

学校编码: 10384 分类号__密级__
学号: 27820110153498 UDC__

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

企业社会责任对卖方证券分析师行为影响的研究
——来自中国资本市场的经验证据

**The Impact of Corporate Social Responsibility on Sell-Side
Analyst Behavior: Evidence from China Security Market**

刘彦来

指导教师姓名: 屈文洲教授

专 业 名 称: 财务学

论文提交日期: 2015 年 4 月

论文答辩时间: 2015 年 5 月

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2015 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

随着工业文明的发展及企业资本的积累,企业履行社会责任已经逐渐成为全球性的潮流。企业社会责任的经济后果是近年来国内外企业界和学术界关注的一个热点问题。理清社会责任的经济后果对推动企业践行社会责任、实现企业经营目标具有重要的理论与实践意义。然而,已有研究却未能很好地回答企业社会责任会对投资者产生怎样的影响及影响机理。因为证券分析师是资本市场中的“信息中介”和行业专家,能够代表投资者的预期或能够显著地影响投资者的判断和信念,故本文将研究的焦点聚焦于企业社会责任对分析师行为的影响。

本文在借鉴国内外相关研究成果的基础上,基于利益相关者理论、社会契约理论、长期利益理论等理论,从两个层面(公司层面和分析师-公司层面)、三个维度(分析师跟进决策、股票评级和盈余预测)上考察了企业社会责任对分析师行为的影响。具体而言,本文共分七章,各章主要内容如下:

第一章为引言,包括问题的提出、研究的目的和意义、研究的主要内容、研究方法、技术路线和可能的创新;

第二章为制度背景分析,分别介绍了我国企业社会责任及证券分析师行业的制度背景;

第三章为文献综述,简要介绍了本研究的主要理论基础,并梳理了现有关于企业社会责任经济后果的研究,剖析了企业社会责任对分析师行为影响的已有文献;

第四章研究了企业社会责任对分析师跟进行为的影响。在对分析师跟进行为的研究中,本文基于分析师跟进组合的视角,运用理论(利益相关者理论、社会契约理论、长期利益理论等)和实证方法考察了企业社会责任对分析师跟进行为的影响。具体而言,本文从两个层次三个维度进行了分析:分别从公司层面和分析师-公司层面研究了分析师跟进行为的三大维度:纳新决策、跟进数量和持续跟进决策,主要包括:(1)从分析师-公司层面考察企业社会责任对分析师纳新决策的影响;(2)从公司层面考察企业社会责任对分析师跟进人数的影响,是对分析师跟进行为宽度上的考察;(3)从分析师-公司层面检验企业社会责任对分析师是否持续跟进决策的影响;(4)从公司层面考察企业社会责任对分析师持续跟进行为的影响,是对分析师跟进行为深度上的考察,涉及分析师持续跟进的人

数深度（持续跟进的人数比例）和时间深度（持续跟进年数）。

第五章研究了企业社会责任对分析师股票评级的影响。本文运用理论和实证分析法，从公司层面和分析师-公司层面考察企业社会责任对分析师股票评级的影响。具体包括：（1）从公司层面出发，检验企业社会责任对分析师股票评级的影响；（2）从分析师-公司层面出发，考察企业相对于分析师现有评级组合的相对社会责任水平对分析师股票评级的影响。

第六章研究了企业社会责任对分析师盈余预测行为的影响。本文从两个层次（公司层面和分析师-公司层面）、两个维度（分析师盈余预测准确性维度和盈余预测分歧维度）分析了企业社会责任对分析师盈余预测行为的影响。具体包括：（1）从公司层面，检验企业社会责任对分析师盈余预测准确性的影响；（2）从分析师-公司层面检验企业相对社会责任对分析师盈余预测准确性的影响；（3）从公司层面，检验企业社会责任对分析师盈余预测分歧的影响；（2）从分析师-公司层面检验企业相对社会责任对分析师盈余预测分歧的影响。

第七章为全文总结及未来研究展望。本章总结了本文的主要研究结论，并提出相应的政策建议，最后指出本文研究的局限性和未来可能的研究方向。

通过理论分析和实证检验，本文的主要研究结论如下：

第一，企业社会责任能够显著地对分析师跟进行为产生正向影响。具体而言，企业社会责任水平越高越容易被分析师新纳入跟进组合，分析师跟进的宽度越宽（跟进的人数越多），分析师跟进的持续性越高（越容易持续跟进、跟进的人数比例越高、跟进的年数越长）；

第二，企业社会责任能够显著地对分析师股票评级产生正向影响；

第三，企业社会责任能够显著地提高分析师盈余预测的准确性，但同时也显著地加剧了分析师间的预测分歧。

关键词：企业社会责任；分析师跟进；股票评级；预测准确性；预测分歧

ABSTRACT

With the development of industrial civilization and the accumulation of enterprise capital, it becomes a global trend for companies to fulfill social responsibility. The economic consequences of corporate social responsibility is a hot issue that lead to concern in business and academia at home and abroad in recent years. It has important theoretical and practical meanings that understand the economic consequences of social responsibility can promote enterprise perform social responsibility and realizes the goal of enterprise management. However, studies have failed to answer well what corporate social responsibility will be impact for investors. Because securities analyst is the "information intermediaries" and industry experts in the capital market, they can be represent investors' expectations or can significantly affect the investor's judgment and belief, so this paper will be focus on the influence of corporate social responsibility on analyst behavior.

Base on the relevant research results at home and abroad and depend on the stakeholder theory, social contract theory, long-term interests theory and so on, this paper investigate the effect of corporate social responsibility on analyst behavior from two aspects (company level and analysts - company level), three dimensions (analysts follow up decision-making, stock rating and earnings forecast). Specifically, this paper is divided into seven chapters, main content of chapters are as follows:

The first chapter is introduction, including put forward problems, the purpose and meaning of the research, research contents, research methods, technical route and the possible innovation. The second chapter is the analysis of system background, respectively introduces the corporate social responsibility and the system background of securities analyst industry in our country. The third chapter is literature review, this paper briefly introduces the main theoretical basis of this research, and combing the existing research on the economic consequences of corporate social responsibility, it also analyze the existing literature that about the impact of corporate social responsibility on analyst behavior.

The fourth chapter is to investigate the impact of corporate social responsibility

on analyst coverage. This paper studies the analysts coverage from the perspective of analysts coverage combination. Based on the three theories of stakeholder theory, social contract theory, theory of long-term interests, this paper investigate the influence of corporate social responsibility on analysts coverage behaviors empirically. Specifically, this paper do the empirical study from two levels, respectively the company level and analysts-company level, to research the three dimensions of analysts coverage activities, decision-making, number of coverage, and coverage persistence. The empirical research mainly includes: (1) Studying how the corporate social responsibility influences analyst recruiting decision-making from the analysts-company level. (2) Studying how the corporate social responsibility influences the number of analysts coverage from the company level. It is to inspect the width of analyst coverage. (3) Studying how the corporate social responsibility influences the decision whether the analysts continue to cover the company from the analyst-company level. (4) Studying the influence of corporate social responsibility on analyst coverage behaviors. It is to inspect the depth of analyst coverage, which includes the investigation of the number of analysts who continue to coverage and time of continuous.

The fifth chapter studies whether the corporate social responsibility impacts on the ratings of stocks which are covered by analysts. From the previous two levels, this paper analysis the impacts Both theoretically and empirically. The research includes specifically: (1) Testing the influence of corporate social responsibility on analysts stock rating from the corporate level. (2) Examining how the existing rating and the existing levels of social responsibility influences the stock ratings from analysts-corporate level.

The sixth chapter studies how the corporate social responsibility influence analysts' earnings forecast behaviors. The researches are carried out from two dimensions on the previous two levels, which includes specifically: (1) Examining the impact of corporate social responsibility on analysts' earnings forecast accuracy from the company level. (2) Testing the influence of relative social responsibility on the analysts' earnings forecast accuracy from the analysts-company level. (3) Examining

the impact of corporate social responsibility on analysts' earnings forecast differences from the company level.(4)Testing the impact of relative social responsibility on analyst forecast dispersion at analysts-firm level.

The seventh chapter is the summary and future research prospect. This chapter summarizes the main conclusions of the paper, and put forward the corresponding policy suggestions, and finally points out the limitations of this study and future research directions.

The main conclusions are as follows:

First, the social responsibility of the enterprise can significantly influence analyst coverage positively. The higher is the social responsibility of the company, the more possibly for the company to be covered by analysts, and the width of analyst coverage is bigger (more analysts coverage), and the persistence is higher (more likely to coverage, higher proportion of coverage, longer number of years of coverage).

Second, the company social responsibility can significantly influence on the rating on the stock analyst positively.

Third, the company social responsibility can significantly improve the accuracy of analysts' earnings forecasts, and also greatly exacerbated the forecast dispersion.

Key Words: Corporate Social Responsibility; Analyst Coverage; Stock Recommendation; Forecast Accuracy; Forecast Dispersion

目录

| | |
|----------------------------|-----|
| 摘要 | 1 |
| ABSTRACT | III |
| 目录 | i |
| 第一章引言 | 1 |
| 第一节问题的提出 | 1 |
| 第二节研究的目的和意义 | 4 |
| 一、研究目的 | 4 |
| 二、研究意义 | 4 |
| 第三节研究内容、方法和技术路线 | 5 |
| 一、研究内容 | 5 |
| 二、研究方法 | 6 |
| 三、研究技术路线 | 7 |
| 四、可能的研究创新 | 9 |
| 第二章制度背景 | 11 |
| 第一节我国企业社会责任制度背景分析 | 11 |
| 第二节我国证券分析师行业制度背景分析 | 12 |
| 第三章文献综述 | 14 |
| 第一节理论基础 | 14 |
| 第二节企业社会责任经济后果的研究综述 | 15 |
| 第三节企业社会责任对分析师行为影响的研究 | 19 |
| 第四章企业社会责任对分析师跟进行为的影响 | 21 |
| 第一节理论分析与假设提出 | 21 |
| 第二节研究设计及模型构建 | 23 |
| 一、样本选择及数据来源 | 23 |

| | |
|--|----|
| 二、变量说明 | 26 |
| 三、模型构建 | 40 |
| 第三节实证分析：企业社会责任对分析师纳新决策的影响 | 42 |
| 一、描述性统计分析 | 42 |
| 二、实证结果分析 | 45 |
| 三、稳健性检验 | 46 |
| 第四节实证分析：企业社会责任对分析师跟进人数的影响 | 52 |
| 一、描述性统计分析 | 52 |
| 二、实证结果分析 | 55 |
| 三、稳健性检验 | 56 |
| 第五节实证分析：企业社会责任对分析师持续跟进的影响 | 59 |
| 一、描述性统计分析 | 59 |
| 二、实证结果分析 | 62 |
| 三、稳健性检验 | 64 |
| 本章小结 | 71 |
| 第五章企业社会责任对分析师股票评级的影响 | 73 |
| 第一节理论分析与假设提出 | 73 |
| 第二节研究设计及模型构建 | 74 |
| 一、样本选择及数据来源 | 74 |
| 二、变量说明 | 76 |
| 三、模型构建 | 77 |
| 第三节实证结果与分析 | 79 |
| 一、描述性统计分析 | 79 |
| 二、实证结果分析 | 81 |
| 三、稳健性检验 | 84 |

| | |
|-----------------------------------|-----|
| 本章小结 | 92 |
| 第六章企业社会责任对分析师盈余预测的影响 | 93 |
| 第一节理论分析与假设提出 | 93 |
| 第二节研究设计及模型构建 | 94 |
| 一、样本选择及数据来源 | 94 |
| 二、变量说明 | 95 |
| 三、模型构建 | 97 |
| 第三节实证结果与分析 | 98 |
| 一、描述性统计分析 | 98 |
| 二、实证结果分析：CSR 对分析师盈余预测准确性的影响 | 99 |
| 三、实证结果分析：CSR 对分析师盈余预测分歧的影响 | 102 |
| 五、稳健性检验 | 103 |
| 本章小结 | 110 |
| 第七章全文总结及未来研究展望 | 111 |
| 第一节主要研究结论 | 111 |
| 第二节启示和政策建议 | 112 |
| 第三节研究局限和未来研究展望 | 113 |
| [参考文献] | 116 |
| [附录] | 122 |

第一章 引言

第一节 问题的提出

随着工业文明的发展及企业资本的积累,企业的长远发展已不仅需要股东提供的货币资本,更需要其他多种资源的相互耦合与共生(沈弋等,2014)。然而,近年来,企业污染、偷税漏税、损害员工权益、产品安全等问题却损害了社会公共利益,促使社会公众增强了对企业社会责任(Corporate Social Responsibility, CSR)的关注,责任消费运动、责任投资^①(Socially Responsible Investment, SRI)、环境保护运动和劳工保护运动逐渐兴起并逐步成为新的常态。同时,中国证监会、上海证券交易所和深证证券交易所亦从政策层面上推动企业社会责任的履行。我国企业逐渐兴起了履行社会责任的浪潮,统计发现我国沪深A股上市公司在2009-2013年间分别发布了371份、471份、518份、582份、644份,共计2586份社会责任报告。

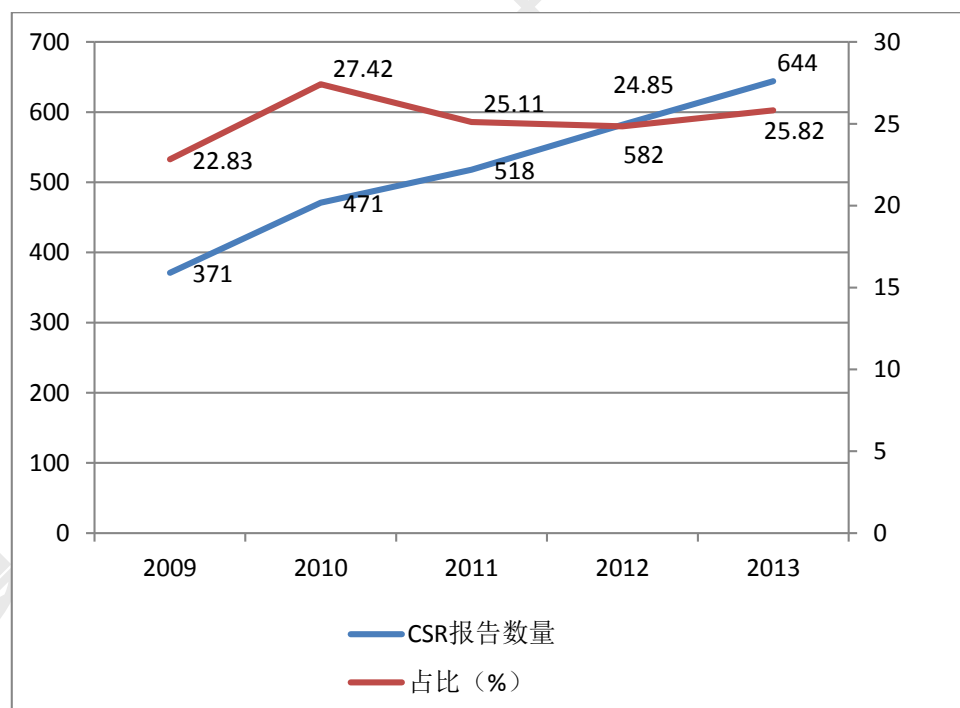


图 1-1 沪深 A 股上市公司企业发布 CSR 情况

^①责任投资也称伦理投资或绿色投资,它关注的是企业社会责任的实现,其基本原则是通过资本引导,促进企业采取相应的社会责任行为。

那么,企业履行社会责任有助于自身发展吗?企业对社会责任的投入能够获得资本市场中参与者的认可吗?企业履行社会责任会影响市场对其定价吗?这需要学术界的科学检验。然而,与丰富的企业社会责任实践形成鲜明对比的是,学术界对企业履行社会责任经济后果的研究范畴却相对有限(Dhaliwal et al., 2012)。已有研究发现,企业社会责任信息的披露能够提高公司的声誉(Johnson, 2003; Mahon & Wartick, 2003; Fombrun, 2005; Donald & Martin, 2012),促进产品销售(Lev et al., 2010; Serafeim, 2013)。同时,也有文献研究了企业社会责任披露对企业融资成本的影响,如 Bauer & Hann (2010) 研究发现企业社会责任有助于降低企业债务成本, Dhaliwal et al. (2011)、李姝等 (2013) 研究发现企业社会责任能够有效降低企业权益资本成本,孟晓俊等 (2010) 则从利用文献推导出企业社会责任与企业资本成本存在“U”型关系。也有学者从信息含量角度开展研究,如朱松 (2011) 发现企业社会责任能够提高上市公司会计盈余的信息含量。更多的学者则是将研究聚焦到社会责任对企业绩效或者企业价值的影响,如 Heinkel et al. (2001) 运用市场分割理论模型、McWilliams & Siegel (2001) 运用供需模型从理论上推导了企业社会责任与企业绩效表现的关系; Ramchander et al. (2012)、Hong et al. (2012)、Servaes & Tamayo (2013)、Hawn & Ioannou (2013)、李正 (2006)、张兆国 (2013) 等学者则运用各国资本市场数据实证检验了企业社会责任与企业绩效或企业价值的关系。

然而,在对企业社会责任经济后果的研究中,学者们却忽视了对资本市场中重要参与者——投资者的影响研究,未能回答企业履行社会责任是否会影响投资者对企业的定价及投资决策问题。投资者是企业资本的主要来源之一,其对企业社会责任的认知及定价很可能影响其投资决策。但由于投资者的专业知识以及获取企业社会责任全面信息成本的限制,一般投资者很难获取或深入理解企业社会责任信息,更无法定量评估企业社会责任信息的决策价值(Surroca et al., 2010)。由此可见,企业社会责任信息通常无法直接地影响投资者的投资决策。

Walther (1997) 和 Dhaliwal et al. (2012) 等学者指出,卖方证券分析师^②能够代表投资者的预期或能够显著地影响投资者的判断和信念。分析师作为一个群体已经成为资本市场中的重要组成部分,成为资本市场参与者之间,特别是上市

^②以下简称分析师,如无特别说明,本文所称分析师均特指卖方证券分析师。

公司与投资者之间的“信息桥梁”，其在向资本市场传递资讯方面起到了相当重要的作用，其跟进、股票评级以及盈余预测行为已经成为市场参与者进行投资决策的重要依据（Healy and Palepu, 2001；Cohen et al., 2010；Chen et al., 2013）。分析师拥有特定的行业知识与信息获取、处理方法，能够较好的评估企业非财务信息的价值相关性。据此，转而研究企业社会责任对分析师行为的影响就具有重要的理论与现实意义。

事实上，已有个别学者从企业社会责任视角对分析师行为进行了开创性研究，如 Dhaliwal et al. (2012) 开创性地研究了企业社会责任披露对分析师预测准确性的影响，杨明秋等 (2012) 亦进行了类似研究；Ioannou&Serafeim (2014) 研究了企业社会责任披露对分析师评级的影响；刘彦来等 (2014) 研究了企业社会责任对分析师跟进数量的影响。值得注意的是，上述研究均为公司层面的研究，认为分析师个体是同质的，忽视了分析师之间的异质性，这将导致上述研究结论的可靠性受到质疑；Dhaliwal et al. (2012) 和杨明秋等 (2012) 等人仅仅研究了企业是否披露社会责任报告对分析师预测准确性产生的经济后果，是对是否披露行为的研究，而非对企业履行社会责任本身的研究，且两者的研究结论存在较大差异；Ioannou&Serafeim (2014) 则是基于美国资本市场的研究，由于市场差异，其对分析师评级行为的研究结论对处于转型期的中国资本市场和形成、成熟较晚的我国分析师可能并不适用；刘彦来等 (2014) 的研究亦忽视了分析师之间的异质性，且仅考察了企业社会责任对分析师跟进宽度的影响问题，未能进一步考察企业社会责任对分析师跟进深度的影响问题。通过对上述文献的分析，本文发现已有文献未能很好的回答企业社会责任对分析师行为的影响问题。

鉴于此，本文试图从两个层次（公司层面和分析师-公司层面）三个维度（分析师跟进、股票评级和盈余预测）上回答：企业履行社会责任的水平究竟能够对分析师的行为产生怎样的影响？具体而言，本文主要回答如下几个问题：

（1）企业社会责任水平能够对分析师的跟进行为产生怎样的影响？社会责任水平相对较高的公司是否更容易被分析师纳入跟进组合？社会责任水平高的公司分析师跟进的人数是否更多、分析师跟进的持续性是否更高？

（2）企业社会责任水平高的公司是否更具备投资价值？分析师股票评级是否会受到企业社会责任水平的影响？

（3）企业社会责任水平高的公司分析师盈余预测准确性是否更高？企业社

会责任能够降低分析师之间的盈余预测分歧吗？

第二节 研究的目的和意义

一、研究目的

第一，从理论上论证企业社会责任对分析师跟进、股票评级以及盈余预测的影响。具体包括运用利益相关者理论、社会契约等理论分析（1）企业社会责任对分析师跟进决策（纳新决策、跟进决策和持续跟进决策）的影响；（2）企业社会责任对分析师股票评级决策的影响；（3）企业社会责任对分析师盈余预测的影响；

第二，实证检验企业社会责任对分析师跟进、股票评级以及盈余预测的影响，并辨别分析师-公司层面与公司层面分析师行为的差异。具体包括（1）实证检验企业社会责任对分析师将一公司新纳入跟进组合^③的影响；（2）从公司层面实证检验企业社会责任对分析师跟进人数的影响，考察分析师跟进宽度受到企业社会责任的影响程度；（3）从分析师-公司层面检验企业社会责任对分析师是否持续跟进决策的影响；（4）从公司层面检验企业社会责任对分析师跟进持续性的影响，考察分析师跟进深度受到企业社会责任影响的程度；（5）分别从分析师-公司层面和公司层面实证检验企业社会责任对分析师股票评级行为的影响；（6）分别从分析师-公司层面和公司层面实证检验企业社会责任对分析师盈余预测准确性和预测分歧的影响；

第三，为促进我国证券分析师行业发展、提高企业社会责任履行水平和增强资本市场效率提供相关政策建议。

二、研究意义

我国资本市场中分析师行业以及企业履行社会责任信息公布的历史均较为短暂，中国转型期的特殊历史背景以及企业履行社会责任的新常态，使得对企业社会责任影响分析师跟进、股票评级和盈余预测进行研究颇具特殊意义。

（一）从理论和实证角度找到了企业社会责任影响分析师行为的路径

本文从理论上找到了企业社会责任影响分析师跟进、股票评级和盈余预测的作用路径并进行了实证检验。研究发现企业社会责任对分析师行为的作用路径如

^③本文将“分析师将一公司新纳入跟进组合”简称为分析师纳新决策，下同。

下：企业履行社会责任水平（或企业履行社会责任的相对水平）——企业价值创造与信息披露质量——分析师决策。对企业社会责任影响分析师行为路径的理论研究，对该领域的理论进行了有益的补充。

（二）丰富了社会责任经济后果和分析师行为影响因素的研究

国内外学者对企业社会责任对分析师影响的研究相对较少，且多数只关注企业社会责任的信息披露功能，本文则聚焦企业履行社会责任的水平问题，探讨企业社会责任水平对分析师行为的影响，并从公司层面和分析师-公司层面同时进行研究，丰富了企业社会责任经济后果的研究，同时也为分析师行为影响因素的研究中注入了新的元素。

（三）加强了上市公司和投资者对分析师社会责任偏好的理解

本文的研究有助于促进上市公司提高履行社会责任的水平，进一步加强利益相关者关系管理，合理利用分析师这一重要信息中介，以求提高企业价值；有助于投资者认识到企业社会责任的真正价值，客观看待分析师的在企业社会责任报告解读中的中介作用。

第三节 研究内容、方法和技术路线

一、研究内容

本文梳理了现有关于企业社会责任经济后果以及分析师跟进、股票评级和盈余预测行为相关的文献，并通过理论分析和实证检验发现企业社会责任能够对分析师跟进决策、股票评级和盈余预测行为产生较为显著的影响。具体而言：

第一章为引言，包括问题的提出、研究的目的和意义、研究的主要内容、研究方法、技术路线和可能的创新；

第二章为制度背景分析，分别介绍了我国企业社会责任及证券分析师行业的制度背景；

第三章为文献综述，简要介绍了本研究的主要理论基础，并梳理了现有关于企业社会责任经济后果的研究，剖析了企业社会责任对分析师行为影响的已有文献；

第四章研究了企业社会责任对分析师跟进行为的影响。在对分析师跟进行为的研究中，本文基于分析师跟进组合的视角，运用理论（利益相关者理论、社会契约理论、长期利益理论等）和实证方法考察了企业社会责任对分析师跟进行为

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫