

# 管理层持股与市场化程度对企业社会责任信息披露质量的影响

向璐阳, 章颖薇

(集美大学 财经学院, 福建 厦门, 361000)

**[摘要]** 以2008-2016年披露社会责任报告的全部A股上市公司为研究对象, 对企业社会责任信息披露质量的影响因素进行研究。实证结果发现: 管理层持股比例、市场化程度对企业社会责任信息披露质量具有正向影响; 市场化程度对二者之间的关系有调节作用, 市场化程度越高, 管理层持股比例对企业社会责任信息披露质量的影响越显著。将宏、微观因素结合对此问题进行研究, 不仅对我国制定相关经济政策具有理论意义, 而且有助于企业从内部关键因素入手优化社会责任信息披露质量。

**[关键词]** 管理层持股; 市场化程度; 企业社会责任; 信息披露

**[中图分类号]** F275.1 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 2096-3300 (2020) 02-0040-07

我国企业社会责任事故时有发生, 大众对企业承担的社会责任关注度逐渐提升。有助于提升社会福利的企业行为被归类为企业社会责任。一般情况下, 企业社会责任的履行情况在一定程度上能通过企业社会责任信息披露质量反映<sup>[1]</sup>。公司管理层作为企业内部各项活动的直接决定者, 会对企业社会责任相关信息披露行为产生直接影响。企业社会责任的积极和消极信息也会影响各利益相关方的购买、就业和投资意图<sup>[2]</sup>, 企业管理层也认识到履行社会责任、提升相关信息披露质量的重要性。

企业的各项活动属于外部性活动, 会受到外部环境的影响。在某种程度上, 公众对企业社会责任关注度的提升是因为经济水平的提升以及市场的进一步发展和完善。市场化程度作为一项重要的制度因素, 会对微观经济实体的决策产生影响, 进而影响企业社会责任的承担及相关信息披露行为。我国疆域广阔, 东西向跨度较大, 各地区的市场化程度

存在不一致性, 因此将市场化程度纳入研究范围并作为调节变量, 通过分组回归说明其对管理层持股比例与企业社会责任信息披露质量关系的调节作用。

## 一、文献回顾与研究假设

### (一) 管理层持股与企业社会责任信息披露质量

我国大多数上市公司内部所有权与经营权分离, 这种组织形式具有专业化的好处, 但是在两权分离的决策环境下, 公司内部人会利用其控制权, 操纵和扭曲信息披露<sup>[3]</sup>。管理层作为公司内部人, 是企业经营决策的主体, 对企业的日常经营活动起主导作用。管理层拥有的控制权与剩余索取权应当相对应, 否则会产生寻租行为<sup>[4]</sup>。根据代理理论, 委托人可以通过为代理人建立适当的激励措施来限制与其利益的分歧<sup>[5]</sup>。在企业内部, 能够有效降低股东与管理层分歧的方式为给予管理层股权激励。管理层在持股条件下进行管理决策时会兼顾股东的利益, 做出利于股东以及企业长远发展的决策。根据利益趋同假说: 在管

收稿日期: 2019-10-29

作者简介: 向璐阳 (1996-), 女, 湖北恩施人, 硕士研究生, 研究方向: 会计基本理论与方法;

章颖薇 (1972-), 女, 江苏宝应人, 教授, 硕士, 研究方向: 财务会计、财务会计。

理层持股的条件下,股东与管理层的利益在一定程度上趋于一致。为提升公司的价值、获取利益,管理层会积极进行社会责任信息披露,提高企业社会责任信息披露质量。提出假设 1:

H1: 管理层持股比例越高,企业社会责任信息披露质量越高。

## (二) 市场化程度与企业社会责任信息披露质量

市场化程度是指市场在资源配置中发挥作用的程度,是衡量企业外部经营环境的一个指标。市场环境和相关制度会影响企业社会责任的承担。我国地域面积广大且各地区法律制度环境、相关的经济政策存在差异,导致各地区市场化程度有所差别,对不同地区企业的经营运转以及信息披露产生不同的影响。市场化程度越高的地区,经济对外开放水平越高,经济越发达,而且拥有更完备的法律法规和更高的执法效率<sup>[6]</sup>,社会公众也更加注重企业社会责任的承担。高市场化程度的地区作为相对有效的市场,信息使用者能对企业披露的信息迅速作出反应,并及时识破企业的虚假披露行为<sup>[7]</sup>。企业处于特定的制度环境中,为获得外界的认可,其做出的往往是有利可图的行为选择。合法性理论认为,随着社会对企业社会责任关注的提升,企业需要也愿意采取措施确保其活动为社会所接受<sup>[8]</sup>。基于上述分析,企业所处地区市场化水平越高,企业为得到市场认可,使其经济活动和绩效被市场所接受,会披露更高质量的社会责任信息。提出假设 2:

H2: 市场化程度越高,企业社会责任信息披露质量越高。

## (三) 市场化程度的调节作用

市场化程度越高,企业之间、经理人之间的竞争越激烈。竞争作为一种纪律机制,在管理层持股条件下,在市场化程度越高的地区,其不仅会通过正常的企业日常活动来提升企业当期收入,还会通过其他方式来提高企业的竞争度,进而提升个人财富。根据印象管理理论,面对高市场化程度地区的激烈竞争,管理层会采取其他非财务手段来提升企业认可度,以凸显其管理能力,提升个人知名度。

面对当前的社会需求,企业进行同业竞争,提升企业形象,树立企业声誉,对企业社会责任进行承担并进行相关信息披露,不失为一种好的方式。从人们的社会心理和从众心理角度出发,社会责任履行较好的企业更值得信赖,信息披露质量较高的企业会更受到市场的肯定<sup>[9]</sup>。提出假设 3:

H3: 市场化程度越高,管理层持股对企业社会责任信息披露质量的影响越显著。

## 二、研究设计

### (一) 样本选取

我国要求自 2008 年开始披露社会责任信息报告,其质量评级也是从 2008 年开始,润灵环球责任评级数据截止到 2018 年(实际对 2017 年进行评级)。但是市场化指数仅截止到 2016 年,因此本文以 2008 年至 2016 年发布企业社会责任报告并有报告评级的全部 A 股上市公司为研究对象,剔除了金融保险业上市公司、ST 和 \* ST 上市公司、数据缺失的上市公司,共得到 4 467 个样本数据。为降低异常值的影响,对微观变量数据在 1% 和 99% 的分位数水平上进行了 winsorize 缩尾处理。

### (2) 变量定义与数据来源

1. 被解释变量。社会责任信息披露质量(CSR)采用润灵环球责任评级对企业社会责任报告的评分来衡量,该评级体系对企业社会责任报告从四个角度进行分析评级,具有科学性和认可度。企业社会责任信息得分越高,说明该企业对社会责任的承担表现更佳。

2. 解释变量。管理层持股用管理层持股比例(MH)数据进行表示。管理层包括董、监和高,其中高级管理层包括总经理、总裁等年报上公布的其他管理人员,不重复计算兼任情况下的持股数。用市场化程度指数(MI)表示市场化程度的高低,依据上市公司注册地所在省份与王小鲁等<sup>[10]</sup>的《中国分省份市场化指数报告》(2018)中的每个省份的市场化指数进行匹配,构建出市场化指数。该指数越高代表该地区市场化水平越高。

3. 控制变量。为提高回归结果的准确性,将对

企业社会责任信息披露影响较大的因素作为控制变量,根据前人的研究,将股权制衡度(SHB)、独董比例(PID)、公司规模(SIZE)、财务杠杆(LEV)、企业成长性(ADOL)、盈利能力(ROA)以及样本年度(YEAR)作为控制变量。表1列出了主要变量。管理层持股比例数据、控制变量数据均来源于CSMAR数据库,数据处理采用Excel2016和Stata15。

为验证假设1和假设2,构建如下两个模型:

$$CSR = \alpha_0 + \alpha_1 MH + \alpha_2 SHB + \alpha_3 PID + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 LEV + \alpha_6 ADOL + \alpha_7 ROA + \sum YEAR + \varepsilon \quad (1)$$

$$CSR = \beta_0 + \beta_1 MH + \beta_2 SHB + \beta_3 PID + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 ADOL + \beta_7 ROA + \sum YEAR + \varepsilon \quad (2)$$

为验证市场化程度对管理层持股与企业社会责任信息披露质量关系的影响(假设3),依据模型(1)分市场化程度高、低组进行检验。

图1 变量定义表

Tab.1 Variable definition table

变量	变量名	定义
被解释变量	CSR	社会责任信息披露质量 润灵环球责任评级对上市公司的社会责任报告评分
解释变量	MH	管理层持股比例 管理层持股数/公司总股数
	MI	市场化程度指数 上市公司注册地所在省份市场化指数
控制变量	SHB	股权制衡度 第二大到第十大股东持股比例和/第一大股东持股比例
	PID	独董比例 独立董事人数/董事会人数
	SIZE	公司规模 期末总资产的自然对数
	LEV	财务杠杆 期末负债总额/期末资产总额
	ADOL	企业成长性 (期末总资产-期初总资产)/期初总资产
	ROA	盈利能力 税后利润/平均股东权益
	YEAR	样本年度 年度虚拟变量

### 三、实证分析

根据表2中的描述性统计结果,我国企业CSR的平均得分仅为38.10分,上市公司社会责任披露质量整体水平较低,在一定程度上缺乏社会责任意识。管理层持股比例(MH)数据较小,为便于分析描述,将管理层持股比例的描述性统计用百分比形式进行表示。虽然管理层持股比例最大值较大,但是中位数仅为0.01%,说明大多数企业存在管理层不持股的现象。市场化指数(MI)最大值、最小值相差较大,凸显出我国各地区市场化改革以及经济发展水平存在差异。上市公司股权制衡度(SHB)较低,平均值仅为0.75,这可能会对公司重大事项的决策产生影响。独董比例较低,这可能和我国规

定的上市公司最少独董人数以及独董制度发展不完善有关。

表3左下方和右上方分别为Pearson相关系数和Spearman相关系数。在Spearman相关系数矩阵中,变量之间的相关性关系与Pearson相关系数矩阵中体现的结果具有一致性。除了独董比例(PID)、盈利能力(ROA)与企业社会责任信息披露质量(CSR)的相关性较弱,其他变量与被解释变量的相关性大多都在5%及以上的水平上显著相关;特别是解释变量管理层持股比例(MH)、市场化指数(MI),二者均与企业社会责任信息披露质量(CSR)具有较高的相关性且系数为正。相关系数结果基本符合假设预想。

表2 描述性统计

Tab. 2 Descriptive statistics

变量	N	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
CSR	4 467	38.01	10.68	20.42	35.76	70.71
MH	4 467	4.87%	12.35%	0	0.01%	58.46%
MI	4 467	7.05	1.49	3.94	7.11	8.89
SHB	4 467	0.75	0.77	0.01	0.49	6.56
PID	4 467	0.37	0.06	0.09	0.36	0.75
SIZE	4 467	22.93	1.39	18.27	22.80	28.51
LEV	4 467	0.49	0.20	0.01	0.51	1.84
ADOL	4 467	0.18	0.61	-0.83	0.11	33.06
ROA	4 467	0.05	0.06	-0.64	0.04	0.67

表3 相关系数矩阵

Tab. 3 Correlation coefficient matrix

	CSR	MH	MI	SHB	PID	SIZE	LEV	ADOL	ROA
CSR	1.000	0.060***	0.211***	0.056***	0.008	0.283***	0.038**	-0.032**	0.003
MH	0.031*	1.000	0.139***	0.329***	0.003	-0.133***	-0.120***	0.175***	0.172***
MI	0.153***	0.143***	1.000	0.074***	0.036**	0.022	-0.101***	-0.033**	0.006
SHB	0.061***	0.305***	0.044***	1.000	-0.033**	-0.094***	-0.079***	0.166***	0.125***
PID	0.003	0.008	0.013	-0.046***	1.000	0.078***	-0.020	0.016	-0.021
SIZE	0.324***	-0.235***	0.014	-0.085***	0.092***	1.000	0.499***	0.065***	-0.132***
LEV	0.059***	-0.206***	-0.102***	-0.093***	0.003	0.501***	1.000	0.075***	-0.458***
ADOL	-0.037**	0.217***	-0.019	0.158***	0.030*	0.006	0.024	1.000	0.329***
ROA	-0.011	0.141***	0.001	0.084***	-0.016	-0.117***	-0.441***	0.269***	1.000

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在1%、5%、10%水平上显著。

表4列示了OLS回归分析结果。在Spearman和Pearson相关系数矩阵中,变量之间相关系数不存在大于0.5的现象,进一步利用方差膨胀因子检验变量之间是否存在多重共线性,检验结果如表4所示。变量间方差膨胀因子VIF远小于10,说明控制变量与解释变量之间不存在严重的多重共线性。根据回归结果,管理层持股比例(MH)与企业社会责任信息披露质量(CSR)在1%的水平上显著相关且系数为正,说明管理层持股比例越高,对企业社会责任信息披露质量的影响越大,验证了假设1。市场

化指数(MI)与企业社会责任信息披露质量(CSR)在5%的水平上显著相关且系数为正,基于合法性理论,说明市场化程度越高,企业社会责任信息披露质量越高,验证了假设2。

在模型(1)和模型(2)中,除了企业成长性(ADOL)仅在模型(1)中与企业社会责任信息披露质量(CSR)在5%的水平上有相关关系,原因可能是在引入市场化程度变量后,企业成长性的影响力被削弱。其他控制变量与被解释变量之间的相关关系在两个模型中具有—致性。股权制衡度(SHB)、

表4 回归分析结果

Tab. 4 Regression analysis results

变量	模型 (1)	模型 (2)	VIF
MH	4.660*** (3.247)		1.26
MI		0.229** (2.155)	1.22
SHB	0.796*** (3.408)	0.972*** (4.350)	1.13
PID	-6.674** (-2.449)	-6.448** (-2.378)	1.02
SIZE	-2.803*** (20.43)	2.718*** (20.23)	1.49
LEV	-4.102*** (-4.035)	-3.981*** (-3.934)	1.81
ADOL	-1.540** (-2.009)	-1.064 (-1.429)	1.21
ROA	4.823 (1.320)	5.334 (1.466)	1.46
Constant	-29.69*** (-9.865)	-29.45*** (-9.719)	
year	控制	控制	
N	3 919	3 951	
R <sup>2</sup>	0.210	0.209	
Adj. R <sup>2</sup>	0.206	0.206	

注: 括号中为  $t$  值, \*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

企业规模 (SIZE) 与企业社会责任信息披露质量 (CSR) 具有正相关关系。在有股权制衡的情况下, 企业内部管理决策更为有效, 有助于提升企业社会责任信息披露质量。企业规模越大, 拥有更多社会责任信息披露的条件, 披露质量可能越高。独董比例 (PID)、财务杠杆 (LEV) 与企业社会责任信息披露质量 (CSR) 呈负相关关系。独立董事属于企业的外部董事, 在我国独立董事的作用发挥并不明显, 有的时候甚至是形同虚设。企业的财务杠杆高,

说明企业的资金主要来源于外部借款, 其用于社会责任信息披露的资源也会受到限制。盈利能力 (ROA) 与企业社会责任信息披露质量 (CSR) 的相关性不大。

我国东部、中部、东北和西部四个地区的市场化程度具有差异性<sup>[10]</sup>。东部地区市场化程度最高, 其次是中部和东北, 西部市场化程度最低。为验证市场化程度对管理层持股比例 (MH) 与企业社会责任信息披露质量 (CSR) 关系的影响, 同时保持分组样本数据量的一致性, 以中位数为划分依据。若市场化指数小于等于中位数, 则划分为低市场化程度组 (LOW); 如果大于中位数, 则划分为高市场化程度组 (HIGH)。再分别进行高、低组回归检验, 回归结果如表 5 所示。可以看出, 高市场化样本组 (HIGH) 中, 管理层持股比例 (MH) 与企业社会责任信息披露质量 (CSR) 显著相关, 相关性水平达到 1%, 且系数变大; 与之相反, 在低市场化样本组 (LOW) 中, 二者的相关关系并不显著, 且系数变小。这说明市场化程度对管理层持股比例与企业社会责任信息披露质量之间的关系具有调节作用, 市场化程度越高, 管理层持股比例对企业社会责任信息披露质量的影响越显著, 验证了假设 3。

为避免内生性问题对回归结果的影响, 采用将社会责任信息披露质量 (CSR) 数据前置一期的方法控制内生性问题, 再进行回归分析 (见表 6)。根据回归结果 (仅列示主要解释变量与系数), 管理层持股比例 (MH) 与市场化程度 (MI) 与被解释变量 (CSR) 仍然在较高的显著性水平上相关且系数为正, 与原有回归结果具有一致性, 说明研究结论具有稳健性。

#### 四、结论与启示

本文实证发现: 企业社会责任信息披露质量与管理层持股比例、市场化程度具有正相关关系; 市场化程度越高, 管理层持股对企业社会责任信息披露质量的正向作用越强。管理层是公司治理的主体,

表5 分组回归结果

Tab. 5 Grouped regression results

变量	HIGH	LOW
MH	5.796*** (3.859)	3.543 (1.522)
SHB	0.958*** (3.574)	0.129 (0.467)
PID	-6.446* (-1.884)	-5.777* (-1.755)
SIZE	3.397*** (19.01)	3.559*** (21.59)
LEV	-4.394*** (-3.431)	-7.072*** (-5.760)
ADOL	-0.558** (-2.293)	-0.762 (-1.085)
ROA	-6.272* (-1.678)	4.079 (1.106)
Constant	-34.83*** (-8.906)	-45.21*** (-12.45)
year	控制	控制
N	2 232	2 235
R <sup>2</sup>	0.199	0.290
Adj. R <sup>2</sup>	0.285	0.285

注: 括号中为  $t$  值, \*\*\*, \*\*, \* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

表6 内生性检验回归结果

Tab. 6 Endogenous test regression results

变量	模型 (1)	模型 (2)
MH	6.160*** (4.389)	
MI		0.192* (1.693)
Constant	-43.41*** (-14.75)	-42.28*** (-14.38)
year	控制	控制
N	3 699	3 776
R <sup>2</sup>	0.240	0.239
Adj. R <sup>2</sup>	0.237	0.237

要注重管理层的利益,给予适当的激励,例如企业的剩余索取权,这样有助于改善企业内部治理。市场化程度作为重要的一项制度因素,会对微观经济实体的决策等产生重要影响。市场化水平高的地区法律制度更完备,企业的各项活动更为有序。政府部门应适当采取相应措施以促进我国各地区市场化程度的发展。企业对于社会责任还存在“重报告、轻履行”的情况,政府以及相关部门应当积极采取措施对企业社会责任的实际履行进行监督。

## 参考文献:

- [1] 汤晓建. 内部控制、制度环境与企业社会责任信息披露质量[J]. 会计与经济研究, 2016, 30(2): 85-104.
- [2] ALNIACIK U, ALNIACIK E, GENÇ N. How corporate social responsibility information influences stakeholders' intentions [J]. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 2011, 18(4): 234-245.
- [3] 张正勇, 吉利, 毛洪涛. 公司治理影响社会责任信息披露吗? ——来自中国上市公司社会责任报告的经验证据[J]. 经济经纬, 2012(6): 107-111.
- [4] 李维安, 李汉军. 股权结构、高管持股与公司绩效——来自民营上市公司的证据[J]. 南开管理评论, 2006(5): 4-10.
- [5] HILL C W L, JONES T M. Stakeholder-agency theory [J]. Journal of Management Studies, 1992, 29(2): 131-154.
- [6] 王渺熠, 陈国民. 董事会特征对IPO效应的影响研究[J]. 经营与管理, 2018(12): 37-40.
- [7] 夏立军, 陈信元. 市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定[J]. 经济研究, 2007(7): 82-95, 136.
- [8] WILMSHURST T D, FROST G R. Corporate environmental reporting: a test of legitimacy theory [J]. Accounting, Auditing & Accountability Journal, 2000, 13(1): 10-26.
- [9] 李慧云, 刘颖. 市场化进程、自愿性信息披露和权益资本成本[J]. 会计研究, 2016(01): 71-78, 96.
- [10] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告 [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019.

## Research on the Impact of Management Shareholding and Marketization on the Quality of Corporate Social Responsibility Information Disclosure

XIANG Luyang , ZHANG Yingwei

( School of Finance and Economics , Jimei University , Xiamen 361000 , China)

**Abstract:** This paper takes all A-share listed companies that disclose social responsibility reports from 2008 to 2016 as the research object , and studies the factors affecting the quality of corporate social responsibility information disclosure. Through empirical results , it is found that the management shareholding ratio and marketization degree have a positive impact on the quality of corporate social responsibility information disclosure; the degree of marketization has a regulatory effect on the relationship between the two , that is , the higher the degree of marketization , the influence of shareholding ratio on the quality of corporate social responsibility information disclosure is more significant. Combining macro and micro factors to study this issue will not only have theoretical significance for our country to formulate related economic policies , but also help companies optimize the quality of social responsibility information disclosure from internal key factors.

**Key words:** management shareholding; degree of marketization; corporate social responsibility; information disclosure

( 责任编辑: 杨成平)

( 上接第 33 页)

## Discussion on Brand Construction of Assets Appraisal Institution under New Media Environment

LIN Jintian

( School of Accounting , Fujian Jiangxia University , Fuzhou 350108 , China)

**Abstract:** The connotation of the assets appraisal institution brand includes the professional technical ability , the business ethics level and the internal management degree. There are many problems in the brand construction of assets appraisal institutions in China , such as misunderstanding , lack of consciousness , unclear orientation , insufficient investment and poor management. In the new media era , the brand construction of assets appraisal institution is facing unprecedented opportunities and challenges. Assets appraisal institutions shall embrace new media on their own initiative to carry out the transformation and upgrading of brand building. Through the establishment of the full-time brand management department , the effective choice of the construction platform , the push of the content with emotional resonance , the maintenance of the brand heat , the development and promotion of high-level and sophisticated research , and the co-creation of brand value with customer participation , the advantages of new media in promoting brand building , brand publicity and brand effectiveness are fully mobilized and brought into play.

**Key words:** asset appraisal institutions; brand construction; new media