

# 企业社会责任报告鉴证能够降低分析师盈利预测偏差吗?

张正勇<sup>1,2</sup>, 胡言言<sup>1</sup>, 吉利<sup>3</sup>

(1. 南京财经大学 会计学院, 江苏 南京 210023; 2. 南京大学 商学院, 江苏 南京 210023;

3. 西南财经大学 会计学院, 四川 成都 611130)

**[摘要]**采用2008—2014年沪深A股非金融上市公司的社会责任报告鉴证数据,基于信号传递理论,从分析师盈利预测的角度,考察了社会责任报告鉴证是否能为投资者提供有用的信息。研究结果显示,社会责任报告鉴证能降低分析师盈利预测误差和预测分歧度;且相对于国有企业和治理环境差的地区,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在非国有企业和治理环境好的地区更显著;进一步对以上两组分样本按社会责任报告披露形式分组分析发现,上述现象只在非国有企业中的社会责任报告强制披露组和治理环境好地区中的社会责任报告强制披露组中显著。在尽可能控制内生性问题后,研究结论依然成立。上述研究结果表明,社会责任报告鉴证能够有效提高公司非财务信息质量,为分析师提供决策有用的信息。

**[关键词]**分析师盈利预测;社会责任报告鉴证;产权性质;治理环境;非财务信息质量;企业社会责任信息披露;公司治理

[中图分类号]F235.99

[文献标志码]A

[文章编号]1004-4833(2017)05-0085-11

## 一、引言

随着人类对自然资源的消耗和对自然环境的破坏,人类赖以生存的地球的环境越来越恶劣,在此背景之下,全球各国都纷纷对地球的可持续发展加以重视;在国家层面,节能减排、防污减污等环保政策得到提倡,在部门层面,环保部门也对污染较大的企业进行约谈或治理,在交易所层面,各个证券交易所纷纷出台相关的企业社会责任信息披露规范和环保信息披露规范。随着这些制度的建立,上市公司社会责任报告披露数量随之激增。然而,相比于财务报告,社会责任报告的主观性更强,且不存在统一的呈报格式,导致社会责任报告种类繁多、风格迥异,质量也参差不齐,使得信息使用者对报告的可靠性产生了质疑,独立第三方鉴证则应运而生。目前,我国上市公司进行社会责任报告鉴证活动仍属于自愿行为。

作为自愿鉴证行为,针对社会责任报告鉴证的研究,可以丰富审计领域已有的文献<sup>[1]</sup>。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的是社会责任报告鉴证意见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,向市场传递有价值

[收稿日期]2016-08-13

[基金项目]国家自然科学基金青年项目(71402068);教育部人文社会科学基金青年项目(12YJCZH297);江苏高校哲学社会科学基金(2016SJB630039);江苏高校“青蓝工程”优秀青年骨干教师培养计划

[作者简介]张正勇(1983—),男,安徽合肥人,南京财经大学会计学院副教授,硕士生导师,博士,南京大学商学院博士后,从事企业社会责任会计与报告、公司治理研究;胡言言(1991—),女,安徽宿州人,南京财经大学会计学院硕士研究生,从事企业社会责任会计与报告研究;吉利(1978—),女,四川成都人,西南财经大学会计学院教授,博士生导师,博士,从事企业社会责任信息披露、管理会计报告研究。

的信息。然而,国际上对社会责任报告鉴证经济后果的研究在 20 世纪和 21 世纪交替之际方才出现,采用大样本数据进行的实证研究不多,且都是基于发达市场,国内关注这一话题的学者寥寥。现有文献主要从权益资本成本、个体投资者投资决策、市场反应、股价崩盘风险、能否提升企业社会责任信息披露质量等视角关注社会责任报告鉴证的经济后果<sup>[2-8]</sup>,而对分析师盈利预测等方面关注不多。本文之所以选择从分析师盈利预测偏差角度研究社会责任报告鉴证的经济后果,原因有两个方面,一方面,社会责任报告鉴证意见作为企业自愿披露的重要非财务信息,分析师是否会利用以及如何利用这一信息,对于我们理解资本市场信息媒介和自愿性非财务信息之间的关系具有重要价值;另一方面,我国资本市场尚处于建设和规范过程中,其重要特征之一就是投资者与公司管理层之间严重的信息不对称。研究社会责任报告鉴证对分析师盈利预测偏差的影响,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社会责任报告鉴证鼓励政策的实施效果有着重要意义。

综上,本文考察社会责任报告鉴证是否会降低分析师盈利预测的偏差,并进一步探讨这种鉴证效果是否会受到企业产权性质及外部治理环境的影响。本文的贡献主要体现在以下几个方面:第一,本文从分析师盈利预测行为这一视角阐述了社会责任报告鉴证对公司价值的作用机理,拓展了社会责任报告鉴证经济后果的研究。第二,本文紧扣中国企业的公司治理现实和社会制度背景,从公司层面的产权性质以及市场层面的治理环境分别考察了社会责任报告鉴证对分析师盈利预测行为不同影响的新兴市场证据,对以发达市场为主的研究提供了有益补充。第三,上交所、深交所和相关行业协会都积极出台政策鼓励上市公司对社会责任报告进行鉴证,无形中给公司施加了微妙的压力和鉴证成本,然而无论是政策制定者还是公司本身都无法直接观察到社会责任报告鉴证的可能收益,本文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。

## 二、文献综述

### (一) 社会责任报告鉴证经济后果的相关研究回顾

企业自愿披露的第三方鉴证意见有助于改善市场信息不对称,可以为投资者提供一个有别于财务分析框架的、结构化的视角,让投资者重新审视企业在风云变幻的市场中面临的机遇与挑战,降低对财务信息的解读偏差。目前,有关社会责任报告鉴证的研究尚不太多,现有文献主要从权益资本成本、个体投资者投资决策、市场反应、股价崩盘风险、能否提升社会责任信息披露质量等角度研究社会责任报告鉴证的经济后果。Casey 和 Grenier 基于美国资本市场数据,研究发现鉴证增加了社会责任信息的价值相关性,进而降低了公司的权益资本成本<sup>[2]</sup>。Hodge 等在美国运用实验研究方法,发现社会责任报告鉴证可以提高被试者所感知的社会责任信息的可靠性<sup>[3]</sup>。Lin 等发现社会责任报告鉴证会使非专业投资者提高对公司股价的估计,尤其是对社会责任活动投资高的公司<sup>[4]</sup>。孙岩在中国同样运用实验研究方法,发现社会责任报告鉴证会使个人投资者对公司社会责任履行情况和股票价格做出较高评价,并提高对公司投资的可能性<sup>[5]</sup>。李正和李增泉采用事件研究法研究发现,独立第三方鉴证提高了社会责任报告的可靠性,因而可以影响投资者的决策,社会责任报告鉴证意见是具有信息含量的<sup>[6]</sup>。权小锋等发现,经过第三方鉴证机构进行信息审核和鉴证的企业,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,更容易被管理层加以工具性利用来掩饰其自利性行为,进而加大了股价崩盘危险<sup>[7]</sup>。但是,现有文献未研究企业社会责任报告鉴证对分析师盈利预测的影响,更缺乏深入产权性质及治理环境等中国典型的制度背景的研究。

### (二) 企业社会责任报告对分析师盈利预测影响的相关研究回顾

作为资本市场中的信息中介,分析师利用专业知识与信息搜集加工的相对优势,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评判,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,研究企业披露的社会责任报告对分析师盈利预测误差和分歧度的影响,对理解和评价非财务信息披露经济后果具有重要的理论意义和现实参考价值。作为一种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的企业可能存在的风险和不确定性因素,改善信息环境,提高分析师盈余预测的准确性。正如Lang和Lundholm的研究发现,分析师进行盈利预测时如果对社会责任信息加以考虑,则会提高盈利预测的准确性<sup>[9]</sup>。现有基于发达资本市场的文献认为自愿性的社会责任信息披露能够改善企业的信息环境,降低分析师的盈利预测偏差和资本成本<sup>[10-11]</sup>。然而,我国相关研究却存在不一致的观点。杨明秋等研究发现,社会责任报告的披露在一定程度上降低了分析师的盈利预测误差,但效果并不显著<sup>[12]</sup>。王艳艳等同样研究了社会责任报告中的非财务信息披露是否引起了分析师的关注以及是否改善了我国的资本市场信息环境,研究发现社会责任报告中更多提供了市场层面或行业发展方面的信息而不是公司层面的信息,从而导致披露社会责任报告的企业股价同步性高于未披露的企业,这说明社会责任报告并没有提高分析师等投资者对公司的准确定价<sup>[13]</sup>。李姝等指出,我国企业社会责任报告质量整体较低且缺乏鉴证,提供的增量信息不足,社会责任报告披露的信息给分析师等投资者传递的信号并不能降低他们对企业风险的评估<sup>[14]</sup>。权小锋等的研究进一步证实了当前我国资本市场,企业社会责任披露体现了管理层“自利工具”而非投资者“价值利器”的推论<sup>[7]</sup>。

综上,国内现有大多经验研究并未发现企业社会责任信息披露能够显著降低分析师等投资者的预测误差。我们认为,与财务信息披露具有规范的会计准则约束以及强制第三方审计不同,目前我国对于社会责任报告的相关披露规范和监管还十分薄弱,并且在我国社会责任报告鉴证完全是企业的自愿行为,这种情况下,管理层对社会责任信息披露拥有更多的自主权和随意性。因此,针对发达国家的研究结论并不能简单套用于新兴市场国家。已有研究表明,第三方专业机构出具的鉴证意见是提高管理层所披露社会责任信息可靠性和质量的重要措施。徐细雄和李摇琴研究发现,社会责任报告鉴证显著改善了企业社会责任信息披露质量<sup>[8]</sup>。权小锋等研究也发现,经过第三方鉴证的社会责任报告信息的有效性和可靠性更高,社会责任报告被管理层加以工具性利用来掩饰其自利性的行为得到抑制<sup>[7]</sup>。因此,本文依据信号传递理论,研究企业社会责任报告鉴证对分析师盈利预测行为的影响,同时紧紧围绕中国的社会背景和制度,研究企业产权性质和地区治理环境对企业社会责任报告鉴证经济后果的调节效应。

### 三、理论分析与假说提出

分析师在盈利预测时的信息集包括公共信息和私有信息<sup>[15]</sup>,公共信息是上市公司公开披露的信息,可为所有的分析师获取,而私有信息是分析师通过私人途径获取。大量的研究发现,相对于私有信息,公共信息由于获取成本较低而成为分析师进行盈余预测时重要的信息来源<sup>[16]</sup>。在私有信息一定的情况下,公共信息质量的好坏直接影响到分析师盈利预测偏差。Brown等通过推导解析模型研究发现,公共信息质量越好,分析师之间的分歧度越小;同时,信息集整体质量的提高有利于缩小分析师之间的分歧度<sup>[17]</sup>。企业社会责任报告作为一种典型的公共信息,其独立第三方鉴证是确保公司所提供的社会责任信息质量和可信度的重要措施。在我国目前的制度背景下,社会责任报告鉴证是公司自愿进行的。信号传递理论认为,自愿性信息披露有助于降低市场信息不对称,为投资者提供对其决策有用的增量信息。社会责任报告鉴证使投资者获得更多有关公司社会责任制度有效性的信息,能够有效弥补单纯社会责任报告披露因管理层自利行为加以“工具性”利用,如操纵信息披露、报喜不报忧等社会责任报告印象管理行为,使得社会责任报告无法充分揭示企业可能存在的风险和不确定性因素。因此,作为一种获取成本较低的公共信息,第三方鉴证增强了社会责任报告的可靠性,使得分析师更少地依赖于主观解读和其他私有信息,进而有助于分析师对公司未来的收益和风险做出

更好的判断,降低其盈利预测偏差。基于此,本文提出如下假说。

假说1:公司的社会责任报告经过第三方专业机构鉴证,分析师盈利预测误差更小,预测分歧度更小。

与西方发达国家不同,中国企业社会责任信息披露的发展并非是公司一种自主行为,更多地体现了中央政府的意志,这从2006年以来中央政府职能部门、监管机构及各级地方政府陆续出台了一系列针对公司社会责任信息披露的文件或指引可以得到体现。在此背景下,通过披露社会责任信息展示公司对社会担负责任的形象,符合政府的政策要求和利益相关者的价值观,代表公司具有更高的价值准则,能够获得合法性地位和利益相关者尊重,提高公司声誉、创造核心竞争力。由于中国等新兴市场国家法律体系、产权保护机制不健全,相对于国有企业,非国有企业在获得政府支持和优惠政策等方面处于天然的劣势<sup>[18]</sup>。因此,非国有企业更有动机通过积极地响应政府的政策去履行社会责任,披露社会责任信息,建立和维持与政府相关部门的关系。Wang和Qian研究发现,相较于国有企业,非国有企业社会责任行为与未来业绩具有更高的正相关性<sup>[19]</sup>。因为非国有企业在社会责任实践或社会责任报告披露方面的不良表现会面临来自监管机构的处罚,必然影响其未来业绩。非国有企业更有动机追逐价值增值而履行社会责任,并通过主动接受社会责任报告鉴证向外界传递信号,表明其信心。反之国有企业由于受到当地政府保护的可能性更高,因此其不良社会责任表现对未来业绩影响会通过政府一系列保护措施而大大降低。在没有强制性鉴证政策要求的情况下,国有企业多数不会选择正式的收费较高的第三方专业机构进行鉴证<sup>[20]</sup>。因此,非国有企业在社会责任实践和社会责任信息披露方面的表现与未来业绩的关联性显著大于国有企业。对于分析师而言,非国有企业的社会责任报告鉴证行为更大程度地增强了公共信息的可信度,并且与企业未来盈余具有更强的相关性,因此能更大程度降低分析师盈利预测误差和分歧度。基于此,本文提出如下假说。

假说2:相对于国有企业,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在非国有企业中更显著。

当前我国资本市场社会责任制度正处于建设和规范过程中,制度监管的不健全以及企业从事社会责任建设的意识还比较薄弱。已有研究发现,我国企业非财务信息披露具有显著的“制度依存性”特征<sup>[21]</sup>。在制度环境较差的地区,产权保护、法律制度不完善、政府干预较强,一旦公司出现环境污染、产品安全等社会责任问题,为了避免对政绩产生负面影响,政府会及时干预,通过一系列行政措施,来降低对企业的影响<sup>[13]</sup>。因此,在这种环境下,接受鉴证的社会责任报告不能显著优于未鉴证的社会责任报告。相反,在治理环境较好的地区,政府对市场的干预较少,市场竞争较有序,这些公司就倾向于通过积极承担社会责任、发布社会责任报告并接受鉴证以建立良好的声誉。因此,相对于治理环境较差的地区,治理环境较好地区的上市公司社会责任表现与公司价值的相关性更高,社会责任报告鉴证会显著提高报告的质量,为分析师减少不确定性因素。基于此,本文提出假说3。

假说3:相对于治理环境较差的地区,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在治理环境较好的地区更显著。

## 四、研究设计

### (一) 样本选择和数据来源

本文选择2008—2014年中国A股披露社会责任报告的上市公司作为研究样本,为了保持数据的可比性及剔除异常值对回归结果的影响,本文还对变量作如下处理:(1)删除年报披露期间内分析师预测报告披露次数少于2次的公司样本;(2)删除金融类、ST类企业;(3)删除财务数据不全的公司;(4)对连续变量在1%和99%上进行Winsorize处理。最终,本研究得到3361份披露社会责任报告的样本。财务数据和分析师预测数据均来源于国泰安数据库,企业产权性质数据来自于色诺芬数据库,

社会责任报告鉴证数据通过商道纵横和润灵环球网站上的资料手工搜集而得。

(二) 研究设计

本文参考现有的分析师盈利预测相关的文献<sup>[10,13]</sup>,设计如下模型来验证本文的假说:

$$FERROR_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 ASSURANCE_i + \alpha_2 NUM_i + \alpha_3 TRANSP_i + \alpha_4 UE_i + \alpha_5 SHR1_i + \alpha_6 MGNSHR_i + \alpha_7 SIZE_i + \alpha_8 STATE_i + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_0 \quad (1)$$

$$DISPERSION_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 ASSURANCE_i + \alpha_2 NUM_i + \alpha_3 TRANSP_i + \alpha_4 UE_i + \alpha_5 SHR1_i + \alpha_6 MGNSHR_i + \alpha_7 SIZE_i + \alpha_8 STATE_i + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_0 \quad (2)$$

模型中,被解释变量 *FERROR* 和 *DISPERSION* 分别为分析师对披露社会责任报告的公司盈利预测的误差和分歧度,该数值越小,表示分析师盈利预测的偏差越小。具体的计算公式如下:

$$FERROR = |ACTUALEPS - mean(FORCASTEDEPS)| / PRICE \quad (3)$$

$$DISPERSION = STD(FORCASTEDEPS) / PRICE \quad (4)$$

其中,*ACTUALEPS* 表示实际的每股收益,*FORCASTEDEPS* 表示分析师预测的每股收益,*PRICE* 表示年初开盘价。由 Bondt 和 Thaler 研究发现可知,分析师盈利预测的时间跨度越大,其预测误差越大<sup>[22]</sup>,因此,本文将不同年份的分析师盈利预测区别开来,并将最大的预测时间跨度设定为两年。

为了进一步考察社会责任报告鉴证对分析师盈利预测准确性的提升效果是否会受到公司产权性质和所在地区外部治理环境的影响,即本文假说 2 和假说 3,我们将样本公司进行分组并利用模型(1)和模型(2)进行回归检验。具体而言,对于假说 2,我们将样本公司按照实际控制人性质划分成国有企业和非国有企业。对于假说 3,我们以王小鲁等编制的中国市场化指数中各地区市场化进程指标作为公司外部治理环境的代理变量,以中位数为标准将样本分为治理环境好组和治理环境差组<sup>[23]</sup>。变量定义如下表 1 所示。

表 1 变量定义

变量名称	变量简写	变量定义
分析师盈利预测误差	<i>FERROR</i>	[(所有分析师在当年年报披露前对某一公司最后一次盈利预测的均值 - 公司实际盈余) ÷ 年初的股价] × 100
分析师盈利预测分歧度	<i>DISPERSION</i>	[所有分析师在当年年报披露前对某一公司的最后一次盈利预测的标准差 ÷ 年初的股价] × 100
社会责任报告鉴证	<i>ASSURANCE</i>	社会责任报告鉴证虚拟变量,接受鉴证则为 1,否则为 0
分析师跟踪人数	<i>NUM</i>	针对某一公司预测年度披露盈利预测的分析师人数的自然对数
盈余波动	<i>UE</i>	(当年 <i>EPS</i> - 上年 <i>EPS</i> ) ÷ 上年 <i>EPS</i>
财务透明度	<i>TRANSP</i>	(当年净利润 - 经营活动现金流量净额) ÷ 期初总资产
第一大股东持股比例	<i>SHR1</i>	第一大股东持股数 ÷ 总股数
高管持股比例	<i>MGNSHR</i>	高管持股数 ÷ 总股数
公司规模	<i>SIZE</i>	年末总资产的自然对数
外部治理环境	<i>MARKET</i>	王小鲁等编制的中国各省市 1999—2014 年市场化总指数来衡量 <sup>[23]</sup>
产权性质	<i>STATE</i>	按实际控制人划分,国有企业取值为 1,非国有企业取值为 0
年份	<i>YEAR</i>	年份虚拟变量,是该年则取值为 1,否则为 0
行业	<i>IND</i>	行业虚拟变量,是该行业则取值为 1,否则为 0

五、实证检验结果与分析

(一) 描述性统计分析

表 2 对本文所涉及的主要变量进行了描述性统计分析。样本公司中分析师盈利预测误差和预测分歧度的均值分别为 3.354 和 2.858,标准差分别为 3.887 和 2.843,说明不同的分析师对于公司的盈利预测准确性存在较大的差别。样本公司中社会责任报告经过第三方鉴证的比例仅有 2.4%,整体比例仍然偏低。样本公司中分析师跟踪人数的均值为 27.953,说明平均每家公司有 28 个左右的分析师跟踪。公司盈余波动的均值和标准差分别为 1.001 和 2.953,说明样本公司的每股收益波动

都较小。此外,样本中 65.7% 为国有企业。

表 2 描述性统计

	均值	标准差	最大值	最小值	中位数
<i>FERROR</i>	3.354	3.887	20.804	0.030	2.071
<i>DISPERSION</i>	2.858	2.843	15.526	0.164	1.935
<i>ASSURANCE</i>	0.024	0.152	1.000	0.000	0.000
<i>NUM</i> (原始人数)	27.953	20.747	118	2	24
<i>NUM</i> (取对数)	2.969	0.954	4.454	0.693	3.178
<i>SIZE</i>	22.882	1.440	26.873	20.091	22.760
<i>TRANSP</i>	0.001	0.084	0.298	-0.204	-0.008
<i>UE</i>	1.001	2.953	23.000	0.001	0.333
<i>MGNSHR</i>	0.037	0.117	0.603	0.001	0.001
<i>SHR1</i>	0.399	0.161	0.760	0.093	0.406
<i>STATE</i>	0.657	0.475	1.000	0.001	1.000

## (二) 社会责任报告鉴证与分析师盈利预测特征

表 3 列示了本文假说 1 的回归结果。回归结果显示,分别以分析师盈利预测误差(*FERROR*)和预测分歧度(*DISPERSION*)作为因变量,社会责任报告鉴证(*ASSURANCE*)的系数分别在 5% 和 10% 的水平上显著为负,意味着社会责任报告经过独立第三方鉴证的公司,其分析师盈利预测的误差和分歧度越小,即准确性越高,证实了本文的假说 1。

## (三) 产权性质、社会责任报告鉴证与分析师盈利预测特征

表 4 列示了本文假说 2 的回归结果。我们按照上市公司产权性质(*State*)将全样本分成国有和非国有企业两组,分别考察 *ASSURANCE* 的系数在国有和非国有企业样本中是否存在显著差异。由表 4 第(1)列和第(2)列可以看出,无论是以 *FERROR* 还是 *DISPERSION* 作为分析师预测偏差的代理变量,*ASSURANCE* 的系数在非国有企业样本组中均显著为负,而由表 4 第(3)列和第(4)列可以看出,*ASSURANCE* 的系数在国有企业样本组中虽然为负但不显著。说明相对于国有企业,非国有企业更有动机通过承担社会责任来提高公司价值,并通过接受社会责任报告的第三方鉴证来表明其对社会责任的信心,本文假说 2 得到了证实。

## (四) 治理环境、社会责任报告鉴证与分析师盈利预测特征

表 5 列示了本文假说 3 的回归结果。我们按照上市公司所在外部治理环境(*MARKET*)是否大于中位数将全样本分成两组,分别考察 *ASSURANCE* 的系数在外部治理环境较差和外部治理环境较好的样本中是否存在显著差异。由表 5 第(1)列和第(2)列可以看出,无论是以 *FERROR* 还是 *DISPERSION* 作为分析师预测偏差的代理变量,*ASSURANCE* 的系数在外部治理环境较好的样本组中均显著为负,而由表 5 第(3)列和第(4)列可以看出,*ASSURANCE* 的系数在外部治理环境较差的样本组中虽然为负但不显著。这一结果证实,在治理环境较好的地区,上市公司社会责任表现与公司价值的相关

表 3 社会责任报告鉴证与分析师盈利预测关系的实证证据

	全样本	
	(1)	(1)
	<i>FERROR</i>	<i>DISPERSION</i>
<i>ASSURANCE</i>	-1.076 ** (-2.50)	-0.527 * (-1.72)
<i>NUM</i>	-0.676 *** (-8.43)	-0.173 *** (-3.03)
<i>SIZE</i>	0.579 *** (9.14)	0.499 *** (11.08)
<i>TRANSP</i>	0.150 (0.17)	0.231 (0.38)
<i>UE</i>	0.073 *** (3.27)	0.077 *** (4.85)
<i>MGNSHR</i>	1.796 ** (2.57)	0.873 * (1.75)
<i>SHR1</i>	-0.545 (-1.23)	-0.712 ** (-2.26)
<i>STATE</i>	-0.209 (-1.27)	-0.323 *** (-2.76)
<i>CONS</i>	-11.27 *** (-3.81)	-10.12 *** (-4.81)
<i>YEAR</i>	YES	YES
<i>IND</i>	YES	YES
<i>N</i>	3268	3268
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.124	0.167

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示显著性水平为 10%、5%、1%,以下同。

性更高,此时其披露的社会责任报告及其鉴证意见,对分析师而言决策价值更高,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,本文假说3得到了验证。

表4 产权性质、社会责任报告鉴证与分析师盈利预测关系的实证证据

	非国有企业		国有企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>FERROR</i>	<i>DISPERSION</i>	<i>FERROR</i>	<i>DISPERSION</i>
<i>ASSURANCE</i>	-2.279 ** (-2.41)	-1.493 ** (-2.18)	-0.619 (-1.27)	-0.195 (-0.57)
<i>NUM</i>	-0.582 *** (-4.36)	-0.182 * (-1.87)	-0.764 *** (-7.49)	-0.175 ** (-2.42)
<i>SIZE</i>	0.623 *** (4.92)	0.565 *** (6.15)	0.603 *** (8.02)	0.485 *** (9.12)
<i>TRANSP</i>	-0.879 (-0.66)	-0.372 (-0.38)	0.630 (0.56)	0.511 (0.64)
<i>UE</i>	0.080 (1.64)	0.033 (0.92)	0.069 *** (2.72)	0.091 *** (5.07)
<i>MGNSHR</i>	2.238 *** (2.95)	1.144 ** (2.07)	-4.228 (-0.50)	0.421 (0.07)
<i>SHR1</i>	-0.318 (-0.42)	-0.944 * (-1.73)	-1.246 ** (-2.23)	-0.894 ** (-2.27)
<i>CONS</i>	-12.29 *** (-4.07)	-10.85 *** (-4.95)	-11.32 *** (-3.63)	-9.972 *** (-4.53)
<i>YEAR</i>	<i>YES</i>	<i>YES</i>	<i>YES</i>	<i>YES</i>
<i>IND</i>	<i>YES</i>	<i>YES</i>	<i>YES</i>	<i>YES</i>
<i>N</i>	1094	1094	2174	2174
<i>R<sup>2</sup></i>	0.151	0.190	0.132	0.172

表5 治理环境、社会责任报告鉴证与分析师盈利预测关系的实证证据

	治理环境好		治理环境差	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>FERROR</i>	<i>DISPERSION</i>	<i>FERROR</i>	<i>DISPERSION</i>
<i>ASSURANCE</i>	-1.253 *** (-2.79)	-0.652 ** (-2.06)	-1.087 (-1.10)	-0.813 (-1.14)
<i>NUM</i>	-0.506 *** (-4.79)	-0.001 (-0.00)	-0.899 *** (-7.47)	-0.380 *** (-4.39)
<i>SIZE</i>	0.329 *** (4.06)	0.314 *** (5.49)	0.893 *** (9.09)	0.724 *** (10.23)
<i>TRANSP</i>	-0.542 (-0.46)	-0.815 (-0.99)	0.448 (0.36)	0.845 (0.95)
<i>UE</i>	0.050 * (1.67)	0.063 *** (3.00)	0.062 * (1.92)	0.071 *** (3.02)
<i>MGNSHR</i>	1.074 (1.22)	0.962 (1.55)	2.712 ** (2.51)	0.760 (0.98)
<i>SHR1</i>	0.013 (0.02)	-0.158 (-0.39)	-0.672 (-1.00)	-0.990 ** (-2.05)
<i>STATE</i>	-0.561 *** (-2.60)	-0.477 *** (-3.13)	0.002 (0.01)	-0.246 (-1.36)
<i>CONS</i>	-2.494 (-1.25)	-3.460 ** (-2.46)	-12.32 *** (-4.83)	-9.502 *** (-5.17)
<i>YEAR</i>	<i>YES</i>	<i>YES</i>	<i>YES</i>	<i>YES</i>
<i>IND</i>	<i>YES</i>	<i>YES</i>	<i>YES</i>	<i>YES</i>
<i>N</i>	1607	1607	1661	1661
<i>R<sup>2</sup></i>	0.102	0.135	0.180	0.215

(五) 进一步研究

区别于美国资本市场社会责任报告自愿披露的制度环境,我国企业社会责任报告披露呈现强制与自愿披露并存的“二元化态势”。当前我国资本市场社会责任制度正处于建设和规范过程中,相比

自愿披露社会责任报告的公司,强制披露公司更具有为迎合监管目的进行信息披露操纵自利行为的嫌疑,强制披露效果受到质疑。Dhaliwal 等研究发现自愿性的社会责任报告可以降低股价同步性<sup>[11]</sup>。王艳艳等研究却发现社会责任报告披露对股价同步性的降低效果在自愿性披露企业中更明显,社会责任报告强制性披露并不能改善我国资本市场的信息环境<sup>[13]</sup>。在此,我们感兴趣的话题是面对不同的社会责任报告披露形式,本文的上述结果是否会有显著差异呢?为此,本文在将样本按照产权性质和治理环境分组的基础上,分别进一步将样本按照披露形式,具体细分为强制披露组和自愿披露组,以检验社会责任报告鉴证对分析师盈利预测的影响在强制披露组和自愿披露组中是否具有显著差异。

表6 披露形式、社会责任报告鉴证与分析师盈利预测关系的实证证据

Panel A	强制披露组		自愿披露组	
	<i>FERROR</i>	<i>DISPERSION</i>	<i>FERROR</i>	<i>DISPERSION</i>
<i>ASSURANCE</i>	-1.147 ** (-2.38)	-0.574 * (-1.67)	-1.366 (-1.36)	-0.391 (-0.56)
<i>CV</i>	YES	YES	YES	YES
<i>IND、YEAR</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	2261	2261	1007	1007
<i>F</i> 对应的 <i>P</i> 值	0.017	0.095	0.173	0.579
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.133	0.181	0.135	0.173

  

Panel B	国有企业				非国有企业			
	强制披露组		自愿披露组		强制披露组		自愿披露组	
	<i>FERROR</i>	<i>DISPERSION</i>	<i>FERROR</i>	<i>DISPERSION</i>	<i>FERROR</i>	<i>DISPERSION</i>	<i>FERROR</i>	<i>DISPERSION</i>
<i>ASSURANCE</i>	-0.644 (-1.21)	-0.212 (-0.56)	-0.700 (-0.54)	0.177 (0.19)	-3.034 ** (-2.52)	-1.685 * (-1.91)	-1.987 (-1.08)	-1.714 (-1.30)
<i>CV</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>IND、YEAR</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	1767	1767	407	407	494	494	600	600
<i>F</i> 对应的 <i>P</i> 值	0.228	0.574	0.592	0.847	0.012	0.057	0.282	0.193
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.133	0.176	0.217	0.248	0.210	0.277	0.142	0.157

  

Panel C	治理环境好				治理环境差			
	强制披露组		自愿披露组		强制披露组		自愿披露组	
	<i>FERROR</i>	<i>DISPERSION</i>	<i>FERROR</i>	<i>DISPERSION</i>	<i>FERROR</i>	<i>DISPERSION</i>	<i>FERROR</i>	<i>DISPERSION</i>
<i>ASSURANCE</i>	-1.628 *** (-3.16)	-0.879 ** (-2.44)	-1.116 (-1.06)	-0.151 (-0.20)	1.726 (1.61)	1.259 (1.63)	-1.472 (-0.60)	-0.773 (-0.45)
<i>CV</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>IND、YEAR</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	1076	1076	531	531	1185	1185	476	476
<i>F</i> 对应的 <i>P</i> 值	0.002	0.015	0.290	0.840	0.107	0.104	0.550	0.656
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.112	0.144	0.132	0.168	0.203	0.242	0.183	0.210

注:为节约篇幅,本表未报告控制变量的回归结果。

表6中Panel A是全样本分组检验的结果,结果显示,分别以分析师盈利预测误差(*FERROR*)和预测分歧度(*DISPERSION*)作为因变量,在强制披露组,社会责任报告鉴证(*ASSURANCE*)的系数分别在5%和10%的水平上显著为负,而在自愿披露组,社会责任报告鉴证的系数也均为负,但是均不显著。意味着强制披露社会责任报告经过独立第三方鉴证的公司,其分析师盈利预测的误差和分歧度更小,即准确性越高。

表6中Panel B是在产权性质分组下进一步按披露形式分组的检验结果。结果显示,在非国有企业的样本中,分别以分析师盈利预测误差(*FERROR*)和预测分歧度(*DISPERSION*)作为因变量,强制披露的社会责任报告鉴证(*ASSURANCE*)的系数分别在5%和10%的水平上显著为负,而自愿披露社

会责任报告的鉴证系数虽然也为负,但是不显著。相反,在国有企业的样本中,无论是强制披露还是自愿披露,社会责任报告鉴证均不显著。说明相对于国有企业,社会责任报告鉴证对分析师盈利预测偏差的降低效果在非国有企业中的强制披露组显著。

表6中Panel C是在治理环境分组下进一步按披露形式分组的检验结果。结果显示,在治理环境好的地区样本中,分别以分析师盈利预测误差(*FERROR*)和预测分歧度(*DISPERSION*)作为因变量,强制披露社会责任报告鉴证(*ASSURANCE*)的系数分别在1%和5%的水平上显著为负,而自愿披露社会责任报告的鉴证系数虽然也为负,但是不显著。相反,治理环境差的地区样本中,无论是强制披露还是自愿披露,社会责任报告鉴证均不显著。说明相对于治理环境差的地区,社会责任报告鉴证对分析师盈利预测偏差的降低效果在治理环境好的地区中的强制披露组显著。

以上结果表明,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,主要体现在强制披露社会责任报告的公司。究其原因在于,相对于自愿披露社会责任报告的公司,强制披露社会责任报告的公司更注重政策规制目标,实质性承担社会责任意识更薄弱<sup>[7]</sup>。因此,强制披露公司社会责任报告印象管理程度可能更高,此时如果强制披露公司社会责任报告经过独立第三方进行信息鉴证,会使得社会责任报告的信息真实性更高,为分析师提供更有价值的对其决策有用的增量信息,进而提高分析师盈利预测的准确性,而未鉴证强制披露公司可能存在管理层利用监管部门强制披露政策的幌子,进行社会责任报告信息披露操纵和印象管理等自利行为,最终加剧了分析师盈利预测误差和分歧度。

#### (六) 稳健性检验

为了保证研究结论的稳健性,本文分别采用PSM配对样本方法和Heckman两阶段回归方法,使用分析师盈利预测误差和预测分歧度的变化率作为被解释变量,在模型中重新回归以考察社会责任报告鉴证对分析师预测偏差的影响,回归结果基本与之前的研究结论一致。限于篇幅,此处未列示稳健性检验具体过程和回归结果,留存备案。

## 六、结论及启示

本文基于信号传递理论,分析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。研究表明,社会责任报告鉴证显著提高了信息的质量,改善了公司的信息环境,最终降低了分析师盈利预测误差和分歧度。按照产权性质和外部治理环境将样本分组回归,结果显示,相对于国有企业和治理环境差的地区,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非国有企业和治理环境好的地区更显著。这主要是因为非国有企业和外部治理环境好的公司更有动机通过承担社会责任、披露和鉴证社会责任报告来向市场传递良好的信号。此外,进一步对以上两组分样本按社会责任报告披露形式分组分析发现,上述现象只在非国有企业中的社会责任报告强制披露组和治理环境好的地区中的社会责任报告强制披露组中显著。因为强制披露社会责任报告的公司从事实质性社会责任建设的意识更为淡薄,更有动机进行社会责任报告印象管理,而独立第三方鉴证则有效抑制了此类行为。

本文的分析结果具有以下的政策含义和启示:第一,本文从分析师盈利预测这一视角阐述了企业社会责任报告鉴证的价值效应,研究表明,社会责任报告鉴证能够有效改善资本市场的信息环境,为分析师提供决策有用的信息。因此,面对我国企业社会责任报告披露数量激增而质量偏低的现实困境,在未来的社会责任报告披露制度建设和规范过程中,鼓励企业自愿聘请更为权威、专业和独立的第三方机构对社会责任报告进行鉴证应成为政策导向,同时转换监管思路,将监管的着力点放在对企

业社会责任报告第三方鉴证机构的市场规范和监督审查上应成为下一阶段监管部门制度设计的主要方向。第二,本文可以很好地解答为什么自愿引入第三方鉴证的社会责任报告数量在持续增加,即社会责任绩效较好的企业希望通过第三方鉴证,来反映自身社会责任报告遵循实质性、可靠性、准确性、完整性、平衡性等报告编制指南的原则要求,以增进社会责任报告的信息价值,体现了报告编制更加规范化的趋势,也说明越来越多的公司正意识到加强社会责任报告鉴证正逐渐成为企业竞争优势新的增长点。第三,本文进一步研究发现,社会责任报告鉴证的经济后果还会受到公司产权性质和所在地区治理环境等因素的影响,我们的研究对于监管部门根据不同企业所面临的不同情况评估与推进社会责任报告披露与鉴证政策,提高企业社会责任信息披露质量具有一定的参考价值。

#### 参考文献:

- [1] Cohen J, Simeon R. CSR and assurance service: a research agenda[J]. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2015, 34(1): 59-74.
- [2] Casey R, Grenier J H. Understanding and contributing to the enigma of corporate social responsibility(CSR) assurance in the United States [J]. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2015, 34(1): 97-130.
- [3] Hodge K, Subramaniam N, Stewart J. Assurance of sustainability reports: impact on report users' confidence and perceptions of information credibility[J]. *Australian Accounting Review*, 2009, 19(3): 178-194.
- [4] Lin J C, Tai V W. Corporate governance and analyst behavior: evidence from an emerging market. *Asia Pacific Journal of Financial Studies*, 2013, (42): 228-261.
- [5] 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[J]. *审计研究*, 2012(4): 97-104.
- [6] 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[J]. *审计研究*, 2012(1): 78-86.
- [7] 权小锋, 吴世农, 尹洪英. 企业社会责任与股价崩盘风险:“价值利器”或“自利工具”? [J]. *经济研究*, 2015(11): 49-64.
- [8] 徐细雄, 李瑶琴. 社会责任报告审计能否提升 CSR 信息披露质量? ——来自我国上市公司的经验证据[J]. *审计与经济研究*, 2016(6): 46-56.
- [9] Lang M H, Lundholm R J. Corporate disclosure policy and analyst behavior[J]. *The Accounting Review*, 1998, 71(4): 467-492.
- [10] Dhaliwal D S, Li O Z, Tsang A, et al. Non-financial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure[J]. *The Accounting Review*, 2012, 87(3): 723-760.
- [11] Dhaliwal D S, 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 Account & Public Policy*, 2014, 33(1): 328-355.
- [12] 杨明秋, 潘妙丽, 崔媛媛. 分析师盈利预测是否利用了非财务信息——以上市公司披露的社会责任报告为例[J]. *中央财经大学学报*, 2012(9): 84-89.
- [13] 王艳艳, 于李胜, 安然. 非财务信息披露是否能够改善资本市场信息环境? ——基于社会责任报告披露的研究[J]. *金融研究*, 2014(8): 178-191.
- [14] 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[J]. *会计研究*, 2013(9): 64-70.
- [15] Ramnath S, Rock S, Shane P. The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research[J]. *International Journal of Forecasting*, 2008, 24(1): 34-75.
- [16] 曲晓辉, 毕超. 会计信息与分析师的信息解释行为[J]. *会计研究*, 2016(4): 19-26.
- [17] Brown L D, Hagerman R L, Griffin P A, et al. Security analyst superiority relative to unvaried time-series models in forecasting quarterly earnings [J]. *Journal of Accounting & Economics*, 1987, 9(1): 61-87.
- [18] 杨其静. 企业成长: 政治关联还是能力建设? [J]. *经济研究*, 2011(10): 54-66.
- [19] Wang H, Qian C. Corporate philanthropy and corporate financial performance the roles of stakeholder response and political access[J]. *Academy of Management Journal*, 2011, 54(6): 1159-1181.
- [20] 何丽梅, 兰玲瑜. 企业社会责任报告不同鉴证主体选择动因分析[J]. *中国注册会计师*, 2015(3): 75-78.
- [21] 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[J]. *管理世界*, 2012(7): 137-150.

[22] Bondt W D, Thaler R H. Do security analysts overreact? [J]. American Economic Review, 1990, 80(2): 52-57.

[23] 王小鲁, 樊纲, 余静文. 中国分省份市场化指数报告(2016) [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017.

[责任编辑: 高 婷]

## Does Corporate Social Responsibility Assurance Reduce the Deviation of Analyst Earnings Forecasts?

ZHANG Zhengyong<sup>1,2</sup>, HU Yanyan<sup>1</sup>, JI Li<sup>3</sup>

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

2. School of Business, Nanjing University, Nanjing 210023, China;

3. School of Accounting, Southwest University of Finance & Economics, Sichuan 611130, China)

**Abstract:** This paper, based on the signal transmission theory, examines whether the corporate social responsibility (CSR) assurance can provide incrementally useful information to investors by investigating the changes of properties of the analyst earnings forecasts by using the data from the A shares of Shanghai and Shenzhen of non-financial listed companies from 2008 to 2014. The empirical results are as follows: First, the CSR assurance can reduce the analysts forecast error and dispersion. Second, the positive impact of CSR assurance on analyst earnings forecast accuracy is stronger for non state-owned enterprises and companies located in regions with better institutional environment facilities. Further, on the basis of the former two categories, we group the samples according to the releasing form of CSR and find that these results are only maintained in the firms releasing the CSR compulsorily. These results hold water after we control the endogenously problem. Our findings suggest that the CSR assurance can improve the quality of non-financial information of the company effectively and provide incrementally useful information to investors. The conclusions of this paper enriched the literature of economic consequences of CSR assurance, and it is valuable for policymakers to improve the CSR disclosure system.

**Key Words:** analyst earnings forecasts; corporate social responsibility assurance; property nature; governance environment; non-financial information quality; CSR information disclosure; corporate governance