



# 非控股大股东退出威胁与企业社会责任沟通

王 垒<sup>1</sup>, 沙一凡<sup>1</sup>, 于文成<sup>2</sup>, 王亚茹<sup>1</sup>

1 中国海洋大学 经济学院, 山东 青岛 266100

2 青岛农业大学 经济管理学院, 山东 青岛 266109

**摘要:** 当前模范企业“负责任”形象崩塌的事件屡见不鲜, 不仅使利益相关者对于认识企业是否真实履行社会责任的情绪日渐高涨, 也导致政府对企业社会责任履行的有效引导和监督任务日益严峻, 因而挖掘能够识别企业伪善行为的治理机制变得尤为重要。非控股大股东作为企业重要的利益相关者, 能够通过退出威胁介入公司治理成为监督企业社会责任沟通的重要力量。

基于印象管理理论, 利用 Python 对 2006 年至 2019 年沪深上市企业的社会责任报告进行文本分析, 从言和行两个维度构建企业社会责任沟通指标, 识别企业社会责任沟通中的言行差距; 借助多元回归模型检验非控股大股东退出威胁参与社会责任沟通的影响效果, 通过工具变量检验和 PSM 等方法对研究结果进行内生性检验。进一步从两类代理成本、董秘兼任和信息生成的角度, 挖掘非控股大股东退出威胁对企业社会责任沟通的治理路径, 并对其治理的有效性进行异质性考察。

研究表明, 企业社会责任沟通存在言行相悖, 非控股大股东退出威胁抑制企业社会责任象征性的言、促进实质性的行。利用中介模型, 发现非控股大股东退出威胁通过降低第一类代理成本、提高董秘兼任程度改善企业社会责任沟通; 而企业遵守 GRI 标准却会发挥遮掩效应, 削弱其沟通效果。进一步的研究发现, 无论多言寡行还是寡言多行的企业, 非控股大股东退出威胁对企业社会责任沟通均发挥积极治理作用, 并且与非制造业企业和自愿披露社会责任报告的企业相比, 非控股大股东退出威胁在制造业企业和强制披露社会责任报告的企业中对企业社会责任沟通的治理效果更强。

从退出威胁视角, 研究结果丰富了非控股大股东参与社会责任治理的研究, 为引导非控股大股东积极发挥作用、促进企业社会责任言行一致提供了理论依据, 同时对于完善企业社会责任报告披露监管具有重要启示。

**关键词:** 非控股大股东; 退出威胁; 企业社会责任沟通; 企业伪善行为; 文本分析

**中图分类号:** F275 **文献标识码:** A **doi:** 10.3969/j.issn.1672-0334.2022.05.002

**文章编号:** 1672-0334(2022)05-0019-16

**收稿日期:** 2022-03-30 **修返日期:** 2022-08-17

**基金项目:** 国家社会科学基金 (18CGL009); 山东省自然科学基金 (ZR2019QG005, ZR2020QG019); 山东省高等学校青创科技支持计划 (2021RW027)

**作者简介:** 王垒, 工学博士, 中国海洋大学经济学院副教授, 研究方向为公司金融和供应链金融等, 代表性学术成果为“组织绩效期望差距与异质机构投资者行为选择: 双重委托代理视角”, 发表在 2020 年第 7 期《管理世界》, E-mail: leiwang@ouc.edu.cn

沙一凡, 中国海洋大学经济学院博士研究生, 研究方向为公司金融和公司治理等, 代表性学术成果为“投资组合视角下机构投资者治理行为分析: 一个权变的观点”, 发表在 2022 年第 1 期《重庆大学学报 (社会科学版)》, E-mail: fredasha@stu.ouc.edu.cn

于文成, 管理学博士, 青岛农业大学经济管理学院副教授, 研究方向为家庭金融和公司金融等, 代表性学术成果为“基于异质股东的混合股权结构对国企双重任务的影响分析”, 发表在 2018 年第 4 期《统计与信息论坛》, E-mail: yuwencheng7667@126.com

王亚茹, 中国海洋大学经济学院硕士研究生, 研究方向为公司金融等, E-mail: wangkk77@163.com

## 引言

企业在履行社会责任时存在诸多言行不一现象。2021年河南暴雨引发水灾期间,鸿星尔克默默捐款5 000万元人民币,此无声举动被网友发现后迎来举国热销;而宣称“慈善,我们一直在路上”的达利食品集团,2019年却因诈捐被市场监督管理局罚款3 673万元人民币。透过差强人意的社会责任表现,反映出企业在现实中可能成为“说话的巨人,行动的矮子”。基于印象管理理论,企业有动机通过操控信息影响利益相关者的感知,而作为重要的信息沟通渠道,社会责任报告在提供增量信息的同时,其非结构化特征却降低了管理层粉饰和美化信息的难度<sup>[1]</sup>,更易于成为企业进行印象管理的载体。现实中,夸大社会责任形象而对实质性的社会责任保持缄默,这种言行不一致的伪善策略可能使企业社会责任报告沦为牟利工具,扭曲资源配置。因此,如何对企业社会责任中的伪善和虚假动机进行甄别,并从企业内部寻找有效的治理主体挖掘其作用机制,引导企业实现社会责任的言行一致变得尤为重要。

作为公司治理机制的基础和核心,股权结构是企业发展中最为重要的制度安排<sup>[2]</sup>,与企业高管特征和独立董事制度等影响企业社会责任的内部治理因素相比,股权结构无疑会对公司治理效率产生根本性的影响。随着资本市场的迅速发展和壮大,以机构投资者为代表的非控股股东群体逐渐崛起,成为参与公司治理的重要力量<sup>[3-4]</sup>,有助于企业股东之间的合理制衡和多元共治<sup>[5]</sup>。根据代理理论,企业社会责任行为策略实际是企业治理主体影响下的沟通表现,然而不同利益主体治理目标的差异可能导致不同股东对企业社会责任表现的影响存在相容偏差<sup>[6-7]</sup>。理论上,非控股股东能够通过直接监督和退出企业两种方式向管理层和控股股东施压,从而影响企业社会责任沟通策略<sup>[8]</sup>。然而,中国企业“一股独大”的股权结构特征往往导致非控股股东“用手投票”的监督作用被削弱,甚至失效。作为直接参与手段失效的无奈选择,释放可信用度较高的退出威胁成为非控股股东参与企业决策的重要途径<sup>[9]</sup>。凭借信息知情者的身份,非控股股东退出企业能够向市场传递消极信号,所导致的股价下跌会对持股较大的控股股东及其代表的利益构成威胁,这足以使企业内部人(控股股东和管理层)调整决策<sup>[6,10]</sup>。在企业制定社会责任计划过程中,外部利益相关者的参与有助于提高企业社会责任的沟通效果<sup>[11]</sup>。作为企业重要治理主体的非控股股东能否利用退出威胁震慑企业社会责任履行中的伪善动机,减少企业言行脱节,成为督促企业社会责任坦诚沟通的驱动力量,这是本研究重点关注的问题。

综上,本研究结合印象管理理论和代理理论,借助文本分析构建并测量企业社会责任言和行指标,探讨非控股股东退出威胁对企业社会责任沟通的影响效应及传导路径,以回答其能否成为企业社会责任治理的内部驱动力量。研究结果不仅有助于明

晰非控股大股东在企业社会责任沟通过程中的角色定位和影响机制,还能为证监会引导非控股大股东发挥积极作用、制定提高企业社会责任沟通质量的相关政策等提供理论参考。

## 1 相关研究评述

### 1.1 企业社会责任的响应和沟通

可持续发展理念的深入人心要求企业必须对利益相关者的环境、社会和治理等多维需求做出响应,作为企业披露社会责任信息的重要载体,企业社会责任报告逐渐发展成为企业赢得声誉、提升组织合法性的战略选择<sup>[12]</sup>。本质上,社会责任战略是企业权衡成本收益后做出的最优经济选择<sup>[13]</sup>,尽管随着强制性制度的出台,选择定期披露社会责任报告的企业越来越多,但披露内容和结构却参差不齐,披露质量并不乐观<sup>[14]</sup>。现实中,由于责任感强的企业更容易赢得消费者青睐,有助于提升企业声誉并促进价值增值<sup>[8]</sup>。因此,企业普遍倾向于披露模糊的、难以验证的描述性社会责任规划信息,却不提供实际的社会责任行为证据作为支撑,通过粉饰美化和过度宣传的方式对利益相关者诉求进行象征性的响应,由此便产生了企业社会责任言行不一的伪善<sup>[15]</sup>。

厘清企业社会责任宣传与执行差距背后的伪善,重要的一环是对社会责任的沟通效应进行梳理。作为非财务信息的重要载体,社会责任信息在降低企业信息不对称的同时,其高自主性和弱监管性的特征却为管理层借助言行不一的印象管理手段响应利益相关者诉求提供了可乘之机<sup>[16]</sup>。社会责任所言多于所行的低成本社会责任沟通模式,无疑成为部分企业迎合不同利益相关者、平衡商业诉求和社会伦理诉求的首选策略<sup>[17]</sup>。基于印象管理理论,作为企业对外沟通社会责任行为的重要渠道,管理者出于自利动机可能倾向于对社会责任报告的内容进行操控,采用更多的象征性语言进行表述<sup>[18]</sup>,却对社会责任实际行动闭口不谈。

由于缺乏统一的社会责任报告管理制度,现实中企业披露的社会责任文本信息含量与实际履行情况存在明显差距,即言行不一<sup>[19-20]</sup>。尽管学者借助文本分析技术,从信息结构<sup>[14]</sup>、实据性<sup>[21]</sup>和语调特征<sup>[22]</sup>等多个维度对企业社会责任报告的信息含量及其性质进行区分,并探究其对信息使用者的影响和相应的经济后果,但已有关于社会责任沟通议题的研究并没有形成一致的结论。一方面,有学者认为在某种意义上可观察的社会责任实践是优于低成本、易操作的社会责任宣传活动,这使寻求明确的企业社会责任沟通更受推崇<sup>[23]</sup>,并且明确可量化的社会责任行动传达的缺失被认为是重要的治理缺陷<sup>[24]</sup>;另一方面,也有学者认为沟通虽然具有表演性质,但其本身并不劣于实际行动,CABANTOUS et al.<sup>[25]</sup>和CHRISTENSEN et al.<sup>[26]</sup>发现委婉语或战略模糊性语言在平衡利益相关者期望时是不可避免的。

## 1.2 非控股大股东退出威胁的影响效应

非控股大股东作为持有超过5%企业股份且不具备控制权的股东,凭借较高的持股比例成为影响企业决策的重要力量<sup>[27-28]</sup>。在传统公司治理理论中,非控股大股东往往通过“用手投票”和“用脚投票”两种途径对企业施加影响。但当“用手投票”的效果不理想时,非控股大股东则无奈选择“用脚投票”,即通过在二级市场中抛售股票的方式退出企业,以维护自身利益<sup>[9-10]</sup>。从退出流程看,由于在参与企业日常经营管理的过程中,非控股大股东往往掌握了大量有关企业内部财务和非财务状况的私有信息,普遍被视为资本市场中的知情交易者,其退出行为暗含企业市场价值下降的负面信号,对管理层和控股股东产生不利影响<sup>[6]</sup>。由此可见,退出威胁为非控股大股东与管理层谈判提供了筹码,成为其影响企业决策的有效方式。

尽管退出威胁为非控股大股东表达诉求提供了更为多元的方式,但已有关于非控股大股东退出威胁究竟发挥何种作用的研究结论尚存在争议,促进效应与抑制效应并存<sup>[6,9,29]</sup>。从治理理论的观点,非控股大股东退出威胁能识别慈善捐赠中的私利动机和虚假成分<sup>[28]</sup>,产生威慑效应;与之相反,持有机会主义观点的学者认为,退出威胁也可能成为大股东进行战略性合谋的手段,为避免因企业社会责任履行不佳导致自身利益受损,非控股大股东会通过释放退出信号,助长企业为维持自身合法性水平策略性地披露社会责任报告的动机<sup>[29]</sup>,表现出明显的漂绿效应。

## 1.3 文献评述

纵观已有研究,存在以下研究缺口:①已有对企业社会责任的研究集中于对其影响因素的挖掘和履行质量的评价,少数研究发现并分析了企业社会责任报告中多言寡行等伪善问题,但是已有研究侧重于对企业社会责任伪善行为后果的考察,缺少对社会责任感披露中言行不一等伪善行为治理机制和路径的有效挖掘,导致难以对企业社会责任非坦诚沟通行为实现有效治理。②目前针对非控股大股东退出威胁行为的治理效应研究存在监督和合谋两种观点,已有研究将社会责任言语操控归结为管理层和控股股东的私利行为,忽视了作为制衡大股东和监督管理层的非控股大股东在其中扮演的角色。基于以上研究缺口,本研究基于印象管理理论和代理理论,探讨非控股大股东退出威胁对社会责任沟通的影响效应和作用机制,识别企业社会责任沟通背后的言行不一伪善动机,并从非控股大股东角度提出规范企业社会责任披露行为的治理对策。

## 2 理论分析和研究假设

社会责任报告是企业为响应利益相关者诉求而精心设计的文本信息,已被越来越多的企业纳入战略管理框架,其在向投资者提供增量信息的同时,却也便利了管理者借助企业社会责任报告进行印象管理并谋取私利<sup>[16]</sup>。作为企业向外界传递信息、展示

形象的重要手段,社会责任报告的内容结构本质上是企业利益主体博弈后综合治理意愿的表达<sup>[7]</sup>。近年来,非控股大股东利用退出机制的事前震慑作用对管理层和控股股东的财富构成威胁,进而在谈判沟通时施压以博取协商机会<sup>[10]</sup>,迫使企业管理层和控股股东改变决策以维护自身利益。退出威胁是非控股大股东与管理层和控股股东沟通的重要方式,其影响效果取决于非控股股东的诉求。有研究表明,非控股大股东既可能积极发挥监督作用,驱动企业切实履行社会责任<sup>[28]</sup>,也可能产生过度监督效应<sup>[5]</sup>,对社会责任沟通产生消极影响。

### 2.1 非控股大股东退出威胁与企业社会责任沟通:积极影响

作为持有企业较多股权的利益主体,非控股大股东具有更强的监督动机,并有能力采取相应措施表达诉求<sup>[27]</sup>,维护自身权益。但现实中,受到持股比例的限制,非控股大股东通过股东大会等渠道直接参与企业日常决策的过程面临诸多阻碍,“用手投票”的治理作用收效甚微<sup>[9]</sup>。随着股权分置改革、融资融券等一系列政策的实施,股票流动性的增强为非控股大股东借助退出威胁手段约束企业管理层和控股股东自利行为提供了良好契机<sup>[30]</sup>。与控股股东相比,话语权处于弱势地位的非控股大股东却在退出企业方面更具优势,便利了其凭借知情交易者身份向资本市场传递企业价值下降的不利信号,并利用退出作为筹码校正管理层和控股股东的私利行为<sup>[28]</sup>,抑制企业社会责任象征性的言,促进实质性的行。

非控股大股东能够借助退出威胁的方式影响企业社会责任沟通过程,增强其沟通效果。首先,从信息编码主体角度看,社会责任沟通言行不一的根源在于管理层和控股股东等信息编码者的自利动机,而以机构投资者为代表的非控股大股东具备更强的专业知识和能力,能够甄别出包含实质性行动的信息,对企业社会责任报告中的言和行有更清晰的把握<sup>[31]</sup>。一旦非控股大股东甄别出企业社会责任报告中的非真实信息,为避免言行不一致的社会责任信息披露策略导致的财务风险集聚,会选择退出企业以维护自身利益,这无疑会损害管理层和控股股东的利益<sup>[9]</sup>。因此,为避免这一不良后果,管理层和控股股东在编码社会责任信息时会调整自己的行为,更加积极地推进并落实环保治理、投身捐赠、提高职工福利保障等项目;并真实、准确地披露企业社会责任履行情况,抑制企业社会责任象征性的言。

其次,从信息发布内容角度看,社会责任沟通很大程度上依赖于文本性描述信息,其非量化特征便于管理层利用语调和修辞等手法美化社会责任报告,这无疑增加了信息使用者“解码”的成本和难度<sup>[32]</sup>,影响企业社会责任的沟通效果。当企业在社会责任报告中利用言来粉饰社会责任履行情况时,作为具有监督动机和能力的重要力量,较少的实质性行动会引起非控股大股东的质疑,并认为管理层仅靠言来吹嘘企业社会责任的努力程度,并没有具体落实

企业的社会责任计划<sup>[33]</sup>,进而选择卖出企业股票以维护自身利益。一旦非控股大股东释放退出威胁信号,为阻拦非控股大股东的退出步伐,企业会积极迎合其社会责任战略需求,在威胁之下减少象征性的口惠,保证披露的社会责任报告表述不偏离其实际行动,以减轻潜在的未来风险<sup>[34]</sup>。因此,本研究提出假设。

H<sub>1</sub> 非控股大股东退出威胁能够抑制企业社会责任象征性的言,促进实质性的行。

## 2.2 非控股大股东退出威胁与企业社会责任沟通: 消极影响

非控股大股东退出威胁也可能加剧企业社会责任报告的言行不一,降低其沟通效果。首先,从信息编码主体角度看,尽管非控股大股东比其他中小股东具有更多信息优势,但与企业管理层和控股股东等编码社会责任报告信息的主体相比,其对企业实际的社会责任履行情况可能尚不清晰,导致非控股大股东退出威胁在约束管理层和控股股东行为的同时,可能产生过度监督效应<sup>[5]</sup>,降低企业社会责任的沟通效果。基于印象管理理论,为避免非控股大股东“用脚投票”的不利影响,信息编码者有动机对社会责任信息进行主观处理,通过委婉的战略和模糊性语言隐匿企业言行脱钩行为,操控社会责任信息以影响外部使用者的决策判断<sup>[35]</sup>,降低信息接收者的虚伪感知以应对外部压力<sup>[36]</sup>,稳定当期利益。这些“精心设计”的沟通内容成为隐藏负面消息、引发利益相关者共情、降低损失的有力工具,加剧了企业口惠而实不至的社会责任披露倾向,降低沟通效果。

其次,从信息发布内容角度看,非控股大股东退出威胁在提高企业社会责任报告规范性的同时,可能限制管理层合理运用语调等方式向外界传递额外信息的空间,导致社会责任报告的特质信息含量下降,降低企业社会责任的沟通效果。现实情况中,非控股大股东,尤其是机构投资者往往同时投资于多家企业<sup>[37]</sup>,受到信息获取和处理能力的限制,可能更倾向于促使企业采用共通的社会责任披露框架,以降低信息解码成本。然而,中国企业的社会责任披露水平仍相对较低,更多是出于合法性要求的迎合动机<sup>[9]</sup>,当机构投资者等非控股大股东利用退出企业威胁其积极履行社会责任后,导致管理层和控股股东更偏好通过已形成的、相对固化的标准披露社会责任履行情况,但这会限制管理层传达企业特质信息的空间,削弱了社会责任报告的整体信息含量和企业透明度,降低了企业社会责任的沟通效果。因此,本研究提出假设。

H<sub>2</sub> 非控股大股东退出威胁能够促进企业社会责任象征性的言,抑制实质性的行。

## 3 研究设计

### 3.1 样本选择和数据来源

由于中国企业披露社会责任的时间较晚,最早的社会责任报告可追溯至2006年。因此选取2006年

至2019年上海和深圳证券交易所中发布独立社会责任报告的上市企业,剔除金融和房地产行业企业以及ST等异常企业,得到5532份企业社会责任报告,涵盖制造业、采矿业、农林牧渔业等行业。在此基础上,剔除数据缺失的样本,最终得到5321份企业一年度样本数据。企业社会责任报告数量的年度分布为:2006年有17份,2007年有27份,2008年有123份,2009年有124份,2010年有338份,2011年有417份,2012年有458份,2013年有488份,2014年有493份,2015年有522份,2016年有532份,2017年有555份,2018年有602份,2019年有625份。企业社会责任沟通策略数据基于巨潮资讯网下载的企业社会责任报告经由文本分析并加以计算得到,大股东退出威胁及其他控制变量数据来自国泰安数据库。为避免异常值对研究结果的影响,对连续变量进行上下1%的缩尾处理。

## 3.2 变量定义

### 3.2.1 企业社会责任沟通策略

本研究聚焦在企业社会责任披露的文本信息,基于实质重于形式的原则,判断企业社会责任言和行的行为倾向,言是指企业为了营造良好社会形象做的口头努力,行是指企业进行了具体的社会责任实践活动。考虑到中文词汇的复杂性,为提高文本分析的科学性,本研究借鉴李哲等<sup>[14]</sup>的做法,借助词典法对企业社会责任报告文本进行解析,分别统计包含企业社会责任规划信息和行动信息关键词的句子数,并计算包含关键词的各类句子占总句数的比例<sup>[38]</sup>,进而构建言和行指标。

具体步骤如下:①基于《公司法》《联合国可持续发展目标》《社会责任指南》(GB/T 36000-2015)等已有政策文件、社会责任指南和法律法规,依据三重底线理论,从经济、社会和环境3个维度,从相关文件中提取企业社会责任言和行文本检索的词源。②依据获取的关键词词源,通过专家咨询等环节,选取含义相近的词语共同构成文本分析的关键词表,具体划分标准和关键词示例见表1;为提高文本分析精度,

表1 企业社会责任言和行的划分标准  
Table 1 Criteria for Classifying Corporate Social Responsibility Words and Deeds

标准	关键词示例
难以验证的、没有可证实论据的社会责任规划信息	①经济:创造财富,股东权益,降本增效,提质增效,投资者回报;②社会:爱惜人才,按劳分配,便民服务;③环境:废物利用,遵守……标准,协调发展
具有事实支撑、可以验证的社会责任行为信息	①经济:利润率,年终奖金,分红,市场占有率,收益率,特殊津贴;②社会:捐赠,安全认证,满意度,热线,提供援助;③环境:排污费,防治费,达标排放,绿化费

对原始社会责任报告中乱码、大片空白等噪声进行预处理,并从企业社会责任报告的有效位置扫描关键词,进而获取包含倾向于言的句数、倾向于行的句数和总句数。③将言的句数除以总句数作为言的指标,该指标越大,说明企业更倾向于象征性的言;将行的句数除以总句数作为行的指标,该指标越大,说明企业更倾向于实质性的行。

3.2.2 非控股股东退出威胁

(1) 非控股股东的界定

按照《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》(证监会公告[2017]9号),以持股5%作为临界点,并对其行为进行约束和监督;并且,已有研究普遍认为企业控股股东和持股5%以上的股东(以下并称大股东)有能力影响企业决策,其退出行为也会产生更大的威胁作用<sup>[9]</sup>。因此,本研究将企业内持股大于5%且不具控制权的股东定义为非控股股东。

(2) 非控股股东退出威胁的测量

DOU et al.<sup>[39]</sup>的研究表明,非控股股东退出威胁置信度取决于企业股票流动性和非控股股东之间的竞争程度。一方面,作为与管理层博弈的筹码,非控股股东退出威胁有赖于其是否能够真正退出

企业,即股票流动性。通常,企业股票流动性越高,非控股股东退出企业的阻碍越小,退出威胁越可信。另一方面,非控股股东退出威胁的大小还受企业内大股东竞争程度的影响,大股东竞争越激烈,越有动机获取私有信息,提高股价信息含量,进而提升大股东退出威胁的影响。因此,本研究借鉴陈克兢等<sup>[40]</sup>的做法,采用股票流动性与非控股股东竞争程度的交互项测量非控股股东退出威胁,具体模型为

$$ET_{i,t} = Liq_{i,t} \cdot Bhc_{i,t} \tag{1}$$

$$Bhc_{i,t} = -1 \times \sum_{k=1}^N \left( \frac{Blo_{k,i,t}}{Blo_{i,t}} \right)^2 \tag{2}$$

其中,  $i$  为企业,  $t$  为年,  $k$  为流通股大股东,  $k = 1, \dots, N$ ;  $ET_{i,t}$  为非控股股东退出威胁;  $Liq_{i,t}$  为股票流动性,采用企业流通股日均换手率测量;  $Bhc_{i,t}$  为非控股股东竞争程度;  $Blo_{k,i,t}$  为流通股大股东的持股比例;  $Blo_{i,t}$  为当年所有流通股大股东的持股比例之和。  $ET_{i,t}$  越大,退出威胁越强。

3.2.3 控制变量

参考 ILIEV et al.<sup>[41]</sup>、许洪等<sup>[27]</sup> 和蒋德权等<sup>[42]</sup> 的研究选取控制变量,变量的具体定义见表2。企业基本

表2 变量定义  
Table 2 Definitions of Variables

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	言	SA	社会责任报告中包含言的关键词句数与总句数的比值
	行	DO	社会责任报告中包含行的关键词句数与总句数的比值
解释变量	非控股股东退出威胁	ET	股票流动性与非控股股东竞争程度的乘积
企业基本特征	企业规模	Siz	企业总资产的自然对数
	企业年龄	Age	企业年龄的自然对数
企业董事会特征	两职合一	Plu	董事长兼任总经理时取值为1,否则取值为0
	董事会规模	Dsi	董事会总人数的自然对数
	监事会规模	Ssi	监事会总人数的自然对数
	独董比例	Dir	独立董事人数与董事会人数的比值
企业股权特征	股权性质	Soe	国有控股企业取值为1,否则取值为0
	股权集中度	Top	第一大股东持股比例
企业财务特征	盈利能力	Roe	企业税后利润与所有者权益的比值
	偿债能力	Lev	企业总负债与总资产的比值
	自由现金流	Fcf	企业自由现金流净值与总资产的比值
	企业成长性	Gro	企业当年营业收入增长率
企业社会责任	社会责任报告总句数	Con	企业社会责任报告披露总句数的自然对数
其他	年度虚拟变量	Yea	控制年度效应
	行业虚拟变量	Ind	控制行业变量

特征方面选取企业规模和企业年龄,企业董事会特征方面选取两职合一、董事会规模、监事会规模和独董比例,企业股权特征方面选取股权性质和股权集中度,企业财务特征方面选取盈利能力、偿债能力、自由现金流和企业成长性;考虑到社会责任报告篇幅的影响,本研究选取社会责任报告总句数为控制变量,并对其进行对数化处理;设置年度和行业虚拟变量。

3.3 模型设计

基于对言和行的双重测量,本研究构建非控股股东退出威胁与企业社会责任沟通计算模型,即

$$Csr_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ET_{i,t} + \sum \alpha_j Cons_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,  $Csr_{i,t}$  为企业社会责任沟通,包含  $i$  企业  $t$  年(报告期)社会责任报告中言的比例和行的比例;  $Cons$  为控制变量;  $\alpha_0$  为常数项;  $\alpha_1$  和  $\alpha_j$  为回归系数,  $j$  为控制变量序号,  $j = 2, \dots, 14$ ;  $\varepsilon$  为随机误差项。

4 实证结果分析

4.1 描述性统计结果

4.1.1 主要变量的描述性统计

表3给出主要变量的描述性统计结果,图1给出不同年份企业社会责任言和行表现的变化趋势。结合表3和图1可知,①企业独立发布的社会责任报告中,文本规模逐年上升,表明样本企业正逐步完善企业社会责任的披露;标准差为0.693,表明企业社会责任报告信息的披露仍然存在明显的企业主导的差异化特征。②企业社会责任报告中,言的内容占比的均值为0.396,行的内容占比的均值为0.291,说明企业在社会责任报告中宣传性的话语占比略大;但从逐年趋势看,行的水平逐步上升,言的水平在不断下降,二者间差距逐渐缩小,说明在国家不断规范企业社会责任报告披露质量的政策引导下,企业言行不一的现象逐步得到改善。此外,经过相反数处理后,非控股股东退出威胁的最小值为-0.076,均值为-0.017,最大值为-0.001,表明样本企业都面临不同程度的非控股股东退出威胁。

4.1.2 分行业描述性统计

为了对企业社会责任沟通的表现情况进行更深

**表3 描述性统计结果**  
**Table 3 Results for Descriptive Statistics**

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
SA	0.396	0.391	0.106	0.157	0.654
DO	0.291	0.290	0.076	0.105	0.487
ET	-0.017	-0.012	0.015	-0.076	-0.001
Siz	23.009	22.863	1.350	20.352	26.460
Age	2.438	2.639	0.630	0.693	3.258
Plu	0.158	0	0.365	0	1
Dsi	2.205	2.197	0.209	1.609	2.708
Ssi	1.335	1.099	0.297	1.099	2.197
Dir	0.374	0.357	0.056	0.308	0.571
Soe	0.653	1	0.476	0	1
Top	0.376	0.367	0.158	0.086	0.743
Roe	0.087	0.083	0.113	-0.427	0.415
Lev	0.475	0.487	0.190	0.073	0.868
Fcf	0.012	0.022	0.092	-0.343	0.239
Gro	0.148	0.101	0.316	-0.435	1.937
Con	4.941	4.883	0.693	3.091	7.377

注:样本观测值为5321。

入的把握,进一步按行业对企业社会责任沟通进行描述性统计分析,见图2。可以看出,一方面,不同行业之间企业社会责任报告的篇幅存在差异,建筑业企业的社会责任报告平均篇幅最大,总句数达到332.338句,最少的是农、林、牧、渔业,行业均值仅为116.908句。另一方面,所有行业社会责任象征性的言多于实质性的行,言与行之间偏差最大的是农、林、牧、渔业,言的均值为0.454,行的均值为0.234,这可能是因为与其他行业相比,农、林、牧、渔业与消费者的接触相对较远,受到的外部舆论压力较小,

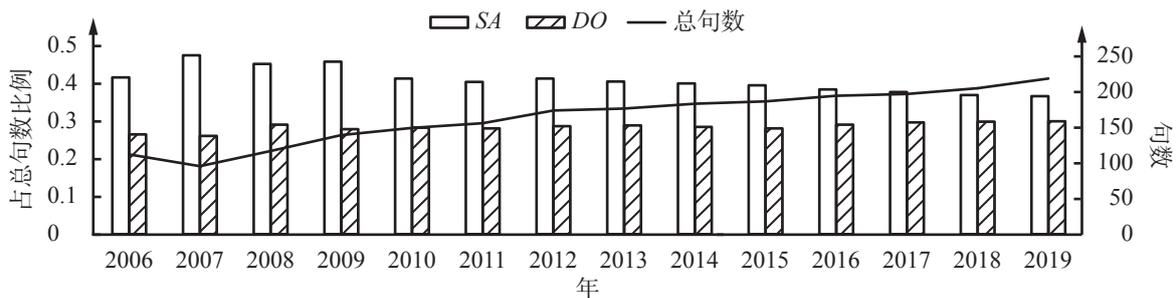
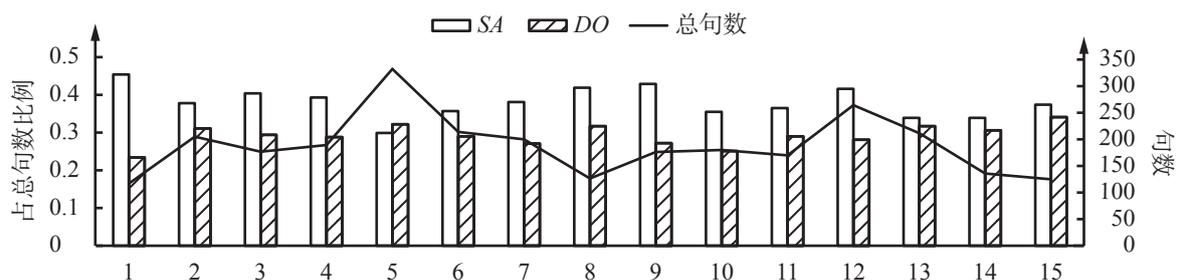


图1 不同年份企业社会责任言和行的表现

Figure 1 Performance of Words and Deeds on Corporate Social Responsibility over Different Years



注: 1为农、林、牧、渔业; 2为采矿业; 3为制造业; 4为电力、热力、燃气及水生产和供应业; 5为建筑业; 6为批发和零售业; 7为交通运输、仓储和邮政业; 8为住宿和餐饮业; 9为信息传输、软件和信息技术服务业; 10为租赁和商务服务业; 11为科学研究和技术服务业; 12为水利、环境和公共设施管理业; 13为卫生和社会工作; 14为文化、体育和娱乐业; 15为综合。

图2 不同行业企业社会责任言和行的表现

Figure 2 Performance of Words and Deeds on Corporate Social Responsibility in Different Industries

表4 非控股股东退出威胁对企业社会责任沟通的回归结果

Table 4 Regression Results for Non-controlling Large Shareholder' Exit Threat on Corporate Social Responsibility Communication

	SA (1)	DO (2)	SA (3)	DO (4)		SA (1)	DO (2)	SA (3)	DO (4)
<i>ET</i>	-1.206*** (0.112)	0.722*** (0.080)	-0.353*** (0.111)	0.325*** (0.089)	<i>Roe</i>			-0.021* (0.013)	0.021** (0.010)
<i>Siz</i>			-0.010*** (0.001)	0.006*** (0.001)	<i>Lev</i>			0.004 (0.009)	0.005 (0.007)
<i>Age</i>			-0.003 (0.002)	0.005*** (0.002)	<i>Fcf</i>			-0.023 (0.015)	0.015 (0.011)
<i>Plu</i>			-0.008** (0.004)	0.001 (0.003)	<i>Gro</i>			0.007 (0.005)	-0.009** (0.004)
<i>Dsi</i>			-0.025*** (0.008)	0.014** (0.006)	<i>Con</i>			-0.059*** (0.002)	0.010*** (0.002)
<i>Ssi</i>			-0.0002 (0.005)	0.004 (0.004)	年份和行业	控制	控制	控制	控制
<i>Dir</i>			-0.035 (0.025)	-0.017 (0.021)	常数项	0.376*** (0.002)	0.303*** (0.002)	0.990*** (0.031)	0.057** (0.025)
<i>Soe</i>			-0.013*** (0.003)	0.002 (0.003)	样本观测值	5 321	5 321	5 321	5 321
<i>Top</i>			-0.012 (0.009)	0.007 (0.007)	<i>R</i> <sup>2</sup>	0.108	0.054	0.290	0.087

注: 括号内数据为聚类标准误, \*\*\*为在1%水平上显著, \*\*为在5%水平上显著, \*为在10%水平上显著, 下同。

在社会责任表现上缺乏动力。以上结果表明, 由于不同行业经营的差异, 面临的履责标准和要求也不尽相同, 导致各行业在企业社会责任沟通选择上存在一定差异, 这也为本研究后续进行分样本的异质性研究提供了依据。

4.2 基准回归检验

基于(3)式, 表4给出非控股股东退出威胁与企业社会责任沟通的回归结果, (1)列和(2)列给出仅控制年份和行业效应的回归结果, (3)列和(4)列为加入企业特征等控制变量后的回归结果。可以看出, 在1%显著性水平上, *ET*对*SA*均具有抑制作用, 对

*DO*均具有正向促进作用, 即非控股股东能够有效发挥监督者作用, 通过退出威胁促使企业选择实干的社会责任沟通策略, 抑制企业社会责任中的粉饰美化行为, *H*<sub>1</sub>得到验证。由此说明, 非控股股东能够借助退出威胁, 约束企业管理层和控股股东进行社会责任操控的次优行为, 而选择实干型的社会责任沟通。尤其随着全球竞争的加剧, 在社会公众的期望和媒体舆论的压力下, 企业社会责任活动变得更加复杂, 非控股股东并没有选择默许节约成本的伪善行为, 而是从源头上抑制企业的短视行为, 使企业在非控股股东的监督下积极布局社会责任战略,

表5 内生性检验的回归结果  
Table 5 Regression Results for Endogeneity Tests

	工具变量检验步骤1		工具变量检验步骤2		PSM检验	
	<i>ET</i>		<i>SA</i>	<i>DO</i>	<i>SA</i>	<i>DO</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Met</i>	0.642*** (0.085)	0.642*** (0.085)			-0.353*** (0.122)	0.299*** (0.096)
<i>Let</i>	0.523*** (0.016)	0.523*** (0.016)				
<i>ET</i>			-0.593*** (0.217)	0.488*** (0.185)		
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份和行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.028*** (0.004)	-0.028*** (0.004)	0.974*** (0.004)	0.032 (0.032)	0.984*** (0.035)	-0.039 (0.028)
样本观测值	4 299	4 299	4 299	4 299	4 462	4 462
$R^2$	0.579	0.579	0.299	0.088	0.267	0.084

推动社会责任行动的有效落实,有助于企业的长远发展。

### 4.3 稳健性检验

#### 4.3.1 内生性检验

##### (1) 工具变量检验

考虑到非控股大股东退出威胁与企业社会责任沟通之间可能存在反向因果关系导致的内生性问题,即企业社会责任沟通效果不佳导致非控股大股东退出威胁更为可信。因此,本研究运用工具变量法进行内生性检验,即选择同年度同行业企业非控股大股东退出威胁的行业均值(*Met*)和滞后1期的非控股大股东退出威胁(*Let*)作为工具变量,理论上,同行业企业内非控股大股东退出威胁基本相似,且行业内退出威胁均值并不会对单个企业社会责任的沟通策略产生影响;与之相似,非控股大股东退出威胁与其上一期退出威胁密切相关,却不会影响当期企业社会责任沟通策略,满足外生性假设。基于此,重新对假设进行检验,由于回归中引入滞后变量导致样本量减少,具体结果见表5的(1)列~(4)列,通过工具变量法对内生性问题进行控制后,非控股大股东仍能够促进企业社会责任实质性的行,抑制象征性的言,说明本研究结果稳健。

##### (2) PSM 检验

本研究借鉴何瑛等<sup>[43]</sup>的做法,采用PSM控制非控股大股东选择偏差对研究结果的影响。首先,以*ET*的年度-行业中位数为标准进行分组,非控股大股东退出威胁高的为实验组,非控股大股东退出威胁低的为对照组;其次,以前文控制变量作为协变量估计倾向得分,并据此对样本进行匹配,由于匹配要

求导致样本量减少;最后,基于匹配后的样本进行重新回归。表5的(5)列和(6)列给出非控股大股东退出威胁影响企业社会责任沟通的PSM检验结果,通过PSM对内生性问题进行控制后,非控股大股东退出威胁仍能促使企业选择实干的企业社会责任沟通,抑制粉饰美化行为,说明本研究结果稳健。

#### 4.3.2 其他稳健性检验

为验证研究结果的可靠性,本研究还进行以下稳健性检验:

(1) 改变变量的测量方式。一方面,改变非控股大股东的测量标准。借鉴余怒涛等<sup>[6]</sup>的做法,将10%作为界定非控股大股东的标准,并进行重新回归。另一方面,改变企业社会责任中行的测量标准。借鉴李哲等<sup>[14]</sup>的做法,从慈善捐赠和环保支出两个方面分别统计企业的环保投资和慈善捐赠支出金额,并用总资产标准化,重新进行回归,回归结果与前文一致。

(2) 言和行的进一步甄别。考虑到在企业社会责任披露实践中可能存在言不达意或话语操控现象,导致单纯依靠机器学习识别的言和行存在一定误差。因此,本研究借助百度和巨潮资讯网等手段,对企业社会责任语句的倾向性进行人工判断和识别,进一步排除企业社会责任的言和行变量的测量误差。回归结果表明本研究结果稳健。

(3) 排除外生环境的影响。一方面,考虑到2006年至2009年股权分置改革以及2008年至2011年金融危机期间,企业股权结构和外部流动性冲击等因素可能对非控股大股东的退出行为产生影响。因此,剔除2011年及以前的样本重新进行检验,回归结果

与前文一致。另一方面,考虑到非控股大股东在股价高估和低估时的行为可能并不一致,导致其对企业社会责任沟通的影响存在差异。因此,借鉴李善民等<sup>[44]</sup>的研究,划分股价高估和股价低估子样本,分别进行回归,回归结果表明在股价高估和股价低估子样本之间回归系数并不存在显著差异。

(4) 更换回归模型。首先,考虑到本研究的被解释变量是取值范围受限于0-1的连续变量,因此采用Tobit模型对样本进行重新回归。其次,增加企业固定效应。在(3)式的基础上,进一步控制企业效应,以排除个体不可观测因素对研究结果的影响。最后,增加控制变量。考虑到本研究在测量非控股大股东退出威胁时包含了股票流动性特征,导致实证结果可能受到股票流动性的影响,因此借鉴王垒等<sup>[4]</sup>的做法,利用股票换手率测量股票流动性,并将其作为控制变量加入模型进行回归。上述回归结果与前文一致,即非控股大股东退出威胁仍能促进企业社会责任实质性的行,抑制象征性的言,研究结果稳健。

## 5 影响机制分析

上述研究表明,非控股大股东退出威胁能够抑制企业社会责任象征性的言,促进实质性的行,发挥驱动企业社会责任言行一致的积极治理效果,但是这种驱动效应的传导路径尚不清晰。一方面,作为制衡管理层和控股股东的重要力量,非控股大股东可以通过退出威胁的手段参与公司治理,减少企业管理层和控股股东的投机行为,提高信息披露水平和沟通效果。另一方面,作为社会责任信息的接收者,非控股大股东退出威胁治理效应的发挥还与信息发出者的传递效率和所发布信息内容结构息息相关。因此,本研究从两类代理成本、董秘兼任情况和信息生成3个方面,进一步挖掘非控股大股东退出威胁影响企业社会责任沟通的传导路径。

### 5.1 两类代理成本路径检验

企业社会责任沟通背后可能隐藏着企业管理层和控股股东的自利动机,成为他们掏空行为和机会主义行为的掩饰手段,导致社会责任沟通成为他们的策略性操控工具。非控股大股东作为企业的所有者,为获得超额投资收益有动机和能力搜集更多企业内部信息,同时借助退出威胁的方式降低与管理层和控股股东之间的信息不对称程度,进而有效抑制企业管理层和控股股东的自利动机。但也有研究表明,以机构投资者为代表的非控股大股东对两类代理成本的影响存在差异<sup>[45]</sup>,在利益最大化动机下倾向于选择与管理层合谋,以获得更多企业内部信息。鉴于此,本研究从代理问题的角度,探究非控股大股东退出威胁驱动企业进行有效社会责任沟通的影响路径。参考温忠麟等<sup>[46]</sup>和王垒等<sup>[37]</sup>对中介效应检验的步骤,在(3)式的基础上设定检验模型,即

$$AC1_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ET_{i,t} + \sum \beta_j Cons_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}^4 \quad (4)$$

$$SA_{i,t} = \chi_0 + \chi_1 ET_{i,t} + \chi_2 AC1_{i,t} + \sum \chi_j Cons_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}^5 \quad (5)$$

$$DO_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 ET_{i,t} + \delta_2 AC1_{i,t} + \sum \delta_j Cons_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}^6 \quad (6)$$

$$AC2_{i,t} = \phi_0 + \phi_1 ET_{i,t} + \sum \phi_j Cons_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}^7 \quad (7)$$

$$SA_{i,t} = \varphi_0 + \varphi_1 ET_{i,t} + \varphi_2 AC2_{i,t} + \sum \varphi_j Cons_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}^8 \quad (8)$$

$$DO_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 ET_{i,t} + \gamma_2 AC2_{i,t} + \sum \gamma_j Cons_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}^9 \quad (9)$$

其中,AC1为第1类代理成本,借鉴陈克兢<sup>[9]</sup>的研究,用营业收入与总资产的比值测量,该值越小,代理冲突越严重;AC2为第2类代理成本,借鉴王垒等<sup>[45]</sup>的做法,用其他应收款与总资产的比值测量,该值越大,代理成本越大; $\beta_0$ 、 $\chi_0$ 、 $\delta_0$ 、 $\phi_0$ 、 $\varphi_0$ 和 $\gamma_0$ 为常数项; $\beta_1$ 、 $\beta_j$ 、 $\chi_1$ 、 $\chi_2$ 、 $\chi_j$ 、 $\delta_1$ 、 $\delta_2$ 、 $\delta_j$ 、 $\phi_1$ 、 $\phi_j$ 、 $\varphi_1$ 、 $\varphi_2$ 、 $\varphi_j$ 、 $\gamma_1$ 、 $\gamma_2$ 和 $\gamma_j$ 为回归系数,在(4)式和(7)式中 $j=2, \dots, 14$ ,在(5)式、(6)式、(8)式和(9)式中 $j=3, \dots, 15$ ;  $\varepsilon^4 \sim \varepsilon^9$ 为随机误差项。由于两类代理成本变量存在缺失,导致样本量减少。(4)式~(9)式的回归结果见表6,综合表3和表6的回归结果可知,非控股大股东退出威胁与AC1正相关,与AC2负相关,但与第1类代理成本相比,第2类代理成本在非控股大股东退出威胁与社会责任象征性的言之间并不能发挥中介作用。这表明非控股大股东更倾向于借助退出威胁的方式,通过监督管理层的印象管理行为,约束企业口惠而实不至的社会责任履行倾向,而其借助退出威胁的方式与控股股东抗衡则更有效地驱动企业实质性的社会责任活动。在此基础上,本研究借助Sobel检验比较两类代理成本的中介作用,发现与第2类代理成本路径相比,非控股大股东更倾向于通过缓解与管理层的代理问题约束其私利行为,提升企业社会责任沟通效率。

### 5.2 董秘兼任机制检验

作为企业向外界传递信息的重要方式,其沟通质量的高低很大程度上受到企业内部信息流通效率的影响。董秘作为企业信息披露事务的主要负责人,其履职情况对于协调董事会与管理层之间的关系、确保企业合规运作等方面至关重要<sup>[47]</sup>,成为非控股大股东等信息使用者了解企业社会责任表现的最佳人选。现实中,非控股大股东凭借所持股份具有提名董秘的权利,并且能够借助退出威胁手段在一定程度上影响董秘的兼任情况,进而为其发挥治理作用提供信息保障。已有研究表明,与专职董秘相比,兼任董秘能够更有效地传递企业内部信息,提升企业信息披露的质量和沟通效果<sup>[48]</sup>。由此可见,非控股大股东为更充分地了解企业社会责任履行情况,有动机借助退出威胁的方式提名企业内部董事兼任

表6 两类代理成本机制检验的回归结果  
Table 6 Regression Results for Two Types of Agency Costs Mechanism Test

	第1类代理成本			第2类代理成本		
	AC1 (1)	SA (2)	DO (3)	AC2 (4)	SA (5)	DO (6)
ET	0.661*** (0.118)	-0.318*** (0.111)	0.320*** (0.089)	-0.157*** (0.026)	-0.355*** (0.111)	0.310*** (0.089)
AC1		-0.048*** (0.013)	0.021** (0.010)			
AC2					-0.013 (0.075)	-0.095* (0.052)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份和行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.012*** (0.003)	-0.058*** (0.002)	0.009*** (0.002)	0.010 (0.007)	0.990*** (0.031)	0.058** (0.025)
样本观测值	5 249	5 249	5 249	5 317	5 317	5 317
R <sup>2</sup>	0.244	0.295	0.088	0.127	0.290	0.088
Sobel 检验		-3.255***	2.088**		0.202	1.716*

董秘,促进企业内部沟通效率的提升,改善企业社会责任沟通效果。因此,本研究检验董秘兼任在非控股大股东退出威胁与企业社会责任沟通之间能否发挥中介作用,在(3)式的基础上设定检验模型,即

$$PC_{i,t} = \eta_0 + \eta_1 ET_{i,t} + \sum \eta_j Cons_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}^{10} \quad (10)$$

$$SA_{i,t} = \iota_0 + \iota_1 ET_{i,t} + \iota_2 PC_{i,t} + \sum \iota_j Cons_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}^{11} \quad (11)$$

$$DO_{i,t} = \mu_0 + \mu_1 ET_{i,t} + \mu_2 PC_{i,t} + \sum \mu_j Cons_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}^{12} \quad (12)$$

其中,PC为董秘是否由企业内部董事兼任,当企业董秘同时兼任企业内部董事等职务时取值为1,否则取值为0;η<sub>0</sub>、ι<sub>0</sub>和μ<sub>0</sub>为常数项;η<sub>1</sub>、η<sub>j</sub>、ι<sub>1</sub>、ι<sub>2</sub>、ι<sub>j</sub>、μ<sub>1</sub>、μ<sub>2</sub>和μ<sub>j</sub>为回归系数,在(10)式中j=2,⋯,14,在(11)式和(12)式中j=3,⋯,15;ε<sup>10</sup>~ε<sup>12</sup>为随机误差项。采用(10)式~(12)式进行回归的结果表明,非控股大股东退出威胁与董秘兼任显著正相关,PC与SA之间的回归系数显著为负,与DO之间的回归系数显著为正,即非控股大股东退出威胁可以提高董秘兼任其他职务的情况,不仅增强了董秘的信息获取能力,为自身监督管理层的言行一致提供更多有效内部信息;还有助于其在管理层言行不一时传递退出企业的威胁,表达自身诉求,最终提升企业社会责任的沟通效果。

### 5.3 信息生成机制路径检验

企业社会责任报告是重要的非财务信息,其文本性特征在为非控股大股东提供更多非结构化信息的

同时,却加剧了管理层进行信息操控的隐蔽性<sup>[1]</sup>,这对非控股大股东的信息解读能力提出了更高的要求。全球报告倡议组织(Global Reporting Initiative, GRI)发布的《可持续发展报告指南》作为企业社会责任报告的编制指南,得到非控股大股东等利益相关者的广泛认可,成为企业向外界展示自身社会责任表现的“共同语言”,有助于提高报告整体的信息含量。但GRI披露制度的固化标准却会限制分析师等信息接收者对社会责任报告文本信息的解读和运用能力<sup>[16]</sup>,导致其沟通效果大打折扣。因此,本研究从信息生成角度,检验企业遵守GRI标准在非控股大股东退出威胁与企业社会责任沟通之间能否发挥中介作用,在(3)式的基础上设定检验模型,即

$$IP_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 ET_{i,t} + \sum \lambda_j Cons_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}^{13} \quad (13)$$

$$SA_{i,t} = \xi_0 + \xi_1 ET_{i,t} + \xi_2 IP_{i,t} + \sum \xi_j Cons_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}^{14} \quad (14)$$

$$DO_{i,t} = \kappa_0 + \kappa_1 ET_{i,t} + \kappa_2 IP_{i,t} + \sum \kappa_j Cons_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}^{15} \quad (15)$$

其中,IP为企业是否参照GRI标准编制社会责任报告,当企业参照该标准时取值为1,否则取值为0;λ<sub>0</sub>、ξ<sub>0</sub>和κ<sub>0</sub>为常数项;λ<sub>1</sub>、λ<sub>j</sub>、ξ<sub>1</sub>、ξ<sub>2</sub>、ξ<sub>j</sub>、κ<sub>1</sub>、κ<sub>2</sub>和κ<sub>j</sub>为回归系数,在(13)式中j=2,⋯,14,在(14)式和(15)式中j=3,⋯,15;ε<sup>13</sup>~ε<sup>15</sup>为随机误差项。采用(13)式~(15)式进行回归的结果表明,ET与IP显著负相关,IP与SA之间的回归系数显著为负,与DO之间的回归系数显

著为正,即企业遵守GRI标准在非控股股东退出威胁与企业社会责任沟通之间发挥遮掩效应。说明尽管非控股股东凭借专业优势和较强的信息甄别能力并利用退出威胁提升社会责任沟通效果,但其为获取特质信息会限制企业使用GRI文本披露模式,以避免管理层借助情感和语调等手段向外界传递信息的空间受到约束,这反而限制了企业依托指南规范披露自身社会责任信息,影响沟通效果。

6 拓展性分析

上述研究表明非控股股东主要通过降低代理成本和提高董秘兼任程度改善社会责任沟通,表现出促进企业社会责任实质性的行、抑制象征性的言的治理效果。但是,作为治理主体,非控股股东借助退出威胁对企业社会责任沟通的治理积极性难免受到企业社会责任披露倾向、所处行业和外在制度标准等因素的影响,进而可能导致治理效果存在差异。因此,本研究区分不同企业社会责任沟通策略、不同行业和处于不同披露要求环境下的企业,探究非控股股东借助退出威胁方式驱动企业社会责任沟通的边界条件。

6.1 基于多言寡行和寡言多行企业社会责任沟通策略的回归分析

前文对企业社会责任的言和行的分析是基于二者的区别阐述,虽然得到了非控股股东退出威胁能够促进企业社会责任实质的行、抑制言的研究结果,但该结果仍属于企业社会责任披露的过程性判断。实际上,企业社会责任言和行的选择是企业管理层和控股股东权衡利弊后的决策结果,但由于对社会责任的认识程度存在差异,使企业形成两类不同的沟通策略。当企业更多地进行象征性的言时,代表企业采用空谈的社会责任沟通策略,即多言寡行;而当企业更多地采取实质性的行时,说明企业采

用的是实干的社会责任策略,即寡言多行。多言寡行被认为是投机驱动下的战略性印象管理,扰乱社会资源配置,而寡言多行更应该是市场主体效仿的典范。因此,对于社会责任表现中的策略结果,非控股股东能否同样听其言并观其行,通过退出威胁推动企业将战略导向性的社会责任落到实处。一方面,在非控股股东退出威胁下,可能会推动多言寡行的企业认识到社会责任实质性缺口,通过减少宣传加强行动来积极弥补;另一方面,在非控股股东退出威胁压力下,也可能使寡言多行的企业安于现状、充耳不闻,凭借“模范生”身份维持当前利益。对此,本研究检验在多言寡行与寡言多行两种不同沟通策略企业中非控股股东退出威胁对社会责任沟通的治理效果差异。

首先,将企业社会责任报告中行的比例减去言的比例,该差值大于0说明企业选择寡言多行的沟通策略,该差值小于等于0说明企业选择多言寡行的沟通策略,以此对企业进行分组。其次,对该差值取绝对值,在寡言多行组,该绝对值(DO<sub>m</sub>)越大说明企业越倾向于实质性的行;在多言寡行组,该绝对值(SA<sub>m</sub>)越大说明企业越倾向于象征性的言。最后,将所得绝对值对ET回归,检验非控股股东退出威胁在不同社会责任沟通策略企业的治理效果。

表7的(1)列和(2)列给出多言寡行和寡言多行企业中非控股股东退出威胁与企业社会责任披露策略选择的回归结果,多言寡行组有3 929个样本观测值,寡言多行组中有1 392个样本观测值,二者差距较大,说明更多的企业采取空谈的社会责任沟通策略。而且ET与SA<sub>m</sub>的回归系数为-0.339,在5%水平上显著;ET与DO<sub>m</sub>的回归系数为0.454,在1%水平上显著。说明在多言寡行组,非控股大股东的退出威胁唤醒了企业的社会责任意识,积极弥补言行之间的不利缺口,改善企业社会责任沟通现状,努

表7 拓展性分析回归结果  
Table 7 Regression Results of Expansive Analysis

	SA <sub>m</sub>	DO <sub>m</sub>	SA		DO	
	多言寡行 (1)	寡言多行 (2)	制造业 (3)	非制造业 (4)	制造业 (5)	非制造业 (6)
ET	-0.339** (0.152)	0.454*** (0.164)	-0.435*** (0.138)	-0.215 (0.189)	0.404*** (0.111)	0.242 (0.148)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份和行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.823*** (0.044)	0.071 (0.043)	0.956*** (0.040)	1.008*** (0.049)	0.050 (0.033)	0.099** (0.040)
组间系数差异		-0.793***		0.221*		-0.162*
样本观测值	3 929	1 392	3 336	1 985	3 336	1 985
R <sup>2</sup>	0.239	0.081	0.265	0.333	0.081	0.124

力从社会责任的传播者向践行者转变。而在寡言多行的企业中退出威胁并没有缩小言行之间的良好差距,即实干型的企业并没有满足现状,而是在正确的社会责任观的驱动下努力做得更好。该结果进一步说明非控股大股东退出威胁对企业社会责任沟通的积极治理作用。

## 6.2 制造业与非制造业企业回归分析

战略选择理论表明,企业决策者面临的外部环境,尤其是行业发展态势,是企业进行战略选择时需要考虑的核心问题,因而企业特质的差异有可能导致不同的企业社会责任沟通结果。制造业作为中国经济命脉被摆在突出位置,但目前依旧面临高投入、高消耗和高排放等问题,在履行社会责任方面仍然需要加强,其社会责任实践水平也被寄予更多的期望和要求。与此同时,社会责任的有效落实是制造业高质量发展的内在要求,在中国经济转型时期,制造业作为压舱石,更需要平衡好生产效率与社会责任之间的关系,为企业的长期发展做出努力。因此,在制造业企业与非制造业企业中,企业社会责任沟通的动机差异是否会导致非控股大股东退出威胁对其治理的效果,本研究实证检验制造业与非制造业企业中退出威胁影响效应的差异。

表7的(3)列~(6)列给出制造业和非制造业企业中非控股大股东退出威胁与企业社会责任沟通的回归结果,与非制造业企业相比,制造业企业中非控股大股东退出威胁在1%水平上显著增加了社会责任实质性的行,抑制了言;而在非制造业企业中,非控股大股东退出威胁并不能有效提升企业社会责任沟通效果;并且两组间的系数存在显著差异。可以看出,在制造业企业亟须以更高的要求规范自身社会责任实践的导向下,非控股大股东退出威胁进一步推动了制造业企业内部的社会责任管理,促使其将社会责任与企业长期竞争力联系在一起,谋求企业价值的综合提升;而非制造业企业对社会责任的关注和重视程度仍相对较低,也削弱了非控股大股东通过退出企业威胁管理层实施实干社会责任沟通策略的治理效果。

## 6.3 强制披露与自愿披露社会责任报告企业回归分析

在高质量发展的背景下,政策监管的不断增强会驱动企业树立正确的社会责任理念,促使更多企业进行独立的企业社会责任报告披露行为。但有别于财务报告的强制披露政策,企业社会责任报告的披露仍具有较大自主性空间。然而对于社会责任报告披露方式与披露质量的关系,有研究表明,强制披露能够为信息可靠性提供保证,因而比自愿披露的企业社会责任报告信息质量更高<sup>[49]</sup>;但也有学者认为,自愿披露的企业会自发能动地规范自身社会责任行为,降低企业的盈余管理程度,而强制披露报告的企业通常较为被动、消极地应对管制,使社会责任披露成为企业的自利工具<sup>[50]</sup>。因此,对于面临不同社会责任披露压力的企业,非控股大股东退出威胁对企业社会责任沟通的治理效果有待进一步验证。为此,

本研究通过区分强制披露与自愿披露社会责任报告的企业,探究不同披露压力下非控股大股东对企业社会责任沟通的治理效果差异。

回归结果表明,在强制披露的企业样本中,非控股大股东退出威胁与社会责任实质性的行显著正相关,而与象征性的言显著负相关;尽管在自愿披露的企业中ET与DO存在正相关关系,但与强制披露组也存在显著差异。上述结果表明,强制披露社会责任报告的企业对社会责任管理的感知程度较高,对监管动态性有更为深刻的把握。因此,在外部环境信息披露政策的压力下,非控股大股东退出威胁能够有效改善强制披露企业社会责任的沟通效果。而对于自愿披露的企业,外部较弱的约束力造成其对社会责任监管的认知不到位,在较大的自由裁量权下非控股大股东退出威胁的影响效应相对受限。并且,结合信息生成机制路径的分析结果,说明非控股大股东通过退出威胁能够显著约束强制披露企业的面子工程行为,促进企业进行更加真诚的社会责任实践,从而满足合法性的要求,走长期可持续发展道路,为目前社会责任报告管理指明了方向。

## 7 结论

### 7.1 研究结果

由于企业社会责任沟通引发的“暴雷”事件频发,企业社会责任信息披露受到利益相关者的关注,以机构投资者为代表的非控股大股东作为公司治理中的重要主体,对监督企业实质性社会责任行动发挥重要作用。因此,本研究以2006年至2019年沪深A股披露独立社会责任报告的企业为研究对象,基于企业社会责任报告中言和行的文本特征,实证检验非控股大股东退出威胁对企业社会责任沟通的影响效果及其作用机制。研究结果表明,①当前中国企业在进行企业社会责任沟通过程中的确存在投机倾向,在履行社会责任时表现为实干与空谈的言行不一现象。②非控股大股东退出威胁能够有效提升企业社会责任沟通的效果,即促进企业社会责任沟通中的行、抑制言,主要通过降低代理成本尤其是与管理层之间的第1类代理成本,以及提高董秘兼任程度等途径对企业社会责任沟通中的伪善行为予以威慑和治理,而企业遵守GRI披露标准却发挥遮掩效应,削弱非控股大股东的治理效果。③不论是在多言寡行还是寡言多行的企业,非控股大股东均发挥积极的治理作用,并且在制造业和强制披露两类存在更强监督和压力政策的企业中,退出威胁更能促进企业客观有效的社会责任沟通。

### 7.2 研究贡献

(1)基于印象管理理论,将非控股大股东退出威胁引入到企业社会责任披露质量问题中,不仅拓展了非控股大股东通过退出威胁实现企业有效治理的范围,同时也借助企业社会责任报告言和行的文本分析,识别了企业社会责任沟通背后的伪善动机,是对企业社会责任沟通治理的重要补充,弥补了已有

研究集中于企业多言寡行等企业社会责任沟通后果,缺乏对企业社会责任言行不一治理机制研究的不足。

(2) 借助委托代理理论等,验证了非控股大股东退出威胁能够有效识别企业社会责任的伪善动机,并挖掘了影响社会责任沟通的作用机制。本研究从非控股大股东的监管制衡和信息传递方面,厘清了非控股大股东退出威胁通过缓解与管理层的代理问题、增强董秘的信息能力等影响社会责任沟通行为的作用路径。

(3) 结合中国证监会对不同企业强制披露社会责任报告的政策性要求以及在高质量发展背景下主体行业异质性的影响,本研究进一步探究非控股大股东借助退出威胁方式治理企业社会责任沟通行为的边界条件,发现非控股大股东退出威胁在制造业企业、强制披露社会责任报告的企业中对企业社会责任沟通的治理效果更强,进而基于现实情景提出对驱动企业有效履行社会责任的靶向治理建议。

### 7.3 研究启示

应充分发挥非控股大股东利用退出威胁对企业社会责任沟通的治理作用。①规范企业社会责任的披露要求和标准,重视对企业社会责任报告的判断由合法性向合德性转变,以实质重于形式的原则,加强对上市企业信息沟通的动机识别。②完善资本市场环境,降低交易成本,保障非控股大股东在企业决策中利用退出威胁发挥积极治理作用。③坚持因企施政,挖掘并激发非控股大股东在自愿披露、非制造业等企业发挥治理作用的条件和潜力,以避免短期机会主义行为;与此同时,相关部门也要做好顶层设计,完善社会责任报告的披露制度,并强化其约束力度,为非控股大股东促使企业披露有效社会责任信息提供保障。

### 7.4 研究不足

①运用词典法对企业社会责任报告等文本信息进行识别的方式已得到学者的广泛认可和使用,但不可否认的是,受客观条件的限制,其测量精度和经济含义的丰富度仍有待增强,尽管本研究采用人工识别的方式尽可能排除相关影响因素,但如何提升言和行的测量精度以更为全面地利用企业披露的文本信息仍有待后续研究进行深入探讨。②企业管理层在发布社会责任报告时有动机通过调整语言表述等方式进行印象管理,尽管本研究借助企业实际的社会责任表现对行进行重新测量,在一定程度上克服了企业社会责任信息披露存在的“漂绿”或“话语操控”行为对研究结果的影响,但如何识别企业将言与行主观进行混淆导致的测量误差有待后续研究深入分析。

### 参考文献:

[1] LOUGHRAN T, MCDONALD B. Measuring readability in financial disclosures. *The Journal of Finance*, 2014, 69(4): 1643-1671.  
[2] 孙泽宇, 齐保全. 多个大股东与企业金融化. *管理工程学报*, 2022, 36(3): 62-77.

SUN Zeyu, QI Baolei. Multiple major shareholders and the financialization of enterprises. *Journal of Industrial Engineering and Engineering Management*, 2022, 36(3): 62-77.  
[3] 刘新民, 于文成, 王垒. 国企董事社会网络水平对双重任务的影响分析: 股权混合度的调节效应. *现代财经(天津财经大学学报)*, 2018, 38(7): 72-87.  
LIU Xinmin, YU Wencheng, WANG Lei. Impact analysis of directors' social networks on the dual tasks of state-owned enterprises: the moderating effect of equity mixed degree. *Modern Finance and Economics-Journal of Tianjin University of Finance and Economics*, 2018, 38(7): 72-87.  
[4] 王垒, 曲晶, 赵忠超, 等. 组织绩效期望差距与异质机构投资者行为选择: 双重委托代理视角. *管理世界*, 2020, 36(7): 132-152.  
WANG Lei, QU Jing, ZHAO Zhongchao, et al. Organizational performance aspiration gap and heterogeneous institutional investor behavior choices: double principal-agent perspective. *Journal of Management World*, 2020, 36(7): 132-152.  
[5] 朱冰, 张晓亮, 郑晓佳. 多个大股东与企业创新. *管理世界*, 2018, 34(7): 151-165.  
ZHU Bing, ZHANG Xiaoliang, ZHENG Xiaojia. Multiple blockholders and firm innovation. *Journal of Management World*, 2018, 34(7): 151-165.  
[6] 余怒涛, 张华玉, 刘昊. 非控股大股东与企业金融化: 蓄水池还是套利工具?. *南开管理评论*, 2021(网络首发).  
YU Nutao, ZHANG Huayu, LIU Hao. Non-controlling large shareholders and corporate financialization: reservoir or arbitrage tool?. *Nankai Business Review*, 2021(Online).  
[7] 李井林, 阳镇, 陈劲. 混合所有制改革与国有企业社会责任: 基于量与质双重视角的考察. *上海经济研究*, 2021(11): 35-47.  
LI Jinglin, YANG Zhen, CHEN Jin. Mixed ownership reform and social responsibility of state-owned firms: investigation based on the dual perspectives of quality and quantity. *Shanghai Journal of Economics*, 2021(11): 35-47.  
[8] 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. *南开管理评论*, 2019, 22(1): 151-165.  
WANG Shiyu, WANG Guanzhen, CHEN Zhibin. Specific disclosure of social responsibility and investor reaction: a research focuses on the role of multi-level capital market. *Nankai Business Review*, 2019, 22(1): 151-165.  
[9] 陈克兢. 非控股大股东退出威胁能降低企业代理成本吗. *南开管理评论*, 2019, 22(4): 161-175.  
CHEN Kejing. Can non-controlling large shareholders' exit threats reduce agency cost. *Nankai Business Review*, 2019, 22(4): 161-175.  
[10] HOPE O K, WU H, ZHAO W Y. Blockholder exit threats in the presence of private benefits of control. *Review of Accounting Studies*, 2017, 22(2): 873-902.  
[11] CHEN T, DONG H, LIN C. Institutional shareholders and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, 2020, 135(2): 483-504.  
[12] LUO X R, WANG D Q, ZHANG J J. Whose call to answer: institutional complexity and firms' CSR reporting. *Academy of Management Journal*, 2017, 60(1): 321-344.

- [13] 朱焱, 王玉丹. 卖空机制与企业社会责任承担: 基于中国融资融券制度的准自然实验研究. *会计研究*, 2019(12): 58-64.  
ZHU Yan, WANG Yudan. Short-selling and corporate social responsibility: evidence from Chinese market. *Accounting Research*, 2019(12): 58-64.
- [14] 李哲, 王文翰. “多言寡行”的环境责任表现能否影响银行信贷获取: 基于“言”和“行”双维度的文本分析. *金融研究*, 2021(12): 116-132.  
LI Zhe, WANG Wenhao. Corporate environmental responsibility and bank credit: text analysis of words and deeds. *Journal of Financial Research*, 2021(12): 116-132.
- [15] VAN DE VEN B. An ethical framework for the marketing of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 2008, 82(2): 339-352.
- [16] 刘建秋, 尹广英, 吴静桦. 企业社会责任报告语调与分析师预测: 信号还是迎合?. *审计与经济研究*, 2022, 37(3): 62-72.  
LIU Jianqiu, YIN Guangying, WU Jinghua. Corporate social responsibility report tone and analyst prediction: signal or pander?. *Journal of Audit & Economics*, 2022, 37(3): 62-72.
- [17] 樊帅, 田志龙, 郭娜. CSR中伪善行为对消费者惩罚意愿的影响. *经济管理*, 2020, 42(1): 125-139.  
FAN Shuai, TIAN Zhilong, GUO Na. Research on the influence of corporate hypocrisy on consumer punishment in CSR. *Business and Management Journal*, 2020, 42(1): 125-139.
- [18] MORSING M, SPENCE L J. Corporate social responsibility (CSR) communication and small and medium sized enterprises: the governmentality dilemma of explicit and implicit CSR communication. *Human Relations*, 2019, 72(12): 1920-1947.
- [19] VIERERBL B, KOCH T. The paradoxical effects of communicating CSR activities: why CSR communication has both positive and negative effects on the perception of a company's social responsibility. *Public Relations Review*, 2022, 48(1): 102134-1-102134-9.
- [20] SAUERWALD S, SU W. CEO overconfidence and CSR decoupling. *Corporate Governance: An International Review*, 2019, 27(4): 283-300.
- [21] 段钊, 涂秋阳, 胡颖. 上市公司对社会责任的自述“言之有据”吗? 信息披露真实性质量评估方法与实证研究. *宏观质量研究*, 2021, 9(5): 68-88.  
DUAN Zhao, TU Qiuyang, HU Ying. Is the public company's self-statement of social responsibility “justified”? Methods and empirical research on the evidence-based quality assessment of information disclosure. *Journal of Macro-quality Research*, 2021, 9(5): 68-88.
- [22] EL-KASSAR A N, YUNIS M, ALSAGHEER A, et al. Effect of corporate ethics and social responsibility on OCB: the role of employee identification and perceived CSR significance. *International Studies of Management & Organization*, 2021, 51(3): 218-236.
- [23] CHRISTENSEN L T, MORSING M, THYSSEN O. CSR as aspirational talk. *Organization*, 2013, 20(3): 372-393.
- [24] VVEINHARDT J, STONKUTÉ E, SROKA W. Discourse on corporate social responsibility in the external communication of agricultural enterprises. *European Journal of International Management*, 2019, 13(6): 864-879.
- [25] CABANTOUS L, GOND J P, HARDING N, et al. Critical essay: reconsidering critical performativity. *Human Relations*, 2016, 69(2): 197-213.
- [26] CHRISTENSEN L T, MORSING M, THYSSEN O. Timely hypocrisy? Hypocrisy temporalities in CSR communication. *Journal of Business Research*, 2020, 114: 327-335.
- [27] 许洪, 周少甫, 徐朝辉. 非控股股东退出威胁对实体企业“脱实向虚”的治理效应研究. *中国软科学*, 2021(11): 126-136.  
XU Yang, ZHOU Shaofu, XU Chaohui. Research on the governance effect of non-controlling large shareholders' exit threats on entity financialization. *China Soft Science*, 2021(11): 126-136.
- [28] 李蒙, 李秉祥, 张涛. 非控股股东退出威胁对“自利性”捐赠的治理作用: 基于控股股东股权质押视角. *南开管理评论*, 2021(网络首发).  
LI Meng, LI Bingxiang, ZHANG Tao. The governance effect of non-controlling large shareholders' exit threat on self-interested donations? Based on the situation of equity pledge of controlling shareholders. *Nankai Business Review*, 2021(Online).
- [29] GÓMEZ-CARRASCO P, GUILLAMÓN-SAORÍN E, GARCÍA OSMA B. Stakeholders versus firm communication in social media: the case of Twitter and corporate social responsibility information. *European Accounting Review*, 2021, 30(1): 31-62.
- [30] 姜付秀, 马云飙, 王运通. 退出威胁能抑制控股股东私利行为吗?. *管理世界*, 2015, 31(5): 147-159.  
JIANG Fuxiu, MA Yunbiao, WANG Yuntong. Can exit threaten restrain the controlling shareholder selfish behavior?. *Journal of Management World*, 2015, 31(5): 147-159.
- [31] KIM S. The process model of corporate social responsibility (CSR) communication: CSR communication and its relationship with consumers' CSR knowledge, trust, and corporate reputation perception. *Journal of Business Ethics*, 2019, 154(4): 1143-1159.
- [32] MARTÍNEZ-FERRERO J, SUÁREZ-FERNÁNDEZ O, GARCÍA-SÁNCHEZ I M. Obfuscation versus enhancement as corporate social responsibility disclosure strategies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2019, 26(2): 468-480.
- [33] HOFFMANN J. Talking into (non) existence: denying or constituting paradoxes of corporate social responsibility. *Human Relations*, 2018, 71(5): 668-691.
- [34] FALLER C M, ZU KNYPHAUSEN-AUFSEß D. Does equity ownership matter for corporate social responsibility? A literature review of theories and recent empirical findings. *Journal of Business Ethics*, 2018, 150(1): 15-40.
- [35] 陈华, 包也, 孙汉. 高管薪酬与社会责任报告的印象管理. *上海财经大学学报*, 2021, 23(4): 76-90.  
CHEN Hua, BAO Ye, SUN Han. Executive compensation and impression management behavior of corporate social responsibility report. *Journal of Shanghai University of Finance and Economics*, 2021, 23(4): 76-90.
- [36] FARROW K, GROLEAU G, MZOUGH N. “Let's call a spade a spade, not a gardening tool”: how euphemisms shape moral judgement in corporate social responsibility domains. *Journal of Business Research*, 2021, 131: 254-267.
- [37] 王垒, 曲晶, 刘新民. 异质机构投资者投资组合、环境信息披露与企业价值. *管理科学*, 2019, 32(4): 31-47.  
WANG Lei, QU Jing, LIU Xinmin. Heterogeneous institutional investor portfolio, environmental information disclosure and corporate value. *Journal of Management Science*, 2019, 32(4): 31-47.
- [38] 肖红军, 阳镇, 姜倍宁. 企业社会责任治理的政府注意力演化: 基于1978-2019中央政府工作报告的文本分析. *当代经济*

- 科学, 2021, 43(2): 58-73.
- XIAO Hongjun, YANG Zhen, JIANG Beining. The government's attention evolution of corporate social responsibility governance: text analysis based on the report on the work of the central government from 1978 to 2019. *Modern Economic Science*, 2021, 43(2): 58-73.
- [39] DOU Y W, HOPE O K, THOMAS W B, et al. Blockholder exit threats and financial reporting quality. *Contemporary Accounting Research*, 2018, 35(2): 1004-1028.
- [40] 陈克兢, 康艳玲, 万清清, 等. 外部大股东能促进企业创新吗: 基于退出威胁视角的实证分析. *南开管理评论*, 2021, 24(3): 202-212.
- CHEN Kejing, KANG Yanling, WAN Qingqing, et al. Can outside blockholders promote corporate innovation? An empirical analysis from the perspective of exit threats. *Nankai Business Review*, 2021, 24(3): 202-212.
- [41] ILIEV P, LINS K V, MILLER D P, et al. Shareholder voting and corporate governance around the world. *The Review of Financial Studies*, 2015, 28(8): 2167-2202.
- [42] 蒋德权, 蓝梦. 企业社会责任与产品市场表现. *财经研究*, 2022, 48(2): 109-122.
- JIANG Dequan, LAN Meng. Corporate social responsibility and product market performance. *Journal of Finance and Economics*, 2022, 48(2): 109-122.
- [43] 何瑛, 郭家荣, 陈文晖. 混改情境中非控股股东参与治理如何影响企业风险承担?. *上海财经大学学报*, 2022, 24(2): 78-93.
- HE Ying, GUO Jiarong, CHEN Wenhui. How does non-controlling shareholders' participation in governance affect corporate risk-taking in the context of mixed-ownership reform?. *Journal of Shanghai University of Finance and Economics*, 2022, 24(2): 78-93.
- [44] 李善民, 黄志宏, 郭晋晶. 资本市场定价对企业并购行为的影响研究: 来自中国上市公司的证据. *经济研究*, 2020, 55(7): 41-57.
- LI Shanmin, HUANG Zhihong, GUO Jingjing. Capital market pricing and corporate acquisitions: evidence from Chinese A-share firms. *Economic Research Journal*, 2020, 55(7): 41-57.
- [45] 王垒, 沙一凡, 曲晶. 投资组合视角下机构投资者治理行为分析: 一个权变的观点. *重庆大学学报(社会科学版)*, 2022, 28(1): 95-111.
- WANG Lei, SHA Yifan, QU Jing. Analysis on the governance behavior of institutional investors from the perspective of portfolio: a viewpoint of contingency. *Journal of Chongqing University (Social Science Edition)*, 2022, 28(1): 95-111.
- [46] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用. *心理学报*, 2004, 36(5): 614-620.
- WEN Zhonglin, CHANG Lei, HAU K T, et al. Testing and application of the mediating effects. *Acta Psychologica Sinica*, 2004, 36(5): 614-620.
- [47] 周建, 王顺昊, 张双鹏. 董秘信息提供、独立董事履职有效性与公司绩效. *管理科学*, 2018, 31(5): 97-116.
- ZHOU Jian, WANG Shunhao, ZHANG Shuangpeng. Information provision by board secretary, independent director function-performing effectiveness and firm performance. *Journal of Management Science*, 2018, 31(5): 97-116.
- [48] 程富, 王福胜. CFO兼任董秘与资本结构决策. *管理科学*, 2020, 33(6): 128-144.
- CHENG Fu, WANG Fusheng. CFO serving concurrently as board secretary and capital structure decision. *Journal of Management Science*, 2020, 33(6): 128-144.
- [49] 杨金坤. 企业社会责任信息披露与创新绩效: 基于“强制披露时代”中国上市公司的实证研究. *科学与科学技术管理*, 2021, 42(1): 57-75.
- YANG Jinkun. Corporate social responsibility disclosure and innovation performance: an empirical study based on Chinese listed firms during “the post-mandatory period”. *Science of Science and Management of S. & T.*, 2021, 42(1): 57-75.
- [50] 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.

## Non-controlling Large Shareholder' Exit Threat and Corporate Social Responsibility Communication

WANG Lei<sup>1</sup>, SHA Yifan<sup>1</sup>, YU Wencheng<sup>2</sup>, WANG Yaru<sup>1</sup>

<sup>1</sup> School of Economics, Ocean University of China, Qingdao 266100, China

<sup>2</sup> School of Economics and Management, Qingdao Agricultural University, Qingdao 266109, China

**Abstract:** At present, the “being responsible” image of a model enterprise frequently collapses, makes the stakeholders more highly concerned about social responsibilities increasingly. It brings the increasingly challenging task for the government on how to guide and supervise the performance of corporate social responsibilities effectively. Thus, it is urgent to explore a governance mechanism to identify corporate hypocrisy behaviors. As an important stakeholder of an enterprise, non-controlling large shareholders can intervene in corporate governance through the exit threat, an important force in supervising corporate social responsibility communication.

Based on the impression management theory, this study first analyzes the social responsibility reports of listed companies on Shenzhen and Shanghai stock exchanges from 2006 to 2019 by using Python, and then constructs corporate social responsibility communication indicators from the dimensions of words and deeds respectively. By doing so, we could effectively identify the “gap between words and deeds” in corporate social responsibility communication. Further, this study also applies a multiple regression model to test the impact of the non-controlling large shareholder’ exit threat to participation in social responsibility communication. Subsequently, instrumental variable test and PSM are utilized to test endogeneity. Finally, the study explores the governance mechanisms of non-controlling large shareholder’ exit threat to corporate social responsibility communication from the perspective of two types of agency costs, concurrent board secretary and information generation and investigates the heterogeneity of its governance effectiveness.

The results show that there is the “contradiction between words and deeds” in corporate social responsibility communication, and the non-controlling large shareholder’ exit threat inhibits the symbolic words of corporate social responsibility and promotes the substantive deeds. Using the mediating model, it is found that the non-controlling large shareholder’ exit threat could improve corporate social responsibility communication by reducing principal agent cost and improving the secretary of board of directors duality. While companies abided by GRI standards performs a concealment effect and weakens the non-controlling large shareholder’ governance effect. Additionally, the non-controlling large shareholder’ exit threat plays an active role in the governance of corporate social responsibility communication, regardless of whether the enterprises are “more words and deeds less” or “more deeds and words less”. Meanwhile, compared with non-manufacturing enterprises and enterprises that voluntarily disclose social responsibility reports, the non-controlling large shareholder’ exit threat has a stronger governance effect on corporate social responsibility communication in manufacturing enterprises and enterprises that forcibly disclose social responsibility reports.

From the perspective of exit threat, this study enriches the research on non-controlling large shareholders’ participation in corporate social responsibility governance. It provides a theoretical basis for guiding non-controlling large shareholders to play an active role in promoting the “unity of words and deeds” of corporate social responsibility, and has important implications for improving the disclosure supervision of corporate social responsibility reports.

**Keywords:** non-controlling large shareholder; exit threat; corporate social responsibility communication; corporate hypocrisy behaviors; text analysis

---

**Received Date:** March 30<sup>th</sup>, 2022    **Accepted Date:** August 17<sup>th</sup>, 2022

**Funded Project:** Supported by the National Social Science Foundation of China (18CGL009), the Natural Science Foundation of Shandong Province (ZR2019QG005, ZR2020QG019), and the Higher Educational Youth Innovation Science and Technology Support Program of Shandong Province (2021RW027)

**Biography:** WANG Lei, doctor in engineering, is an associate professor in the School of Economics at Ocean University of China. His research interests include corporate finance and supply chain finance. His representative paper titled “Organizational performance expectation gap and heterogeneous institutional investor behavioral choice: double principal-agent perspective” was published in the *Journal of Management World* (Issue 7, 2020). E-mail: [leiwang@ouc.edu.cn](mailto:leiwang@ouc.edu.cn)

SHA Yifan is a Ph.D candidate in the School of Economics at Ocean University of China. Her research interests include corporate finance and corporate governance. Her representative paper titled “Analysis on the governance behavior of institutional investors from the perspective of portfolio: a viewpoint of contingency” was published in the *Journal of Chongqing University (Social Science Edition)* (Issue 1, 2022). E-mail: [fredasha@stu.ouc.edu.cn](mailto:fredasha@stu.ouc.edu.cn)

YU Wencheng, doctor in management, is an associate professor in the School of Economics and Management at Qingdao Agricultural University. His research interests include family finance and corporate finance. His representative paper titled “Analysis on impact of the heterogeneous shareholders’ mixed ownership structure on the dual tasks of state-owned enterprises” was published in the *Journal of Statistics and Information* (Issue 4, 2018). E-mail: [yuwencheng7667@126.com](mailto:yuwencheng7667@126.com)

WANG Yaru is a master degree candidate in the School of Economics at Ocean University of China. Her research interest focuses on corporate finance. E-mail: [wangk77@163.com](mailto:wangk77@163.com)

□

(责任编辑: 李祎博)