

# 社会责任报告语调与股价崩盘风险

黄萍萍, 李四海

(中南财经政法大学 会计学院, 湖北 武汉 430073)

**[摘要]**以2006—2017年披露社会责任报告的所有A股上市公司为研究对象,实证检验了社会责任报告的语调对股价崩盘风险的影响。实证结果显示,社会责任报告的净正面语调与股价崩盘风险呈显著正相关关系,具体表现为通过正面语调离差策略来隐匿企业的负面信息。进一步分析发现,当企业的信息不对称程度较高,企业自愿披露社会责任报告时,其社会责任报告净正面语调与未来股价崩盘风险呈显著正相关关系,而管理层隐匿坏消息的动机是出于缓解企业的融资约束问题。研究在丰富社会责任信息披露和股价崩盘风险相关领域研究的同时,对上市公司、投资者和监管部门也有重要的启示作用。

**[关键词]** 社会责任报告; 股价崩盘风险; 净正面语调; 语调离差; 信息披露

**[中图分类号]** F275   **[文献标志码]** A   **[文章编号]** 1004-4833(2020)-01-0069-10

## 一、引言

近十年来,中国股市出现多次股价暴跌带来的崩盘危机,个股层面的股价崩盘事件更是日益频繁,2011年双汇“瘦肉精”事件曝光以后,双汇集团股价跌停,市值蒸发了103亿元。2018年部分互联网企业股价出现连续下跌,腾讯股价从高位下跌了30%，“共享单车第一股”永安行自上市一年来股价下跌70%。2018年长春长生“假疫苗”事件曝光以后,半个月的时间里,长春生物的股价自案发前的25.3元跌至10.6元,跌幅达58%。2018年11月28日康美药业的股价跌幅高达50.5%,同一时间还有皇庭国际、盛讯达、中州控股等公司出现联动性的集体盘中崩盘现象,这些公司的市值共蒸发了近740亿元。股价崩盘会影响资本市场的平稳有序发展,对投资者的福利造成毁灭性的影响,因此,对股价崩盘风险影响因素的研究非常重要。公司股价崩盘是一个明显的负向市场调整的股票回报现象<sup>[1-2]</sup>,这是投资者所不希望看到的现象。Jin和Myers基于代理理论,建立的信息结构模型表明,外部人员拥有有限的信息来分析经理人隐瞒坏消息的行为,从而导致股价暴跌<sup>[1]</sup>。如果一家公司表现不佳,经理们可能会等到股息支付达到投资者预期后才公布这个坏消息。然而,当坏消息累积超过一个阈值时,管理者就会放弃隐瞒,所有的坏消息就会被释放,这样的事件会导致股票价格暴跌。Jin和Myers与Hutton等的研究得出一致结论,认为公司信息透明度越高,公司的股价崩盘风险会越低,他们的研究表明,在SOX于2002年实施之后,由于强有力的监控,信息透明度和股价崩盘风险之间的联系消失了<sup>[1-2]</sup>。基于机会主义动机和信息披露的专有成本,管理层会选择策略性地披露,主动披露好消息,阻止或者延迟坏消息的披露<sup>[3]</sup>。作为非财务信息的重要载体,社会责任信息披露也越来越受到关注,证监会从2009年开始要求部分上市公司必须随年报一起对外披露社会责任报告,其余上市公司可自主决定是否披露社会责任报告。由于社会责任报告中存在大量的文字和图表信息,这就给管理层通过文本进行信息操纵,进而进行印象管理提供了很大的空间。

本文的研究贡献主要体现在以下几个方面:首先,本文将社会责任信息披露的相关研究拓展到了其文本信息的定量维度,拓展了社会责任信息披露的相关研究。其次,不同于Kim等的研究<sup>[8]</sup>,本文从非财务信息入手,发现当企业信息不对称程度较高、自愿披露社会责任报告时更可能隐匿坏消息,隐匿的动机来自于缓解企业的融资约束问题。最后,在支持社会责任信息披露存在“掩饰效应”的基础上<sup>[5]</sup>,本文还发现了管理层可以通过正面语调离差的策略安排来影响信息接受者的认知。

**[收稿日期]** 2019-06-21

**[基金项目]** 安徽省高校人文社会科学重点项目(SK2017A0529);中南财经政法大学中央高校基本科研业务费专项资金(2722019JCT029)

**[作者简介]** 黄萍萍(1991—),女,安徽铜陵人,中南财经政法大学会计学院博士研究生,从事公司财务研究, E-mail: hpp5551@126.com; 李四海(1984—),男,湖南邵阳人,中南财经政法大学会计学院副教授,从事企业社会责任研究。

## 二、理论分析

### (一)文献回顾

基于信息隐藏假说的研究基础,多名学者开始研究企业层面的崩盘风险的决定因素,如机构投资者、分析师、内部控制质量、大股东持股比例、多个大股东<sup>[9-14]</sup>。这些研究一致认为崩盘风险的内在根源是来自管理层对负面信息的掩盖。关于文本信息层面对股价崩盘风险的影响是kim等的研究发现:当企业的业绩越不理想时,管理层出于自利动机越会操纵财务报告的可读性,当财务报告的可读性越差时,未来公司的股价崩盘风险越高<sup>[8]</sup>。关于社会责任信息披露对股价崩盘的影响方面,权小峰等通过会计稳健性的中介机理,发现社会责任信息披露水平与股价崩盘风险呈显著正相关关系<sup>[4]</sup>;田利辉和王可第基于委托代理理论发现,管理层出于自利动机会通过社会责任掩饰企业经营存在的问题,过而加剧股价崩盘风险<sup>[5]</sup>。宋献中等研究发现社会责任信息披露存在声誉保险效应,通过向利益相关者释放企业积极正面的信号,可以降低未来的股价崩盘风险<sup>[6]</sup>;Kim等认为具有社会责任感的企业在信息披露时也会表现出负责任的行为,较少盈余管理,囤积较少的负面信息,高的道德标准对会计信息质量具有积极的影响,从而会降低股价崩盘风险<sup>[7]</sup>。已有研究发现文本信息的语调具有一定的信息含量<sup>[15-18]</sup>。目前有相当多的会计和财务方面的研究探讨语调在公司信息披露中所起的作用。文本语调在信息披露研究中的应用越来越受重视。Davis等提取了季度收益新闻稿的措辞语调,并将其与股票收益、波动性和公司业绩等因素联系起来,发现在有利的情况下,管理层通常会利用其自由裁量权有策略地来描述他们公司的业绩<sup>[15]</sup>。投资者对负面语调的负向反应幅度要比正面语调的正向反应幅度大,当披露公司利好信息时,公司的资本成本、股票回报波动性和分析师收益预期的分散度显著下降。相比之下,披露不利消息时,资本成本、股票回报波动性和分析师收益预期的分散度大幅上升。Price等在公开上市股票的季度财报电话会议上使用Henry的词汇表来衡量语调,他们报告称,在一定时间段内,电话会议问答环节中语调积极的公司股票回报率都显著提高。相反,带有负面语调的会议电话有负异常回报<sup>[19]</sup>。已有研究发现业绩说明会的文本语调可以预示未来的业绩,会影响投资者的反应,对分析师荐股报告的更新、荐股水平和预测偏差会产生影响<sup>[16-18]</sup>。公司内部人为了减持公司股票,会利用年报语调误导投资者,研究发现年报语调越积极,公司股票被卖出的规模越大,因此语调可以被作为另一种信息操纵的手段<sup>[20]</sup>。但是,目前鲜有基于社会责任报告的语调视角研究对股价崩盘的影响。

### (二)理论分析与研究假设

目前社会责任信息已成为非财务信息的重要载体,企业所承担的社会责任需要进行相关的信息披露,企业社会责任的活动和成果披露在企业社会责任报告中可以提升企业声誉,提高财务绩效。合法性理论规定,企业通过维持具有社会责任的商业战略和运营模式,努力追求利益相关者授予的道德合法性。因此长期以来都有一种担忧,即管理层可能会利用社会责任来促进他们的职业发展或者是满足其他的个人私利,Hemingway和Maclagan认为企业履行社会责任的动机之一就是掩盖企业的不当行为。例如,安然被公认为是企业社会责任活动的典范,并因其环境和社区项目赢得了许多国家奖项,但同时由于参与了大规模会计欺诈案件导致其在2001年倒闭<sup>[21]</sup>。Prior等指出企业社会责任与盈余管理之间存在正相关关系<sup>[22]</sup>。李四海等研究发现,尽管企业存在业绩下滑和亏损的现象,但是依然会积极地进行慈善捐赠,视其为是一种抑制商业信用资本流失的战略性行为<sup>[23]</sup>。万科作为房地产行业的龙头企业却多次陷入产品质量安全风波;青岛啤酒虽然积极履行社会责任,但也频频陷入“质量门”和“环保门”事件中<sup>[4]</sup>。因此,社会责任信息披露会存在“掩饰效应”,视其为管理层粉饰负面信息的一种工具<sup>[5]</sup>。Tata和Prasad基于印象管理理论指出社会责任信息的真实性、完整性和可靠性会受到管理层的印象管理行为的影响,在利益相关方的决策中会起到一定的误导作用<sup>[24]</sup>。社会责任报告中存在大量的图片和文字信息,这些信息是对数字信息的有益补充,可以提供数字信息以外的增量信息,而管理层如何进行披露具有很大的裁量权。文本语调信息可以预示公司的未来业绩,并且市场也会对包含在语调中的信息做出反应<sup>[15-18]</sup>。社会责任信息披露可以通过文本语调进行印象管理,误导投资者对公司基本面的认识<sup>[25]</sup>,目前针对上市公司信息的语调管理缺乏相关的监督机制,管理层出于私利会战略性地进行语调管理。管理层有动机通过股票价格使投资者对公司价值评估最大化,而社会责任信息在评估公司未来盈利能力和预测未来收益时,对投资者具有增量价值,企业有动机向公众披露关于其在社会责任方面的努力和成就的正面信息,向市场传递企业的积极信号。根据信息不对称理论,公司内部管理层比外部投资者更具有信息优势,管理层可以选择性地对社会责任报告进

行乐观披露,可以粉饰企业的负面信息,树立企业的正面形象,进而增加外部投资者发现企业负面信息的难度,影响外部投资者对公司股价的估值,从而使管理层能够在较长的时间内隐藏不良信息,直至临界点时,负面信息才被发布,进而导致公司的股价暴跌<sup>[1]</sup>。由此,我们提出假设1。

假设1:社会责任报告的净正面语调会加剧公司未来的股价崩盘风险。

语调离散度是指语调词在信息叙述中均匀分布的程度。修辞学和传播学理论表明,随着文本信息表述结构中词语之间距离的增加,相关词语之间的话题相关性会降低。文本信息的结构安排为读者提供了如何组织和理解文本的线索。越均匀分布的积极语调词表明正面的新闻是普遍存在的,而不均匀分布的消极语调词则表明负面新闻只局限于某几个方面的表现。根据心理账户理论,因为好消息和坏消息的边际效应是递减的,所以分别经历两个好消息带来的价值总和大于一次经历两个好消息获得的价值,分别经历两个坏消息带来的痛苦之和大于一次经历两个坏消息的痛苦。前景理论预测,当价值增加的内容被分散到不同部分中时,个人对价值的感知就会更大,因此,管理层会试图把好消息分成几个部分,并且不重复出现,这就增加了积极语调的离散度。有研究发现当坏消息是分阶段发布而不是同时发布的时候,投资者和分析师对坏消息的反应更消极。Alice和Deangelis研究发现,在盈余预告信息发布时,积极语调词越分散,越可以增强信息使用者对公司未来的信心,当消极语调词越集中分布的时候,越可以减少投资者的消极反应<sup>[26]</sup>。因此,上市公司在进行信息披露时会对信息有策略地进行组合,为防止披露坏消息带来的股价下跌,管理层会选择集中披露“坏消息”,分散披露“好消息”<sup>[27]</sup>,发布业绩预告时,对于坏消息会采取集中披露策略,而对于好消息则会采取分阶段的披露策略<sup>[28]</sup>。社会责任报告本身存在着“报喜不报忧”的现状,管理层为了掩盖企业负面信息,在进行社会责任信息披露的时,会倾向于分散分布社会责任的积极语调词,以改变文本信息使用者的感知和判断,由此,我们提出假设2。

假设2:社会责任报告的正面语调离散度越高,股价崩盘风险越高。

### 三、研究设计

#### (一)数据来源

本文以2006—2017年披露社会责任报告的A股上市公司作为初始研究样本。财务数据来源CSMAR数据库,社会责任报告利用网络爬虫技术(web crawler)从巨潮与和讯网站上抓取。按照以往研究惯例<sup>[11-14]</sup>和本文的研究需要,本文对数据进行了如下处理:(1)剔除金融行业样本;(2)剔除被ST公司的样本;(3)剔除每年交易周数少于30的样本,来估算股价崩盘风险的数值;(4)为避免极端异常值的影响,本文对连续变量进行了上下1%的winsorize处理。最终本文得到样本量为6057个观测值。

#### (二)变量界定

1. 社会责任净正面语调。本文通过Python开发源“Jieba”中文分词模块对所有文本进行分词,并进行词频统计。参考Price等、谢德仁和林乐等研究<sup>[16,18-19]</sup>,本文构建上市公司社会责任报告语调(*TONE*)如下: $TONE = \frac{(POSPCT - NEGPCT)}{(POSPCT + NEGPCT)}$ ,*POSPCT*是*t*年文中的正面语调词语数目占文本词语总数的比例;*NEGPCT*则是相应的负面语调词语数目占文本词语总数的比例。*TONE*表示净正面语调,*TONE*越大,说明管理层使用词越积极正面,社会责任报告语调越积极。

2. 社会责任正面语调离散度。借鉴Allee和Deangelis、朱朝晖等的做法<sup>[26,29]</sup>,本文用Python进行计算。用*N*表示某文本的总字数,用*f*表示这篇文本的正面情感语调总字数;然后把全文均分为*f*部分,求出出现正面情感语调的部分占总部分数的比重,就是正面语调离散度。此值在0~1之间,越逼近1,则说明语调词越分散。

3. 股价崩盘风险。借鉴已有研究<sup>[2,8,11-14]</sup>,本文采用两种方法衡量股价崩盘风险,分别为*NCSKEW*股票负收益率偏态系数、*DUVOL*收益上下波动率。

首先,我们利用模型(1)计算股票*i*经过市场调整后的收益率:

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $R_{i,t}$ 为每一年股票在第*t*周的收益,是A股所有股票在第*t*周经流通市值加权的平均收益率;残差 $\varepsilon_{i,t}$ 为模型(1)中的回归残差。 $W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$ ,是股票*i*第*t*周经过市场调整后的收益率。

其次,我们根据模型(2)和模型(3)计算股价崩盘风险的两个指标:

$$NCSKEW_{i,t} = -[n(n-1)]^{3/2} \sum W_{i,t}^3 / [n(n-1)(n-2)(\sum W_{i,t}^2)^{3/2}] \quad (2)$$

$$DUVOL_{i,t} = \log \{ [(n_u - 1) \sum_{Down} W_{i,t}^2] / [(n_d - 1) \sum_{Up} W_{i,t}^2] \} \quad (3)$$

其中,  $NCSKEW_{i,t}$  表示负收益偏态系数,  $DUVOL_{i,t}$  表示收益上下波动比率,  $n$  为个股  $i$  每年上市交易的周数,  $n_u$  与  $n_d$  分别表示个股  $i$  周收益率高于与低于该个股年收益率均值的周数。  $NCSKEW_{i,t}$  和  $DUVOL_{i,t}$  数值越大, 说明股价崩盘的可能性越大。

4. 控制变量

表1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称与度量
被解释变量	$NCSKEW_{i,t+1}$	$t+1$ 年负收益偏态系数,具体计算见模型(2)
	$DUVOL_{i,t+1}$	$t+1$ 年收益上下波动比率,具体计算见模型(3)
解释变量	$TONE_i$	净正面语调, $TONE = \frac{(POS\ PCT - NEG\ PCT)}{(POS\ PCT + NEG\ PCT)}$ , $POS\ PCT$ 是 $t$ 年文中的正面语调词语数目占文本词语总数的比例; $NEG\ PCT$ 则是相应的负面语调词语数目占文本词语总数的比例
	$POS\ DISP_i$	正面语调离差, 出现正面情感语调词的部分占总部分数的比重
	$NCSKEW_i$	$t$ 年负收益偏态系数
	$DUVOL_i$	$t$ 年收益上下波动比率
	$RET_i$	个股年度收益率, $t$ 年年均周收益率
	$SIGMA_i$	$t$ 年周特有收益率的标准差
	$LEV_i$	资产负债率, 公司 $t$ 年末负债账面价值与资产账面价值之比
	$ROE_i$	净资产收益率, 净利润除以所有者权益
	$SIZE_i$	公司规模, $t$ 年末总资产取自然对数
	$MB_i$	市值账面比, $t$ 年公司市值账面比
控制变量	$DTURN_i$	$t$ 年去趋势化的月度换手率
	$ABSACC_i$	公司 $t$ 年的信息透明度, 利用修正的 Jones 模型估算得到
	$INDUSTRY$	行业虚拟变量
	$YEAR$	年度虚拟变量

参考已有研究<sup>[8,11-14]</sup>, 本文控制了以下变量: 当期的负收益偏态系数 ( $NCSKEW$ )、收益上下波动率 ( $DUVOL$ )、个股年收益率 ( $RET$ )、个股周特有收益率的标准差 ( $SIGMA$ )、资产收益率 ( $LEV$ )、净资产收益率 ( $ROE$ )、公司规模 ( $SIZE$ )、市账比 ( $MB$ )、月度换手率 ( $DTURN$ )、信息透明度 ( $ABSACC$ )。具体定义见表1。

(三)模型建立

为了检验正文的假设,我们建立以下模型:

$$Crash\_Risk_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 TONE_{i,t} + \gamma Control_{i,t} + Ind + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$Crash\_Risk_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 POS\ DISP_{i,t} + \gamma Control_{i,t} + Ind + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中,  $Crash\_Risk_{i,t+1}$  为衡量股价崩盘风险的两个指标; 模型(4)和模型(5)中的  $TONE$  和  $POS\ DISP$  分别是对社会责任报告净正面语调和正面语调离差的刻画, 是本文的核心变量, 如果  $\beta_1$  和  $\alpha_1$  的系数显著为正, 则假设1和假设2得到支持。在回归分析中对解释变量和控制变量都相对被解释变量滞后了一期, 可以一定程度上缓解研究存在的内生性问题。  $Control$  为正文提到的控制变量, 本文还控制了时间和行业效应,  $\varepsilon_{i,t}$  为残差项。

四、实证检验结果

(一)变量的描述性统计

从表2报告的主要变量描述性统计结果来看, 被解释变量  $NCSKEW_{i,t+1}$  和  $DUVOL_{i,t+1}$  的均值(中位数)分别为  $-0.256$  ( $-0.258$ ) 和  $-0.156$  ( $-0.188$ ), 与叶康涛等、王化成等的计算结果较为相似<sup>[12-13]</sup>, 但略高于他们的结果, 考虑到他们的样本区间截至2012年, 而在2015年, 我国股市经历了大幅度的波动, 上述的统计结果具有一定的合理性。此外,  $NCSKEW_{i,t+1}$  和  $DUVOL_{i,t+1}$  的标准差分别达到0.950和0.794, 说明两个指标在样本期内的差异较大。解释变量  $TONE_i$  和  $POS\ DISP_i$  的均值(中位数)分别为0.826(0.836)和0.505(0.511), 说明社会责任报告的语调整体是偏积极的, 并且社会责任报告中的正面词汇分布比较分散。控制变量的均值和中位数与以往研究结果相似, 基本呈现正态分布, 均在合理的范围内, 此处不再赘述。另外, 相关性分析说明股价崩盘风险的两个衡量指标具有较好的一致性。净正面语调

表2 变量的描述性统计

变量	样本数	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$NCSKEW_{i,t+1}$	6057	-0.256	0.950	-2.842	-0.258	2.026
$DUVOL_{i,t+1}$	6057	-0.156	0.794	-1.897	-0.188	1.894
$TONE_i$	6057	0.826	0.064	0.625	0.836	0.941
$POS\ DISP_i$	6057	0.505	0.062	0.051	0.511	0.800
$NCSKEW_i$	6057	-0.280	0.921	-2.815	-0.272	1.847
$DUVOL_i$	6057	-0.185	0.778	-2.006	-0.216	1.833
$LEV_i$	6057	0.500	0.214	0.0570	0.509	0.940
$ROE_i$	6057	0.088	0.097	-0.344	0.086	0.353
$SIZE_i$	6057	23.070	1.642	20.180	22.830	28.780
$RET_i$	6057	-0.001	0.006	-0.015	-0.002	0.015
$SIGMA_i$	6057	0.045	0.016	0.017	0.043	0.098
$MB_i$	6057	0.477	0.297	0.074	0.402	1.529
$DTURN_i$	6057	-0.088	0.344	-1.300	-0.044	0.789

( $TONE_t$ )与股价崩盘风险的两个指标都在1%的水平上显著为正,说明在不控制其他变量的情况下社会责任报告的净正面语调越高,公司的股价崩盘风险越高,与假设1相符。由于篇幅限制,如有需要可向作者索取。

(三)回归结果

1. 社会责任报告语调与股价崩盘风险

本文应用模型(4)对假设1进行了回归分析,结果如表3所示。其中第(1)列和第(2)列为社会责任报告净正面语调( $TONE_t$ )与负收益偏态系数( $NCSKEW_{t+1}$ )的回归结果,第(3)列和第(4)列为社会责任报告净正面语调( $TONE_t$ )与收益上下波动比率( $DUVOL_{t+1}$ )的回归结果。由表3可知,社会责任报告净正面语调( $TONE_t$ )的回归系数为正,且均在5%或1%的水平上显著,说明在其他因素相同的情况下,社会责任报告的净正面语调会加剧企业未来的股价崩盘风险,支持了假设1。模型中控制变量的回归结果也与Kim等、许年行等和姜付秀等的结果基本一致<sup>[8,11,14]</sup>。个股年均周收益率( $RET_t$ )、净资产收益率( $ROE_t$ )、公司规模( $SIZE_t$ )、公司信息透明度( $ABSACC_t$ )与股价崩盘风险的两个指标显著正相关,个股年均周收益率标准差( $SIGMA_t$ )、资产负债率( $LEV_t$ )、市值账面比( $MB_t$ )、去趋势化的股票换手率( $DTURN_t$ )与股价崩盘风险的两个指标显著负相关,说明本文选取的公司特征和信息环境变量对股价崩盘风险均有显著影响。

2. 社会责任报告正面语调离散度与股价崩盘风险

本文应用模型(5)对假设2进行回归分析,结果如表4所示。其中第(1)列和第(2)列为社会责任报告正面语调离散度( $POSDISP_t$ )与负收益偏态系数( $NCSKEW_{t+1}$ )的回归结果,第(3)列和第(4)列为社会责任报告正面语调离散度( $POSDISP_t$ )与收益上下波动比率( $DUVOL_{t+1}$ )的回归结果。由表4可知,社会责任报告正面语调离散度( $POSDISP_t$ )的回归系数为正,且均在10%或5%的水平上显著,说明在其他因素相同的情况下,社会责任报告的正面语调离散度越高,企业未来的

股价崩盘风险越高,支持了假设2。模型中控制变量的回归结果也与Kim等、许年行等和姜付秀等的结果基本一致<sup>[8,11,14]</sup>。个股年均周收益率( $RET_t$ )、净资产收益率( $ROE_t$ )、公司规模( $SIZE_t$ )、公司信息透明度( $ABSACC_t$ )与股价崩盘风险的两个指标显著正相关,个股年均周收益率标准差( $SIGMA_t$ )、资产负债率( $LEV_t$ )、市值账面比( $MB_t$ )、去趋势化的股票换手率( $DTURN_t$ )与股价崩盘风险的两个指标显著负相关。

(四)稳健性检验

1. 内生性处理:工具变量法

影响本文结论稳健性的一个重要因素来自于内生性问题,社会责任报告语调影响未来股价崩盘风险的同时,公司未来的股价崩盘风险也可能会影响社会责任报告语调,若管理层预

表3 社会责任报告语调与股价崩盘风险

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$NCSKEW_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$
$TONE_t$	0.688*** (3.65)	0.489** (2.60)	0.430** (2.72)	0.290** (1.98)
$NCSKEW_t$		0.102*** (6.20)		
$DUVOL_t$				0.065*** (3.64)
$RET_t$		27.155*** (10.20)		23.049*** (9.60)
$SIGMA_t$		-4.491*** (-4.67)		-2.768*** (-3.67)
$LEV_t$		-0.310*** (-4.00)		-0.193** (-3.18)
$ROE_t$		0.335** (2.50)		0.034 (0.33)
$SIZE_t$		0.070*** (5.71)		0.045*** (4.75)
$MB_t$		-0.867*** (-16.14)		-0.656*** (-15.74)
$DTURN_t$		-0.265*** (-6.76)		-0.250*** (-8.13)
$ABSACC_t$		0.130** (2.58)		0.149*** (3.72)
$INDUSTRY$		YES		YES
$YEAR$		YES		YES
$CONSTANT$	-0.817*** (-5.24)	-1.770*** (-5.55)	-0.505*** (-3.86)	-1.166*** (-4.67)
N	6057	6057	6057	6057
Adj_R <sup>2</sup>	0.002	0.124	0.001	0.115
F	13.35	35.46	7.38	32.64

表4 正面语调离散度与股价崩盘风险

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$NCSKEW_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$
$POSDISP_t$	0.573** (2.83)	0.386* (1.90)	0.388** (2.47)	0.294* (1.86)
$NCSKEW_t$		0.103*** (6.26)		
$DUVOL_t$				0.065*** (3.61)
$RET_t$		27.248*** (10.24)		22.969*** (9.57)
$SIGMA_t$		-4.485*** (-4.68)		-2.786*** (-3.70)
$LEV_t$		-0.335*** (-4.31)		-0.210*** (-3.44)
$ROE_t$		0.381*** (2.85)		0.058 (0.56)
$SIZE_t$		0.069*** (5.63)		0.046*** (4.74)
$MB_t$		-0.859*** (-15.98)		-0.650*** (-15.60)
$DTURN_t$		-0.268*** (-6.84)		-0.252*** (-8.22)
$ABSACC_t$		0.127** (2.53)		0.147*** (3.71)
$INDUSTRY$		YES		YES
$YEAR$		YES		YES
$CONSTANT$	-0.910*** (-8.76)	-1.549*** (-5.20)	-0.679*** (-8.46)	-1.077*** (-4.62)
N	6057	6057	6057	6057
Adj_R <sup>2</sup>	0.001	0.119	0.001	0.111
F	7.99	35.26	6.12	32.47

期公司未来股价会有崩盘风险,可能会刻意安排社会责任信息披露的语调,从而误导投资者的判断,此外本文研究中变量选取不全面造成的遗漏变量问题也会产生内生性问题。为控制其影响,本文选取相同行业同年度内其他公司的社会责任报告净正面语调的均值  $TONE\_mean_i$  作为工具变量进行 2SLS 回归,解决内生性处理。回归结果见表 5。这个工具变量满足相关性和外生性的要求。从相关性来看,同行业的公司面临相似的外部环境和行业特征,因此,他们的社会责任报告语调具有一定的相关性,并且从表 5 第(1)列显示,社会责任报告语调的行业均值  $TONE\_mean_i$  的符号在 1% 的水平上显著为正,故满足相关性原则。且没有证据表明其他行业公司的社会责任报告语调会影响本公司的股价崩盘风险,所以满足外生性的原则。同时本文采用 Cragg-Donald Wald 的 F 统计量检验来检验此工具变量是否为弱工具变量,得到的 F 值为 378.15,大于 10,说明这一工具变量的选取有效。从表 5 第(2)和第(3)列的回归结果来看,社会责任报告净正面语调与股价崩盘风险的两项指标分别在 1% 和 5% 的水平上呈现正相关,与表 3 的回归结果基本能够保持一致,证明了这一结果有良好的稳健性。

2. PSM 检验

为了进一步识别出社会责任报告净正面语调对股价崩盘风险的因果关系,控制住公司特征差异对研究结论的影响,本文应用倾向匹配得分法(PSM),使用润灵社会责任报告的评分,按照行业年度均值区分社会责任报告的评分高低,构造实验组和对照组样本,根据公司特征对社会责任信息披露的影响研究,选取主要包括资产负债率、总资产收益率、净资产收益率、公司规模、公司信息透明度作为公司特征变量,估计 Logit 模型,利用最近邻居匹配进行 1:3 配对。表 6 显示了倾向匹配的有效性结果,测试结果显示 P 值均大于 0.1,说明匹配过后的公司特征变量已无显著性差异,满足平行假设。从表 7 倾向匹配后的样本回归结果可以看出,无论是加入控制变量的第(2)和第(4)列,还是未加入控制变量的第(1)和第(3)列,社会责任净正面语调与公司未来的股价崩盘风险依然存在显著的正相关关系,与表 3 的结论基本一致,说明这一结果具有良好的稳健性。

3. 剔除异常数据

考虑到 2015 年我国股市出现千股涨停和跌停的现象,这种极端异常的现象会对股价崩盘风险的指标结果有影响,本文剔除股灾当年的股价崩盘风险数据重新进行回归,表 8 结果显示,社会责任报告的净正面语调与股价崩盘风险的两个指标依然是显著正相关关系,实证结果依然稳健。

4. 考虑遗漏变量的问题

金融分析师作用一种治理机制,在生产和传播信息方面的作用一直备受关注,已有研究发现随着分析师覆盖率的增加,更多的公司特有信息被发现,这种私人信息获取和报告过程可能会更大程度上减少信息不对称,进而会降低股价崩盘风险<sup>[31]</sup>。另外,

市场要求达到或超过了分析师的预期压力,会助长经理人隐瞒坏消息的行为,分析师覆盖率的增加会增加经理过度关注短期业绩压力,导致坏消息的囤积<sup>[31-32]</sup>。机构投资者对管理层的机会主义行为会起到限制作用,研究机构投资者监控对股价崩盘风险的额研究表明,有专门(短期)投资者持有的机构持股降低(增加)了崩盘风险<sup>[33]</sup>。Callen 和 Fang 表明机构投资者稳定性与崩盘风险呈负相关关系<sup>[9]</sup>。因此,股价崩盘风险的影响因素除了受到企业

表 5 工具变量回归

变量	(1)	(2)	(3)
	$TONE_i$	$NCSKEW_{i,t+1}$	$DUVOL_{i,t+1}$
$TONE_i$		0.689*** (2.85)	0.380** (2.06)
$NCSKEW_i$	0.002* (1.77)	0.100*** (6.14)	
$DUVOL_i$			0.078*** (4.40)
$TONE\_mean_i$	0.865*** (13.83)		
INDUSTRY	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES
CONSTANT	0.230*** (4.04)	-2.025*** (-5.78)	-1.586*** (-5.05)
N	6057	6057	6057
Adj_R <sup>2</sup>	0.629	0.124	0.155
F	437.66	35.80	32.86

注:由于版面限制,控制变量未列出,下同。如有需要可向作者索取。

表 6 1:3 倾向匹配的有效检验结果

变量	匹配前后	均值		P 值
		评分高	评分低	
LEV	匹配前	0.528	0.485	0.000
	匹配后	0.516	0.510	0.208
ROA	匹配前	0.039	0.043	0.008
	匹配后	0.040	0.040	0.870
ROE	匹配前	0.082	0.082	0.831
	匹配后	0.079	0.077	0.474
SIZE	匹配前	23.557	22.502	0.000
	匹配后	23.356	23.328	0.407
ABSACC	匹配前	0.084	0.095	0.038
	匹配后	0.086	0.087	0.687

表 7 PSM 后的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$NCSKEW_{i,t+1}$	$NCSKEW_{i,t+1}$	$DUVOL_{i,t+1}$	$DUVOL_{i,t+1}$
$TONE_i$	0.638*** (3.09)	0.460** (2.25)	0.429** (2.49)	0.300* (1.87)
$NCSKEW_i$		0.088*** (4.94)		
$DUVOL_i$				0.050** (2.57)
INDUSTRY		YES		YES
YEAR		YES		YES
CONSTANT	-0.775*** (-4.53)	-1.616*** (-4.51)	-0.499*** (-3.49)	-1.078*** (-3.83)
N	5099	5099	5099	5099
Adj_R <sup>2</sup>	0.002	0.131	0.001	0.119
F	9.57	34.39	6.19	30.91

特征的影响外,还可能受到公司外部特征的影响。考虑到可能存在的遗漏变量问题,本文在控制变量部分加入机构投资者持股比例(*Institution*)和分析师跟踪人数(*Anlysis*)对模型重新进行估计。表9的结果显示,在加入机构投资者持股比例和分析师跟踪人数控制变量以后,第(1)列到第(4)列中社会责任报告净正面语调与股价崩盘的指标都呈显著正相关关系,回归结果依然稳健,说明不论是考虑企业特征还是外部特征,上述假设依然成立。

### 五、进一步分析

#### (一)公司的信息透明度

公司的信息越不透明,在给定

的时间内针对公司的坏消息越多。而内部人士愿意接受的坏消息数量有限,如果遇到一系列公司的坏消息,内部人士最终就会放弃,所有的坏消息就会立刻释放出来,这意味着在收益分配中出现较大的负异常值,公司的股票更可能会“崩盘”。已有研究证明,公司信息透明度和公司层面的股价崩盘风险之间存在负相关关系<sup>[1-2]</sup>。管理层往往会出于自利动机而刻意隐瞒公司的负面信息,从而造成公司的信息透明度较低。因此,当公司的信息透明度越低的时候,管理层越有可能操纵社会责任报告语调,进而隐匿公司的负面信息,公司未来的股价崩盘风险也会越高。本文按照公司信息透明度(*ABSACC*)的行业年度均值区分信息透明度高和低两组,并进行分组回归,表10的回归结果显示在信息透明度低的一组,社会责任净正面语调与股价崩盘风险呈显著正相关关系,说明当公司的信息透明度越低时,管理层越有可能进行语调操纵,进而隐匿公司的负面信息,社会责任净正面语调越会加剧公司未来的股价崩盘风险。

#### (二)社会责任报告披露形式

由于自愿披露的社会责任报告质量参差不齐,关于社会责任信息披露相关的制度建设相继出台,2008年底,上交所和深交所分别颁发了相关通知,要求部分上市公司应当披露社会责任报告。由于强制披露的社会责任报告的企业均属于各类成分股板块,与其他非成分股企业相比,内部治理水平较完善,并且有更高的外部监管压力和更严格的审核力度<sup>[34]</sup>,利益相关者的监控可以替代第三方的审核,约束管理者的机会主义报告行为,因此相对于自愿披露社会责任会更加规范和真实。强制披露企业社会责任对市场更有价值,从而导致政治或社会风险更大的企业的信息不对称程度得到更大程度地降低,此外强制企业社会责任信息披露会增加分析师覆盖率,较大幅度地降低信息不对称程度。Hung等发现当消费者感知度低、行业污染较重的公司在强制披露政策实行后,企业价值和绩效的损失水平更高<sup>[35]</sup>。而在自愿披露导向下,此类公司可以选择不进行披露,从而降低股东价值的损失。因此,相比于强制披露社会责任报告,自愿披露社会责任报告更会存在隐匿信息的行为,会加剧公司未来的股价崩盘风险。

本文选取2008年到2017年度A股发布社会责任报告的公司样本,依据社会责任报告强制披露范围以及润

表8 剔除异常数据

变量	(1)	(2)
	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>
<i>TONE<sub>t</sub></i>	0.650*** (3.31)	0.383** (2.48)
<i>NCSKEW<sub>t</sub></i>	0.135*** (7.75)	
<i>DUVOL<sub>t</sub></i>		0.099*** (5.12)
<i>INDUSTRY</i>	YES	YES
<i>YEAR</i>	YES	YES
<i>CONSTANT</i>	-1.861*** (-4.66)	-1.226*** (-3.89)
N	5326	5326
Adj_R <sup>2</sup>	0.150	0.145
F	28.70	27.56

表9 控制遗漏变量的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>
<i>TONE<sub>t</sub></i>	0.603** (3.18)	0.406** (2.05)	0.388** (2.44)	0.277* (1.72)
<i>NCSKEW<sub>t</sub></i>		0.088*** (5.06)		
<i>DUVOL<sub>t</sub></i>				0.049** (2.50)
<i>INSTITUTION<sub>t</sub></i>		0.013*** (3.47)		0.008*** (2.69)
<i>ABSACC<sub>t</sub></i>		0.138** (2.61)		0.143*** (3.29)
<i>ANLYSIS<sub>t</sub></i>		0.012*** (5.78)		0.008*** (5.07)
<i>INDUSTRY</i>	YES	YES	YES	YES
<i>YEAR</i>	YES	YES	YES	YES
<i>CONSTANT</i>	-1.510*** (-9.49)	-1.113** (-3.12)	-0.973*** (-7.73)	-0.649** (-2.21)
N	5472	5472	5472	5472
Adj_R <sup>2</sup>	0.025	0.150	0.023	0.140
F	10.46	35.84	10.69	33.60

表10 信息透明度、社会责任报告语调与股价崩盘风险

变量	信息透明度低 ( <i>ABSACC</i> =1)		信息透明度高 ( <i>ABSACC</i> =0)	
	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>
<i>TONE<sub>t</sub></i>	0.991*** (3.59)	0.608*** (2.81)	0.063 (0.24)	0.010 (0.05)
<i>NCSKEW<sub>t</sub></i>	0.070*** (2.94)		0.138*** (6.02)	
<i>DUVOL<sub>t</sub></i>		0.076*** (2.88)		0.074*** (2.95)
<i>INDUSTRY</i>	YES	YES	YES	YES
<i>YEAR</i>	YES	YES	YES	YES
<i>CONSTANT</i>	-2.216*** (-4.72)	-1.522*** (-4.13)	-1.080** (-2.46)	-0.789** (-2.28)
N	3002	3002	3055	3055
Adj_R <sup>2</sup>	0.129	0.120	0.136	0.122
F	18.84	17.37	20.33	18.05

灵环球评分数据库对社会责任披露形式的界定,将研究样本按照强制披露(VOL=1)和自愿披露(VOL=0)进行分组回归。表11的回归结果显示,在自愿披露组,社会责任报告的净正面语调与股价崩盘风险的两项指标均在5%的水平上呈显著正相关关系。由此可以得出,当企业社会责任报告是自愿披露时,管理层越会通过社会责任的文本语调进行负面信息的隐匿,社会责任报告的净正面语调对公司未来的股价崩盘风险的正向影响越强。

(三)负面信息的隐匿动机

相比于企业披露坏消息,当披露的是企业利好的信息时,会降低企业融资的资本成本<sup>[3]</sup>,社会责任信息的披露显示了企业在社会责任履行方面的信心和成就,向外界传递了积极的信号,有助于公司树立良好的企业形象,提高企业形象,从而降低企业的权益资本成本<sup>[36]</sup>,高质量的社会责任信息的披露能降低信息不对称程度,改善银企之间的关系,从而降低投资者对企业未来不确定性的程度,减弱其投资风险和银行的贷款风险,更有助于企业获得期限较长和利率较低的银行贷款。已有研究发现在自愿性信息披露中,管理层的语调对企业的应计盈余管理行为可以起到掩盖作用<sup>[29]</sup>。因此,可以预期,当企业面临较高的融资约束时,企业更有动机掩盖负面信息,通过社会责任净正面语调向市场传递积极信号,树立企业良好的形象,进而会加剧公司未来的股价崩盘风险。

本文按照SA指数来计算融资约束( $FC = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.040 \times Age$ )。其中Size表示企业规模的自然对数,Age为企业成立时间长短,该指标的绝对值越大,表明企业的融资约束程度越低。借鉴卢太平和张东旭的做法<sup>[37]</sup>,本文将高于行业年度均值的作为融资约束程度较低的组,即为 $FC = 0$ ,反之则是融资约束程度较高的组,即为 $FC = 1$ 。在模型(4)的基础上,按照融资约束程度进行分组回归,表12的实证结果显示,只有在企业融资约束程度高的一组中,社会责任报告净正面语调(TONE<sub>t</sub>)的系数与股价崩盘风险的两个指标(NCSKEW<sub>t+1</sub>和DUVOL<sub>t+1</sub>)均在5%的水平上显著为正,而在企业融资约束程度低的一组,系数并不显著。由此可以得出结论,当企业面临较高的融资约束时,管理层有动机进行社会责任文本语调的操纵来隐匿企业的负面信息,进而缓解融资约束问题,因此,社会责任报告净正面语调对公司未来的股价崩盘风险的正向影响较强。

六、结论

本文应用2006—2017年发布社会责任报告的A股上市公司为研究样本,基于文本的语调特征,实证考察了社会责任报告的文本信息对股价崩盘风险的影响。实证结果表明:(1)社会责任报告的净正面语调会加剧企业未来的股价崩盘风险。(2)当社会责任报告正面语调离散度越高,企业未来股价崩盘风险越高,说明管理层可以通过语调离差策略来安排文本信息的结构,从而影响信息阅读者的感知,以达到粉饰企业负面信息的目的。因此,管理层确实存在对社会责任信息进行策略性披露,通过选择披露好消息进而隐匿企业的坏消息。进一步分析发现:(1)企业的信息透明度越低时,社会责任报告的净正面语调与股价崩盘风险呈显著正相关关系。(2)社会责任报告是自愿披露时,社会责任报告的净正面语调会加剧股价崩盘风险。(3)企业融资约束程度较高时,社会责任报告的净正面语调与股价崩盘风险显著正相关,说明管理层通过社会责任报告隐匿负面信息的动机是来自于缓解企业的融资约束问题。

表11 CSR披露形式、社会责任报告语调与股价崩盘风险

变量	强制披露(VOL=1)		自愿披露(VOL=0)	
	NCSKEW <sub>t+1</sub>	DUVOL <sub>t+1</sub>	NCSKEW <sub>t+1</sub>	DUVOL <sub>t+1</sub>
TONE <sub>t</sub>	0.264 (0.97)	0.126 (0.58)	0.823** (2.00)	0.844** (2.52)
NCSKEW <sub>t</sub>	0.070*** (2.81)		0.078** (2.37)	
DUVOL <sub>t</sub>		0.045 (1.63)		0.040 (1.09)
ABSACC <sub>t</sub>	0.024 (0.31)	0.009 (0.15)	0.319*** (3.07)	0.433*** (4.91)
INDUSTRY	YES	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES	YES
CONSTANT	-1.029** (-2.04)	-0.541 (-1.34)	-0.997 (-1.25)	-1.134* (-1.75)
N	2548	2548	1501	1501
Adj_R <sup>2</sup>	0.186	0.163	0.125	0.117
F	24.33	20.89	9.93	9.29

表12 融资约束、社会责任报告语调与股价崩盘风险

变量	融资约束程度高(FC=1)		融资约束程度低(FC=0)	
	NCSKEW <sub>t+1</sub>	DUVOL <sub>t+1</sub>	NCSKEW <sub>t+1</sub>	DUVOL <sub>t+1</sub>
TONE <sub>t</sub>	0.649** (2.57)	0.404** (2.03)	0.227 (0.82)	0.074 (0.35)
NCSKEW <sub>t</sub>	0.108*** (5.09)		0.092*** (3.55)	
DUVOL <sub>t</sub>		0.072*** (3.14)		0.066** (2.34)
INDUSTRY	YES	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES	YES
CONSTANT	-2.043*** (-4.17)	-1.649*** (-4.26)	-2.527*** (-4.19)	-1.558*** (-3.38)
N	3701	3701	2356	2356
Adj_R <sup>2</sup>	0.164	0.161	0.160	0.148
F	21.80	21.31	13.97	12.81

管理层在对文本信息进行披露时,具有较大的酌量权,因此更可能进行选择披露,从而影响投资者认知和判断。本文的研究还存在以下的政策启示:首先,需要完善社会责任信息披露的制度建设,目前我国对于社会责任信息披露制度建设尚不完善,对于社会责任信息披露没有统一的标准,而文本信息具有很强的灵活性,因此,有必要出台完整的实施细则,规定社会责任报告的具体撰写内容和格式,提高文本的信息披露质量。其次,投资者需要加强对社会责任报告文本信息的识别能力,社会责任信息披露会影响企业声誉,对投资者进行决策具有重要的参考价值,但是投资者不能完全依赖社会责任报告所提供的信息,有必要提高对文字信息进行解读的能力,同时要参考企业的内部治理水平、行业特征、信息披露形式、企业近几年的经营情况等做出最佳决策。最后,要加强监管力度,监督机构不仅要鼓励自愿披露社会责任信息,还需要对公司信息披露中的不当行为,如虚假称述、过分渲染和重大遗漏行为要采取相应的惩罚措施,形成有效的约束机制,规范资本市场的信息披露环境,更好地防范企业未来的股价崩盘风险。

本文的研究存在以下不足:(1)由于文本的精度受到限制,本文未能对社会责任文本信息做出更进一步的细化分类,甚至深入到语义层面,以揭示不同类型的信息对股价崩盘风险的影响。(2)本文从理论上阐述了社会责任文本语调对股价崩盘风险的影响,尚未检验其中可能存在的作用机制。我们未来的研究将针对上述不足,进一步深化社会责任文本信息对资本市场股价崩盘风险影响中的逻辑及作用机理,为投资者判断社会责任报告的质量提供新的依据。

#### 参考文献:

- [1] Jin L, Myers S C. R<sup>2</sup> around the world: New theory and new tests [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79(2):257-292.
- [2] Hutton A P, Marcus A J, Tehranian H. Opaque financial reports, R2 and crash risk [J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94:67-86.
- [3] Kothari S P, Shu S, Wysocki P D. Do managers withhold bad news? [J]. Journal of Accounting Research, 2009, 47(1):241-276.
- [4] 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):49-63.
- [5] 宋献中,胡珺,李四海. 社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析 [J]. 金融研究, 2017(4):161-175.
- [6] 田利辉,王可第. 社会责任信息披露的“掩饰效应”和上市公司崩盘风险——来自中国股票市场的 DID-PSM 分析 [J]. 管理世界, 2017(11):146-157.
- [7] Kim Y, Li H, Li S. Corporate social responsibility and stock price crash risk [J]. Journal of Bank & Finance, 2014, 43(1):1-13.
- [8] Kim C, Wang K, Zhang L. Readability of 10-K reports and stock price crash risk [J]. Contemporary Accounting Research, 2018, 6(3):1-52.
- [9] Callen J L, Fang X. Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism? [J]. Journal of Banking & Finance, 2013, 37(8):3047-3063.
- [10] Chen J, Chan K C, Dong W, et al. Internal control and stock price crash risk: Evidence from China [J]. European Accounting Review, 2016, 26(1):125-152.
- [11] 许年行,于上饶,尹智宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险 [J]. 管理世界, 2013(7):31-43.
- [12] 叶康涛,曹丰,王化成. 内部控制信息披露能够降低股价崩盘风险吗? [J]. 金融研究, 2015(2):192-206.
- [13] 王化成,曹丰,叶康涛. 监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险 [J]. 管理世界, 2015(2):45-57.
- [14] 姜付秀,蔡欣妮,朱冰. 多个大股东与股价崩盘风险 [J]. 会计研究, 2018(1):68-74.
- [15] Davis A K, Ge W, Matsumoto D, et al. The Effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls [J]. Review of Accounting Studies, 2015, 20(2):639-673.
- [16] Price M K, Doran J S, Peterson D R, et al. Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone [J]. Journal of Banking & Finance, 2012, 36(4):992-1011.
- [17] 谢德仁,林乐. 管理层语调能预示公司未来业绩吗?——基于我国上市公司年度业绩说明会的文本分析 [J]. 会计研究, 2015(2):20-27.
- [18] 林乐,谢德仁. 投资者会听话听音吗?——基于管理层语调视角的实证研究 [J]. 财经研究, 2016(7):28-39.
- [19] 林乐,谢德仁. 分析师荐股更新利用管理层语调吗?——基于业绩说明会的文本分析 [J]. 管理世界, 2017(11):125-145.
- [20] 曾庆生,周波,张程,陈信元. 年报语调与内部人交易:“表里如一”还是“口是心非”? [J]. 管理世界, 2018(9):149-166.
- [21] Hemingway C, Maclagan P. Managers' personal values as drivers of corporate social responsibility [J]. Journal of Business Ethics, 2004, 50(1):33-44.
- [22] Prior D, Surroca J, Tribo J. Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility [J]. Corporate Governance, 2008, 16(3):160-177.

- [23] 李四海,陈旋,宋献中. 穷人的慷慨:一个战略性动机的研究[J]. 管理世界, 2016(5):116-127.
- [24] Tata J, Prasad S. CSR communication: An impression management perspective[J]. Journal of Business Ethics, 2015, 132(4):765-778.
- [25] Huang X, Teoh S H, Zhang Y. Tone management[J].The Accounting Review, 2014, 89(3):1083-1113.
- [26] Allee K D, Deangelis M D. The structure of voluntary disclosure narratives: Evidence from tone dispersion[J]. Journal of Accounting Research, 2015, 53(2):241-274.
- [27] 徐洪波,于礼. 管理层业绩预告信息披露时机选择研究——基于投资者有限关注的视角[J]. 经济与管理, 2014(2):60-65.
- [28] Soffer L C, Thiagarajan S R, Walther B R. Earnings preannouncement strategies[J]. Review of Accounting Studies, 2000, 5(1):5-26.
- [29] 朱朝晖,包燕娜,许文瀚. 管理层语调离差策略及其对分析师预测乐观度影响——基于A股制造业上市公司MD&A文本分析[J]. 财经论丛, 2018(2):39-46.
- [31] He J, Tian X. The dark side of analyst coverage: The case of innovation[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 109(3):856-878.
- [32] Irani R M, Oesch, D. Analyst coverage and real earnings management: Quasi-experimental evidence[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2016, 51(2):589-627.
- [33] An H, Zhang T. Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors[J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 21(1):1-15.
- [34] 陈国辉,关旭,王军法. 企业社会责任能抑制盈余管理吗?——基于应规披露与自愿披露的经验研究[J]. 会计研究, 2018(03):21-28.
- [35] Hung M, Shi J, Wang Y. The effect of mandatory CSR disclosure on information asymmetry: Evidence from a quasi-natural experiment in China[J]. Asian Finance Association Conference, 2013, 33(5):1-17.
- [36] Dhaliwal D S, Li O Z, Tsang A, et al. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting[J]. The Accounting Review, 2011, 86(1):59-100.
- [37] 卢太平,张东旭. 融资需求、融资约束与盈余管理[J]. 会计研究, 2014(1):35-41.

[责任编辑:杨志辉]

## CSR Report Tone and Stock Price Crash Risk

HUANG Ping-ping, LI Sihai

(School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China)

**Abstract:** The research object of this paper is all A-share listed companies that disclose social responsibility reports from 2006 to 2017, and it empirically tests the impact of the tone of social responsibility reports on the stock price crash risk. The empirical results of this paper show that the net positive tone of social responsibility report has a significant positive correlation with the stock price crash risk. Further analysis shows that when enterprises voluntarily disclose social responsibility reports due to a high degree of information asymmetry, the net positive tone of their social responsibility reports is significantly positively correlated with the risk of future stock price collapse, while the motivation of management to conceal bad news is to alleviate the financing constraints of enterprises. This paper not only enriches the research on social responsibility information disclosure and stock price crash risk, but also has important implications for listed companies, investors and regulatory authorities.

**Keywords:** social responsibility report; stock price crash risk; net positive tone; tone deviation; information disclosure