



财务透明度、市场化进程 与企业社会责任报告鉴证效应

张正勇^{1,2}, 戴泽伟³

1 南京财经大学 会计学院, 南京 210023

2 南京大学 商学院, 南京 210023

3 西南财经大学 会计学院, 成都 611130

摘要: 管理层披露的企业社会责任报告能够传递企业社会责任表现信息, 有效弥补单纯财务信息无法充分揭示企业价值的不足, 有助于投资者将财务信息与环境、社会和治理等非财务信息结合起来更准确地对公司未来盈利作出预测。然而, 目前中国资本市场企业社会责任信息披露制度建立尚不完善, 基于企业社会责任工具假说, 披露社会责任报告的企业更侧重考虑监管部门政策规制的目标, 与利益相关方进行沟通的意识和主动性较为淡薄。管理层可能借着社会责任信息披露监管政策的幌子, 将企业社会责任报告加以工具性利用, 以进行信息披露操控的自利行为。因此, 如果聘请专业机构出具企业社会责任报告鉴证意见无疑会增强信息可靠性, 制约管理层的自利倾向, 提高非财务信息披露质量。

基于信号传递理论, 从分析师盈利预测的视角, 实证检验企业社会责任报告鉴证是否可以为投资者提供对其决策有用的非财务信息。以2008年至2014年中国沪深A股上市公司发布的3 084份企业社会责任报告为研究样本, 使用修正横截面Jones模型计量财务透明度, 以所有分析师对公司盈利预测均值的标准差以及与该公司实际盈余之差绝对值标准化处理后分别衡量分析师盈利预测误差和分歧度, 采用Stata 13.0软件和Heckman两阶段自选择矫正模型进行分析, 检验企业社会责任报告鉴证对分析师盈利预测的影响以及财务透明度和市场化进程对企业社会责任报告鉴证与分析师盈利预测关系发挥的调节作用。

研究结果表明, 当专业机构出具企业社会责任报告鉴证意见时, 分析师盈利预测误差越低, 预测分歧度也越小。进一步区分财务透明度和市场化程度的研究发现, 企业社会责任报告鉴证对分析师盈利预测准确性的提升效果在财务透明度较低和处于市场化进程较高地区的公司中更加明显。在尽可能控制内生性问题后, 研究结论依然成立。以上所有结果仅在强制披露组样本中存在。

研究结果验证了企业社会责任报告鉴证能够有效提高公司非财务信息质量, 为分析师决策提供有用的信息, 其作用还会受到公司财务透明度和所在地区市场化程度等因素的影响, 丰富了企业社会责任报告鉴证经济后果方面的研究, 对政策制定者进一步评估和完善企业社会责任信息披露制度具有一定的参考价值。

关键词: 企业社会责任报告鉴证; 非财务信息质量; 分析师盈利预测; 财务透明度; 市场化进程

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **doi:** 10.3969/j.issn.1672-0334.2017.02.011

文章编号: 1672-0334(2017)02-0132-16

收稿日期: 2016-08-13 **修返日期:** 2017-01-25

基金项目: 国家自然科学基金(71402068); 教育部人文社会科学研究基金(12YJCZH297); 江苏高校哲学社会科学研究项目(2016SJB630039); 江苏高校“青蓝工程”资助

作者简介: 张正勇, 管理学博士, 南京财经大学会计学院副教授、南京大学商学院博士后, 研究方向为社会责任会计与报告、公司治理等, 代表性学术成果为“企业家人口背景特征与社会责任信息披露——来自中国上市公司社会责任报告的经验证据”, 发表在2013年第4期《中国人口·资源与环境》, E-mail: zzy5579453@163.com
戴泽伟, 管理学博士, 西南财经大学会计学院讲师, 研究方向为财务会计理论、资本市场和企业社会责任等, 代表性学术成果为“历史财务信息的资源配置功能——关于历史财务信息悖论的解读”, 发表在2011年第6期《厦门大学学报(哲学社会科学版)》, E-mail: 276266636@qq.com

引言

管理层披露的企业社会责任报告能够传递企业社会责任表现信息,有助于企业外部利益相关者的决策。近年来,随着企业社会责任报告发布数量日益增多,投资者和监管机构越来越关注报告质量,而鉴证是提高报告可信度和质量的重要措施。在上海证券交易所和深圳证券交易所等监管部门以及中国纺织业工业协会、中国银行业协会和中国工业经济联合会等行业协会先后出台了一系列企业社会责任报告鉴证鼓励政策后,经第三方专业机构鉴证的企业社会责任报告数量大幅增加,从2008年的7家上升至2014年的88家^[1-2]。

基于利益相关者理论,企业对不同利益相关者承担着一定的社会责任,企业履行社会责任对企业价值有一定的影响^[3]。作为资本市场中一种重要的非财务信息披露形式,政策界和实务界尤其关注企业社会责任报告及其鉴证能否释放企业社会责任实践和责任危机应对情况有效性的信息,改善公司的信息环境,进而有助于企业外部投资者的决策。由于企业的信息环境无法直接度量,国内外众多学者在研究中普遍使用分析师盈利预测准确性作为衡量的替代指标^[4-5]。作为资本市场中的信息中介,分析师发挥着不可替代的关键性作用,他们利用专业知识和信息收集加工的相对优势,通过调研收集、评估上市公司公开披露的财务和非财务信息,对企业未来发展前景进行研判,对其会计盈余进行预测,向市场参与者提供合理反映公司内在价值的信息。因此,研究企业社会责任报告鉴证对分析师盈利预测误差和分歧度的影响,对理解鉴证是否能为投资者提供有用的增量信息以及评价监管部门企业社会责任报告鉴证鼓励政策的实施效果有着重要的理论和现实意义。以2008年至2014年中国A股非金融类上市公司发布的3 084份企业社会责任报告为样本,从分析师盈利预测视角,采用控制自选择偏误的Heckman两阶段回归方法实证检验企业社会责任报告鉴证是否可以为投资者提供有用的非财务信息。

1 相关研究评述

1.1 社会责任信息披露与分析师盈利预测

作为一种自愿性非财务信息披露机制,企业社会责任报告能够有效弥补单纯财务信息无法充分揭示企业可能存在的风险和不确定性因素,改善资本市场信息环境,提高分析师盈利预测的准确性。SIMMS^[6]针对欧洲9个国家400多位基金经理和分析师的调查显示,约80%的受访者认为企业社会责任表现从长期来看会影响公司价值,50%左右的受访者表示他们在投资决策中会使用到管理层披露的社会责任信息。DHALIWAL et al.^[7]以1993年至2007年美国公司发布的1 190份企业社会责任报告为样本,研究发现报告质量与权益资本成本具有显著负相关关系,同时会增加分析师和机构投资者的关注度;DHALIWAL et al.^[4]基于全球31个国家1 297家企业在

1994年至2007年发布的7 108份企业社会责任报告研究发现,企业社会责任信息披露质量与分析师盈利预测偏差具有显著的负相关关系。然而,李妹等^[8]基于2008年至2010年中国上市公司发布的3 740份企业社会责任报告研究却发现,企业社会责任报告质量高低对权益资本成本的影响并不显著,机构投资者持股比例对于企业社会责任报告与权益资本成本的关系也无显著影响。已有研究表明,部分公司社会责任报告披露决策存在组织间模仿行为^[9],企业社会责任报告披露印象管理行为普遍存在^[10-11]，“报喜不报忧”，并且缺乏第三方专业机构鉴证，以致企业社会责任报告可靠性大打折扣，信息增量价值较低，对投资者的参考价值十分有限。与财务报告审计和内部控制报告鉴证强制要求不同，中国国内企业社会责任报告鉴证活动完全是管理层的自愿决策行为。目前，中国A股上市公司整体社会责任报告自愿鉴证比例处于7%以下低水平^[12]，而全球企业社会责任报告中超过20%都经过了鉴证，其中全球250强企业社会责任报告鉴证比例更是高达63%^[13]。

1.2 企业社会责任报告鉴证的经济后果

作为自愿鉴证行为,针对企业社会责任报告鉴证的研究可以丰富审计领域已有的文献^[14]。近年来国际上对企业社会责任报告鉴证的研究都是基于发达市场,使用大样本数据的实证研究不多。COHEN et al.^[15]采用行为实验的方法,发现分析师对企业社会责任信息的需求与日俱增且更加偏好于经过鉴证的信息;CASEY et al.^[16]使用美国资本市场数据,研究发现鉴证尤其是经过会计师事务所鉴证增加了社会责任信息的价值相关性,有助于分析师准确、客观地对社会责任信息进行解读来形成自己的盈利预测,而不是单纯的依靠私有信息和主观猜测,从而显著降低分析师预测误差和分歧度。而关注这一话题的中国学者寥寥,且主要集中在企业社会责任报告鉴证决策的驱动因素^[12,17]、市场反应^[18-19]及其对个人投资者投资决策的影响^[20],而对分析师盈利预测行为等经济后果的探索较为匮乏,究其原因在于过去中国企业社会责任报告鉴证数量不多,可获得性不强,但随着中国企业社会责任报告鉴证数量逐年递增、可获得性增强,进行此类研究已十分必要,也有此可能。

HUANG et al.^[21]通过对2004年至2015年发表在13本国际顶尖会计学期刊上的47篇社会责任会计经典研究文献进行系统梳理后发现,已有企业社会责任报告鉴证决策驱动因素和经济后果的研究结论并不一致。不过遗憾的是,已有国际主流会计学期刊关于企业社会责任报告鉴证决策的研究主要是以美国等发达市场为主,鲜有针对中国等新兴市场的考察。新兴市场与发达市场在财务透明度、市场化进程等公司层面和市场层面的显著差异,决定了我们不可能直接沿袭发达市场的研究方法,但同时也为我们提供了重要的研究机会,有助于揭示中国等新兴市

场国家非财务信息披露的内在发展规律和特点。然而,中国国内已有研究大都围绕企业社会责任报告披露与分析师盈利预测的关系进行探讨,并未考虑企业社会责任报告鉴证意见对分析师盈利预测的影响,尤其是在中国当前企业社会责任报告内容和形式存在较大随意性和不一致性、总体质量较差的现实背景下,探讨企业社会责任报告鉴证能否从实质上改善资本市场信息环境、降低分析师的盈利预测偏差成为一个值得深入研究的问题。

2 理论分析和研究假设

2.1 企业社会责任报告鉴证与分析师盈利预测

信号传递理论认为,自愿性信息披露有助于降低资本市场信息不对称,为投资者决策提供有用的增量信息。然而,2009年在政府监管政策的推动和引导下,中国企业社会责任披露才开始正式进入密集和常规披露态势,且呈现强制披露与自愿披露并存的独特二元态势,自愿披露比例不足整体的三分之一^[22],大多数企业的信息披露行为还停留在效仿和强制信息披露阶段^[23],企业社会责任报告更多的是作为管理层掩饰失德行为的“自利工具”而非“价值利器”。因此,企业社会责任报告要想获得投资者的信任,必须通过专业机构鉴证,以增进企业社会责任报告的信息价值,提高相关议题的管理质量,说明企业经营过程对利益相关方的影响,以利于分析师等投资者准确、客观地对社会责任信息进行解读,形成自己的盈利预测,而不是单纯的依靠私有信息和主观猜测^[24]。管理层主动引进第三方专业机构对企业社会责任报告进行鉴证,增加了企业社会责任报告信息的可信度,是向资本市场利益相关者传递的一种积极信号。具体而言,一方面,企业引进第三方专业机构对其发布的企业社会责任报告进行鉴证,向资本市场利益相关者传递了反映公司内在价值的信息,势必会影响股票流动性和资产定价;另一方面,企业社会责任报告鉴证使投资者知晓公司社会责任绩效的有用信息,可以降低分析师等投资者因企业社会责任报告质量不高而关注度有限所导致的盈利预测偏差。因此,公司聘请专业机构对其企业社会责任报告进行鉴证,会提高报告质量和可靠性,帮助分析师对公司未来的收益和风险做出更好的研判,降低其盈利预测偏差。综上分析,本研究提出假设。

H₁ 企业社会责任报告经过第三方专业机构鉴证的公司,其分析师盈利预测误差越小,预测分歧度越低。

2.2 财务透明度、企业社会责任报告鉴证与分析师盈利预测

已有研究发现,企业财务信息披露与分析师盈利预测偏差具有显著的负相关关系^[25-26]。但当公司财务透明度较低时,企业信息环境不确定性会随之增强,分析师可能更加难以准确了解公司内部真实绩效。然而,大量经验证据表明,公司自愿披露的

管理层讨论和分析、未来发展前景、公司履行社会责任等非财务信息能够为分析师等投资者提供有价值的增量信息,有助于缓解资本市场信息环境的不确定性,提高分析师盈利预测的准确性,提升公司价值和盈余质量等^[27-30]。VERRECCHIA^[31]基于信号传递理论分析,认为与自愿披露的财务信息相比,管理层自愿披露的社会责任信息同样能够提高公司财务透明度,进而降低投资者的估计误差。对分析师而言,随着政府和公众对企业环境和社会风险的日益关注以及对企业财务透明度要求的不断提高,企业的社会责任实践和危机应对情况已成为公司价值分析的重要基础,由于当前的财务信息披露无法全面揭示企业面临的风险,特别是当企业财务透明度较低时,企业披露的社会责任信息等非财务信息的价值优势便更加突出,对于分析师等投资者深入了解公司未来发展前景、面临的机遇和挑战等具有很大帮助,能够进一步降低分析师的盈利预测偏差。DHALIWAL et al.^[4]研究发现,企业社会责任信息披露在降低分析师盈利预测误差和分歧度上的作用,在财务透明度较低的公司中更加显著。

然而,孟晓俊等^[32]分析认为,企业社会责任信息披露作用的发挥受制于企业是否真实、适当地进行披露。此时,鉴证则是增强企业社会责任报告质量和可靠性的最有效手段,它可以向信息使用者表明公司披露的社会责任信息具有恰当证据支持其可验证性和准确性。权小锋等^[22]发现,经过第三方鉴证机构进行信息审核和鉴证的企业,企业社会责任报告的工具性得到抑制,并制约了管理层的自利倾向,而未经鉴证的社会责任信息有效性和可靠性较差,更容易被管理层利用以掩饰其自利性行为。本研究认为,当公司财务透明度较低时,企业社会责任报告鉴证向资本市场传递了更多与公司价值相关的有用信息,这些信息将增强分析师对公司真实绩效的洞悉,更好地改善公司的信息环境,对分析师盈利预测偏差的降低效果就越明显。综上分析,本研究提出假设。

H₂ 公司财务透明度越差,企业社会责任报告鉴证对分析师盈利预测误差和预测分歧度的降低效果就越大。

2.3 市场化进程、企业社会责任报告鉴证与分析师盈利预测

WILLIAMS et al.^[33]研究表明,企业社会责任表现与公司价值的关系很大程度上会受到一国文化和社会制度环境的影响。随着中国市场化程度的不断深入,市场化进程已成为研究企业行为必须重视的一项重要外部制度背景,已有的大量研究发现,制度环境重要因素之一的地区市场化进程会在很大程度上影响微观企业的经济行为,包括对公司价值、资本结构、审计师的选择以及自愿性信息披露的影响等。鉴于此,考虑到中国各地区因历史、地理位置、政府行政干预等因素的差异使不同省份市场化进程发展迥异,不同省份的法律执行力度和监管水平也存在

较大差距,这些都可能导致企业社会责任信息披露及鉴证的经济后果产生影响。

当公司处在法律保护较强、政府干预较弱等市场化程度较高的地区时,市场或利益相关者对企业在环境保护和产品质量等社会责任方面的履行情况的规范性和运作效率等要求就越高,监督也更为有效。程新生等^[29]认为,中国企业非财务信息披露具有显著的“制度依存性”特征。在市场化进程快的地区,政府对市场的干预更低,中介机构发育更完善,从而当地企业的生产经营活动受到政策因素的影响更小,此时契约经济起到关键性的作用,而关系经济进一步弱化,退居次要地位,资本市场交易动机驱使高价值公司有着更强烈的自愿信息披露动机;尤其是在市场化进程快的地区面临激烈产品市场竞争的情形下,这类公司倾向于自愿披露更多、更高质量的社会责任信息^[34],以反映出会计信息未能表达的企业整体状况,从而降低投资者在投资决策中对企业会计盈余信息的依赖。因此,市场化程度高的地区的公司发布企业社会责任报告并且聘请专业机构对报告信息进行鉴证,有助于分析师对公司未来盈利状况做出更加准确地预测。而在市场化程度较低的地区,政府干预较强,法律对于投资者保护程度较低,要素市场和中介机构发展也不完善,企业在环境污染和产品质量等社会责任方面不佳表现的违法成本较低,使其对公司价值影响较小,此时公司发布的企业社会责任报告及其鉴证意见对分析师而言决策价值较低,信息增量作用也就相对较为有限。综上分析,本研究提出假设。

H₃ 公司所在地区市场化进程越高,企业社会责任报告鉴证对分析师盈利预测误差和预测分歧度的降低效果就越大。

3 研究样本和数据

3.1 样本选择

本研究样本为2008年至2014年中国沪深股市发布企业社会责任报告的上市公司,确定样本期间基于3点考虑:①2009年开始中国企业社会责任披露呈现密集和常规披露态势;②中国监管部门和各行业协会陆续从2008年开始出台系列政策,鼓励上市公司对披露的企业社会责任报告进行鉴证;③分析师盈利预测误差和分歧度需用样本公司披露年度后一年的预测值进行计算。为了保持数据的可比性及剔除异常值对回归结果的影响,本研究还对变量做如下处理:①删除年报披露期间分析师预测报告发布次数少于2的公司样本;②删除金融类、ST类企业;③删除财务数据不全的公司;④对进入回归的相关财务数据及比例在1%和99%百分位进行缩尾处理,以下数据报告均基于处理后的数据结果。最终,本研究得到3 084份发布企业社会责任报告的样本,其中有79份报告经过专业机构鉴证。公司治理数据、财务数据和分析师盈利预测数据均来自于国泰安数据库,企业产权性质数据来自于色诺芬数据库,上市

公司企业社会责任报告及其鉴证意见来自润灵环球责任评级对企业社会责任报告评级的统计数据。

3.2 变量测量

(1)分析师盈利预测。借鉴DHALI WAL et al.^[4-5]和谭松涛等^[35]的研究,本研究分别使用分析师对发布企业社会责任报告公司盈利预测的误差(*Ferror*)和分歧度(*Dispersion*)测量分析师盈利预测偏差,该数值越小,表示分析师盈利预测的偏差越小。

(2)企业社会责任报告鉴证(*Assurance*)。如果上市公司企业社会责任报告经过第三方专业机构鉴证(不包括邀请专家和名人发表“相关方证言”),*Assurance*取值为1,否则取值为0。

(3)控制变量。已有研究表明,盈余变动幅度越大,分析师的盈利预测误差和分歧度越高^[36];依据信息不对称理论,企业财务透明度越高、分析师跟踪人数越多,意味着其披露的与企业价值相关的信息数量越多,准确性也越高,有助于降低分析师盈利预测误差和分歧度^[5,16];徐鑫等^[37]、伍燕然等^[38]和LIN et al.^[39]在控制公司财务透明度后发现,第一大股东持股比例、高管持股比例等公司治理变量与分析师盈利预测偏差存在显著的负相关关系;徐虹等^[40]和邢立全等^[41]研究发现,市场化程度、公司规模、企业性质等都可能影响分析师盈利预测的准确性。为保证研究结果更加稳健,本研究在多元回归分析中控制上述因素的影响,同时还控制了行业和年度因素的影响。变量具体定义见表1。

3.3 模型设计

由于企业社会责任报告鉴证是企业自愿行为,并不是所有企业均对发布的企业社会责任报告进行鉴证,不可避免地存在样本的自选择问题。为此,本研究采用Heckman两阶段方法克服样本自选择因素的影响。第一阶段解释变量主要参考已有关于企业社会责任报告鉴证与否决定因素的研究^[12,17],构建模型为

$$\begin{aligned} Assurance_{i,t} = & a_0 + a_1 Trust_{i,t} + a_2 Law_{i,t} + a_3 Elements_{i,t} + \\ & a_4 Badnews_{i,t} + a_5 Mimetic_{i,t} + \\ & a_6 Coercive_{i,t} + a_7 Size_{i,t} + a_8 Roa_{i,t} + \\ & a_9 Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中,*i*为公司,*t*为时间;*Trust*为公司所在地区信任指数,参考刘宝华等^[44]的研究,使用中国管理科学研究院编制的中国城市商业信用环境指数;*Law*为法律制度环境;*Elements*为要素市场环境,分别用王小鲁等^[43]编制的《中国分省份市场化指数报告(2016)》中的市场中介组织的发育和法律制度环境分指数、要素市场的发育程度分指数测量;*Badnews*为是否有负面媒体报道的虚拟变量,有取值为1,没有取值为0;*Mimetic*为营业收入位居行业前三的公司上年度是否进行企业社会责任报告鉴证;*Coercive*为是否为纺织业或中国工业经济联合会所属上市公司;*Roa*为公司业绩,用净利润除以期末总资产表示;*Lev*为负债率,用期末总负债除以总资产表示;*a*₀为截距项;*a*₁~*a*₉为各解释变量的回归系数;*ε*为残差。本研究将

表 1 变量定义
Table 1 Variables Definition

类型	名称	变量	定义
因变量	分析师盈利预测误差	<i>Error</i>	所有分析师对上市公司盈利预测的均值与该公司实际盈利之差的绝对值,并用年初的股价进行标准化后乘以 100%
	分析师盈利预测分歧度	<i>Dispersion</i>	所有分析师对上市公司盈利预测均值的标准差,并用年初的股价进行标准化后乘以 100%
自变量	企业社会责任报告鉴证	<i>Assurance</i>	润灵环球责任评级对企业社会责任报告评级的统计数据,被鉴证取值为 1,否则取值为 0
控制变量	分析师跟踪人数	<i>Num</i>	上年度年报披露日至本年度年报披露日之间发布盈利预测的分析师人数的自然对数
	盈余波动	<i>Ue</i>	公司当年每股收益与上一年每股收益差的绝对值再除以上一年每股收益的绝对值
	财务透明度	<i>Accrual</i>	根据 KOTHARI et al. [42] 修正的横截面 Jones 模型计算得出
	市场化程度	<i>Market</i>	用王小鲁等 [43] 编制的 2008 年~2014 年中国各省份市场化总指数测量
	高管持股比例	<i>Mgnshr</i>	$\frac{\text{公司前 3 位高管持股数}}{\text{总股数}}$
	第一大股东持股比例	<i>Shrcr1</i>	$\frac{\text{公司第一大股东持股数}}{\text{总股数}}$
	公司规模	<i>Size</i>	年末总资产的自然对数
	企业性质	<i>State</i>	企业性质虚拟变量,国有企业取值为 1,非国有企业取值为 0
	行业	<i>Ind</i>	行业虚拟变量,是该行业取值为 1,否则取值为 0
	年份	<i>Year</i>	年份虚拟变量,是该年取值为 1,否则取值为 0

Assurance 作为模型的被解释变量,回归后计算出 *Imr_Assurance*,并在第二阶段回归中将 *Imr_Assurance* 作为控制变量放入模型中,以修正自选择问题。

为了检验 H_1 ,本研究将待检验的回归方程设定为

$$Error_{i,t+1} = b_0 + b_1 Assurance_{i,t} + b_2 Num_{i,t} + b_3 Ue_{i,t} + b_4 Accrual_{i,t} + b_5 Market_{i,t} + b_6 Mgnshr_{i,t} + b_7 Shrcr1_{i,t} + b_8 Size_{i,t} + b_9 State_{i,t} + Ind_{i,t} + Year_{i,t} + \omega_{i,t} \quad (2)$$

$$Dispersion_{i,t+1} = c_0 + c_1 Assurance_{i,t} + c_2 Num_{i,t} + c_3 Ue_{i,t} + c_4 Accrual_{i,t} + c_5 Market_{i,t} + c_6 Mgnshr_{i,t} + c_7 Shrcr1_{i,t} + c_8 Size_{i,t} + c_9 State_{i,t} + Ind_{i,t} + Year_{i,t} + \psi_{i,t} \quad (3)$$

其中, *Ind* 为行业虚拟变量,以证监会行业分类标准进行划分,其中制造业进一步划分了二级子行业,共设置 20 个行业虚拟变量; *Year* 为年度虚拟变量,7 个研究年度取 6 个虚拟变量。 b_0 和 c_0 为截距项; $b_1 \sim b_8$ 、 $c_1 \sim c_8$ 为各解释变量的回归系数; ω 和 ψ 为残差。在 (2) 式和 (3) 式中,被解释变量 *Error* 和 *Dispersion* 的数值越小,表示分析师盈利预测的偏差越小。根据 H_1 ,本研究预期 (2) 式和 (3) 式中 *Assurance* 的系数 b_1 和 c_1 均显著为负,即企业社会责任报告经过第三方专业机构鉴证的公司,其分析师盈利预测误差越低,预测分歧度越

小。根据 DHALI WAL et al. [4-5]、CASEY et al. [16] 和谭松涛等 [35] 的研究,本研究在模型中控制了影响分析师盈利预测的一些因素。以上模型中各变量的具体定义见表 1。

财务透明度用可操控性应计利润测量,具体计算过程为

$$\frac{Ta_{j,t}}{A_{j,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{j,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta Rev_{j,t}}{A_{j,t-1}} + \beta_3 \frac{Ppe_{j,t}}{A_{j,t-1}} + \beta_4 Roa_{j,t} + \gamma_{j,t} \quad (4)$$

其中, j 为公司; Ta 为第 t 年经营性应计项目总额, $Ta_{j,t} = (\Delta Ca_{j,t} - \Delta Cash_{j,t}) - (\Delta Cl_{j,t} - \Delta Cld_{j,t}) - Dep_{j,t}$, ΔCa 为流动资产增加额, $\Delta Cash$ 为现金及现金等价物增加额, ΔCl 为流动负债增加额, ΔCld 为一年内到期的长期负债增加额, Dep 为折旧及摊销成本; $A_{j,t-1}$ 为上年度总资产; ΔRev 为销售收入增加额; Ppe 为固定资产; $\beta_0 \sim \beta_4$ 为系数; γ 为残差。

$$Accrual_{j,t} = \beta_0 \frac{Ta_{j,t}}{A_{j,t-1}} - \beta_1 \frac{1}{A_{j,t-1}} + \beta_2 \left(\frac{\Delta Rev_{j,t}}{A_{j,t-1}} - \frac{\Delta Rec_{j,t}}{A_{j,t-1}} \right) - \beta_3 \frac{Ppe_{j,t}}{A_{j,t-1}} - \beta_4 Roa_{j,t} \quad (5)$$

其中, ΔRec 为应收账款净值增加额。

将 (4) 式的 $\beta_0 \sim \beta_4$ 代入 (5) 式,得到 *Accrual*。

为了进一步考察企业社会责任报告鉴证对分析

师盈利预测偏差的降低效果是否会受公司财务透明度和所在地区市场化进程的影响,也即是本研究提出的 H_2 和 H_3 ,本研究在(2)式和(3)式的基础上将样本以中位数为标准分组进行回归。具体地,首先,按照公司财务透明度是否大于中位数将样本分成两组,分别估计模型,分别考察 $Assurance$ 的系数 b_1 和 c_1 在财务透明度低和财务透明度高两组回归中是否存在显著差异。其次,使用王小鲁等^[43]编写的2008年至2014年中国各省份市场化指数作为公司所在地区的市场化程度($Market$)的代理变量,按照公司所在地区市场化程度是否大于中位数将样本分成两组,分别估计模型,并分别考察 b_1 和 c_1 在市场化程度高和市场化程度低两组回归中是否存在显著差异。

4 实证分析结果

4.1 变量描述性统计和主要变量差异性检验

表2给出描述性统计和研究变量的差异性检验结果。由表2可知,就分析师盈利预测误差和分歧度看,企业社会责任报告鉴证样本组中 $Error$ 和 $Dispersion$ 的统计数据显著低于未鉴证样本组。具体表现为,企业社会责任报告鉴证样本组中 $Error$ 和 $Dispersion$ 的均值分别为2.738和2.101,明显低于未鉴证样本组的均值3.320和2.848,鉴证样本组的中位数(1.421和1.626)也显著低于未鉴证样本组的(2.069和1.942)。再结合差异性检验发现, z 值分别为1.739和1.650,相伴概率分别为0.082和0.098,均在10%水平上显著,说明分析师对社会责任报告鉴证企业的盈利预测误差和分歧度显著低于企业社会责任报告未鉴证企

业, H_1 得到验证。就主要控制变量看,相对于未鉴证企业,社会责任报告鉴证企业分析师跟踪人数更多,同时具有更高的财务透明度和地区市场化程度。此外,中国非金融行业上市公司企业社会责任报告经过第三方专业机构鉴证的数量仅有79份(占总体2.562%),整体比例较低。为排除多重共线性问题对回归结果的影响,本研究计算各变量的 VIF 值,发现均小于5,说明不存在严重的共线性问题。

4.2 企业社会责任报告鉴证与分析师盈利预测特征

表3给出Heckman两阶段方法第一阶段企业社会责任报告鉴证影响因素的回归结果。由于地区信任指数、法律制度环境、要素市场环境3个制度环境变量之间存在高度相关性,如果放在一起回归,容易因方差膨胀因子不满足要求,使模型不具有解释能力,因此对(1)式进行Probit回归时,在加入其余自变量和控制变量的基础上,上述3个制度环境变量依次单独与企业社会责任报告鉴证进行回归,分析每个制度环境变量独自发挥作用时对企业社会责任报告是否鉴证的影响,根据(1)式分别建立模型1(制度环境变量仅加入 $Trust$)、模型2(制度环境变量仅加入 Law)、模型3(环境制度变量仅加入 $Elements$),回归结果见表3。由表3可知,地区信任指数、法律制度环境和要素市场环境较高地区的公司更倾向于对企业社会责任报告进行鉴证,企业规模等也是显著推动企业对社会报告进行鉴证的重要因素。Heckman两阶段方法第一阶段Probit回归研究变量的系数符号与已有研究的理论预期基本一致,表明第一阶段模型具有较高的有效性。

表2 描述性统计和差异性检验结果

Table 2 Results of Descriptive Statistics and Differences Test

变量	企业社会责任报告鉴证样本 样本数为79			企业社会责任报告未鉴证样本 样本数为3005			z值	p值
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差		
$Error$	2.738	1.421	3.568	3.320	2.069	3.320	1.739*	0.082
$Dispersion$	2.101	1.626	1.612	2.848	1.942	2.811	1.650*	0.098
Num	3.423	3.649	0.870	2.987	3.178	0.938	-4.411***	0
Ue	0.893	0.317	2.959	0.951	0.333	2.830	0.672	0.501
$Accrual$	-0.016	-0.025	0.065	0	-0.009	0.084	1.758*	0.079
$Market$	7.565	7.930	1.704	6.867	6.790	1.795	-3.178***	0.002
$Mgnshr$	0.016	0	0.059	0.035	0.112	0.112	3.331***	0.001
$Shrcr1$	0.484	0.481	0.151	0.398	0.405	0.161	-4.266***	0
$Size$	24.629	24.679	1.310	22.903	22.793	1.406	-9.131***	0
$State$	0.792	1	0.409	0.666	1	0.472	-2.248**	0.025

注: z 值为通过Wilcoxon秩和检验方法得到;*为显著性水平为10%,**为显著性水平为5%,***为显著性水平为1%,双尾检验,下同。

表3 第一阶段:
企业社会责任报告鉴证影响因素回归结果
Table 3 First Phase: Regression Results
of Factors Influencing the Corporate Social
Responsibility Report Assurance

自变量	Probit(因变量: Assurance)		
	模型1	模型2	模型3
<i>Trust</i>	0.461** (2.371)		
<i>Law</i>		0.622* (1.809)	
<i>Elements</i>			0.609* (1.767)
<i>Badnews</i>	-1.917*** (-4.755)	-1.919*** (-4.769)	-1.922*** (-4.780)
<i>Mimetic</i>	0.572** (1.996)	0.577** (2.007)	0.581** (2.021)
<i>Coercive</i>	-0.438 (-1.077)	-0.330 (-0.810)	-0.323 (-0.793)
<i>Roa</i>	5.225 (1.621)	4.797 (1.493)	4.807 (1.498)
<i>Size</i>	0.854*** (7.674)	0.901*** (8.302)	0.901*** (8.292)
<i>Lev</i>	-0.154 (-0.168)	-0.338 (-0.375)	-0.353 (-0.391)
行业	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制
调整 R^2	0.212	0.209	0.208
样本量	3 084	3 084	3 084

表4a和表4b分别给出分析师盈利预测误差和分歧度对企业社会责任报告鉴证指标的全样本回归结果。为了保证研究结论更加稳健,本研究分别进行OLS回归和控制自选择问题后的Heckman两阶段方法第二阶段回归。由表4a第5列~第7列和表4b第5列~第7列的回归结果可知, $Imr_Assurance$ 均显著异于0。一方面,说明本研究主回归(即Heckman两阶段回归)确实存在样本自选择;另一方面,在考虑了自选择后,Heckman两阶段回归基本与OLS回归结论一致,表明使用Heckman两阶段法有效控制了样本的自选择问题。

在控制相关变量等因素影响后,由表4a第2列和第5列可以看出,当以分析师盈利预测误差作为分析师盈利预测偏差的代理变量时,企业社会责任报告鉴证指标的系数分别在1%和5%的水平上显著为负。由表4b第2列和第5列可知,当以分析师盈利预测分歧度作为分析师盈利预测偏差的代理变量时,企业

社会责任报告鉴证指标系数分别在10%和5%的水平上显著为负。上述结果证实了经过第三方专业机构鉴证的企业社会责任报告能够有效提升公司非财务信息披露质量,降低分析师盈利预测误差和分歧度, H_1 得到验证。

区别于美国等发达资本市场企业社会责任报告自愿披露的制度环境,中国上市公司社会责任报告披露呈现出独特的强制与自愿披露并存的二元化态势,当前监管部门强制要求“上证180、公司治理板块、金融类和深证100指数”的上市公司披露社会责任报告,其他上市公司则是鼓励其有条件时积极自愿披露。因此,鉴证对分析师盈利预测的影响在企业社会责任报告两种不同的披露环境下可能并不一致。基于此,本研究进一步将全样本划分为强制披露组(样本数为1 990)和自愿披露组(样本数为1 094),由表4a第3列和第6列、表4b第3列和第6列强制披露组回归结果可知,无论是OLS回归,还是Heckman两阶段回归, $Assurance$ 系数在因变量为 $Ferror$ 时在5%水平上显著为负、在因变量为 $Dispersion$ 时在10%水平上显著为负,而自愿披露组 $Assurance$ 系数均不显著。这表明在中国资本市场,企业社会责任报告鉴证能够显著降低分析师盈利预测偏差的效果仅在强制披露公司中存在,而在自愿披露公司中并不存在。本研究结论与权小峰等^[22]提出的中国资本市场中存在的企业社会责任“工具假说”不谋而合,目前中国资本市场企业社会责任信息披露制度尚不完善,相对于自愿披露社会责任报告的企业,强制披露企业更侧重考虑监管部门政策规制的目标,与利益相关方进行沟通的意识和主动性更为淡薄。因此强制披露公司管理层更可能借着社会责任信息披露监管政策的幌子,将企业社会责任报告加以工具性利用,以进行信息披露操控或印象管理的自利行为,降低了社会责任信息有效性和可靠性。因此,强制披露组的公司如果聘请专业机构出具企业社会责任报告鉴证意见无疑会显著增加信息可信度,抑制企业社会责任报告的“工具性”,制约管理层的自利倾向,改善公司信息环境,降低分析师的盈利预测偏差。

4.3 财务透明度、企业社会责任报告鉴证与分析师盈利预测特征

本研究按照上市公司财务透明度是否大于中位数将全样本分成两组,表5a和表5b分别给出 $Assurance$ 系数在财务透明度低和财务透明度高两组样本中的回归结果,检验是否存在显著差异。由表5a和表5b全样本Heckman两阶段回归结果可知,①当以分析师盈利预测误差作为分析师预测偏差的代理变量时, $Assurance$ 系数在财务透明度低样本组中在1%水平上显著为负,在财务透明度高样本组中虽然为负但不显著;②当以分析师盈利预测分歧度作为分析师预测偏差的代理变量时, $Assurance$ 系数在财务透明度低样本组中在5%水平上显著为负,在财务透明度高样本组中不显著。说明在财务透明度较低时,企业社会责任报告鉴证对分析师预测误差和分歧度的影响

表4a 企业社会责任报告鉴证与分析师盈利预测的回归结果(1)

Table 4a Regression Results of Corporate Social Responsibility Report Assurance and Analyst Earning Forecast (1)

自变量	OLS(因变量: <i>Error</i>)			Heckman(因变量: <i>Error</i>)		
	全样本	强制披露组	自愿披露组	全样本	强制披露组	自愿披露组
<i>Assurance</i>	-1.215*** (-2.733)	-1.087** (-2.438)	-0.579 (-0.444)	-0.985** (-2.215)	-0.911** (-2.039)	-0.300 (-0.232)
<i>Num</i>	-0.536*** (-6.883)	-0.519*** (-5.818)	-0.463*** (-3.191)	-0.501*** (-6.441)	-0.505*** (-5.699)	-0.344** (-2.338)
<i>Ue</i>	0.077*** (3.249)	-0.004 (-0.140)	0.183*** (4.191)	0.068*** (2.885)	-0.011 (-0.402)	0.166*** (3.813)
<i>Accrual</i>	0.736 (0.971)	1.251 (1.319)	-0.174 (-0.141)	0.799 (1.051)	1.405 (1.489)	-0.026 (-0.021)
<i>Market</i>	-0.229*** (-7.193)	-0.194*** (-5.501)	-0.200*** (-3.111)	-0.203*** (-6.002)	-0.182*** (-4.857)	-0.109 (-1.608)
<i>Mgnshr</i>	2.072*** (2.789)	-1.032 (-0.340)	2.844*** (2.995)	2.424*** (3.264)	-0.195 (-0.064)	3.142*** (3.335)
<i>Shrer1</i>	-0.673 (-1.533)	-0.650 (-1.282)	-1.007 (-1.249)	-0.399 (-0.905)	-0.592 (-1.171)	-0.018 (-0.021)
<i>Size</i>	0.496*** (8.349)	0.388*** (5.874)	1.174*** (9.093)	0.679*** (9.053)	0.527*** (6.232)	1.589*** (9.909)
<i>State</i>	-0.673 (-1.971)	-0.312 (-1.558)	0.010 (0.033)	-0.342** (-2.091)	-0.297 (-1.493)	-0.151 (-0.518)
截距项	-5.497*** (-4.495)	-3.118** (-2.287)	-20.510*** (-7.619)	-11.483*** (-6.055)	-7.521*** (-3.530)	-34.262*** (-8.365)
<i>Imr_Assurance</i>				0.298*** (4.204)	0.208*** (2.728)	0.699*** (4.500)
行业和年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.098	0.093	0.153	0.102	0.096	0.169
样本量	3 084	1 990	1 094	3 084	1 990	1 094

注:括号内数据为 t 值,经过 two-way cluster 调整后计算得到,下同。

显著增大。这一结果证实,上市公司社会责任报告经过第三方专业机构鉴证改善了公司信息环境不确定性和非财务信息质量,从而使分析师能够更加客观、准确地对公司价值进行预测, H_2 得到验证。

进一步将样本划分为强制披露组和自愿披露组后,由表5a和表5b的 Heckman 两阶段回归结果可以看出,强制披露组中 *Assurance* 系数在财务透明度低样本组中分别在1% (因变量为 *Error*) 和10% (因变量为 *Dispersion*) 的水平上显著为负,而自愿披露组 *Assurance* 系数在财务透明度低样本组中虽为负但均不显著。表明在中国资本市场,公司财务透明度越低,强制性披露的企业社会责任报告经鉴证后对分析师盈利预测的降低效果要显著优于自愿性披露鉴证。

4.4 市场化程度、企业社会责任报告鉴证与分析师盈利预测特征

本研究按照上市公司所在地区市场化程度是否大于中位数将全样本分成两组,表6a和表6b分别给出 *Assurance* 的系数在市场化程度低和市场化程度高的样本中的回归结果,检验是否存在显著差异。由表6a和表6b全样本 Heckman 两阶段回归结果可知,① 当以分析师盈利预测误差作为分析师盈利预测偏差的代理变量时, *Assurance* 的系数在市场化程度高样本组中在10%水平上显著为负,在市场化程度低样本组中虽然为负但不显著;② 当以分析师盈利预测分歧度作为分析师盈利预测偏差的代理变量时, *Assurance* 的系数在市场化程度高样本组中在10%水平上显著为负,在市场化程度低样本组中不显著。

表4b 企业社会责任报告鉴证与分析师盈利预测的回归结果(2)
Table 4b Regression Results of Corporate Social Responsibility
Report Assurance and Analyst Earning Forecast (2)

自变量	OLS(因变量: <i>Dispersion</i>)			Heckman(因变量: <i>Dispersion</i>)		
	全样本	强制披露组	自愿披露组	全样本	强制披露组	自愿披露组
<i>Assurance</i>	-0.545* (-1.717)	-0.624* (-1.908)	0.548 (0.607)	-1.106** (-2.432)	-0.457* (-1.694)	0.745 (0.839)
<i>Num</i>	-0.139** (-2.493)	-0.213*** (-3.249)	0.053 (0.524)	-0.139** (-2.496)	-0.202*** (-3.109)	0.139 (1.374)
<i>Ue</i>	0.091*** (5.386)	0.058*** (2.937)	0.129*** (4.250)	0.091*** (5.398)	0.051*** (2.589)	0.117*** (3.931)
<i>Accrual</i>	0.909* (1.679)	1.509** (2.170)	0.017 (0.020)	0.918* (1.696)	1.658** (2.397)	-0.220 (-0.257)
<i>Market</i>	-0.113*** (-4.987)	-0.098*** (-3.751)	-0.089** (-1.995)	-0.082*** (-3.417)	-0.074*** (-2.674)	-0.014 (-1.310)
<i>Mgnshr</i>	0.820 (1.545)	0.953 (0.429)	1.066 (1.618)	0.832 (1.568)	1.794 (0.807)	1.315** (2.030)
<i>Shrer1</i>	-0.732** (-2.335)	-0.657* (-1.766)	-1.064* (-1.903)	-0.743** (-2.371)	-0.587 (-1.584)	-0.326 (-0.574)
<i>Size</i>	0.475*** (11.174)	0.420*** (8.656)	0.919*** (10.261)	0.475*** (11.177)	0.557*** (8.983)	1.182*** (10.722)
<i>State</i>	-0.458*** (-3.910)	-0.385*** (-2.620)	-0.322 (-1.605)	-0.457*** (-3.902)	-0.370** (-2.537)	-0.405** (-2.026)
截距项	-5.467*** (-6.259)	-4.231*** (-4.229)	-15.330*** (-8.211)	-5.465*** (-6.259)	-8.550*** (-5.473)	-24.300*** (-8.631)
<i>Imr_Assurance</i>				0.164* (1.722)	0.203*** (3.629)	0.462*** (4.324)
行业和年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.145	0.144	0.196	0.146	0.148	0.210
样本量	3 084	1 990	1 094	3 084	1 990	1 094

说明在市场化程度较高时,企业社会责任报告鉴证对分析师盈利预测误差和分歧度的影响显著增大。这一结果证实,在市场化程度较高的地区,上市公司社会责任表现与公司价值的相关性更高,此时上市公司发布的企业社会责任报告及其鉴证意见对分析师而言决策价值较高,能够提供有价值的增量信息,帮助分析师更加客观、准确地对公司价值进行预测, H₃ 得到验证。

进一步将样本划分为强制披露组和自愿披露组后,由表6a和表6b的 Heckman 两阶段回归结果可知,强制披露组中 *Assurance* 的系数在市场化程度高样本组中分别在1% (因变量为 *Ferror*) 和5% (因变量为 *Dispersion*) 的水平上显著为负,而自愿披露组 *Assurance* 的系数在市场化程度高样本组中均不显著。表明在中国资本市场,公司所在地区市场化程度较

高,强制性披露的企业社会责任报告经鉴证后对分析师盈利预测的降低效果显著优于自愿性披露鉴证。

5 稳健性检验

本研究从以下几个方面对研究结论进行稳健性检验。

(1)企业社会责任报告鉴证的样本采用一一配对方法进行回归。在为进行企业社会责任报告鉴证样本选取配对样本时遵循以下原则,配对样本必须与进行企业社会责任报告鉴证样本规模相近、行业相似、年度一致,并且配对样本在2008年至2014年期间披露企业社会责任报告但未进行报告鉴证。另外,为了保证行业相近,本研究先从行业代码相同的上市公司中查找配对样本,如没有再从两位行业代码

表 5a 财务透明度、企业社会责任报告鉴证与分析师盈利预测的回归结果(1)
Table 5a Regression Results of Financial Transparency,
Corporate Social Responsibility Report Assurance and Analyst Earning Forecast (1)

自变量	Heckman 两阶段回归(因变量: <i>Error</i>)					
	全样本		强制披露组		自愿披露组	
	财务透明度 低样本	财务透明度 高样本	财务透明度 低样本	财务透明度 高样本	财务透明度 低样本	财务透明度 高样本
<i>Assurance</i>	-1.835*** (-2.806)	-0.418 (-0.685)	-1.745*** (-2.633)	-0.515 (-0.946)	-1.275 (-0.642)	0.222 (0.127)
<i>Num</i>	-0.443*** (-4.247)	-0.530*** (-4.548)	-0.451*** (-3.688)	-0.469*** (-4.067)	-0.342* (-1.759)	-0.345 (-1.508)
<i>Ue</i>	0.134*** (3.106)	0.037 (1.279)	-0.004 (-0.064)	-0.015 (-0.481)	0.232*** (3.413)	0.114** (1.976)
<i>Market</i>	-0.245*** (-5.726)	-0.205*** (-4.325)	-0.217*** (-4.474)	-0.179*** (-3.461)	-0.266*** (-3.168)	-0.150 (-1.483)
<i>Mgnshr</i>	3.762*** (4.320)	-0.086 (-0.062)	0.314 (0.090)	-0.880 (-0.167)	4.157*** (3.699)	0.475 (0.274)
<i>Shrcr1</i>	-0.404 (-0.671)	-0.413 (-0.640)	-0.516 (-0.744)	-0.596 (-0.901)	-0.427 (-0.374)	0.480 (0.399)
<i>Size</i>	0.630*** (6.292)	0.741*** (6.536)	0.554*** (4.657)	0.508*** (4.655)	1.197*** (5.811)	2.214*** (8.132)
<i>State</i>	-0.233 (-1.096)	-0.552** (-2.186)	-0.285 (-1.080)	-0.529** (-1.965)	0.214 (0.572)	-1.108** (-2.309)
截距项	-9.652*** (-3.783)	-13.410*** (-4.734)	-7.342** (-2.436)	-7.471*** (-5.639)	-24.310*** (-4.611)	-50.111*** (-7.308)
<i>Imr_Assurance</i>	0.143 (1.443)	0.421*** (4.143)	0.070 (0.635)	0.267*** (2.773)	0.484** (2.314)	1.080*** (4.527)
行业和年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.100	0.107	0.100	0.090	0.124	0.218
样本量	1 546	1 538	998	992	548	546

相同的公司中查找配对样本,并最终找到一家与之配对。配对后的回归结果与之前的研究结论基本一致。

(2)本研究分别使用分析师盈利预测误差的变化率($\Delta\% Error$)和分析师盈利预测分歧度的变化率($\Delta\% Dispersion$)(计算公式见(6)式),在模型中重新回归以考察企业社会责任报告鉴证对分析师盈利预测偏差的影响,回归结果与之前的研究结论基本一致。

$$\Delta\% Error_{t+1} = \frac{Error_{t+1} - Error_t}{Error_t} \quad (6)$$

$$\Delta\% Dispersion_{t+1} = \frac{Dispersion_{t+1} - Dispersion_t}{Dispersion_t} \quad (7)$$

(3)在79份进行企业社会责任报告鉴证的样本

中,仅有11个样本属于深交所上市公司,出现这种情况的原因可能与上交所更加强调企业履行社会责任活动的披露有关。当前监管部门和交易所要求所有纳入上证180、公司治理板块、金融类和深证100指数的公司强制披露企业社会责任报告,在本研究3 084个研究样本中,上交所有1 591个样本为强制披露公司(占上交所全部样本的84.989%),深交所有399个样本为强制披露公司(占深交所全部样本的32.921%),两个交易所具有显著差异。考虑到交易所之间规定上的差异可能会对企业社会责任报告鉴证的经济效果产生系统性影响,且深交所仅有11个样本公司进行报告鉴证,本研究借鉴李正等^[19]的研究,以全部上海证券交易所上市公司为样本,对模型重新进行回归,回归结果与之前的研究结论基本一致。

(4)借鉴周中胜等^[45]的研究,分别以盈余平滑度

表 5b 财务透明度、企业社会责任报告鉴证与分析师盈利预测的回归结果(2)
Table 5b Regression Results of Financial Transparency,
Corporate Social Responsibility Report Assurance and Analyst Earning Forecast (2)

自变量	Heckman 两阶段回归(因变量: Dispersion)					
	全样本		强制披露组		自愿披露组	
	财务透明度 低样本	财务透明度 高样本	财务透明度 低样本	财务透明度 高样本	财务透明度 低样本	财务透明度 高样本
<i>Assurance</i>	-1.069** (-2.240)	0.106 (0.249)	-0.980* (-1.921)	-0.061 (-0.158)	-1.238 (-0.909)	-1.878 (-1.566)
<i>Num</i>	-0.150** (-1.968)	-0.052 (-0.639)	-0.274*** (-2.915)	-0.118 (-1.433)	0.149 (1.118)	0.190 (1.209)
<i>Ue</i>	0.100*** (3.189)	0.075*** (3.695)	0.038 (0.862)	0.051** (2.354)	0.151*** (3.241)	0.097** (2.444)
<i>Market</i>	-0.140*** (-4.449)	-0.087*** (-2.642)	-0.127*** (-3.386)	-0.083** (-2.268)	-0.167*** (-2.831)	-0.019 (-1.272)
<i>Mgnshr</i>	1.948*** (3.064)	-0.167 (-0.173)	2.686 (1.001)	0.389 (0.103)	1.877** (2.434)	-0.145 (-0.122)
<i>Shrer1</i>	-0.590 (-1.344)	-0.398 (-0.884)	-0.356 (-0.666)	-0.722 (-1.531)	-1.183 (-1.511)	0.492 (0.595)
<i>Size</i>	0.651*** (8.907)	0.581*** (7.359)	0.595*** (6.498)	0.494*** (6.357)	1.041*** (7.369)	1.351*** (7.227)
<i>State</i>	-0.334** (-2.152)	-0.655*** (-3.717)	-0.242 (-1.194)	-0.557*** (-2.900)	-0.298 (-1.159)	-0.745** (-2.260)
截距项	-10.555*** (-5.669)	-9.674*** (-4.898)	-8.810*** (-3.796)	-7.422*** (-3.798)	-20.980*** (-5.798)	-28.740*** (-6.102)
<i>Imr_Assurance</i>	0.213*** (2.937)	0.247*** (3.486)	0.154* (1.809)	0.198*** (2.890)	0.492*** (3.429)	0.505*** (3.079)
行业和年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.148	0.149	0.152	0.133	0.165	0.255
样本量	1 546	1 538	998	992	548	546

(*Es*) 和财务透明度综合指标 (*Tran*) 两个代理变量测量公司财务透明度。盈余平滑度为公司前3年应计项目变化均值与前3年经营性现金流变化均值的相关系数取绝对值, *Es* 值越大表示财务信息越不透明。财务透明度综合指标的测量方法如下: 首先使用修正 Jones 模型计算出操控性应计利润, 取绝对值得到盈余激进度 (*Ea*), 然后对上市公司的 *Ea* 和 *Es* 进行十分位排序, 值得注意的是, 由于(7)式计算的是财务透明度, 而 *Ea* 和 *Es* 的值越大, 表示财务透明度越低。因此, 在对其十分位排序时要进行趋同化处理, 即 *Ea* 和 *Es* 的值越大, 表明财务越不透明, 因而排序越小。这样综合财务透明度指标是把盈余激进度和盈余平滑度这两个影响因素统一到一个指标下进行测量, 其值分布在 1~10 区间内, 数值越大表明财务越透明。

$$Tran_{i,t} = \frac{Deciles(Ea_{i,t}) + Deciles(Es_{i,t})}{2} \quad (8)$$

其中, *Deciles*(·) 为十分位数。

本研究重新实证检验的结果与原有结论一致, 说明本研究结论稳健。

6 结论

本研究以 2008 年至 2014 年中国发布企业社会责任报告的 A 股非金融上市公司为样本, 依托信号传递理论, 从分析师盈利预测的视角验证企业社会责任报告鉴证的经济后果。首先, 从整体上研究企业社会责任报告鉴证对分析师盈利预测的影响, 结果表明企业社会责任报告鉴证公司其分析师盈利预测误差和分歧度较低, 即企业社会责任报告鉴证有助

表6a 市场化程度、企业社会责任报告鉴证与分析师盈利预测的回归结果(1)

Table 6a Regression Results of Marketization Level,
Corporate Social Responsibility Report Assurance and Analyst Earning Forecast (1)

自变量	Heckman 两阶段回归(因变量: <i>Error</i>)					
	全样本		强制披露组		自愿披露组	
	市场化进程 低样本	市场化进程 高样本	市场化进程 低样本	市场化进程 高样本	市场化进程 低样本	市场化进程 高样本
<i>Assurance</i>	-0.850 (-1.120)	-0.966* (-1.803)	-0.093 (-0.087)	-1.309*** (-2.807)	2.619 (1.192)	-0.738 (-0.494)
<i>Num</i>	-0.817*** (-6.856)	-0.244** (-2.389)	-0.805*** (-5.828)	-0.325*** (-2.880)	-0.447** (-2.097)	-0.460** (-2.289)
<i>Ue</i>	0.028 (0.902)	0.106*** (2.963)	-0.023 (-0.567)	-0.026 (-0.739)	0.124** (2.192)	0.188*** (2.670)
<i>Accrual</i>	1.351 (1.157)	0.591 (0.598)	1.505 (1.074)	1.726 (1.379)	2.841 (1.534)	-2.387 (-1.485)
<i>Mgnshr</i>	2.851** (2.138)	2.318*** (2.652)	-2.305 (-0.384)	-0.026 (-0.008)	3.982*** (2.639)	1.492 (1.300)
<i>Shrcr1</i>	-0.819 (-1.264)	-0.101 (-0.169)	0.173 (0.217)	-1.482** (-2.307)	-0.804 (-0.672)	1.622 (1.474)
<i>Size</i>	0.845*** (7.763)	0.468*** (4.457)	0.841*** (6.222)	0.171 (1.597)	1.872*** (8.296)	0.864*** (3.531)
<i>State</i>	-0.444* (-1.750)	-0.247 (-1.152)	-0.481 (-1.613)	-0.116 (-0.443)	0.415 (0.965)	-1.121*** (-2.842)
截距项	-13.900*** (-5.065)	-7.220*** (-2.668)	-14.551*** (-4.362)	2.675 (0.960)	-40.071*** (-7.040)	-16.856*** (-2.600)
<i>Imr_Assurance</i>	0.297*** (2.952)	0.186* (1.757)	0.275** (2.430)	-0.170 (-1.515)	0.677*** (3.186)	0.296 (1.178)
行业和年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.075	0.141	0.156	0.071	0.216	0.120
样本量	1 532	1 552	1 001	989	531	563

于提高分析师盈利预测准确性。进一步,本研究发
现企业社会责任报告鉴证对分析师盈利预测准确
性的影响会随着公司财务透明度的降低以及所
处地区市场化程度的提高而显著增加。对于财
务透明度较差以及所处地区市场化程度较高
的公司而言,企业社会责任报告鉴证对分析
师盈利预测误差和分歧度的降低效果更高。
在控制内生性问题后,本研究结论依然成立。
以上所有结果仅在强制披露组样本中存在。

上交所、深交所和相关行业协会都积极出
台政策鼓励企业对社会报告进行鉴证,无形
中给企业施加了压力和增加了鉴证成本,然
而无论是政策制定者还是企业本身都无法直
接观察到社会责任报告鉴证的可能收益,本
研究紧扣中国企业的公司治理现实和社会制
度背景,首次从分析师盈利预测行

为角度为这一举措的价值效应提供了新的
经验证据,丰富了企业社会责任报告鉴证经
济后果的研究,对以发达市场为主的研究提
供了有益补充。本研究表明,企业社会责
任报告鉴证能够有效提高公司非财务信息
质量,为分析师决策提供有用的信息。同
时,其作用还会受到公司财务透明度和所
在地区市场化程度等因素的影响。本研究
结果对于监管部门、行业协会根据不同企
业所面临的不同情况评估并推进企业社
会责任报告披露和鉴证政策,提高资本
市场非财务信息披露质量,以及对公司利
益相关者理解企业社会责任报告鉴证的
经济后果,都具有一定的借鉴价值。

本研究仍然存在一些局限。①由于当前
中国资本市场分析师盈利预测还处在发展
期,分析师对于关注上市公司的选择自发
地存在一定的偏好,这种

表 6b 市场化进程、企业社会责任报告鉴证与分析师盈利预测的回归结果(2)

Table 6b Regression Results of Marketization Level, Corporate Social Responsibility Report Assurance and Analyst Earning Forecast (2)

自变量	Heckman 两阶段回归(因变量: Dispersion)					
	全样本		强制披露组		自愿披露组	
	市场化进程 低样本	市场化进程 高样本	市场化进程 低样本	市场化进程 高样本	市场化进程 低样本	市场化进程 高样本
<i>Assurance</i>	0.045 (0.085)	-0.527* (-1.751)	0.878 (1.178)	-0.756** (-2.170)	1.462 (0.950)	0.995 (0.962)
<i>Num</i>	-0.292*** (-3.512)	0.045 (0.598)	-0.397*** (-3.995)	-0.072 (-0.855)	0.022 (0.143)	0.195 (1.401)
<i>Ue</i>	0.060*** (2.717)	0.109*** (4.179)	0.034 (1.170)	0.054** (2.081)	0.107*** (2.695)	0.101** (2.078)
<i>Accrual</i>	1.553* (1.908)	0.233 (0.323)	1.462 (1.452)	2.133** (2.282)	2.285 (1.629)	-3.125*** (-2.806)
<i>Mgnshr</i>	2.151** (2.315)	0.665 (1.043)	-3.455 (-0.801)	4.377* (1.754)	1.825 (1.560)	0.293 (0.369)
<i>Shrer1</i>	-0.963** (-2.132)	-0.066 (-0.152)	-0.437 (-0.773)	-0.829* (-1.727)	-0.509 (-0.576)	0.388 (0.510)
<i>Size</i>	0.731*** (9.637)	0.490*** (6.395)	0.781*** (8.039)	0.322*** (4.027)	1.428*** (8.668)	0.848*** (5.008)
<i>State</i>	-0.544*** (-3.076)	-0.366** (-2.339)	-0.703*** (-3.287)	-0.042 (-0.213)	-0.020 (-0.062)	-0.994*** (-3.642)
截距项	-11.580*** (-6.056)	-8.139*** (-4.122)	-12.991*** (-5.421)	-2.877 (-1.380)	-29.086*** (-6.964)	-17.583*** (-3.920)
<i>Imr_Assurance</i>	0.219*** (3.131)	0.203*** (2.633)	0.237*** (2.920)	0.011 (0.135)	0.423*** (2.722)	0.391** (2.249)
行业和年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.117	0.188	0.188	0.116	0.261	0.168
样本量	1 532	1 552	1 001	989	531	563

偏好可能会引起样本选择偏差。②本研究未对企业社会责任报告鉴证机构的类型进行具体细分,现有企业社会责任报告鉴证机构主要包括国际四大会计师事务所、立信和中瑞岳华等少数几家中国国内会计师事务所,以及必维国际检验集团、挪威船级社等国际知名中介机构。由于现有企业社会责任报告鉴证缺乏统一规范的鉴证准则或指南,不同机构在鉴证时遵循的标准和程序都有所不同,必然使不同机构鉴证视角和鉴证意见反映内容的侧重点存在差异,这有可能会对分析师的盈利预测产生影响。由于中国国内企业现有社会责任报告鉴证样本不足,本研究未能进一步区分企业社会责任报告鉴证机构类型以展开深入细致的探讨。随着中国企业社会责任报告鉴证数量的日益增多,这无疑是未来一个重

要且有趣的研究课题。

参考文献:

- [1] 郭沛源,钟朝宏,陈颖,等. 价值发现之旅2008:中国企业可持续发展报告研究. 北京:商道纵横,2008.
GUO Peiyuan, ZHONG Chaohong, CHEN Ying, et al. *Journey of value discovery of 2008: research on Chinese corporate social responsibility report*. Beijing: SynTao, 2008. (in Chinese)
- [2] 孟祥瑞,张洪福,余曼,等. 价值发现之旅2013-2014:中国企业社会责任报告研究. 北京:商道纵横,2015.
MENG Xiangrui, ZHANG Hongfu, YU Man, et al. *Journey of value discovery of 2013-2014: research on Chinese corporate social responsibility report*. Beijing: SynTao, 2015. (in Chinese)

- [3] 王晓巍,陈慧. 基于利益相关者的企业社会责任与企业价值关系研究. *管理科学*, 2011,24(6):29-37.
WANG Xiaowei, CHEN Hui. Study on the relationship between corporate social responsibility and enterprises' value based on the stakeholder theory. *Journal of Management Science*, 2011,24(6):29-37. (in Chinese)
- [4] DHALIWAL D S, RADHAKRISHNAN S, TSANG A, et al. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: international evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review*, 2012,87(3):723-759.
- [5] 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. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2014,33(4):328-355.
- [6] SIMMS J. Business; corporate social responsibility-you know it makes sense. *Accountancy*, 2002,130(11):48-50.
- [7] DHALIWAL D S, LI O Z, TSANG A, et al. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: the initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 2011,86(1):59-100.
- [8] 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. *会计研究*, 2013(9):64-70.
LI Shu, ZHAO Ying, TONG Jing. Can corporate social responsibility report reduce cost of equity capital? Evidence from Chinese stock market. *Accounting Research*, 2013(9):64-70. (in Chinese)
- [9] 韩洁,田高良,李留闯. 连锁董事与社会责任报告披露:基于组织间模仿视角. *管理科学*, 2015,28(1):18-31.
HAN Jie, TIAN Gaoliang, LI Liuchuang. Interlocking directors and social responsibility disclosure: from the perspective of inter-organizational imitation. *Journal of Management Science*, 2015,28(1):18-31. (in Chinese)
- [10] LO K, RAMOS F, ROGO R. Earnings management and annual report readability. *Journal of Accounting and Economics*, 2017,63(1):1-25.
- [11] 黄艺翔,姚铮. 企业社会责任报告、印象管理与企业业绩. *经济管理*, 2016,38(1):105-115.
HUANG Yixiang, YAO Zheng. Corporate social responsibility report, the impression management and accounting performance. *Economic Management Journal*, 2016,38(1):105-115. (in Chinese)
- [12] 沈洪涛,陈涛,黄楠. 身不由己还是心甘情愿:社会责任报告鉴证决策的事件史分析. *会计研究*, 2016(3):79-86.
SHEN Hongtao, CHEN Tao, HUANG Nan. "Involuntary" or "voluntary": an event history analysis of decision-making in corporate social responsibility report assurance. *Accounting Research*, 2016(3):79-86. (in Chinese)
- [13] KING A, BARTELS W. *Currents of change: the KPMG survey of corporate responsibility reporting 2015*. Amstelveen, Netherlands: KPMG International Cooperative, 2015.
- [14] COHEN J R, SIMNETT R. CSR and assurance services: a research agenda. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2015,34(1):59-74.
- [15] COHEN J R, HOLDER-WEBB L, ZAMORA V L. Nonfinancial information preferences of professional investors. *Behavioral Research in Accounting*, 2015,27(2):127-153.
- [16] CASEY R J, GRENIER J H. Understanding and contributing to the enigma of corporate social responsibility (CSR) assurance in the United States. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2015,34(1):97-130.
- [17] 李正,官峰,李增泉. 企业社会责任报告鉴证活动影响因素研究:来自我国上市公司的经验证据. *审计研究*, 2013(3):102-112.
LI Zheng, GUAN Feng, LI Zengquan. An empirical research on drivers of corporate social responsibility report attestation: empirical evidence from Chinese listed companies. *Auditing Research*, 2013(3):102-112. (in Chinese)
- [18] 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. *审计研究*, 2011(4):87-93.
SHEN Hongtao, WANG Liyan, WAN Tuo. Can corporate social report and assurance be effective signals? An analysis based on reputation theory. *Auditing Research*, 2011(4):87-93. (in Chinese)
- [19] 李正,李增泉. 企业社会责任报告鉴证意见是否具有信息含量:来自我国上市公司的经验证据. *审计研究*, 2012(1):78-86.
LI Zheng, LI Zengquan. Whether corporate social responsibility report attestation opinion has information content: empirical evidence from Chinese listed companies. *Auditing Research*, 2012(1):78-86. (in Chinese)
- [20] 孙岩. 社会责任信息披露的清晰性、第三方鉴证与个体投资者的投资决策:一项实验证据. *审计研究*, 2012(4):97-104.
SUN Yan. The effect of corporate responsibility report's disclosure clarity and attestation on investment decisions: an experimental research. *Auditing Research*, 2012(4):97-104. (in Chinese)
- [21] HUANG X B, WATSON L. Corporate social responsibility research in accounting. *Journal of Accounting Literature*, 2015,34:1-16.
- [22] 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”? *经济研究*, 2015,50(11):49-64.
QUAN Xiaofeng, WU Shinong, YIN Hongying. Corporate social responsibility and stock price crash risk: self-interest tool or value strategy?. *Economic Research Journal*, 2015,50(11):49-64. (in Chinese)
- [23] 马连福,赵颖. 基于投资者关系战略的非财务信息披露指标及实证研究. *管理科学*, 2007,20(4):86-96.
MA Lianfu, ZHAO Ying. Nonfinancial disclosure measures and empirical research based on investor relations strategy. *Journal of Management Science*, 2007,20(4):86-96. (in Chinese)
- [24] BROWN L H, ZAMORA T. The interactive effects of corporate social responsibility, pay for performance and assurance on investors' judgments. *Auditing: A Journal of Practice*

- and Theory*, 2015, 45(2):75-96.
- [25] LANG M H, LUNDHOLM R J. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review*, 1996, 71(4): 467-492.
- [26] HOPE O K. Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: an international study. *Journal of Accounting Research*, 2003, 41(2): 235-272.
- [27] BEHN B K, CHOI J H, KANG T. Audit quality and properties of analyst earnings forecasts. *The Accounting Review*, 2008, 83(2): 327-349.
- [28] 程新生, 谭有超, 许垒. 公司价值、自愿披露与市场化进程: 基于定性信息的披露. *金融研究*, 2011(8): 111-127.
CHENG Xinseng, TAN Youchao, XU Lei. Corporate value, voluntary disclosure and the process of marketization: based on the disclosure of the qualitative information. *Journal of Financial Research*, 2011(8): 111-127. (in Chinese)
- [29] 程新生, 谭有超, 刘建梅. 非财务信息、外部融资与投资效率: 基于外部制度约束的研究. *管理世界*, 2012(7): 137-150.
CHENG Xinseng, TAN Youchao, LIU Jianmei. The non-financial information, the external financing, and the investment efficiency: a study based on the constraint of external systems. *Management World*, 2012(7): 137-150. (in Chinese)
- [30] 贺建刚, 孙铮, 周友梅. 金字塔结构、审计质量和管理层讨论与分析: 基于会计重述视角. *审计研究*, 2013(6): 68-75, 112.
HE Jiangang, SUN Zheng, ZHOU Youmei. Pyramid structures, audit quality and the usefulness of MD&A: evidence from accounting restatements. *Auditing Research*, 2013(6): 68-75, 112. (in Chinese)
- [31] VERRECCHIA R E. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 32(1/3): 97-180.
- [32] 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. *会计研究*, 2010(9): 25-29.
MENG Xiaojun, XIAO Zuoping, QU Jiali. Interactive relation between corporate social responsibility disclosure and the cost of capital: an analysis framework based on asymmetric information. *Accounting Research*, 2010(9): 25-29. (in Chinese)
- [33] WILLIAMS C A, AGUILERA R V. Corporate social responsibility in a comparative perspective // CRANE A, MATTEN D, MCWILLIAMS A, et al. *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*. Oxford, UK: Oxford University Press, 2008: 452-472.
- [34] 张正勇. 产品市场竞争、公司治理与社会责任信息披露: 来自中国上市公司社会责任报告的经验证据. *山西财经大学学报*, 2012, 34(4): 67-76.
ZHANG Zhengyong. Market competition in products, the corporate governance and the social responsibility information disclosure: empirical evidence from social responsibility bulletin of Chinese listed companies. *Journal of Shanxi University of Finance and Economics*, 2012, 34(4): 67-76. (in Chinese)
- [35] 谭松涛, 甘顺利, 阚钰. 媒体报道能够降低分析师预测偏差吗?. *金融研究*, 2015(5): 192-206.
TAN Songtao, GAN Shunli, KAN Shuo. Does media coverage decrease the analysts' forecast error?. *Journal of Financial Research*, 2015(5): 192-206. (in Chinese)
- [36] HORTON J, SERAFEIM G, SERAFEIM I. Does mandatory IFRS adoption improve the information environment?. *Contemporary Accounting Research*, 2013, 30(1): 388-423.
- [37] 徐鑫, 朱雯君. 产品市场竞争、公司治理与分析师盈利预测质量. *山西财经大学学报*, 2016, 38(3): 56-67.
XU Xin, ZHU Wenjun. Product market competition, corporate governance and financial analysts' earnings forecast quality. *Journal of Shanxi University of Finance and Economics*, 2016, 38(3): 56-67. (in Chinese)
- [38] 伍燕然, 江婕, 谢楠, 等. 公司治理、信息披露、投资者情绪与分析师盈利预测偏差. *世界经济*, 2016, 39(2): 100-119.
WU Yanran, JIANG Jie, XIE Nan, et al. Corporate governance, information disclosure, investor sentiment and analyst's earning forecast bias. *The Journal of World Economy*, 2016, 39(2): 100-119. (in Chinese)
- [39] LIN J C, TAI V W. Corporate governance and analyst behavior: evidence from an emerging market. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 2013, 42(2): 228-261.
- [40] 徐虹, 林钟高, 韦慧玲. 内部控制审计鉴证对财务分析师盈利预测误差的影响. *河北经贸大学学报*, 2014, 35(1): 63-72.
XU Hong, LIN Zhonggao, WEI Huiling. The influence of internal control audit authentication on the earnings forecasts error of financial analysts. *Journal of Hebei University of Economics and Business*, 2014, 35(1): 63-72. (in Chinese)
- [41] 邢立全, 陈汉文. 产品市场力量与财务分析师盈余预测. *投资研究*, 2014, 33(2): 58-76.
XING Liqun, CHEN Hanwen. Product market power and financial analyst earnings forecast. *Review of Investment Studies*, 2014, 33(2): 58-76. (in Chinese)
- [42] KOTHARI S P, LEONE A J, WASLEY C E. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 39(1): 163-197.
- [43] 王小鲁, 樊纲, 余静文. 中国分省份市场化指数报告 (2016). 北京: 社会科学文献出版社, 2017: 21-28.
WANG Xiaolu, FAN Gang, YU Jingwen. *Marketization index of China's provinces: NERI report 2016*. Beijing: Social Sciences Academic Press (China), 2017: 21-28. (in Chinese)
- [44] 刘宝华, 罗宏, 周微, 等. 社会信任与股价崩盘风险. *财贸经济*, 2016, 37(9): 53-66.
LIU Baohua, LUO Hong, ZHOU Wei, et al. Social trust and stock crash risk. *Finance & Trade Economics*, 2016, 37(9): 53-66. (in Chinese)
- [45] 周中胜, 陈汉文. 会计信息透明度与资源配置效率. *会计研究*, 2008(12): 56-62.
ZHOU Zhongsheng, CHEN Hanwen. Accounting information transparency and resources allocation efficiency: theory and empirical evidence. *Accounting Research*, 2008(12): 56-62. (in Chinese)

Financial Transparency, Market Process and the Economic Consequence of CSR Report Assurance

ZHANG Zhengyong^{1,2}, DAI Zewei³

1 Accounting School, Nanjing University of Finance & Economics, Nanjing 210023, China

2 Business School, Nanjing University, Nanjing 210023, China

3 Accounting School, Southwest University of Finance & Economics, Chengdu 611130, China

Abstract: The CSR report disclosed by management can send corporate social responsibility signals, which can effectively rectify the deficiency of financial reports and contribute to the better forecast on the future earnings of companies from the perspective of investors. However, it is incomplete in corporate social responsibility disclosure in China's capital market at present. Based on the instrument rationality of CSR theory, the corporate which discloses CSR information, attaches more importance to the objective from supervision department, and attaches little importance to the stakeholders of companies. Management in companies may manipulate CSR information disclosure to meet their needs under the pretext of CSR information disclosure supervision policy. As a result, the assurance opinion on the CSR information from professional institutions will increase the reliability of CSR information, which can inhibit the self-interest behavior of management, and improve the disclosure quality of non-financial information.

On the basis of signaling theory, the paper empirically tests whether the CSR report assurance can improve the usefulness of non-financial information for investors from the perspective of analysts' earning forecast.

The paper takes 3084 listed company CSR reports disclosed from 2008 to 2014 as the sample, measures the financial transparency with adjusted Jones model, and measures the earnings forecast error with the difference between true earnings and predictive earnings, and forecast variance with the standard error of mean forecast earnings from all the analysts. The paper uses Stata 13.0 and Heckman two-stage models to test the influence of the CSR report assurance on analysts' earning forecast capacity, and test the financial transparency and market process' moderating effect on the relationship between assurance on CSR reports and analysts' earning forecast.

The empirical results demonstrate: when CSR reports are assured by professional institutions, there is less earning forecast error and forecast variance from analysts. Further more, the CSR report assurance improving analysts' forecast accuracy is more obvious in the lower-financial transparency sample and higher market-process region. However, the results are just obvious in the mandatory requirement on CSR information disclosure. After controlling the endogenous problem, the empirical results are also obvious. Such findings only exist in mandatory disclosure samples.

The empirical results demonstrate that the CSR report assurance can improve the information quality of non-financial information, and can provide the useful information for analysts. Meanwhile, its capacity is moderated by the financial transparency and market process of the company. The paper makes up the current research on economic consequence of CSR report assurance, and can contribute to the complete the CSR information disclosure institutions.

Keywords: corporate social responsibility report assurance; quality of non-financial information; analyst earning forecast; financial transparency; market process

Received Date: August 13th, 2016 **Accepted Date:** January 25th, 2017

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China(71402068), the Humanity and Social Sciences Research of Ministry of Education(12YJCZH297), the Philosophy and Social Sciences Research of Jiangsu Universities(2016SJB630039) and the Qing Lan Project of Jiangsu Universities

Biography: ZHANG Zhengyong, doctor in management, is an associate professor in the Accounting School at Nanjing University of Finance & Economics and a postdoctoral fellow in the Business School at Nanjing University. His research interests include social responsibility accounting and report, corporate governance. His representative paper titled "Entrepreneurs' demographic characteristics and the social responsibility information disclosure" was published in the *China Population, Resources and Environment*(Issue 4, 2013). E-mail: zzy5579453@163.com

DAI Zewei, doctor in management, is a lecturer in the Accounting School at Southwest University of Finance & Economics. His research interests include financial accounting theory, capital market and corporate social responsibility. His representative paper titled "The function of resource allocation of historical financial information: an interpretation of the paradox of historical financial information" was published in the *Journal of Xiamen University: Arts & Social Sciences* (Issue 6, 2011). E-mail: 276266636@qq.com □