

企业战略定位与信息自愿披露差异化

简建辉, 胡 丹, 陈恩泽, 孙 哲

(华北电力大学经济与管理学院, 北京 102206)

摘 要:随着“十四五”规划构建高水平社会主义市场经济体制的提出,企业战略定位及其能否满足利益相关者的信息需求走进了社会公众的视野。选取2010—2020年我国A股非金融类上市公司为研究样本,从财务信息和非财务信息两个角度,探究企业战略激进度与自愿披露的关系。研究发现:企业自愿披露财务信息符合“补偿”效应,自愿披露非财务信息符合“挤出”效应,信息不对称和社会责任承担则在二者关系中发挥了不同程度的中介效应。在采用倾向得分匹配法和工具变量法排除内生性问题的干扰后,研究结论依然成立。

关键词:战略激进度;信息自愿披露;业绩快报;企业社会责任报告

中图分类号:F270

文献标识码:A

文章编号:1005-0566(2022)08-0119-12

Corporate strategic positioning and differences in voluntary disclosure of corporate information

JIAN Jianhui, HU Dan, CHEN Enze, SUN Zhe

(School of Economics and Management, North China Electric Power University, Beijing 102206, China)

Abstract: With the advancement of the 14th Five-Year Plan to build a high-level socialist market economic system, the strategic positioning of corporate and whether it can meet the information needs of stakeholders has entered the public's field of vision. The paper selects China's A-share non-financial listed companies from 2010 to 2020 as the research sample, and explores the relationship between strategic aggressiveness and voluntary information disclosure from the perspectives of financial information and non-financial information. The study found that voluntary disclosure of financial information by companies is more in line with the compensation effect, and voluntary disclosure of non-financial information is more in line with the crowding-out effect, while information asymmetry and social responsibility assume varying degrees of intermediary effects in the relationship between the two. After using propensity score matching method and instrumental variable method to eliminate the interference of endogenous problems, the conclusion of this paper is still valid.

Key words: strategic aggressiveness; voluntary information disclosure; earnings pre-announcement; corporate social responsibility report

收稿日期:2021-11-03 修回日期:2022-07-23

作者简介:简建辉(1978—),江西高安人,华北电力大学经济与管理学院副教授、硕士生导师,博士,研究方向为公司财务与公司治理。
通信作者:孙哲。

我国经济发展已经进入新常态,“十四五”规划更是提出要全面深化改革、构建高水平社会主义市场经济体制。在这一背景下,企业战略定位和随之而来的经济、社会后果更值得深入探讨。战略是管理层在客观分析企业面临的内外环境后,制定能够最大程度发挥企业资源和优势的总体规划^[1]。完备的战略体系可以帮助企业在应对外部环境变化的同时将内部资源利用提升至较高水平。管理层通过制定、执行战略,明确企业市场定位、合理调配人员和物资,使企业在多变的环境中仍然能够抓住机会、应对威胁,不断提升企业核心竞争力。每个行业都会形成常规战略模式,大部分企业会选择紧紧跟随这套战略模式^[2]。但遵循行业常规战略往往只能获得相对“平庸”的经营业绩,为了在激烈的竞争中站稳脚跟,部分企业也会采取偏离行业常规的激进化战略。

现阶段构建高水平社会主义市场经济体制的目标,不仅是对企业战略转型的要求,还是对企业能否满足外部利益相关者信息需求的考验。所谓自愿性信息披露,是指除了证监会等部委要求强制披露的各种信息外,企业管理层自愿并主动披露的有关公司财务与发展的其他重大信息。自愿信息披露作为除强制信息披露外的重要信息补充,可以有效缓解企业内外信息不对称带来的负面影响^[3],为促进我国资本市场平稳、健康发展做出卓越贡献。然而,目前鲜有学者将战略激进度与自愿性信息披露联系起来,那么战略定位作为新形势下关乎企业生死存亡的命脉对信息自愿披露是否有影响?

以往研究主要关注了企业战略定位对会计稳健性^[4]、股价崩盘风险^[5]、企业创新、现金持有水平^[6]等方面的影响。而关于自愿披露,吴艳文等^[7]发现政治不确定性会导致上市公司提升其自愿披露的可能性。信息不对称较为严重的企业,更倾向于通过自愿披露来弥补外部利益相关者的信息缺失。但鲜有文献将二者结合起来,因此本文在现有战略激进度评价体系的基础上,选取2010—2020年我国A股非金融类上市公司为研究样本,从财务信息和非财务信息两个角度,探究战

略激进度与企业信息自愿披露的关系。

一、理论机理与假设提出

关于企业战略类型的划分,有学者将战略从激进到保守依次划分为进攻型、分析型和防御型,实施进攻型战略的企业与实施防御型战略的企业无论是经营方式还是业绩表现往往都显示出较为明显的差异。在经营方式选择上,前者通常更注重创新投入,积极开拓市场,扩大生产规模^[8],致力于新产品的研发,但也因此面临着较大的经营风险和业绩不确定性^[9],而后者则更注重产品结构和客户群体的稳定性。在组织结构方面,进攻型企业更多采用团队式管理,组织形式较为灵活;防御型企业组织形式则相对稳定和集中。从会计信息质量来看,进攻型企业盈余管理、财务报告舞弊的可能性相对更高^[10]。

激进战略会导致业绩出现频繁的两极波动,因此部分企业会选择通过自愿披露来缓解信息不对称带来的代理问题和股票错误定价等消极影响,这为知情交易者改进交易策略、完成信息整合提供了可能^[11],给企业的生产经营带来了积极影响,那么战略激进度与企业信息自愿披露是否存在某种关联呢?本文将对这一问题进行深入探究。

(一) 战略激进度与财务信息自愿披露

1. “补偿”效应

通常情况下,管理层无需将全部信息向利益相关者汇报,正是这种看似合情合理有选择地自愿披露成为了管理层和利益相关者暗中博弈的方式。企业战略激进度越高,资本市场和投资者越难以理解其经营策略和战略构想。为了避免激进化战略带来的负面影响,管理层会试图通过增加财务信息披露量来缓解信息不对称^[12],减少股价波动^[13],降低资本成本^[14],削弱代理成本,改善经营绩效。综上所述,企业自愿披露财务信息有助于缓解激进战略导致的信息不对称以及由此带来的一系列问题。因此本文提出假设1a:企业战略激进度越高,信息不对称程度越大,企业更愿意自愿披露财务信息,借此“补偿”信息不对称带来的负面影响。

2. “回避”效应

进攻型企业可能存在过度投资^[15]、高管超额在职消费^[16]以及税收规避^[17]等机会主义行为。为了获取股东和社会的信任,他们更有可能对业绩进行粉饰,从而引发财务报表舞弊事件。并非所有的自愿披露都能给企业发展带来积极影响,只有信息披露质量和价值都较高时,资本市场才能够敏感并发挥作用,提升定价效率。这意味着,低质量的自愿披露不仅不会改善信息不对称,反而会让外部利益相关者怀疑企业自愿披露的动机。部分上市公司会先利用盈余管理手段调增利润,再通过自愿披露业绩快报这一成本较低的方式来安抚投资者。会计信息质量相对较低的进攻型企业进行财务信息自愿披露容易被投资者和资本市场质疑,同时也更容易暴露其财务报告中隐藏的各种问题。由此本文提出假设 1b:企业战略激进程度越高,自愿披露受到的质疑越大,企业更不愿意自愿披露财务信息,倾向于选择“回避”自愿披露这一信息披露方式。

(二) 战略激进程度与非财务信息自愿披露

1. “寻租”效应

随着“建设美丽中国”的提出,政府及社会各界都开始重视企业社会责任,上市公司在承担和履行社会责任方面也有了很大进步。对国有企业的考核不仅包括业绩指标也包括解决就业压力、减少环境污染等社会责任指标,同时国有企业承担社会责任的多少也会影响其高层管理人员的薪酬与晋升,因此具有政治关联的国有企业比非国有企业更愿意进行广泛的自愿披露^[18]。而对于非国有企业,由于我国“强势政府”的特殊背景,政府掌握着很多重要资源的分配权,力所能及地承担社会责任,充分详实地披露社会责任报告才更可能获得政府支持,获取必要的经济资源。此外,自觉承担社会责任可以降低企业诉讼风险^[19],加强与外部利益群体的信号传递^[20]。无论是国有还是非国有企业,选择激进战略的企业都对经营成果有着较为执着的追求,更加不会错过承担有限的社会责任以换取价值相对更高的外部利益这一机会^[21]。基于上述分析,本文提出假设 2a:战略激

程度越高的企业,更愿意承担社会责任并自愿披露非财务信息,通过“寻租”这一手段来获取更大的外部利益。

2. “挤出”效应

企业积极履行社会责任会消耗其所拥有的各项有形或无形资源,这意味着企业不得不减少在其他方面的资源投入,相较于防御型企业,这种资源配置方式将给进攻型企业带来更大的风险。同时,战略激进程度较大的企业往往面临着更加激烈的市场竞争环境,对于以盈利为目的、追求股东利益最大化的进攻型企业,承担较多的社会责任并不会对其经营绩效产生很大的边际效益。受困于企业资源的有限性,进攻型企业在保证正常生产经营活动后,可能并没有足够的能力去履行社会责任,将会陷入一种“心有余而力不足”的尴尬境地,此时披露带有“消极信号”的社会责任报告会给企业带来一定的负面影响。因此,本文提出假设 2b:承担社会责任所占用的资源会“挤出”企业用于正常生产经营的资源,战略激进程度越高的企业,用于履行社会责任的资源有限,主动披露企业社会责任报告的意愿较低。

二、研究设计

(一) 样本选取及数据来源

2008 年 12 月 31 日,上交所在《关于做好上市公司 2008 年年度报告工作的通知》中强制要求三类企业披露社会责任报告,并鼓励其他有条件的企业自愿披露社会责任报告。为排除第一年数据不稳定的影响,本文选取 2010—2020 年我国 A 股非金融类企业作为研究样本,财务指标数据、社会责任报告数据和公司治理数据来自 CSMAR 数据库,业绩快报数据来自锐思金融数据库。按以下标准对样本进行剔除:剔除存在数据缺失的企业,剔除上市不满一年的企业,剔除 ST 和 *ST 企业,剔除金融行业样本,剔除被要求强制披露社会责任报告的企业。为消除极端值的影响,本文对有效样本中所有连续变量在 1% 和 99% 的水平上进行 winsorize 处理。

(二) 变量定义与模型设计

1. 战略激进程度

本文借鉴孙健等^[10]的研究,用 6 个方面的指

标构建离散变量 *STRA* 来衡量企业战略激进程度: 研发支出比重, 单位收入所需员工数, 销售增长率, 销售管理费用占比, 人员波动情况, 固定资产密集度。本文对过去 5 年的上述 6 个指标求算数平均, 并按年度分行业进行排序。对前 5 个变量, 将同年度同行业的样本从小到大平均分为 5 组, 最小组计分为 0, 次小组计分为 1, 以此类推; 第 6 个变量的处理方式相反, 最小组计分为 4, 最大组计分为 0。对不同年度的不同企业, 将 6 个变量的分组得分相加作为战略激进度变量 *STRA*, 其取值范围为 0~24, *STRA* 值较高代表企业战略较为激进, 而 *STRA* 值较低意味着企业战略相对保守。

2. 财务信息自愿披露

除了按时发布年度和季度财务报告外, 企业会将三大报告(业绩预告、业绩快报和盈利公告)作为其经营绩效的补充披露方式。从信息质量来看, 业绩预告最为及时但可靠性最低, 盈利公告最为可靠但及时性较差, 业绩快报的可靠性和及时性介于二者之间。业绩快报是指企业在会计期间结束后, 披露年报或季报前发布的未经审计的各项业绩指标及财务数据^[22]。业绩快报主要包括当年和上年同期资产负债表、利润表的主要数据和指标, 同时披露各业绩指标增减变动幅度及原因。业绩快报制度为缓解企业内外信息不对称现象、及时披露企业业绩做出了较大贡献。因此, 本文借鉴李从刚等^[23]的研究, 采用是否自愿发布业绩快报(*Occur*)来衡量企业自愿披露财务信息的程度。

3. 非财务信息自愿披露

企业社会责任报告(CSR)包含了企业对股东、债权人、职工、供应商及客户的维护意识及其在纳税、慈善捐赠、环境保护等方面对国家和社会做出的贡献。与财务信息披露不同, CSR 报告降低了企业外部利益相关者对企业重大非财务信息的获取成本, 能够满足社会公众等更广泛的利益相关者的信息需求^[24]。相较于随年报一同披露社会责任报告, 单独披露社会责任报告的企业披露意愿更强, 因此我们采用是否单独披露 CSR 报告来衡量企业自愿披露非财务信息的程度。

4. 控制变量

在模型(1)中, 本文选取了如表 1 所示的 13 个控制变量, 并加入了行业、年度虚拟变量。模型(2)中, 本文剔除两职合一(*Dual*)、自由现金流(*FCF*)和企业成长性(*Growth*), 保留了剩余 10 个控制变量。

表 1 主要变量定义

变量类别	变量名称	变量定义
被解释变量	<i>Occur</i>	是否发布业绩快报, 发布取 1, 否则取 0
	<i>CSR</i>	是否单独披露社会责任报告, 单独披露取 1, 否则取 0
解释变量	<i>STRA</i>	战略激进度, 借鉴孙健等 ^[10] 的研究, 由 6 个战略指标计算得出
控制变量	<i>Size</i>	企业规模, 等于年末总资产的自然对数
	<i>Big4</i>	是否为四大会计师事务所审计, 是取 1, 否则取 0
	<i>Lev</i>	年末资产负债率, 衡量偿债能力
	<i>MB</i>	市净率, 年末权益市场价值与净资产账面价值之比
	<i>Soe</i>	企业所有权性质, 国企取 1, 非国企取 0
	<i>Roa</i>	年末总资产收益率, 衡量盈利能力
	<i>Age</i>	企业成熟度, 由当年减去企业上市年份得出
	<i>Market</i>	企业所在省份的市场化程度
	<i>Indratio</i>	董事会独立性, 上市公司独立董事人数除以董事会总人数
	<i>Mhold</i>	管理层持股比, 管理层持股数与公司股票总数之比
	<i>Dual</i>	两职合一, 董事长和总经理为同一人时取 1, 否则取 0
	<i>FCF</i>	自由现金流量, 等于(经营活动现金流量-投资活动现金流量)/总资产
	<i>Growth</i>	企业成长性, 即营业收入增长率
	<i>Year</i>	企业所处年份
	<i>Ind</i>	企业所在行业

5. 模型设计

为检验战略激进度对企业财务信息自愿披露的影响, 本文建立 Logit 回归模型:

$$Occur = \alpha + \beta_1 \times STRA + \beta_i \times Controls + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

若模型(1)中 *STRA* 的系数 β_1 显著为正, 说明战略激进度与企业财务信息自愿披露符合“补偿”效应。战略激进度越高, 企业为缓解信息不对称带来的负面影响, 更愿意主动披露财务信息, 发布业绩快报。若 β_1 显著为负, 则表明战略激进度与企业财务信息自愿披露满足“回避”假说, 战略激进度高的企业为避免引起投资者质疑、暴露财务报告中隐藏的问题, 更倾向于“回避”财务信息自愿披露。

其次,本文用模型(2)检验战略激进度对企业非财务信息自愿披露的影响。

$$CSR = \alpha + \beta_1 \times STRA + \beta_i \times Controls + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

若模型(2)中 STRA 的系数 β_1 显著为正,说明“寻租”假说成立,战略激进度高的企业更愿意单独披露企业社会责任报告,利用“寻租”手段获取更大的外部利益。若 β_1 显著为负,则表明战略激进度与企业非财务信息自愿披露更符合“挤出”效应,战略激进度越高的企业,越不愿意披露企业社会责任报告。

三、实证结果

(一)描述性统计

表2为本文模型(1)的样本分布。从表2可以看出,2010—2020年业绩快报披露情况较为稳定,每年大约有51%的企业选择披露业绩快报。

表2 业绩快报披露年度分布

年份	披露 (Occur = 1)	不披露 (Occur = 0)	披露占比 /%	年份	披露 (Occur = 1)	不披露 (Occur = 0)	披露占比 /%
2010	366	785	31.80	2016	1 100	970	53.14
2011	501	838	37.42	2017	1 253	931	57.37
2012	856	896	48.86	2018	1 449	1 072	57.48
2013	960	931	50.77	2019	1 617	1 228	56.84
2014	1 017	868	53.95	2020	31	502	5.82
2015	1 057	875	54.71	合计	10207	9 896	50.77

上海证券交易所于2008年年底发布《关于做好上市公司2008年年度报告工作的通知》,强制要求“上证公司治理板块”样本企业、发行境外上市外资股的企业以及金融类企业必须披露社会责任报告。而深圳证券交易所目前也要求深证100指数的样本股企业必须同年报一起披露社会责任报告。表3报告了本文样本关于是否单独披露CSR报告的基本统计量,共有5 677个样本单独披露了CSR报告,此外,为避免自选择偏差,我们对强制披露样本予以剔除。模型(2)的研究样本共17 104个,包括CSR=0的样本14 426个(84.34%)和CSR=1的样本2 678个(15.66%)。

表3 CSR报告的基本统计量

未单独披露CSR报告 (CSR = 0)			单独披露CSR报告 (CSR = 1)			样本 合计
强制披露	自愿披露	合计	强制披露	自愿披露	合计	
0	14 426	14 426	2 999	2 678	5 677	20 103

所有相关变量的描述性统计结果如表4所示,Occur的样本总量为20 103个,均值为0.51,说明

51%的上市公司都进行了业绩快报披露。剔除强制披露社会责任报告的样本后,CSR样本总量为17 104个,均值为0.16,中位数为0,说明只有少数上市公司选择单独披露社会责任信息,仅占样本量的16%。STRA均值为11.84,标准差为4.13,说明样本企业的战略激进度分布不均,采取进攻型战略的公司占比不大。

表4 描述性统计

变量名	样本量	均值	标准差	P1	P25	中位数	P75	P99
Occur	20 103	0.51	0.50	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00
CSR	17 104	0.16	0.36	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
STRA	20 103	11.84	4.13	2.00	9.00	12.00	15.00	20.00
Size	20 103	22.24	1.31	19.87	21.34	22.07	22.95	26.16
Big4	20 103	0.06	0.24	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
Lev	20 103	0.44	0.21	0.06	0.28	0.43	0.59	0.88
MB	20 103	4.06	19.41	0.61	1.70	2.62	4.21	18.98
Soe	20 103	0.41	0.49	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00
Roa	20 103	0.04	0.18	-0.21	0.01	0.04	0.06	0.20
Age	20 103	10.74	6.79	1.00	5.00	9.00	16.00	25.00
Market	20 103	8.07	1.67	2.98	6.87	8.67	9.35	9.88
Indratio	20 103	0.37	0.05	0.33	0.33	0.33	0.43	0.57
Mhold	20 103	0.12	0.19	0.00	0.00	0.00	0.20	0.67
Dual	20 103	0.25	0.43	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
FCF	20 103	0.10	0.17	-0.22	0.03	0.10	0.17	0.44
Growth	20 103	7.88	955.18	-0.54	-0.01	0.11	0.28	3.27

本文参考孙健等^[10]的思路,将STRA≥18、6<STRA<18、STRA≤6的样本分别划分为进攻型、分析型、防御型,按照不同战略类型对信息自愿披露进行组间均值差异检验。如表5所示,进攻型企业的Occur均值为0.620 9,防御型企业Occur均值为0.392 4,均值差异在1%的水平上显著;进攻型企业的CSR均值为0.097 4,防御型企业CSR均值为0.196 5,均值差异也在1%的水平上显著。这表明采用进攻型战略的企业披露财务信息的意愿显著高于防御型企业,初步支持了“补偿”效应;而自愿披露非财务信息的意愿则显著低于防御型企业,初步支持了战略激进度对社会责任自愿披露的“挤出”效应。

表5 组间均值差异检验

	进攻型 (STRA ≥ 18)	分析型 (6 < STRA < 18)	防御型 (STRA ≤ 6)	进攻型 - 防御型 (t值)
Occur	0.620 9	0.511 8	0.392 4	0.228 6 *** (14.331 1)
CSR	0.097 4	0.158 0	0.196 5	-0.991 *** (-7.873 4)

(二) 实证结果

1. 主检验:战略激进度对自愿披露的影响

表 6 第(1)列和第(2)列为对模型(1)进行 Logit 回归的结果。第(1)列显示了未对各控制变量予以控制的回归结果,发现是否发布业绩快报(*Occur*)与战略激进度(*STRA*)在 1% 的水平上显著正相关;第(2)列结果显示,当对控制变量予以控制时,*Occur* 与 *STRA* 仍然显著正相关,战略激进度提升 1 个标准差,企业自愿披露财务信息的意愿将提高 11.34% $[(0.014 \times 4.13)/0.51]$ 。这说明,战略激进度与财务信息自愿披露符合“补偿”假说而非“回避”假说,即企业战略激进度越高,越愿意发布业绩快报。

表 6 第(3)列和第(4)列为企业非财务信息自愿披露,即是否单独披露企业社会责任报告(*CSR*)与战略激进度(*STRA*)的回归结果。结果显示,是否单独披露企业社会责任报告(*CSR*)同战略激进度(*STRA*)的回归系数分别在 1%、10% 的水平上显著为负,战略激进度相对于平均水平提升 1 个标准差,企业自愿披露非财务信息的意愿将降低 23.23% $[(0.009 \times 4.13)/0.16]$ 。这表明战略激进度与非财务信息自愿披露更满足“挤出”效应而非“寻租”效应,战略激进度越高的企业,单独披露社会责任报告的意愿越低。

表 6 战略激进度与自愿披露

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Occur</i>	<i>Occur</i>	<i>CSR</i>	<i>CSR</i>
<i>STRA</i>	0.079 *** (21.42)	0.014 *** (2.99)	-0.039 *** (-7.76)	-0.009 * (-1.68)
<i>Controls</i>	No	Yes	No	Yes
<i>Year&Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	-1.693 *** (-11.05)	1.669 *** (3.98)	-96.832 *** (-6.51)	11.854 (0.69)
<i>N</i>	20 103	20 103	17 104	17 104
<i>Pseudo R²</i>	0.094	0.259	0.007	0.069

注:***、* 分别表示在 $p < 0.01$ 与 $p < 0.1$ 时有统计学意义,括号内为 t 值。

2. 中介效应:信息不对称程度与社会责任承担

本文将对假设 1a、假设 2b 中提到的两条影响路径加以检验,考察信息不对称和社会责任承担是否在战略激进度与企业信息自愿披露的关系中发挥了如假设中所阐述的中介作用。相较于防御

型战略,战略激进的企业利益相关者之间信息不对称程度更高。故本文选择 2015—2019 年作为检测区间,以企业当年盈余管理水平作为中介变量,检验信息不对称程度在战略激进度和财务信息自愿披露中的中介效应。

表 7 第(1)列至第(3)列为信息不对称程度的中介效应检验,*STRA* 与应计盈余管理 *AEM* 在 1% 的水平上显著正相关,说明战略越激进的企业越可能操纵应计盈余。第(3)列中 *AEM* 的系数显著不为 0,且 *STRA* 的系数小于未加入这一中介变量时的系数(0.025),表明信息不对称在战略激进度对财务信息自愿披露的促进关系中发挥了部分中介作用,证实了假设 1a 的理论路径——激进战略使得信息不对称程度有所增大,促使企业更愿意自愿披露财务信息,借此“补偿”信息不对称带来的负面影响。

表 7 信息不对称与社会责任承担的中介效应检验

变量名称	<i>Occur</i>		<i>CSR</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Occur</i>	<i>AEM</i>	<i>Occur</i>	<i>CSR</i>	<i>SRL</i>
<i>STRA</i>	0.025 *** (3.24)	0.001 *** (4.30)	0.024 *** (3.07)	-0.014 * (-1.94)	0.002 ** (2.42)
<i>AEM</i>			0.836 ** (2.05)		
<i>SRL</i>					-2.416 *** (-18.00)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year&Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	5.414 *** (7.71)	0.106 *** (5.52)	5.201 *** (7.33)	-97.321 ** (-2.37)	-81.245 *** (-14.83)
<i>N</i>	8 596	8 512	10 061	10 061	10 061
<i>Pseudo R²</i>	0.337		0.339	0.098	0.185
<i>Adjust R²</i>		0.103			0.152
<i>F</i>		17.133			49.592

注:***、**、* 分别表示在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 与 $p < 0.1$ 时有统计学意义,括号内为 t 值。

企业的经营目标是使股东财富最大化,从这一角度看,企业在某种程度上是股东进行投资、获取利益的工具,利益相关者的心态影响着企业履行社会责任的程度。承担社会责任无形中加重了企业经济负担,挤占了企业用于生产经营的资源,这对采取激进战略的企业十分不利。本文选择和和讯网公布的上市公司社会责任等级来衡量企业社会责任承担水平,对 5 个级别的企业予以不同赋值:评级为 A 的企业赋值为 1, B 赋值为 2,依次类推,评分越高的企业承担的社会责任越少。

表 7 第(4)列至第(6)列显示了企业社会责任承担这一中介变量检验的结果。第(5)列中,*STRA*

与社会责任承担(*SRL*)在5%的水平上显著正相关,说明企业战略越激进,承担的社会责任越有限(*SRL*为反向指标)。而当模型中加入*SRL*后,*SRL*与*CSR*呈显著负相关,且*STRA*的回归系数绝对值由0.014降至0.011,显著性也从10%变为不显著。结果表明,企业社会责任承担在战略激进度对非财务信息自愿披露的抑制关系中起到了完全中介作用,假设2b“挤出”效应的理论路径得以证实。

四、稳健性检验

(一)替换战略激进变量

本文借鉴孙健^[10]的方法,构建*PROS*这一虚拟变量表示进攻型战略(当*STRA*≥18时,*PROS*赋值为1,否则为0),并以此代替模型(1)和模型(2)中的战略激进度变量进行稳健性检验。回归结果如表8所示,无论是否对控制变量予以控制,*PROS*都与*Occur*显著正相关,与*CSR*显著负相关。这表明,进攻型企业更愿意自愿披露财务信息,符合“补偿”效应;其更不愿意自愿披露非财务信息,符合“挤出”效应,说明本文结论有着较好的稳健性。

表8 替换战略激进变量

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Occur</i>	<i>Occur</i>	<i>CSR</i>	<i>CSR</i>
<i>PROS</i>	0.578 *** (10.58)	0.110 * (1.67)	-0.573 *** (-6.34)	-0.443 *** (-4.78)
<i>Controls</i>	No	Yes	No	Yes
<i>Year&Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	-0.760 *** (-5.34)	1.970 *** (4.85)	-93.139 *** (-6.27)	14.540 (0.84)
<i>N</i>	20103	20103	17104	17104
<i>Pseudo R²</i>	0.081	0.259	0.006	0.070

注:***、*分别表示在 $p < 0.01$ 与 $p < 0.1$ 时有统计学意义,括号内为*t*值。

(二)倾向得分匹配(PSM)

为减轻因样本自选择偏误等而引致的内生性问题,我们采用倾向得分匹配法(PSM)进一步增强本文结论的稳健性,以期最大限度地减少处理组与控制组存在的个体系统性差异。本文PSM检验分为以下3个阶段。

第一,筛选可达到最佳拟合结果的协变量。根据拟合结果,我们选取资产负债率(*Lev*)、管理层持股比(*Mhold*)、市净率(*MB*)、企业成熟度(*Age*)、

总资产报酬率(*Roa*)、是否被“四大”审计(*Big4*)、所有权性质(*Soe*)、自由现金流(*FCF*)、企业成长性(*Growth*)和董事会独立性(*Indratio*)作为协变量。

第二,将因变量——进攻型战略(*PROS*)和筛选出的协变量代入Probit模型进行回归获取倾向得分(*Pscore*),并根据分值以1:1无放回的方式进行最邻近匹配。T检验显示配对前两组各协变量普遍存在显著差异,而配对后处理组与控制组变量标准化偏差均显著降低,所有变量标准化偏差均小于10%,说明两组已基本无统计意义上的显著差异,满足PSM平衡性假设。在17104个观测值中,除了处理组的4个样本,其余17100个均在共同取值范围内,说明符合共同支撑假设。

第三,对PSM前的全样本和PSM配对后的样本分别进行Logit回归。表9第(1)列和第(3)列是样本匹配前的回归结果,第(2)列和第(4)列为基于PSM成功配对的2968个观测值进行回归的结果。结果显示,无论匹配前后*PROS*都在1%的水平上与*CSR*显著负相关,与*Occur*正相关但不显著,说明在降低样本选择偏误的可能并控制企业特征等遗漏变量的影响后,本文的研究结论依然成立。

表9 倾向匹配得分相关结果

变量名称	<i>Occur</i>		<i>CSR</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	全样本	PSM	全样本	PSM
<i>PROS</i>	0.112 (1.15)	0.027 (0.23)	-0.412 *** (-2.98)	-0.464 *** (-2.99)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year&Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	1.264 *** (3.49)	0.570 (0.83)	-93.627 *** (-4.15)	30.334 (0.68)
<i>N</i>	17104	2968	17104	2968
<i>Pseudo R²</i>	0.264	0.272	0.033	0.055

注:***表示在 $p < 0.01$ 时有统计学意义,括号内为*t*值。

(三)工具变量两阶段回归

为进一步克服内生性问题,我们将同年度同地区其他企业的战略激进度均值作为工具变量,采用两阶段最小二乘法对主回归结果进行检验。首先,表10第(1)列和第(3)列显示了第一阶段工具变量*IVSTRA*与战略激进度*STRA*的回归,观察可知,*IVSTRA*与*STRA*在1%水平呈正相关。其

次,将第一阶段的拟合结果分别带入模型(1)和模型(2)中进行第二阶段回归,如第(2)列和第(4)列所示,*STRA* 仍然与 *Occur* 在 1% 的水平下显著正相关,进一步验证了本文的结论。

表 10 工具变量两阶段最小二乘法回归

变量名称	<i>Occur</i>		<i>CSR</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
	<i>STRA</i>	<i>Occur</i>	<i>STRA</i>	<i>CSR</i>
<i>IVSTRA</i>	0.377 *** (11.13)		0.544 *** (7.54)	
<i>STRA</i>		0.218 *** (5.61)		-0.059 (-1.07)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year&Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	19.110 *** (25.38)	-4.059 *** (-4.28)	36.151 (1.57)	10.865 (1.12)
<i>N</i>	20 101	20 101	17 104	17 104
<i>R</i> ²	0.201		0.144	

注:***表示在 $p < 0.01$ 时有统计学意义,括号内为 t 值。

五、拓展性分析

(一)调节效应检验

1. 战略激进度、外部压力与自愿披露

分析师的主要作用有以下两点:一是分析师利用其获取和处理信息的专业能力为投资者收集企业已披露的公开信息,加以分析并给出较为专业的解读;二是通过与高管接触或实地调研获取企业未公开的内部信息,有效监督企业经理的各项行为^[25],帮助投资者对被投资企业有更清晰的认识,从而减轻信息不对称程度^[26]。

本文引入虚拟变量 *Analystnum*,用企业当年分析师跟踪人数衡量其外部压力。若分析师跟踪人数大于企业所在行业的年度中位数,那么 *Analystnum* 赋值为 1,否则赋值为 0。表 11 第(1)列和第(2)列从外部压力这一角度,报告了战略激进度与自愿披露的机制分析。结果显示,对于财务信息自愿披露而言,*STRA* 与 *Analystnum* 的交乘项在 1% 的水平上显著为正。这表明,外部压力对战略激进度与财务信息自愿披露之间的正相关关系起到了促进作用,分析师跟踪人数越多,外部压力越大,战略激进度高的企业越愿意自愿披露财务信息。同样,对于非财务信息自愿披露,*STRA* 与 *Analystnum* 的交乘项也在 1% 的水平上显著为正,说明外部压力对战略激进度与非财务信息自愿披

露之间的负相关关系起到了抑制作用,外部压力越大,战略激进度高的企业自愿披露非财务信息的意愿将有所提升。

表 11 战略激进度与自愿披露机制分析

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Occur</i>	<i>CSR</i>	<i>Occur</i>	<i>CSR</i>
<i>STRA</i>	0.004 (0.76)	-0.032 *** (-4.18)	0.028 *** (4.05)	-0.019 ** (-2.21)
<i>Analystnum</i>	0.178 *** (3.65)	-0.145 (-1.12)		
<i>STRA_Analystnum</i>	0.001 *** (3.53)	0.039 *** (3.80)		
<i>Exlebv</i>			0.239 ** (1.98)	-0.172 (-1.17)
<i>STRA_Exlebv</i>			-0.024 *** (-2.78)	0.016 (1.46)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year&Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	3.112 *** (6.70)	-7.365 (-0.42)	1.542 *** (3.65)	13.712 (0.79)
<i>N</i>	20 103	17 104	20 103	17 104
<i>Pseudo R</i> ²	0.261	0.213	0.259	0.069

注:***、**分别表示在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 时有统计学意义,括号内为 t 值。

2. 战略激进度、过度负债与自愿披露

“去杠杆”并非降低全部企业的杠杆率,主要是指降低负债水平过高企业的杠杆率^[27]。由权衡理论可知,企业内部存在最优资本结构,不同企业目标负债率水平应有所不同。本文参考陆正飞等^[28]的方法,利用模型(3)对样本分年度、行业进行 Tobit 回归,计算企业目标负债率(Lvb_t^*)。其中,*Ind_Levb* 表示企业所在行业的资产负债率中位数,*Growth* 为总资产增长率,*Fata* 等于固定资产/总资产,*First* 表示第一大股东持股比。若企业实际负债率(Lvb_t)大于目标负债率(Lvb_t^*),即残差 ε 大于 0,说明企业存在过度负债情况,*Exlebv* 取值为 1,否则 *Exlebv* 取 0。

$$Lvb_t = \alpha_0 + \alpha_1 Soe_{t-1} + \alpha_2 Roa_{t-1} + \alpha_3 Ind_Levb_{t-1} + \alpha_4 Growth_{t-1} + \alpha_5 Fata_{t-1} + \alpha_6 Size_{t-1} + \alpha_7 First_{t-1} + \varepsilon \quad (3)$$

表 11 第(3)列和第(4)列从过度负债这一角度,报告了战略激进度与自愿披露的机制分析。就财务信息自愿披露而言,*STRA* 与 *Exlebv* 的交乘项在 1% 的水平上显著负相关,说明过度负债对战略激进度与财务信息自愿披露之间的正相关关系起到了抑制作用,过度负债程度越高,战略激进度

高的企业越不愿意发布业绩快报。而对于非财务信息自愿披露而言, *STRA* 与 *Exlevb* 的交乘项则不显著,说明过度负债对战略激进度与非财务信息自愿披露的相关关系无显著影响。

(二) 分组检验

1. 分组检验: 高管激励

高管激励方式和程度因企业战略定位不同而存在显著差异。进攻型企业业绩不确定性较大,加之其意在创新、志在成为行业“领头羊”的特点也决定了其在制定高管薪酬时既要能够鼓励高管承担风险,也要符合长期视角以促进企业创新。而防御型企业则更注重短期目标,制定薪酬计划时往往以业绩作为标准。高管激励一般可分为“显性激励”和“隐性激励”。所谓“显性激励”主要是指对高管实施货币薪酬激励或给予股权激励,而“隐性激励”则指在职消费和职位晋升等相对隐蔽的激励方式^[29]。本文选取“显性激励”中的货币薪酬激励和“隐性激励”中的超额在职消费作为分组变量,探究高管激励对战略激进度与自愿披露的影响。

首先,引入虚拟变量 *Salary* 来衡量高管薪酬激励,若企业当年前三名高管薪酬水平大于行业中位数, *Salary* 赋值为 1, 否则 *Salary* 赋值为 0。其次,计算高管超额在职消费:①计算高管实际在职消费 (*Perks*),其等于管理费用减去管理人员工资和福利费、无形资产摊销额等非在职消费项目。②借助模型(4)对样本进行分年度行业回归,获取高管预期在职消费水平。③用实际在职

消费减去预期在职消费的残差来衡量高管非正常在职消费,残差高于样本同年度同行业中位数时,超额在职消费取 1, 否则取 0^[30]。模型(4)设定如下:

$$\begin{aligned} \frac{Perks_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = & \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Dsale_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \\ & \beta_3 \frac{Capital_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{Inventory_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_5 \ln Employee_{i,t} + \\ & \beta_6 \ln PerGdp_{i,t} + \beta_7 Market_{i,t} + \beta_8 Inshore_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4) \end{aligned}$$

式中, *Asset* 为年末总资产; *Dsale* 为主营业务收入变化幅度; *Capital* 为年末固定资产净额; *Inventory* 为存货总额; *lnEmployee* 为取自然对数后的员工数; *lnPerGdp* 为企业所在省人均 GDP 的自然对数; *Inshore* 为区域虚拟变量,企业所在地沿海赋值为 1, 否则为 0。

如表 12 所示,在货币薪酬激励的分组检验中, *Occur* 与 *STRA* 在高激励组于 1% 的水平上显著正相关,而 *CSR* 与 *STRA* 则在低激励组显著负相关。货币薪酬激励水平较高时,战略越激进,企业更倾向于发布业绩快报以缓解信息不对称问题;较低的薪酬激励水平则会导致企业对非财务信息披露的回避。同样,在超额在职消费的分组检验中, *Occur* 与 *STRA* 也在高激励组显著正相关,而 *CSR* 与 *STRA* 无论在高激励组还是低激励组都未显示出显著的相关性,表明企业战略越激进,超额在职消费水平较高时,企业更倾向于披露财务信息,但超额在职消费不会影响企业是否单独披露社会责任报告。

表 12 高管激励分组检验

变量名称	货币薪酬激励				超额在职消费			
	<i>Occur</i>		<i>CSR</i>		<i>Occur</i>		<i>CSR</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	高	低	高	低	高	低	高	低
<i>STRA</i>	0.021 *** (3.07)	0.003 (0.40)	-0.006 (-0.85)	-0.017 ** (-1.97)	0.022 *** (3.50)	0.000 (0.05)	-0.009 (-1.26)	0.000 (0.02)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year&Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	2.462 *** (3.90)	3.350 *** (4.68)	8.902 (0.38)	52.553 ** (1.96)	1.230 ** (2.01)	2.507 *** (4.04)	10.467 (0.46)	7.011 (0.26)
<i>N</i>	10 424	9 679	8 259	8 845	11 974	8 129	10 282	6 822
<i>Pseudo R²</i>	0.235	0.298	0.063	0.051	0.266	0.256	0.054	0.102

注:***、** 分别表示在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 时有统计学意义,括号内为 t 值。

2. 分组检验:社会期待

企业在资本市场和社会环境中并不是孤立存在的,其生产经营不仅要满足股东、员工等利益相关者的要求,也要符合社会给予企业的期待。本文从产权性质、期望绩效两方面对企业社会期待进行分析,并将二者作为分组变量,研究社会期待对战略激进度与自愿披露的影响。

(1) 产权性质分组检验

与西方国家不同,我国上市公司很多都存在国企转制背景和经历^[31],资本市场对国企和非国企的社会期待存在差异,国有企业和非国有企业信息披露侧重点、披露程度也有所不同。国有企业披露动力来源于国家规章制度、监管压力和考核要求等,而非国有企业则主要是为了谋求自身利益。在行业竞争较为激烈时,国有企业更愿意向市场释放社会责任信号^[32],从而赢得政府和社会公众的信任。本文区分国有企业和非国有企业,考察产权性质对战略激进度与自愿披露的影响。

(2) 期望绩效分组检验

若企业当年实际绩效未达到期望水平,管理层更可能提升企业风险承担水平,倾向于采用激进的方式来改善业绩,使得业绩重新回到目标水平,我们可以将这一行为理解为“穷则思变”。有限理性决策理论认为,管理者会设立一个“满意”

而非“最优”的期望绩效,并以企业实际绩效与期望绩效的差距来判断企业经营状况,进而做出适合企业经营发展状况的决策。本文参照王垒等^[33]的研究,采用模型(5)来计算企业期望绩效差距,模型(5)设定如下:

$$Perfor_Aspiration_{i,t-1} = FirmPerfor_{i,t-1} - \alpha FirmPerfor_{i,t-2} - (1 - \alpha) IndusPerfor_{i,t-1} \quad (5)$$

式中, $Perfor_Aspiration_{i,t-1}$ 为企业 $t-1$ 年的期望绩效差距, $FirmPerfor_{i,t-1}$ 和 $FirmPerfor_{i,t-2}$ 分别为企业 $t-1$ 年和 $t-2$ 年的绩效, $IndusPerfor_{i,t-1}$ 为 $t-1$ 年企业所在行业其他企业的平均绩效。本文用 Roa 来衡量绩效,并将期望绩效权重系数 α 赋值为 0.5。若当年企业期望绩效差距大于行业中位数则取值为 1,否则取 0。

表 13 为产权性质和期望绩效对战略激进度与信息自愿披露的影响。在产权性质的分组检验中,虽然符号相反,但 *Occur* 与 *STRA*、*CSR* 与 *STRA* 都在非国企组于 1% 的水平上显著相关,说明本文的主要结论对非国有企业更为适用。在期望绩效差距的分组检验中,*Occur* 与 *STRA*、*CSR* 与 *STRA* 都在期望绩效差距大的一组于 5% 的水平上显著相关,但符号相反,这表明企业战略越激进,期望绩效差距较大时,企业披露财务信息的可能性越大,自愿披露非财务信息的意愿越小。

表 13 社会期待分组检验

变量名称	产权性质				期望绩效差距			
	<i>Occur</i>		<i>CSR</i>		<i>Occur</i>		<i>CSR</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
	国企	非国企	国企	非国企	大	小	大	小
<i>STRA</i>	0.000 (0.03)	0.020 *** (3.17)	0.008 (0.92)	-0.020 *** (-2.81)	0.016 ** (2.29)	0.009 (1.37)	-0.017 ** (-2.09)	-0.006 (-0.81)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year&Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	1.630 *** (2.68)	1.545 ** (2.39)	-123.336 *** (-4.77)	102.916 *** (4.37)	1.233 * (1.91)	2.274 *** (3.96)	54.056 ** (2.14)	-21.529 (-0.90)
<i>N</i>	8 144	11 959	5 952	11 152	9 378	10 725	7 901	9 203
<i>Pseudo R²</i>	0.150	0.224	0.079	0.062	0.224	0.293	0.057	0.085

注:***、**、* 分别表示在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 与 $p < 0.1$ 时有统计学意义,括号内为 t 值。

六、结论与政策建议

(一) 结论

企业自愿披露财务信息更符合“补偿”效应,而自愿披露非财务信息则更符合“挤出”效应。即

企业战略越激进,信息不对称程度越高,企业更愿意自愿披露财务信息以缓解信息不对称带来的负面影响;而对于非财务信息披露,战略激进度越高的企业,承担社会责任的能力有限,越不愿意单独

披露企业社会责任报告。

(二)政策建议

第一,发挥舆论作用,鼓励企业承担社会责任,按时保质进行信息披露。企业家应主动承担社会责任,而非寄希望于加强信息披露来改善企业业绩和市场反应。

第二,加强政策法规的引导。我国信息监管部门应加强信息自愿披露制度的制定和监管,保证上市公司按时合规地披露自身财务和非财务信息,维护各级利益相关者的知情权。

第三,完善信息评价体系。企业信息披露作为广大外部利益相关者的关注重点,不应受企业所采取战略的影响。因此,要建立完善的企业信息披露质量综合评价体系,缓解企业在信息自愿披露上的差异化表现。

第四,利用信息技术、人工智能等高科技手段提高所披露信息的质量和及时性。“十四五”规划指出要“加快数字化发展,建设数字中国”,我国应鼓励软件公司开发设计相关产品,利用信息技术和智能财会,保证信息披露的及时准确。

参考文献:

- [1] 楚有为. 激进战略与企业现金持有——预防性动机还是代理动机[J]. 财经理论与实践, 2019, 40(1): 90-98.
- [2] 王化成, 张修平, 侯粲然, 等. 企业战略差异与权益资本成本——基于经营风险和信息不对称的中介效应研究[J]. 中国软科学, 2017(9): 99-113.
- [3] 田高良, 贝成成, 施诺. 控股股东股权质押与公司自愿性披露[J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2021, 41(2): 33-41.
- [4] 刘行. 企业的战略类型会影响盈余特征吗——会计稳健性视角的考察[J]. 南开管理评论, 2016, 19(4): 111-121.
- [5] 孙健, 王百强, 曹丰. 公司战略影响股价崩盘风险吗?[J]. 经济管理, 2016, 38(12): 47-61.
- [6] 翟淑萍, 白冠男, 白素文. 企业战略定位影响现金持有策略吗?[J]. 中央财经大学学报, 2019(5): 62-73.
- [7] 吴艳文, 赵婷, 徐维兰. 政治不确定性与上市公司业绩预告[J]. 统计与信息论坛, 2019, 34(5): 51-59.
- [8] DOROBANTU S, KAUL A, ZELNER B. Nonmarket strategy research through the lens of new institutional economics: an integrative review and future directions [J]. Strategic

management journal, 2017, 38(1): 114-140.

- [9] HIGGINS D, OMER T C, PHILLIPS J. The influence of a firm's business strategy on its tax aggressiveness [J]. Contemporary accounting research, 2015, 32(2): 674-702.
- [10] 孙健, 王百强, 曹丰, 等. 公司战略影响盈余管理吗?[J]. 管理世界, 2016(3): 160-169.
- [11] CHEYNEL E, LEVIN C B. Public disclosures and information asymmetry: a theory of the mosaic [J]. The accounting review, 2020, 95(1): 79-99.
- [12] SANNI O. Effect of corporate characteristics on voluntary disclosure of listed financial service firms in Nigeria [J]. Amity journal of corporate governance, 2018, 3(2): 29-41.
- [13] 方红星, 楚有为. 自愿披露、强制披露与资本市场定价效率[J]. 经济管理, 2019, 41(1): 156-173.
- [14] HABIB A, HASAN M. Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk [J]. Research in business and finance, 2017, 39: 389-405.
- [15] 王化成, 张修平, 高升好. 企业战略影响过度投资吗[J]. 南开管理评论, 2016, 19(4): 87-97, 110.
- [16] 王化成, 高鹏, 张修平. 企业战略影响超额在职消费吗?[J]. 会计研究, 2019(3): 40-46.
- [17] 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, 50(11): 49-64.
- [18] DICKO S, KHEMAKHEM H, ZOGNING F. Political connections and voluntary disclosure: the case of Canadian listed companies [J]. Journal of management and governance, 2020, 24(2): 481-506.
- [19] FLAMMER C. Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? a regression discontinuity approach [J]. Management science, 2016, 61(11): 2549-2568.
- [20] FLAMMER C. Competing for government procurement contracts: the role of corporate social responsibility [J]. Strategic management journal, 2018, 39(5): 1299-1324.
- [21] 权小锋, 肖红军. 社会责任披露对股价崩盘风险的影响研究:基于会计稳健性的中介机理[J]. 中国软科学, 2016(6): 80-97.
- [22] 王荭, 刘昱沛. 第二类代理成本、证券监管与业绩快报自愿披露[J]. 南京审计大学学报, 2019, 16(5): 74-83.
- [23] 李从刚, 许荣. 董事高管责任保险、诉讼风险与自愿性信息披露——来自 A 股上市公司的经验证据[J]. 山西财经大学学报, 2019, 41(11): 112-126.

- [24]刘媛媛,田言.财务报表误述、误述风险与自愿性信息披露——基于企业社会责任报告的证据[J].会计研究,2019(4):26-35.
- [25]CHEN T, HARFORD J, LIN C. Do analysts matter for governance? evidence from natural experiments [J]. Journal of financial economics, 2015, 115(2): 383-410.
- [26]CHENG Q, DU F, WANG X, et al. Seeing is believing: analysts' corporate site visits [J]. Review of accounting studies, 2016, 21(4): 1245-1286.
- [27]綦好东,刘浩,朱炜.过度负债企业“去杠杆”绩效研究[J].会计研究,2018(12):3-11.
- [28]陆正飞,何捷,窦欢.谁更过度负债:国有还是非国有企业? [J]. 经济研究, 2015, 50(12): 54-67.
- [29]张宏亮,王靖宇.薪酬管制、激励溢出与国企社会成本:一项准自然实验[J].中国软科学,2018(8):117-124.
- [30]权小锋,吴世农,文芳.管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J].经济研究,2010,45(11):73-87.
- [31]李志斌,章铁生.内部控制、产权性质与社会责任信息披露——来自中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2017(10):86-92,97.
- [32]宫汝凯.信息不对称、过度自信与股价变动[J].金融研究,2021(6):152-169.
- [33]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[J].管理世界,2020,36(7):132-153.
- (本文责编:辛 城)