会影响投资者的认知。基于预期理论，首次披露 CSR 报告使得投资者建立了心理预期，产生对 CSR 报告的信息需求，期待此后每期均能获得 CSR 报告的信息<sup>[10,11]</sup>。当企业连续披露 CSR 报告时，满足了投资者连续获得 CSR 信息的需求，促使投资者对 CSR 形成良好认知，进而产生积极的价值评估。

H1a: 投资者对 CSR 报告首次披露行为产生积极的价值评估。

H1b: 投资者对 CSR 报告连续披露行为产生积极的价值评估。

## 1.2 管理层乐观盈利预测实现对 CSR 报告披露行为投资者价值评估的影响

企业首次披露 CSR 报告是市场初次出现该企业履行社会责任的详细信息，对市场产生强烈的信号冲击。另外，企业首次披露 CSR 报告后投资者才会形成对企业后续 CSR 报告披露的情感需求，首次披露行为发生时投资者尚未形成这种情感。因此，投资者对首次披露 CSR 报告行为的价值评估主要受信号驱动。首先，管理层乐观盈利预测的实现向市场传递出企业经营良好的信号，象征着企业有足够的能力和资源用于履行社会责任，使投资者认为公司首次披露 CSR 报告的行为是企业综合能力提升的表现。其次，管理层乐观盈利预测的实现体现了管理层负责任的态度，提升了投资者对企业的信任感。最后，管理层乐观盈利预测的实现证明了管理层前期披露盈利预测信息是出于信息透明度动机，使投资者相信企业首次披露 CSR 报告的行为是企业向市场公开更多的非财务信息<sup>[12]</sup>，帮助信息使用者提高其决策准确性做出的努力。反之，当管理层乐观盈利预测未实现时，向市场传递出企业经营不善的信号，体现了管理层不负责任的态度，并证实了管理层披露盈利预测的机会主义动机。此时首次披露社会责任报告的行为会被视为是资源的浪费，或是被视为管理层掩盖不良行为的工具，无法帮助投资者做出更有效的投资决策。因此，管理层乐观盈利预测未实现时，投资者不会产生积极的价值评估。

根据预期理论，首次披露行为发生后，投资者建立心理预期，产生对企业未来每期披露 CSR 报告的情感需求。当投资者定期收到 CSR 报告信息的情感需求达成时，会有所反应<sup>[10]</sup>。连续披露 CSR 报告满足了投资者的心理预期，并象征企业积极履行社会责任的良好形象，促使投资者产生积极认知，这种情感上的满足会使投资者产生积极的价值评估。根据 Guira 和 Moon(2019)对情绪信息理论的应用，这种情感驱动机制仅在投资者难以将 CSR 报告披露行为的发生归因于某个关键因素时产生<sup>[13]</sup>。一旦投资者可以将 CSR 报告披露行为准确归因到某一关键因素时，情感机制失去效用，此时投资者的决策行为受信号驱动。当管理层乐观盈利预测实现时，向市场释放出企业经营良好的信号，体现了企业负责任的态度，投资者认为管理层披露盈利预测是出于信息透明度动机<sup>[14]</sup>。此时投资者很容易将这些因素视为企业连续披露 CSR 报告的关键因素信息，情感驱动机制失去效力，信号驱动占主导地位。但是，连续披露的 CSR 报告质量水平较差<sup>[15]</sup>，投资者难以从中获取有用信息，这种信号不足以使投资者对 CSR 报告产生积极的价值评估。当管理层乐观盈利预测未实现时，体现的是企业经营不善的现状、不负责任的态度和信息披露的机会主义动机，而连续披露 CSR 报告向市

场展现的是企业积极履行社会责任的良好态度，将 CSR 报告连续披露归因到以上因素不具有合理性。连续披露 CSR 报告的行为实现了投资者情感上的满足，而不是通过释放有利信息，促使投资者产生积极的价值评估。

H2a: 投资者对首次披露 CSR 报告行为的价值评估受信号驱动，管理层乐观盈利预测的实现会促进投资者对 CSR 报告首次披露行为的积极价值评估。

H2b: 投资者对连续披露 CSR 报告行为的价值评估受情感驱动，管理层乐观盈利预测的实现会抑制投资者对 CSR 报告首次披露行为的积极价值评估。

## 2 研究设计

### 2.1 数据来源与样本选择

选取 2007-2019 年上交所和深交所所有披露年报的非金融业 A 股上市公司为研究样本（年报期间为 2006-2018 年），并进行以下筛选过程：（1）删除 CSR 报告与年报披露日期不一致的样本；（2）剔除 ST、PT 的公司；（3）剔除非交易日披露年报的样本；（4）剔除有缺漏值的样本。除了管理层盈利预测数据来自于中国研究数据服务平台（CNRDS），本文其余数据均来自于国泰安（CSMAR）数据库。经检验，投资者只对自愿披露企业的 CSR 报告连续性有所反映，因此本文将样本限制为自愿披露企业。在进行回归之前，对所有连续变量分别在 1% 和 99% 水平下进行缩尾处理，避免极端值的影响，然后进行 1: 1 的最近邻匹配（PSM）来控制年报披露的影响，得到回归的最终样本 5081 个，2087 家公司。

### 2.2 变量度量

因变量为投资者的价值评估，通过资本市场反应来衡量<sup>[12,16]</sup>。以年报披露日作为事件日，运用市场模型计算事件日前后 5 个交易日的累计异常报酬率作为事件期的市场反应，估计期窗口为[-120,-11]<sup>[17]</sup>。 $R_{m,t,u}$  是个股所在分市场的市场报酬率， $\hat{\alpha}_{i,t}$  和  $\hat{\beta}_{i,t}$  是市场模型估计的系数， $R_{i,t,u}$  是个股实际市场报酬率。

$$CAR_{i,t} = \sum_{u_1}^{u_2} [R_{i,t,u} - (\hat{\alpha}_{i,t} + \hat{\beta}_{i,t} R_{m,t,u})] \quad (1)$$

自变量为 CSR 报告首次和连续披露种行为，用两个哑变量来衡量。其中，First（首次披露）取 1 时代表企业首次披露 CSR 报告，取 0 代表该公司从未披露 CSR 报告；Continue（连续披露）取 1 时代表企业连续两期及以上披露 CSR 报告，从未披露 CSR 报告的样本取 0。为了探究连续性长短对投资者反应的影响，本文用连续披露的期数除以公司上市年龄和样本期的较小者作为 Continue 的另一种衡量方式。公式如下：

$$\text{Continue}_{i,t} = \frac{(t - a)}{\min(\text{Age}_i, 13)} \quad (2)$$

其中，t 为公司 i 披露 CSR 报告当年所在年份，a 为公司 i 连续披露 CSR 报告的初始年份，Age<sub>i</sub> 为公司 i 的上市年龄，13 为本文选取的样本区间。利用这一比值衡量连续性可以缓解公司上市年龄和样本选取期间长短对结果的干扰。其余变量的度量方式见附录。

### 2.3 模型构建

采用稳健标准误的 OLS 回归对前述研究假设进行验证，同时控制年度、行业与市场类型的影响。针对假设 1，本文构建模型(3)。CAR 为披露日前后 5 日的累计异常报酬率，First 表示首次披露，Continue 表示连续披露，分别替换公式中的 Disclosure 来检验首次和连续披

露行为的市场反应。 $\beta_1$  为 CSR 报告首次或连续披露行为的市场反应,  $\beta_1$  越大, 投资者对 CSR 报告首次或连续披露行为的反应越积极。

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Disclosure_{i,t} + \sum_{j=2}^n \beta_j controls_j + \gamma \sum Year + \delta \sum Industry + \theta \sum Markettype + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

针对假设 2, 分别采用分组和加入交乘项的方法来检验管理层盈利预测实现情况的调节效应。首先, 根据管理层盈利预测的实现情况分为实现和未实现两组, 运用模型(3)进行验证。其次, 构建模型(4), 在模型(3)的基础上加入变量 EFore 和交乘项变量 Disclosure×EFore。其中, EFore 为哑变量, 管理层乐观盈利预测实现时取 1, 否则取 0。因为管理层乐观盈利预测的实现情况在年报披露日得到验证, 所以 EFore 取当期值。

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Disclosure_{i,t} + \beta_2 EFore_{i,t} + \beta_3 Disclosure_{i,t} \times EFore_{i,t} + \sum_{j=4}^n \beta_j controls_j + \gamma \sum Year + \delta \sum Industry + \theta \sum Markettype + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

### 3 实证结果与分析

#### 3.1 描述性统计与相关性分析

本文通过 PSM 的方法控制了年报披露的干扰, 具体匹配方法为 1:1 有放回的卡尺内近邻匹配, 试验组为披露 CSR 报告的公司, 控制组为仅披露年报未披露 CSR 报告的上市公司匹配结果满足共同支撑假设和平行性假设。匹配后 CSR 报告披露样本中, 首次披露的 444 个, 连续披露的 2163 个, 披露中断的 107 个和从未披露的样本 2500 个。整体上看, A 股市场中自愿披露的 CSR 报告数量呈上升趋势, 最长连续 13 期披露 CSR 报告。按管理层盈利预测的实现情况进行分组, 乐观盈利预测实现的一共有 1480 个样本, 首次披露的有 229 个, 连续披露的有 1251 个。根据 Pearson 相关系数分析, 除了连续披露变量 Continue 的两种度量方式之间相关系数为 0.856 之外, 其余各变量间的相关系数均在 0.5 以下, 表明本文回归模型中的各变量间不存在多重共线性问题, 见表 2。

表 1 样本分布

A. CSR 报告披露的期数样本分布							
Year	Total	Voluntary Report	First	Continue	% of Voluntary Report	% of First over all Voluntary Report	% of Continue over all Voluntary Report
2007	124	12	12	0	9.68%	100.00%	0.00%
2008	190	27	22	5	14.21%	81.48%	18.52%
2009	216	67	48	19	31.02%	71.64%	28.36%
2010	224	64	18	46	28.57%	28.13%	71.88%
2011	277	137	65	72	49.46%	47.45%	52.55%
2012	361	183	42	141	50.69%	22.95%	77.05%
2013	416	232	61	171	55.77%	26.29%	73.71%
2014	439	240	26	214	54.67%	10.83%	89.17%
2015	461	253	17	236	54.88%	6.72%	93.28%
2016	463	264	28	236	57.02%	10.61%	89.39%
2017	547	313	24	289	57.22%	7.67%	92.33%
2018	630	357	32	325	56.67%	8.96%	91.04%
2019	733	458	49	409	62.48%	10.70%	89.30%
Total	5081	2607	444	2163	51.31%	17.03%	82.97%

#### B. CSR 报告披露的期数样本分布

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	Total
Continue	58	387	317	269	237	211	198	176	156	65	52	16	3	2163
Break	50	14	20	7	9	2	4	1	0	0	0	0	0	107

## C. 按管理层盈利预测是否实现分组的样本分布

	盈利预测实现	盈利预测未实现	Total
First	229	215	444
Continue	1251	912	2163
Total	1480	1127	2607

表2 主要研究变量的 Pearson 相关系数

	CAR	First	Continued	Continue	ROA	Leverage	NetAssetG	DivChange
CAR	1							
First	0.0210	1						
Continued	0.0220	-0.258***	1					
Continue	0.044***	0.0190	0.856***	1				
ROA	0.0150	0.140***	-0.070***	-0.0120	1			
Leverage	0.0150	-0.049***	0.0180	-0.0190	-0.288***	1		
NetAssetG	0.025*	0.181***	-0.126***	-0.046***	0.280***	-0.151***	1	
DivChange	0.035**	0.033**	-0.024*	0.00800	0.170***	-0.0100	0.150***	1
Size	0.0140	0.035**	0.220***	0.186***	0.236***	0.084***	0.122***	0.058***
ManagerHold	-0.00800	0.051***	-0.066***	-0.00500	0.156***	-0.347***	0.129***	-0.041***
ChairCEO	-0.00300	0.0230	-0.060***	-0.044***	0.048***	-0.149***	0.056***	-0.032**
GuoyouR	-0.033**	0.089***	-0.122***	-0.083***	0.0150	0.096***	0.076***	0.078***
Fraud	0.00500	-0.024*	0.043***	0.028**	-0.080***	0.061***	-0.030**	-0.041***
Litigation	0.043***	-0.00100	-0.046***	-0.026*	0.064***	-0.166***	0.0230	-0.040***
PriorRet	-0.199***	-0.0100	-0.082***	-0.072***	-0.024*	0.050***	-0.046***	0.059***
	Size	ManagerHold	ChairCEO	GuoyouR	Fraud	Litigation	PriorRet	
Size	1							
ManagerHold	-0.121***	1						
ChairCEO	-0.033**	0.238***	1					
GuoyouR	0.067***	-0.237***	-0.135***	1				
Fraud	-0.0180	-0.0220	0.032**	-0.047***	1			
Litigation	-0.032**	0.111***	0.107***	-0.101***	-0.00800	1		
PriorRet	-0.220***	-0.040***	-0.024*	0.089***	-0.0180	0.00800	1	

## 3.2 多元回归分析

对回归模型进行多重共线性检验，各组回归的 VIF 均值小于 3，最大 VIF 值均小于 10，说明回归不存在多重共线性问题。全部回归过程均使用[-5,5]窗口期的 CAR 作为投资者价值评估的代理变量。

## 3.2.1 投资者对自愿性 CSR 报告披露行为价值评估的实证结果分析

实证结果显示，投资者对首次披露 CSR 报告产生积极的价值评估， $\beta_1$  系数为 0.011，在 5% 的水平下显著，验证了假设 H1a 的内容，与 Guidry & Patten(2010)和 Wang & Li(2016)的结论一致<sup>[18,19]</sup>。(2)中 Continue 为哑变量， $\beta_1$  系数为 0.005，在 10% 的水平下显著；(3)中 Continue 为连续变量， $\beta_1$  系数为 0.011，在 5% 的水平下显著。假设 H1b 得到验证。

表3 投资者对首次和连续披露 CSR 报告行为的价值评估

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
First	0.011**			0.006		

	(2.12)			(0.96)		
First×EFore				0.009		
				(0.90)		
Continue	0.005*	0.011**		0.011***	0.021***	
	(1.66)	(2.49)		(2.76)	(3.35)	
Continue×EFore				-0.014**	-0.020**	
				(-2.44)	(-2.39)	
EFore				0.010**	0.007	0.006
				(2.19)	(1.55)	(1.50)
ROA	0.050	0.038	0.043	0.024	0.038	0.042
	(1.33)	(1.37)	(1.56)	(0.64)	(1.35)	(1.50)
Leverage	0.045***	0.026**	0.028**	0.041**	0.027**	0.028**
	(2.66)	(2.15)	(2.31)	(2.44)	(2.17)	(2.30)
NetAssetG	0.004	0.003	0.003	0.003	0.003	0.003
	(1.46)	(1.48)	(1.55)	(1.22)	(1.34)	(1.42)
DivChange	0.003	0.004**	0.004**	0.003	0.004**	0.004**
	(1.58)	(2.51)	(2.51)	(1.34)	(2.54)	(2.54)
Size	-0.007**	-0.006***	-0.006***	-0.007**	-0.006***	-0.006***
	(-2.52)	(-2.86)	(-3.13)	(-2.51)	(-2.85)	(-3.11)
ManagerHold	-0.021*	-0.019**	-0.017*	-0.023**	-0.019**	-0.017*
	(-1.92)	(-2.16)	(-1.90)	(-2.05)	(-2.12)	(-1.89)
ChairCEO	0.001	-0.002	-0.003	0.001	-0.002	-0.002
	(0.29)	(-0.64)	(-0.71)	(0.30)	(-0.56)	(-0.66)
GuoyouR	-0.002	-0.010	-0.010	-0.001	-0.010	-0.010
	(-0.17)	(-1.09)	(-1.08)	(-0.08)	(-1.06)	(-1.07)
Fraud	-0.001	-0.002	-0.002	-0.001	-0.002	-0.001
	(-0.07)	(-0.38)	(-0.32)	(-0.16)	(-0.33)	(-0.27)
Litigation	0.015***	0.010***	0.011***	0.016***	0.010***	0.011***
	(3.32)	(2.83)	(3.07)	(3.38)	(2.90)	(3.14)
PriorRet	-9.589***	-10.159***	-10.247***	-9.674***	-10.168***	-10.259***
	(-9.44)	(-12.27)	(-12.32)	(-9.55)	(-12.34)	(-12.39)
Constant	0.160***	0.172***	0.180***	0.163***	0.170***	0.178***
	(3.94)	(5.36)	(5.64)	(4.03)	(5.30)	(5.58)
Industry/ Year/ Markettype	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2811	4454	4530	2811	4454	4530
R <sup>2</sup>	0.102	0.101	0.103	0.104	0.102	0.104
R <sup>2</sup> _a	0.088	0.092	0.094	0.090	0.093	0.095
F	4.599	6.354	6.450	4.561	6.190	6.260

表 4 管理层乐观盈利预测实现对 CSR 报告披露行为投资者价值评估的影响

	(1) Achieve Forecast	(2) Not Achieve Forecast	(3) Achieve Forecast	(4) Not Achieve Forecast	(5) Achieve Forecast	(6) Not Achieve Forecast
First	0.014*	0.007				
	(1.91)	(1.05)				
Continue			-0.002	0.012***	0.003	0.021***
			(-0.34)	(2.74)	(0.49)	(3.23)
ROA	0.084	-0.001	0.109**	0.002	0.120**	0.003
	(1.21)	(-0.03)	(2.21)	(0.06)	(2.44)	(0.08)

Leverage	0.048*	0.031	0.031	0.020	0.037*	0.018
	(1.94)	(1.32)	(1.57)	(1.20)	(1.89)	(1.13)
NetAssetG	0.006**	-0.005	0.006**	-0.002	0.006**	-0.002
	(2.18)	(-1.18)	(2.06)	(-0.52)	(2.26)	(-0.54)
DivChange	0.001	0.006*	0.002	0.006***	0.002	0.006***
	(0.21)	(1.74)	(0.76)	(2.68)	(0.84)	(2.64)
Size	-0.005	-0.009**	-0.006*	-0.006**	-0.008**	-0.006**
	(-1.09)	(-2.50)	(-1.87)	(-2.10)	(-2.26)	(-2.15)
ManagerHold	-0.022	-0.009	-0.020*	-0.008	-0.015	-0.008
	(-1.60)	(-0.47)	(-1.81)	(-0.50)	(-1.43)	(-0.55)
ChairCEO	-0.006	0.007	-0.010*	0.004	-0.009*	0.004
	(-0.92)	(1.09)	(-1.95)	(0.85)	(-1.88)	(0.71)
GuoyouR	0.008	-0.002	-0.004	-0.014	-0.005	-0.013
	(0.40)	(-0.15)	(-0.27)	(-1.26)	(-0.33)	(-1.22)
Fraud	0.003	-0.005	-0.005	-0.000	-0.004	-0.000
	(0.26)	(-0.46)	(-0.57)	(-0.01)	(-0.47)	(-0.00)
Litigation	0.021***	0.011*	0.012**	0.008*	0.014***	0.009*
	(3.05)	(1.72)	(2.38)	(1.67)	(2.68)	(1.75)
PriorRet	-6.968***	-11.962***	-8.277***	-11.611***	-8.580***	-11.579***
	(-5.05)	(-9.89)	(-6.79)	(-11.92)	(-6.74)	(-11.97)
Constant	0.115*	0.222***	0.175***	0.179***	0.195***	0.181***
	(1.89)	(3.93)	(3.52)	(4.15)	(3.89)	(4.24)
Industry/ Year/Markettype	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1211	1600	1866	2588	1908	2622
R <sup>2</sup>	0.086	0.147	0.083	0.133	0.086	0.134
R <sup>2</sup> _a	0.055	0.124	0.063	0.119	0.066	0.120
F	2.030	4.736	2.624	6.574	2.632	6.648

### 3.2.2 管理层乐观盈利预测实现对 CSR 报告披露行为投资者价值评估的影响

管理层乐观盈利预测实现的调节效应检验结果见表 4 的(4)-(6)列, 第(4)列为首次披露 CSR 报告的市场反应, 交乘项系数  $\beta_3$  为 0.009, 不具有显著性, 假设 H2a 未得到验证。表 5 为分组检验的结果, (1)-(2)列为投资者对首次披露 CSR 报告的反应, 仅在管理层乐观盈利预测实现时, 首次披露行为得到显著为正值评估 ( $\beta_1=0.014, t=1.91$ ), 证实了投资者对首次披露 CSR 报告行为的判断受到信号驱动。调节效应的结果不显著是因为投资者对 CSR 报告的反应受信号驱动程度较强, 更看重首次披露的 CSR 报告本身传递出的信号, 而不是将这一行为简单归因到管理层乐观盈利实现的潜在因素。表 4 中的第(5)列和第(6)列交乘项系数分别为-0.014 和-0.02, 均在 5%的水平下显著为负, 说明管理层乐观盈利预测的实现抑制了投资者对 CSR 报告的连续披露产生积极反应。表 5 的第(3)列和第(5)列展现了信号驱动的结果,  $\beta_1$  均不显著。管理层盈利预测未实现时, Continue 分别作为哑变量和连续变量时  $\beta_1$  系数为 0.012 和 0.021, 均在 1%的水平上显著为正, 证实了投资者对 CSR 报告连续披露行为的价值评估受情感驱动而产生。假设 H2b 得到验证。

## 4 结论

利用 2007-2019 年中国 A 股上市公司数据进行实证检验, 研究发现, 投资者对 CSR 报告的首次和连续披露产生积极反应, 并且对首次披露行为的反应受信号驱动, 对连续披露行为的反应受情感驱动。本文部分结论验证了现有文献中的观点, 并在此基础上进行了完善和

补充。Wang & Li(2016)在对首次披露 CSR 报告市场反应的研究样本包含了强制和自愿披露的所有样本,也没有对市场反应产生的驱动因素进行分析<sup>[19]</sup>。本文样本仅包含自愿披露 CSR 报告的公司,排除合法性动机对公司信息披露决策的影响,明晰了首次披露 CSR 报告行为向市场释放的信号,并证实投资者对首次披露 CSR 报告的市场反应受信号驱动。本文将关注点放在 CSR 报告本身来研究连续性 CSR 对企业价值的影响,证明 CSR 报告的披露会向市场释放积极信号,影响投资者当前的价值判断。最新发现了 CSR 报告连续披露行为能带来强烈的积极市场反应,并证明这种反应是投资者受情感驱动而产生的。冉戎等(2016)和 Jeong(2018)对连续 CSR 行为的定义均掺杂了 CSR 的质量因素<sup>[11,20]</sup>,发现连续性 CSR 行为能显著改善企业价值。本文对连续披露 CSR 报告的定义更具有普适性,分别使用哑变量和连续变量进行定义,既包含了连续披露 CSR 报告的状态,又能体现 CSR 报告披露的连续性程度,而且没有掺杂评级机构发布的 CSR 评级信息因素,结果更加干净。

## 附录

附 1 变量的度量方式

变量名称	符号	解释
被解释变量		
累计异常报酬率	CAR	利用市场法计算的个股累计异常报酬率,事件窗口为[-5,5];估计窗口为[-120,-11]
解释变量		
首次披露 CSR 报告	First	首次披露 CSR 报告取 1, 否则取 0
持续披露 CSR 报告	Continue	哑变量: 连续两期披露 CSR 报告取 1, 否则取 0;
管理层乐观盈利预测实现	EFore	连续变量: 连续披露 CSR 报告期数/样本期内公司经营年数 实际 EPS 达到管理层的乐观盈余预测时取 1, 否则取 0
协变量和控制变量		
企业规模	Size	总市值的自然对数
净资产增长率	NetAssetG	(本期期末净资产-上期期末净资产)/上期期末净资产
管理层持股比例	Mngmhdn	管理层持股股数/总股本
两职兼任	ChairCEO	CEO 兼任董事长取 1, 否则取 0
国有股比例	GuoyouR	国有股占总流通股比例
发生违规事件	Fraud	当年有违规事件发生取 1, 否则取 0
诉讼风险	Litigation	公司所在行业为高诉讼风险行业时取 1, 否则取 0
前期回报率	PriorRet	估计期的市场报酬率均值
总资产报酬率	ROA	净利润/股东权益平均余额, 股东权益平均余额=(股东权益期末余额+股东权益期初余额)/2
每股收益	EPS	净利润/总股数
营业毛利率	GProRatio	(营业收入-营业成本)/营业收入
应收账款周转率	RecvTurn	营业收入/应收账款平均余额, 应收账款平均余额=(期初应收账款+期末应收账款)/2
存货周转率	InvTurn	营业收成本/存货平均余额, 存货平均余额=(期初存货+期末存货)/2
财务杠杆	Leverge	资产负债率=期末负债总额/期末资产总额
速动比率	QuickRatio	速动资产/流动负债
现金债务比	CashtoDebt	经营活动净现金流/流动负债
销售增长率	SalesG	(本期销售收入-上期销售收入)/上期销售收入的绝对值
净利润增长率	NetProfitG	(本期净利润-上期净利润)/上期净利润
现金流增长率	CashFlowPSG	(本期经营活动净现金流-上期经营活动净现金流)/上期经营活动净现金流
每股股利变动比率	DivChange	(本期税前每股派息-上年同期税前每股派息)/上年同期税前每股派息
现金股利保障倍数	GuaraMult	经营活动产生的现金流量净额本期值/实收资本本期期末值/税前每股派息
行业虚拟变量	Industry	以 0 或 1 取值的行业虚拟变量
年度虚拟变量	Year	以 0 或 1 取值的年度虚拟变量

市场类别虚拟变量

Markettype

以 0 或 1 取值的市场类型虚拟变量

## 参考文献

- [1] Lin-Hi N, Blumberg I. The link between (not) practicing CSR and corporate reputation: Psychological foundations and managerial implications[J]. *Journal of Business ethics*, 2018, 150(1): 185-198.
- [2] Bushee BJ, Miller GS. Investor relations, firm visibility, and investor following. *The Accounting Review*, 2012, 87(3): 867-897.
- [3] Frías-Aceituno JV, Rodríguez-Ariza L, García-Sánchez IM. The role of the board in the dissemination of integrated corporate social reporting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2013, 20(4): 219-233.
- [4] Brammer S, Millington A. Firm size, organizational visibility and corporate philanthropy: An empirical analysis[J]. *Business Ethics: A European Review*, 2006, 15(1): 6-18.
- [5] Barnea A, Rubin A. Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 2010, 97(1), 71-86.
- [6] Cho C H, Michelon G, Patten D M, et al. CSR disclosure: the more things change...?[J]. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2015, 28(1): 14-35.
- [7] Sun W, Zhao C, Wang Y, et al. Corporate social responsibility disclosure and catering to investor sentiment in China[J]. *Management Decision*, 2018, 56(9): 1917-1935.
- [8] Dhaliwal D, Li O Z, Tsang A, et al. Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2014, 33(4): 328-355.
- [9] Šontaitė-Petkevičienė M. CSR reasons, practices and impact to corporate reputation[J]. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 2015, 213: 503-508.
- [10] Baker M, Wurgler J. Investor sentiment and the cross-section of stock returns[J]. *The journal of Finance*, 2006, 61(4): 1645-1680.
- [11] 冉戎,王丁,谢懿. 非政府组织关联, 责任战略延续性与融资约束[J]. *南开管理评论*, 2016, 19(3): 178-192.
- [12] Egginton J F, McBrayer G A. Does it pay to be forthcoming? Evidence from CSR disclosure and equity market liquidity[J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2019, 26(2): 396- 407.
- [13] Guiral A, Moon D, Tan H T, et al. What drives investor response to CSR performance reports?[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2020, 37(1): 101-130.
- [14] Lee D. Corporate social responsibility and management forecast accuracy[J]. *Journal of Business Ethics*, 2017, 140(2): 353-367.
- [15] 刘媛媛,韩艳锦. 上市公司社会责任报告规制制度演进及合规分析[J]. *财经问题研究*, 2016 (4) :103-109.
- [16] Merton, R. C. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance*, 1987, 42(3): 483-510.
- [17] 王诗雨,汪官镇,陈志斌. 企业社会责任披露与投资者响应--基于多层次资本市场的研究[J]. *南开管理评论*, 2019, 22(01): 151-165.

- [18] Guidry R P, Patten D M. Market reactions to the first-time issuance of corporate sustainability reports: Evidence that quality matters[J]. Sustainability Accounting, Management and Policy Journal, 2010, 1(1): 33-50.
- [19] Wang K T, Li D. Market reactions to the first-time disclosure of corporate social responsibility reports: Evidence from China[J]. Journal of Business Ethics, 2016, 138(4): 661-682.
- [20] Jeong K H, Jeong S W, Lee W J, et al. Permanency of CSR activities and firm value[J]. Journal of Business Ethics, 2018, 152(1): 207-223.

## Investors' Valuation of Voluntary CSR Disclosure

Yang Yan, Chen Lu

(Business School, Hunan University, Changsha City / Hunan Province, 410006)

**Abstract:** Taking Chinese A-share listed companies from 2007 to 2019 as research samples, this paper studies the investors' reactions to the first and continuous disclosure of Corporate Social Responsibility (CSR) reports, and verifies that investors' value evaluation of the two kinds of CSR report disclosure behaviors is driven by different factors. It is found that investors' first and continuous disclosure of CSR report will produce positive value evaluation. The group test and moderating effect test were conducted on the realization of management optimistic earnings forecast. It was found that investors' value evaluation of the first disclosure behavior of CSR report was driven by signal, and that the value evaluation of continuous disclosure behavior was driven by emotion. The realization of management optimistic earnings forecast restrained investors' positive evaluation on the behavior of continuous disclosure of CSR reports, but had no significant effect on investors' reaction to the first disclosure of CSR reports.

**Keywords:** CSR report; information disclosure; value evaluation; driving factor