



兰州大学

本科毕业论文（设计）

论文题目（中文） 社会责任信息披露、信息不对称与股价同步性

论文题目（英文） Social responsibility information disclosure, information asymmetry and stock price synchronicity

学生姓名 牟逍可

指导教师 王雷副教授

学 院 管理学院

专 业 会计学

年 级 2017 级

兰州大学教务处

诚信责任书

本人郑重声明：本人所呈交的毕业论文（设计），是在导师的指导下独立进行研究所取得的成果。毕业论文（设计）中凡引用他人已经发表或未发表的成果、数据、观点等，均已明确注明出处。除文中已经注明引用的内容外，不包含任何其他个人、集体已经发表或未发表的论文。

本声明的法律责任由本人承担。

论文作者签名： 牟道可

日期： 2021.5.26

关于毕业论文（设计）使用授权的声明

本人在导师指导下所完成的论文及相关的职务作品，知识产权归属兰州大学。本人完全了解兰州大学有关保存、使用毕业论文（设计）的规定，同意学校保存或向国家有关部门或机构送交论文的纸质版和电子版，允许论文被查阅和借阅；本人授权兰州大学可以将本毕业论文（设计）的全部或部分内 容编入有关数据库进行检索，可以采用任何复制手段保存和汇编本毕业论文（设计）。本人离校后发表、使用毕业论文（设计）或与该毕业论文（设计）直接相关的学术论文或成果时，第一署名单位仍然为兰州大学。

本毕业论文（设计）研究内容：

可以公开

不宜公开，已在学位办公室办理保密申请，解密后适用本授权书。

（请在以上选项内选择其中一项打“√”）

论文作者签名： 牟道可

导师签名： 王雷

日期： 2021.5.26

日期： 2021.5.26

社会责任信息披露、信息不对称 与股价同步性

中文摘要

信息披露带来相应的经济后果。当前对于社会责任（CSR）信息披露效应存在两种对立观点：“价值创造观”指出 CSR 信息披露具有积极作用并有助于提升企业价值；而“掩饰效应观”则认为 CSR 信息披露可能成为管理层掩饰自利行为的工具。而当前我国股市尚存在较大噪声，基于股价同步性的语境下，CSR 信息披露究竟发挥了哪一种效应，其内部传导机制是怎样的？中国证监会在 2008 年提出的关于社会责任信息披露的相关要求为本研究提供了良好的准自然实验。基于双重差分倾向得分（DID-PSM）模型，本文对 CSR 信息披露与股价同步性的关系及其内部传导机制进行深入探究。研究结果表明，CSR 信息披露显著降低了股价同步性，支持了 CSR 信息披露的“价值创造观”；进一步研究发现，在“价值创造观”下，CSR 信息披露通过缓解信息不对称，进而降低股价同步性。此外，企业所处地域经济发展程度、上市板块和股权性质等异质性因素均调节了 CSR 信息披露与股价同步性的关系。

关键词：社会责任信息披露；信息不对称；股价同步性

Social responsibility information disclosure, information asymmetry and stock price synchronicity

Abstract

Information disclosure brings corresponding economic consequences. There are currently two opposing views on the effect of social responsibility information disclosure: the "value creation view" points out that CSR information disclosure has a positive effect and helps to enhance corporate value; while the "concealment effect view" believes that CSR information disclosure may become management Layers of tools to conceal self-interest. At present, there is still a lot of noise in my country's stock market. Based on the context of stock price synchronization, what kind of effect does CSR information disclosure have, and what is its internal transmission mechanism? The relevant requirements on social responsibility information disclosure proposed by the China Securities Regulatory Commission in 2008 provide a good quasi-natural experiment for this research. Based on the Double Differential Propensity Score model, this article conducts an in-depth study on the relationship between CSR information disclosure and stock price synchronization and its internal transmission mechanism. The research results show that CSR information disclosure significantly reduces the synchronization of stock prices and supports the "value creation view" of CSR information disclosure; further research found that under the "value creation view", CSR information disclosure reduces the stock price by alleviating information asymmetry. Synchronization. In addition, heterogeneous factors such as the degree of economic development in the region where the company is located, the listing sector, and the nature of the equity have all adjusted the relationship between CSR information disclosure and the synchronization of stock prices.

Key words: social responsibility information disclosure; Information asymmetry; Synchronization of stock price

目 录

摘 要.....	I
Abstract.....	II
第一章 引 言.....	1
第二章 制度背景和研究假设.....	3
2.1 制度背景.....	3
2.2 理论分析与研究假设.....	4
第三章 研究设计.....	6
3.1 样本选择与数据来源.....	6
3.2 PSM 样本选择.....	7
3.3 研究变量及测量.....	7
3.3.1 被解释变量.....	7
3.3.2 解释变量.....	7
3.3.3 传导机制变量.....	8
3.3.4 控制变量.....	8
3.4 研究模型.....	9
3.4.1 模型一.....	9
3.4.2 模型二.....	10
第四章 实证结果及分析.....	10
4.1 描述性统计.....	10
4.2 DID-PSM 模型回归结果分析.....	11
4.3 传导机制分析.....	13
4.4 拓展性分析.....	15
4.4.1 市场化进程的调节作用.....	15
4.4.2 上市板块的调节作用.....	17
4.4.3 股权性质的调节作用.....	19
第五章 稳健性检验.....	21
5.1 平行趋势假设检验.....	21
5.2 平衡性检验.....	22
5.3 安慰剂检验.....	22
5.4 替换被解释变量.....	24
第六章 结 论.....	25

6.1 结论与启示.....	25
6.2 不足与展望.....	26
参考文献.....	25
致 谢.....	31
论文（设计）成绩.....	32

第一章 引言

当前，企业社会责任承担情况受到媒体和个人的密切关注，并成为衡量企业价值实现的重要标准之一。在 2019 年 8 月，美国百余位企业 CEO 作出联合声明并签署《公司宗旨宣言书》。该声明指出，当前公司运营的首要使命应由“股东利益最大化”转变为“创造更加美好的社会”，这意味着企业对于社会、政府及其他利益相关者的存在意义和扮演角色都将发生转变。在我国，随着经济发展水平不断提升，企业社会责任承担具有重要意义，成为实现就业稳定、环境友好和社会稳定有效保障。而 CSR 信息披露作为企业社会责任承担的外部信息传递，近年来也受到学者们的广泛研究。

Zeff (1978) 在其经济后果理论中指出，财务报告披露会深刻影响企业内外部利益相关者的决策行为。而 CSR 信息披露作为一种非财务信息披露具有相似的作用机制，同样会对企业内外部产生一定的经济后果。何贤杰等 (2012) 研究表明，CSR 信息披露显著提升企业信息环境质量，并有效缓解企业融资约束；田利辉和王可第 (2017) 指出 CSR 信息披露具有“掩饰效应”，即管理层通过 CSR 信息披露提供更多的增量信息以试图掩盖企业运营管理中存在的问题与缺陷；钟马和徐光华 (2017) 基于中国强制性 CSR 信息披露背景，研究发现在投资效率的视角下 CSR 信息披露的价值效应，证实强制性 CSR 信息披露具有积极意义；王诗雨等 (2019) 基于中国多层次资本市场的特点研究不同类别投资者对 CSR 信息披露的响应。研究表明，对于主板投资者而言，CSR 信息披露具有积极意义并会增强企业价值，而中小板和创业板投资者对此持有不确定态度。

股票市场中包含着丰富的信息，信息引导着股票价格的涨跌变动，进而实现资源最优配置 (王亚平等, 2009)。而股票价格能否引导实现资源的优化配置，在一定程度上取决于股票价格对特质性信息的反映能力。在成熟资本市场中，股票价格发挥了较好地信息引导作用；而在新兴资本市场中，股价中往往存在“噪声”，而公司基本面信息被相应挤占 (朱红军等, 2007)。在此情况下，股票价格的个体性波动减弱，资本定价效率降低。不同资本市场间资源配置效率的差异表现为股价同步性，即个股股价随资本市场股价整体水平变动的程度，学术界也将其称作“股价的同涨同跌”。在各国资本市场发展的历程中，股价同步性现象都普遍存在，而我国资本市场尚处于发展新时期，这一现象尤为显著。Morck、Yeung 和 Yu (2000) 的数据统计结果表明，我国证券市场股价同步性远高于其他国家，位列世界第二；Jin 和 Myers (2006) 选取四十个国家作为样本数据，而中国资本市场的股价同步性处于首位。高水平股价同步性在宏观层面会对资本市场运

行效率产生负面影响,并进一步导致微观层面的企业在外部投资、高管选择等经营决策偏离最优选择(Gul, Kim 和 Qiu, 2010)。因此,实证检验股价同步性的影响因素并探究其中的作用机制,对资本市场整体和企业都具有重要意义。

在股价同步性的语境下,CSR 信息披露发挥了“价值效应”还是“掩饰效应”,成为一个开放性的实证问题。王艳艳等(2014)认为首次 CSR 信息披露有助于降低股价同步性,并且在自愿披露样本中更为显著;李新丽和万寿义(2019)的研究表明,CSR 信息披露与股价同步性呈正向相关关系,且分析师关注和机构投资者在其中发挥了调节作用;方红星和楚有为(2019)指出,自愿性内部控制审计报告披露有助于提升资本定价效率,而强制性披露则没有增加股价中的特质性信息。现有文献对股价同步性语境下的 CSR 信息披露经济后果的讨论十分有限,研究存在一定内生性问题且研究结论存在较大分歧。因此,为了确保研究过程的严谨性,本文采用双重差分倾向得分(DID-PSM)的研究方法,控制了现有文献中可能存在的遗漏变量,使现有文献中内生性问题得到较好地解决,并为研究提供了可靠的计量基础。

本文选取 2006-2019 年 A 股上市公司样本数据,通过 DID-PSM 的研究方法,比较了我国上市公司在 2008 年披露制度变化前后其股价同步性的变化,研究发现 CSR 信息披露显著降低股价同步性。进一步,本文研究并分析了其中的传导机制,结果表明:CSR 信息披露显著降低了信息不对称。通过 CSR 信息披露,有关公司基本面信息含量注入股价,股价同步性显著降低,最终优化资本市场资源配置效率。此外,本文还首次探究了市场化进程、上市板块和股权性质等异质性因素的调节作用。

本文可能存在以下学术贡献:(1)基于股价同步性的语境下,探究 CSR 信息披露的经济效应,并进一步探究其中的内部传导机制,丰富了相关理论研究,也为监管部门对 CSR 信息披露相关制度的修订提供参考依据。(2)基于中国资本市场在 2008 年颁布的外生性强制披露政策,通过双重差分倾向得分

(DID-PSM)的方法,较好地解决了王艳艳等(2014)、李新丽和王寿义(2019)研究结论存在的内生性问题,为相关研究提供经验证据;(3)选取市场化进程、上市板块和股权性质等异质性因素,研究其对 CSR 信息披露与股价同步性相关关系的影响,拓展了 CSR 信息披露经济后果的研究视角和相关理论。

本文共分为六个章节。第一章为引言部分,介绍本文的研究背景、意义和创新点,并阐明本文可能存在的学术贡献;第二章为制度背景介绍与研究假设提出,首先对 CSR 信息披露制度的发展背景进行介绍,进一步通过理论分析提出本文研究假设;第三章为研究设计,说明本文变量的测量方法、样本数据的选择以及研究模型的建立;第四章为实证检验及分析,本文依次进行 PSM 样本数据描述

性统计、基于 DID-PSM 模型的主效应回归分析、机制检验和拓展性分析；第五章为稳健性检验；第六章为本文的研究结论与启示，以及本研究的不足与展望。

第二章 制度背景和研究假设

2.1 制度背景

改革开放至今四十年中，我国经济不断向前发展，当前我国已成为世界第二大经济实体。而在经济发展的同时，一系列社会问题随之而来，成为大众关注的焦点。现如今，严重的环境污染、众多的伪劣产品以及层出不穷的工作场所安全事故等社会现象严重制约着我国经济的高质量发展，成为当下亟待解决的问题。因此，以“创造股东价值最大化”的企业运营理念已经不能够满足当前社会发展需要，企业需要承担一定的社会责任以提高市场竞争力和生命力。

通过 CSR 信息披露，企业向外部传递了社会责任承担的相关信号，我国企业社会责任披露制度的发展大致可以分为以下三个阶段：（1）萌芽阶段（二十世纪九十年代到本世纪初）：随着我国资本市场的建立与逐步发展以及我国外向型经济的转变，社会责任履行逐步得到企业层面的实践。而在此阶段，社会责任承担仅仅作为企业自主性行为，鲜少在法律政策环境中得以体现；（2）倡导阶段（本世纪初到 2007 年）：企业社会责任承担逐步从企业自主行为上升到国家法律条文积极引导的层次。2006 年 1 月 1 日《中华人民共和国公司法》修订案正式实施，值得关注的是，社会责任承担在本次法案中首次被明确为企业应尽义务。自 2007 年开始，《上市公司信息披露管理办法》正式颁布并实施，证监会首次对公司未来发展方向的信息披露做出了规范要求。由此可见，在此阶段企业社会责任承担已经初步具有了法律层面规范，但是以上法律条文多以提倡与引导为主，尚未对承担责任的具体内容予以明确。在此阶段，自主性的企业信息披露行为发挥的作用具有一定局限性；（3）规范阶段（2008 年至今）：2008 年 12 月证监会联合上交所、深交所发出联合通知，要求规定范围内企业应随年报进行社会责任信息披露。这一强制性信息披露法规的颁布标志着企业社会责任制度的进一步规范化，它对企业披露时间、披露内容等方面做出了具体的要求。随后，相关评级机构也开始对企业社会责任报告进行跟踪评级分析。在此之前，仅有极少数企业自主性进行社会责任信息披露，企业间披露内容与形式的可比性较低。在 2007 年，我国规模排名前 100 名公司中，仅有二十余家公司选择随公司年度报告或者其官方网站披露企业社会责任承担情况（Gao, 2009）。随着相关制度准则的完善与市场化程度的提高，我国应规披露与自愿披露企业数量均呈现上升趋势。根据润灵环球社会责任评级数据显示，我国 CSR 信息披露企业数量逐年增长，由 2009

年的 518 家上涨至 2019 年的 961 家。

在行业自律组织的积极引导以及相关准则的完善下,近年来我国企业在披露数量以及内容完整性上都有了较大的提升。然而,在披露规模大幅上涨的同时,企业信息披露质量却表现出普遍较低,个体间差异大的特点。在 2018 年润灵环球社会责任报告评分中,低于 40 分的企业占比 51%,超过一半的企业社会责任信息呈现较低水平。因此在我国,企业 CSR 信息披露仍存在整体披露质量较低、个体间质量差异较大等特点,中国企业 CSR 信息披露制度仍需进一步改革与完善。

2.2 理论分析与研究假设

股价同步性体现了个股股价随大盘涨跌变动的程度。通过运用资本资产定价模型(CAPM),King(1966)研究发现个股报酬率与行业和市场收益率存在相关关系,证实个股股价中含有有关行业和市场的信息。Roll(1988)则指出行业或市场层面的因素对个股回报率的解释力有限,因此股价中还包括与公司个体有关的信息。股价同步性具有两方面影响,在微观层面,股价同步性反映个股股价中有关行业和市场等同质性信息的含量,较高的股价同步性使得股价偏离公司价值(史永和张龙平,2014),严重干扰利益相关者做出相关决策;在宏观层面,高水平的股价同步性反映资本市场定价效率低下,最终导致市场资源配置偏离最优选择。

股价同步性带来不良后果,其影响因素成为近年来学者们广泛关注的问题。现有研究主要基于财务信息披露、信息披露准则的颁布以及舆论关注等视角研究股价同步性的影响因素。史永和张龙平(2014)认为,披露 XBRL 报告可以增加股价中特质信息含量,进而有效缓解股价同步性;金智(2010)指出,高质量的会计信息提升了信息理解的难度,因此股价同步性有所上升。而在 2007 年实施的新会计准则改革则弱化了两者的正向相关关系;胡军和王甄(2015)研究表明,上市公司通过微博信息发布可以显著降低股价同步性,证实企业间股价同步性差异主要来源于特质性信息含量;此外,媒体报道也是降低企业股价同步性的有效途径(黄俊和郭照蕊,2014)。

随着企业积极进行社会责任承担,CSR 信息披露提供了大量非财务信息,促进了企业与利益相关者间的沟通。研究表明,企业进行 CSR 信息披露能缓解外部不确定性,并降低银行等信贷机构的借贷风险,使其倾向于提供资金(Dhaliwal 等,2014);此外,CSR 信息披露还能帮助企业树立积极形象、降低道德风险等(沈洪涛等,2011;Cheng B,2014)。然而,有学者指出,CSR 信息披露可能会成为隐匿坏消息的工具,并带来消极影响。权小锋等(2015)研究

指出，CSR 信息披露显著提升股价崩盘分析；Jayaraman 等（2019）表示，企业 CSR 信息披露挤出了管理者可获取的未知信息。

从理论上来看，现有文献中对企业 CSR 信息披露经济后果持两种对立观点。部分学者支持“价值创造观”，认为 CSR 信息披露对企业具有积极效应，并最终体现为企业的增值；另一部分学者则提出“掩饰效应观”，指出 CSR 信息披露会向外部传递积极信号，以此掩盖企业经营不善等问题带来的消极影响。本文分别基于“价值创造观”和“掩饰效应观”对基于股价同步性视角下 CSR 信息披露的经济后果进行探讨。

（1）价值创造观

从 CSR 信息披露的“价值创造观”来看，通过降低信息不对称与提高企业声誉等途径，CSR 信息披露对企业的生产运营与投资活动产生积极影响。根据信息不对称理论，各类成员在同一经济活动中对相关信息的获取能力与了解程度存在差异性。而企业内部管理者相较于其他信息使用者往往处于优势地位，掌握更多公司层面信息。信息不对称导致企业面临融资约束、投资不足或投资过度等问题（何贤杰等，2012；钟马和徐光华，2017）。因此，企业通过披露社会责任报告，向企业外部信息使用者传递更多公司层面的高质量信息，以此降低信息不对称并实现公司价值的提升。同时，更多有关公司基本面的信息也将注入股票价格当中，股价信息含量提升，同时资本定价效率提高，股价同步性得以下降。

其次，从声誉理论来看，企业通过向外进行社会责任承担信息披露，有助于企业在资本市场中树立正面社会形象，从而得到更多具有社会责任感的投资者与消费者支持与信赖（沈洪涛等，2011）。公司契约理论指出，公司从本质上可以看作利益相关者订立契约的集合，而契约订立则需要成本。CSR 信息披露为企业经理人与股东之间建立更多的信息沟通渠道，并使得股东与经理层形成长期互信机制，降低了契约的订立成本（Cheng B, 2014）。此外，基于信号理论，企业的信息披露向资本市场传递公司经营状况、企业使命等相关信号，进而使其股价中的信息含量增加。

基于以上分析，CSR 信息披露降低信息不对称性，并将有关公司层面的信息注入到股票价格当中，降低股价同步性，具有价值创造效应。通过社会责任信息披露，投资者和其他利益相关者获取信息成本下降，企业树立积极形象并降低契约订立成本。公司价值相关信号向资本市场传递，企业股票价格信息含量提升，最终资本定价效率提高。

（2）掩饰效应观

然而，从社会责任信息披露的“掩饰效应观”来看，CSR 信息披露很有可能仅仅作为管理层掩饰自利行为的工具，具有负面影响。委托代理理论则指出，

企业经理层出于自利性的意图，通过职位之便会进行有损企业价值的行为，由此产生代理冲突。在此情境下，社会责任信息披露可能会成为经理人掩盖自利行为的工具和手段。此时，CSR 信息披露挤出公司层面负面消息，而更多的噪声进入股价当中，进而造成市场对股票的错误定价（Chaney 和 Lewis，1995）。高勇强等（2012）指出，通过社会责任承担，民营企业可以掩盖其员工工资薪酬低、环境污染严重等问题。李新丽和万寿义（2019）认为，迫于监管压力，管理层通过社会责任报告将披露更多行业和市场层面信息而非公司层面的特质信息，这将导致股价同步性的提升。

此外，在信号传递理论下，社会责任报告作为企业正面信号而向市场进行传递需要满足相应的前提条件，信号本身需要具有不可模仿性（许罡，2020）。而在企业社会责任信息披露中，存在大量同质性信息，因此其信号传递效应具有一定的局限性。当前，我国企业 CSR 信息披露还存在质量普遍较低的情况，企业间提供大量无差异化社会责任信息而导致信息超载和冗余，反而使得信息使用者甄别特质性信息变得困难。

在社会责任信息披露的“掩饰效应观”下，企业 CSR 信息披露具有自利性动机，并成为经理人掩盖自利行为和负面新闻的工具。因此，此时通过披露社会责任报告，更多行业和市场层面的“噪声”挤占股价中原有的特质性信息，因而股价同步性会显著提升。

基于以上分析，本研究提出以下两种对立假设：

H1a：假定其他条件不变，CSR 信息披露显著降低股价同步性。

H1b：假定其他条件不变，CSR 信息披露显著提升股价同步性。

第三章 研究设计

3.1 样本选择与数据来源

本文首先选取数据处理后的 2006-2019 年沪、深两市上市公司作为 DID 研究样本以及 PSM 拟匹配样本。进一步，本文通过 Logit 回归为每一个实验组（实验期内进行 CSR 信息披露）样本匹配控制组（实验期内均未进行 CSR 信息披露）样本。2009 年颁布的强制 CSR 信息披露的联合通知为本研究提供了良好的外生政策场景，因此本文定义 2006-2008 年为本研究的非实验期；2009-2019 为实验期。样本数据取自国泰安数据库和润灵环球社会责任评级数据，数据处理过程如下：

（1）进行 PSM 匹配过程前，本文数据清洗过程如下：剔除金融业（含保险业、租赁业、货币金融服务、资本市场服务、其他金融业等）、ST 公司以及相关财务

数据缺失的样本；

- (2) 对连续变量采取上下 1%缩尾处理，以避免异常值对研究结果的影响；
- (3) 通过 stata16 进行 PSM 匹配，去除未匹配成功数据，得到本研究样本。

3.2 PSM 样本选择

为确保实验组与控制组的可比性，本文采取倾向得分匹配的方法，通过非替代性一对一最近邻匹配（卡尺内的 K 临近匹配；其中卡尺为 0.01，K=1）方法对实验组样本匹配高相似度控制组样本。根据上交所、深交所联合通知文件中强制 CSR 披露企业的具体特征，并参照已有文献的相关研究，本文选取公司规模（SIZE）、股价水平（PRICE）和资产收益率（ROA）作为匹配变量（Chen 等，2017；许罡，2020）。

3.3 研究变量及测量

3.3.1 被解释变量

本研究的被解释变量为股价同步性，本文借鉴 Morck 等(2000)、Durnev (2003)、许年行等（2011）的研究方法来度量股价同步性，具体模型如下：

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \gamma_i R_{n,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$SYN = \ln \frac{R^2}{1 - R^2} \quad (2)$$

其中，模型(1)引入了行业收益指标，刻画了个股与行业和市场之间的股价同步性。为了使得个股拟合优度 R^2 服从正态分布，模型(2)进一步对模型(1)中 R^2 做出对数转换处理； $R_{m,t}$ 为当期市场报酬率； $R_{n,t}$ 为行业报酬率（ $R_{m,t}$ 和 $R_{n,t}$ 采取加权平均法，权重选取公司总市值）。SYN 越大，表明股价同步性越高。

3.3.2 解释变量

本研究的解释变量为 CSR 信息披露虚拟变量（TREAT）和时间区间虚拟变量（POST）。

其中 TREAT 虚拟变量，若当期企业披露 CSR 信息取 1，否则取 0；POST 虚拟变量，如果 $Year > 2008$ ，则为 1，否则为 0。

3.3.3 传导机制变量

本研究参考 Amihud (2002) 提出的非流动比率作为信息不对称的代理变量。

$$ILL = \frac{1}{D_{iy}} \sum_{t=1}^{D_{iy}} \sqrt{\frac{|R_{iyd}|}{VOLD_{iyd}}} \quad (3)$$

D_{iy} 为个股 i 在 y 期的交易天数； R_{iyd} 为个股 i 在 y 期中的第 d 天的考虑现金股利再投资后日收益率； $VOLD_{iyd}$ 为个股 i 在 y 期中的第 d 天的成交金额（计量单位为百万元人民币）。

3.3.4 控制变量

除了上市公司 CSR 信息披露能影响股价同步性外，其他因素也会影响企业的股价同步性。本文借鉴王艳艳等 (2014)、李新丽和万寿义 (2018)、许罡 (2020) 等学者研究，拟选取以下变量作为控制变量：公司规模 $SIZE$ （等于公司总资产的自然对数）；营业收入增长率 $GROWTH$ （等于前一期营业收入与本期营业收入之差/前一期营业收入）；股价水平 $PRICE$ （用个股当期收盘价表示）；总资产报酬率 ROA （等于净利润/总资产）；杠杆水平 LEV （等于总负债/总资产）；市净率 PE （等于市值/净资产）；自由现金流 CFC （等于经营活动现金流/总资产）；第一大股东持股比例 $TOPONE$ ；审计师是否来自国际四大会计师事务所 $BIG4$ （如果为审计师来自国际四大会计师事务所则 $BIG4=1$ ，否则为 0）；机构投资者持股比例 $INSHOLD$ 。

此外本研究还控制年份变量 $YEAR$ 和行业变量 $INDUSTRY$ 。

表 1 变量符号及定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	SYN	股价同步性	Morck 等(2000)研究模型回归计算
解释变量	TREAT	社会责任信息披露	虚拟变量，如果实验组内的公司为 1，否则为 0
	POST	时间区间	虚拟变量，如果 Year>2008，则为 1，否则为 0
机制检验变量	ILL	非流动比率	Amihud(2012)提出的非流动性指标
	SIZE	公司规模	公司总资产的自然对数
	GROWTH	营业收入增	GROWTH=（营业收入 _t -营业

控制 变量		长率	收入 _{t-1}) / 营业收入 _{t-1}
	PRICE	股价水平	个股当期收盘价
	ROA	总资产报酬率	ROA=净利润/总资产
	LEV	杠杆水平	LEV=总负债/总资产
	PE	市净率	PE=市价/净资产
	CFC	自由现金流	CFC=经营活动现金流/总资产
	TOPONE	第一大股东持股比例	第一大股东持股比例
	BIG4	审计师是否来自国际四大会计师事务所	虚拟变量, 如果审计师来自国际四大会计师事务所则 BIG4=1, 否则为 0
	INSHOLD	机构投资者持股比例	当期机构投资者持股比例
	YEAR	年度控制	涉及 14 年, 设置 13 个年度控制变量
INDUSTRY	行业控制	涉及 15 个行业, 设置 14 个行业控制变量	

3.4 研究模型

3.4.1 模型一

由于外生政策的作用和组间样本的固有差异性, 政策实施时点前后实验组与控制组间会产生显著的差异变化, DID 模型可以通过同时计算不同时点组内差异以及同时点组间差异以消除系统性差异, 以探究 CSR 信息披露政策实施效果。

本文按照如下形式设计本文的主效应 DID-PSM 模型以检验 CSR 信息披露与股价同步性之间的关系:

$$SYN_{it} = \beta_0 + \beta_1 POST_{it} + \beta_2 TREAT_{it} + \beta_3 POST_{it} \times TREAT_{it} + \sum \beta_i CONTROLS_{it} + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

β_3 刻画了强制性 CSR 信息披露与股价同步性的相关关系, 即 CSR 信息披露的政策效应, 是本文主要关注的对象, CONTROLS 为控制变量。

3.4.2 模型二

在检验了 CSR 信息披露对股价同步性的影响后，本文借鉴 Irani 和 Oesch (2013) 的机制检验方法来分组检验信息不对称在 CSR 信息披露与股价同步性关系中的传递机制效应，模型如下：

$$\begin{aligned} SYN_{it} = & \beta_0 + \beta_1 POST_{it} + \beta_2 TREAT_{it} + \beta_3 POST_{it} \times TREAT_{it} \times HIGH_{it} \\ & + \beta_4 POST_{it} \times TREAT_{it} \times LOW_{it} + \sum \beta_{it} CONTROLS_{it} + \sum YEAR \\ & + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

本文首先计算研究样本中各个公司非流动性水平 (ILL)，计作 $MEDI_i$ ；其次计算样本整体的非流动比率中位数值 MED 。当 $MEDI_i \geq MED$ ，则 $HIGH_i=1$ ， $LOW_i=0$ ；当 $MEDI_i < MED$ ，则 $LOW_i=1$ ， $HIGH_i=0$ 。

第四章 实证结果及分析

4.1 描述性统计

本文对 PSM 后的样本进行描述性统计，并将实验组 ($TREAT=1$) 与对照组 ($TREAT=0$) 均值进行比较，结果见表 2。其中，Panel A 报告了各变量的描述性统计结果，包括样本最大值、最小值、均值及标准差；Panel B 报告了实验组与对照组各变量的均值差异及差异显著性。

通过表 2 可以看到，实验组共有 1483 个公司样本，对照组共有 1385 个公司样本，两者水平相当。在各个主要变量中，股价水平 (PRICE) 的标准差最大，达到 8.8930，说明样本间的股票价格存在较大差异性。此外，研究样本在公司规模 (SIZE) 和杠杆水平 (LEV) 中也存在较大差异性，标准差分别达到 1.0429 和 1.7407。在 PSM 样本中，股价同步性 (SYN) 的均值为 0.5035，其中实验组 SYN 平均值为 0.5246，高于控制组的 0.4820，两组间存在显著差异。此外，实验组与控制组在 LEV、CFC、TOPONE、BIG4 和 INSHOLD 四个变量中也呈现显著差异。由此可见，在进行倾向得分匹配 (PSM) 后，实验组与对照组通过整体对比仍在多个变量中存在显著差异，因此仅通过 DID 的研究方法可能难以满足实验组与对照组具有相同发展趋势的前提条件，存在一定内生性问题。因此，本文同时采用 DID 和 DID-PSM 的研究方法进行主效应检验，并进行 DID 前的平行趋势假设检验，以保证研究结果的稳健性与可靠性。

表 2 PSM 样本描述性统计

Panel A:描述性统计				
变量名称	最大值	最小值	均值	标准差
SYN	0.8959	0.0799	0.5035	0.1780
SIZE	26.0191	20.0252	22.5670	1.0429
GROWTH	2.0432	-0.5050	0.1444	0.2880
PRICE	55.4300	2.5600	11.9538	8.8930
ROA	0.1873	-0.1030	0.0412	0.0381
LEV	0.8693	0.0830	0.5034	0.1743
PE	11.5741	0.6618	2.8591	1.7407
CFC	0.2552	-0.1551	0.0548	0.0645
TOPONE	0.7418	0.0929	0.3608	0.1403
BIG4	1.0000	0.0000	0.0883	0.2837
INSHOLD	0.8963	-0.3601	0.4858	0.1907

Panel B:处理组与对照组均值对比			
变量名称	实验组	对照组	差值
	(N=1483)	(N=1385)	(对照组-处理组)
SYN	0.5246	0.4820	-0.0426***
SIZE	22.5539	22.5805	0.0266
GROWTH	0.1402	0.1487	0.0085
PRICE	12.0659	11.8398	-0.2261
ROA	0.0412	0.0413	0.0001
LEV	0.4920	0.5151	0.0231***
PE	2.8985	2.8186	-0.0799
CFC	0.0574	0.0521	-0.0053**
TOPONE	0.3747	0.3465	-0.0282***
BIG4	0.1158	0.0602	-0.0556***
INSHOLD	0.4948	0.4766	-0.0182***

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

4.2 DID-PSM 模型回归结果分析

表 3 汇报了本文的主效应回归结果, 为了避免内生性问题并提高研究的严谨性, 本文分别采用全样本和 PSM 样本进行 DID 和 DID-PSM 模型回归, 并同时

报告了最小二乘（OLS）回归和面板固定效应（FE）回归结果。POST*TREAT 相关系数刻画了 CSR 信息披露政策实施效果，是本文重点关注的对象。

如下表所示，在全样本（DID）和 PSM 样本（DID-PSM）中，POST*TREAT 交互项系数均在 1%水平下显著为负，且本文不论采用混合 OLS 回归或 FE 回归，POST*TREAT 相关系数显著水平没有发生改变。此外，列（1）（2）（3）的调整 R²均高于 0.3，列（4）的调整 R²也接近 0.3，说明研究模型具有较好的解释力。综上分析，本研究 H1a 得到有效验证，说明 CSR 信息披露显著降低了股价同步性。

表 3 CSR 信息披露与股价同步性

变量	SYN (OLS)		SYN (FE)	
	PSM 样本	全样本	PSM 样本	全样本
	(1)	(2)	(3)	(4)
POST	0.0048 (0.26)	0.0030 (0.29)	0.0562** (2.34)	0.0273** (2.18)
TREAT	0.0619*** (4.76)	0.0507*** (6.27)	-0.0427 (-0.59)	0.1418** (2.06)
POST*TREAT	-0.0477*** (-3.33)	-0.0375*** (-4.27)	-0.0471*** (-3.08)	-0.0376*** (-4.40)
SIZE	0.0368*** (9.33)	0.0379*** (16.30)	0.0092 (0.94)	0.0235*** (4.55)
GROWTH	-0.0150 (-1.45)	-0.0242*** (-3.76)	0.0022 (0.19)	-0.0198*** (-3.05)
PRICE	-0.0028*** (-6.63)	-0.0026*** (-9.32)	-0.0035*** (-6.08)	-0.0036*** (-10.02)
ROA	-0.0608 (-0.60)	-0.0399 (-0.66)	-0.1119 (-0.85)	0.0081 (0.11)
LEV	-0.1114*** (-5.33)	-0.1126*** (-8.62)	-0.1436*** (-3.76)	-0.1049*** (-4.97)
PE	-0.0067*** (-3.09)	-0.0047*** (-3.62)	-0.0064** (-2.15)	-0.0018 (-1.08)
CFC	0.0157 (0.32)	-0.0007 (-0.02)	-0.0745 (-1.27)	-0.0286 (-0.88)
TOPONE	0.0296 (1.20)	0.0273* (1.78)	0.0610 (1.07)	0.0346 (1.09)

BIG4	-0.0141 (-1.40)	-0.0070 (-1.11)	-0.0094 (-0.47)	0.0161 (1.21)
INSHOLD	-0.0329* (-1.80)	-0.0354*** (-3.21)	-0.0073 (-0.30)	-0.0181 (-1.34)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.3358	0.3269	0.3150	0.2889
样本数量	2868	7590	2868	7590

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

4.3 传导机制分析

表 3 的回归结果支持了本文提出的 H1a, 即 CSR 信息披露的“价值效应观”。在此基础上, 本文将进一步分析其中的传导机制, 丰富相关理论研究。

Roll (1988) 提出, 股价同步性一定程度上反映了股票价格中包含信息的数量和性质。由于股票价格存在行业和市场层面的“噪声”, 导致公司基本面相关信息的流失, 因此出现个股股价跟随大盘涨跌变动的现象, 资本定价效率降低。当股票价格中的公司基本面信息含量提升而行业和市场层面信息降低时, 股价同步性下降。作为企业一项重要的非财务决策, CSR 信息披露在缓解企业与外部的信息不对称方面发挥了显著的作用。何贤杰等 (2012) 研究表明, CSR 信息披露在一定程度上缓解企业信息不对称, 并改善企业信息环境。因此, CSR 信息披露主要发挥了价值创造效应, 通过降低信息不对称性使得股价中公司层面特质性信息增加, 股价同步性因此降低。

现有文献中对信息不对称的衡量存在差异, 以往传统财务研究多采用公司特质指标, 如成长机会、公司规模等单一指标作为信息不对称的代理变量, 而并不具有很好的测量效度; 此外, 屈文洲等 (2011) 则通过信息交易概率 PIN 指标对信息不对称进行量化; Amihud (2002) 则构建非流动比率作为信息不对称的代理变量, 这一指标得到学术界的广泛应用 (李莉等, 2014; 高扬等, 2021)。因此, 本文采用非流动比率作为信息不对称的代理变量, 以检验社会责任信息披露影响股价同步性的机制和路径。

本文借鉴田利辉等 (2012)、Irani 和 Oesch (2013) 以及肖浩和孔爱国 (2014) 的机制检验方法, 通过构建信息不对称高组和低组分别进行 DID-PSM 回归, 并检验两组间相关系数差异显著性, 以探究 CSR 信息披露是否通过降低企业与外部信息不对称进而降低股价同步性。本文首先计算研究样本信息不对称 (ILL) 中值 Med, 并进行 ILL 高组与低组的划分。ILL 指标正向反映了企业所受信息不

对称程度。因此，如果 $Med_i \geq Med$ ，则 $HIGH_i = 1$ 且 $LOW_i = 0$ ，否则 $HIGH_i = 0$ 且 $LOW_i = 1$ 。根据上文分析，如果企业与外部信息不对称现象严重，则 CSR 信息披露可以通过降低信息不对称以显著降低股价同步性；如果企业与外界信息不对称性较小，则 CSR 信息披露则难以发挥价值创造效应，其与股价同步性间交互项系数不再显著。因此，本文预计受信息不对称更为严重的高组，CSR 信息披露对股价同步性提升作用更为显著，回归结果如表 4 所示。

表 4 分别汇报了在混合 OLS 回归和 FE 回归结果。其中，在混合 OLS 回归中，ILL 高组下 $POST * TREAT$ 相关系数在 1% 水平下显著为负，而在 ILL 低组下 $POST * TREAT$ 相关系数则不再显著；同样，本文再次通过 FE 回归进行机制检验，回归结果显示， $POST * TREAT$ 在 ILL 高组下显著为负，且显著性水平小于 0.01，而在 ILL 低组中 $POST * TREAT$ 交互项系数不再显著，与 OLS 回归结果一致。因此，CSR 信息披露在一定程度上提升股价中特质性信息含量，降低信息不对称以缓解股价同步性，并实现其价值创造效应。

表 4 CSR 信息披露、信息不对称与股价同步性

变量	SYN (OLS)		SYN (FE)	
	ILL 高组	ILL 低组	ILL 高组	ILL 低组
	(1)	(2)	(4)	(5)
POST	0.0431* (1.73)	-0.0529 (-1.23)	0.1132*** (3.04)	-0.0405 (-0.75)
TREAT	0.0609*** (4.55)	0.0596* (1.69)	0.2258 (1.22)	0.0207 (0.22)
POST*TREAT	-0.0468*** (-2.87)	-0.0426 (-1.17)	-0.0604*** (-2.88)	-0.0100 (-0.23)
SIZE	0.0332*** (5.25)	0.0388*** (5.75)	0.0028 (0.18)	0.0562*** (2.78)
GROWTH	-0.0036 (-0.25)	-0.0243 (-1.63)	0.0047 (0.27)	0.0093 (0.53)
PRICE	-0.0028*** (-4.95)	-0.0029*** (-3.99)	-0.0046*** (-5.55)	-0.0042*** (-3.95)
ROA	0.2292* (1.65)	-0.2991** (-2.03)	0.0999 (0.49)	-0.1929 (-0.91)
LEV	-0.1148*** (-4.02)	-0.1006*** (-3.09)	-0.1161** (-1.97)	-0.2752*** (-4.02)

PE	-0.0086*** (-3.10)	-0.0055 (-1.54)	-0.0068 (-1.60)	-0.0034 (-0.62)
CFC	-0.0963 (-1.48)	0.1335* (1.81)	-0.1606* (-1.88)	0.0194 (0.20)
TOPONE	0.0234 (0.73)	0.0254 (0.66)	0.0579 (0.66)	0.2045* (1.89)
BIG4	-0.0287** (-2.02)	-0.0059 (-0.41)	0.0075 (0.25)	-0.0638* (-1.85)
INSHOLD	-0.0542** (-2.03)	-0.0185 (-0.70)	-0.0460 (-1.20)	0.0064 (0.18)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.3511	0.3309	0.3688	0.3060
样本数量	1362	1506	1362	1506

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

4.4 拓展性分析

4.4.1 市场化进程的调节作用

近年来，我国经济实现高速发展，经济水平显著提升。然而，当前我国经济发展水平仍存在较大的横向区域性差异。根据 2019 年各省（直辖市、自治区）GDP 数据，当年在三十一个省（直辖市、自治区）中，广东省全年 GDP 位列第一，高达 107671.07 亿元。而排名末位的西藏自治区全年 GDP 为 1697.82 亿元，仅为广东省全年 GDP 的 1.6%。

经济发展水平的地域性差异影响着 CSR 信息披露的作用路径，有学者认为市场化程度更高的地区具有更好的沟通效应且原有信息不对称水平较低。因此，相较于地处经济高发展水平地区企业，CSR 信息披露对于处于经济发展较为缓慢区域企业的价值创造作用更为显著。而本文研究样本的描述统计结果表明，高市场化进程组的非流动性指标均值略高于低市场化进程组，两组间差异不显著。说明随着多元化社交媒体平台的普及，信息的“地域隔离”效应逐步减弱。本文认为，市场化进程正向调节了社会责任信息披露与股价同步性的关系，主要存在以下两种影响方式：其一，处于市场化程度更高地域的企业面临着更强烈的竞争压力，出于降低融资约束或提高声誉的目的，企业具有在社会责任报告中披露更多特质性信息的动机；其二，在地区市场化程度提升的同时，其信息监管机制也

在不断完善与细化,这也在一定程度上规避企业通过社会责任信息披露发布行业或市场层面信息以实现自利性目标的行为。

本文按照樊纲和王小鲁(2011)提出的市场化指数(INDEX)将我国三十一个省(直辖市、自治区)市场化程度进行量化,并按照从高到低进行排序。企业市场化进程(Medi)以注册地所属省(直辖市、自治区)的市场化指数排序值表示,其中Med表示市场化指数排序值中值,如果 $Med_i \geq Med$,则 $HIGH_i=1$ 且 $LOW_i=0$,否则 $HIGH_i=0$ 且 $LOW_i=1$ 。本文分别按照 $HIGH_i=1$ 和 $LOW_i=1$ 进行混合OLS回归和FE回归,回归结果如表5所示,在INDEX高组中,OLS回归和FE回归的POST*TREAT相关系数分别为-0.0552和-0.0560,且均在1%水平下表现为显著。而在INDEX低组中,无论混合OLS回归还是FE回归,POST*TREAT相关系数均不再显著。模型(1)至(3)的调整 R^2 均大于0.3,模型(4)的调整 R^2 为0.2920,略小于0.3,说明模型具有较好的解释力。

综上所述,市场化进程正向调节CSR信息披露与股价同步性的关系。处于经济高发展水平企业的CSR信息披露更好地发挥了其价值创造效应。

表5 CSR信息披露、市场化进程与股价同步性

变量	SYN (OLS)		SYN (FE)	
	INDEX 高组	INDEX 低组	INDEX 高组	INDEX 低组
	(1)	(2)	(4)	(5)
POST	-0.0006 (-0.03)	0.0117 (0.31)	0.0525* (1.90)	0.0944* (1.90)
TREAT	0.0647*** (4.38)	0.0396 (1.46)	-0.0339 (-0.46)	-0.3876* (-1.82)
POST*TREAT	-0.0552*** (-3.40)	-0.0161 (-0.54)	-0.0560*** (-3.20)	-0.0283 (-0.88)
SIZE	0.0355*** (7.81)	0.0437*** (5.25)	0.0029 (0.25)	0.0217 (1.09)
GROWTH	-0.0067 (-0.56)	-0.0372* (-1.70)	0.0079 (0.60)	-0.0054 (-0.23)
PRICE	-0.0033*** (-6.51)	-0.0020** (-2.46)	-0.0041*** (-6.09)	-0.0015 (-1.29)
ROA	-0.0136 (-0.12)	-0.0530 (-0.25)	-0.1530 (-1.02)	-0.0295 (-0.11)
LEV	-0.0980*** (-4.19)	-0.1454*** (-3.05)	-0.1008** (-2.30)	-0.2740*** (-3.44)

PE	-0.0067*** (-2.66)	-0.0056 (-1.28)	-0.0035 (-1.03)	-0.0121** (-2.04)
CFC	0.0340 (0.60)	0.0898 (0.89)	-0.0539 (-0.79)	-0.1755 (-1.48)
TOPONE	0.0361 (1.28)	0.0077 (0.14)	0.0878 (1.32)	0.0461 (0.40)
BIG4	-0.0116 (-1.10)	-0.0490 (-1.02)	0.0051 (0.24)	-0.1361** (-1.97)
INSHOLD	-0.0466** (-2.26)	0.0140 (0.34)	-0.0194 (-0.72)	0.0096 (0.18)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.3437	0.3469	0.3363	0.2920
样本数量	2224	644	2224	644

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

4.4.2 上市板块的调节作用

自二十世纪九十年代初我国资本市场成立,经过三十年的发展我国形成了反映我国发展现状的多层次资本市场。而在不同的上市板块间存在的风险不同,因此其准入标准、监管措施以及投资者偏好等都存在一定差异(陈策和吕长江, 2011; 王诗雨等, 2019)。2004年5月,深交所在主板下设中小企业板块。中小板的成立具有重要意义,它既是主板的转型,又成为向创业板发展的过渡。在准入条件方面,主板与中小板具有一致性,均以发展成熟且经营稳定的企业为服务对象,而在具体的行政监管方面存在差异性(陈策和吕长江, 2011)。相较于主板上市企业,中小板上市企业的具有更为严苛的监管政策,例如中小板上市企业采用“年度报告说明会制度”,因此其具有较高水平的会计信息质量以及会计稳健性。

此外,王诗雨等(2019)研究表明,在对企业CSR信息披露的评价中,不同上市板块的投资者存在“偏好隔离”,具体表现为主板投资者对CSR信息披露持积极态度;而中小板投资者则对社会责任信息披露的“价值效应”持有不确定性态度。因此,主板上市企业通过社会责任信息披露树立良好的声誉,并有助于降低企业与外部信息不对称性,而中小板上市企业难以通过CSR信息披露向投资者释放企业经营相关信号。

基于对主板和中小板上市企业的监管制度和投资者偏好两方面分析,本文认

为，主板上市企业一方面信息不对称水平较高，CSR信息披露的边际效用大；另一方面由于投资者的积极响应，CSR信息披露更易发挥信号传递效用。因此，相较于中小板上市企业，主板上市企业的CSR信息披露对股价同步性降低作用更为显著。

本文按照上市板块将PSM样本划分为主板上市组和中小板上市组，回归结果见表6。列(1)和(2)汇报了混合OLS回归结果，其中主板上市公司POST*TREAT相关系数为-0.0537，在1%水平下表现为显著；而中小板上市企业POST*TREAT相关系数为0.0329，不再表现为显著。列(3)和(4)则汇报了FE回归结果，在主板上市组中POST*TREAT相关系数为-0.0532，在1%水平下表现为显著；而中小板上市企业POST*TREAT相关系数为0.0149，不再表现为显著。混合OLS回归与FE回归结果具有一致性，POST*TREAT相关系数均在主板上市组表现为显著负相关，而在FE回归中则不再显著。

综上说明，CSR信息披露与股价同步性的相关关系受到上市板块的调节作用。相较中小板上市企业，主板上市企业CSR信息披露对股价同步性的降低作用更为显著。

表6 CSR信息披露、上市板块与股价同步性

变量	SYN (OLS)		SYN (FE)	
	主板上市组	中小板上市组	主板上市组	中小板上市组
	(1)	(2)	(4)	(5)
POST	0.0116 (0.62)	-0.0017 (-0.02)	0.0596** (2.43)	0.0142 (0.09)
TREAT	0.0646*** (4.84)	-0.0194 (-0.30)	-0.0283 (-0.39)	0.1127 (0.38)
POST*TREAT	-0.0537*** (-3.65)	0.0349 (0.49)	-0.0532*** (-3.37)	0.0149 (0.20)
SIZE	0.0362*** (8.91)	0.0162 (0.78)	0.0110 (1.08)	-0.0010 (-0.02)
GROWTH	-0.0163 (-1.53)	0.0889* (1.78)	-0.0021 (-0.18)	0.1226* (1.67)
PRICE	-0.0027*** (-6.09)	-0.0040** (-2.55)	-0.0038*** (-6.32)	-0.0009 (-0.42)
ROA	-0.0290 (-0.28)	-1.1981** (-2.45)	-0.0541 (-0.40)	-1.6068** (-2.25)

LEV	-0.1067*** (-4.98)	-0.1698 (-1.52)	-0.1353*** (-3.44)	-0.2405 (-1.36)
PE	-0.0070*** (-3.11)	-0.0060 (-0.76)	-0.0058* (-1.88)	-0.0149 (-1.27)
CFC	-0.0090 (-0.18)	0.2734 (1.11)	-0.0810 (-1.34)	0.0122 (0.04)
TOPONE	0.0354 (1.38)	0.0109 (0.11)	0.0701 (1.19)	-0.1806 (-0.77)
BIG4	-0.0141 (-1.36)	-0.0532 (-1.16)	-0.0065 (-0.31)	-0.0383 (-0.46)
INSHOLD	-0.0193 (-0.98)	-0.1556*** (-2.66)	0.0035 (0.14)	-0.0990 (-1.04)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.3286	0.4531	0.3143	0.4974
样本数量	2689	179	2689	179

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

4.4.3 股权性质的调节作用

我国股市也被称为“政策市”，即政府通过政策调整以对股票市场产生影响，而股价同步性现象同样会受到政府行为的干预。唐松等（2011）指出，政治关联与股价同步性呈显著正向相关关系。通常，企业基于融资需求而向银行或其他资金融通方进行相关信息披露，而国有企业在融资方面具有天然的优势，具有政府的“隐性担保”。因此，相较于非国有企业，国有企业缺乏对外进行信息披露的动机，面临更大的信息不对称性。

此外，我国属于发展中国家，产权保护意识相对薄弱，因此可能存在套利机会。而政府干预行为则抑制了套利现象，进而降低公司基本面进入股价的可能性，并提升股价中噪声含量（陈冬华和姚振晔，2018）。基于此，国有企业在一定程度上具有更强的政治关联和政府干预动机，通过 CSR 信息披露能够有效弥补其信息不对称性，提升股价中特质性信息含量，以降低股价同步性。

本文将 PSM 样本按照股权性质划分为国有企业组和非国有企业组，回归结果见表 7。列(1)和(2)汇报了混合 OLS 回归结果，在国有企业组中 POST*TREAT 相关系数为-0.0513，在 1%水平下表现为显著；而在非国有企业组中 POST*TREAT 相关系数为-0.0434，不再表现为显著。列（3）和（4）则汇报了 FE 回归结果，

在国有企业组中 POST*TREAT 相关系数为-0.0498，在 1%水平下表现为显著；而在非国有企业组中 POST*TREAT 相关系数为-0.0556，仅在 10%水平下表现为显著，且两组间 POST*TREAT 相关系数差异通过费舍尔组合检验表现为显著。基于以上分析，混合 OLS 回归与 FE 回归结果具有一致性，POST*TREAT 相关系数均在国有企业中表现为显著负相关，而在非国有企业中则显著性大大降低甚至不再表现为显著。

综上所述，CSR 信息披露与股价同步性的相关关系受到股权性质的调节作用。相较于非国有企业，国有企业其 CSR 信息披露对股价同步性的降低作用更为显著。

表 7 CSR 信息披露、股权性质与股价同步性

变量	SYN (OLS)		SYN (FE)	
	国有企业组	非国有企业组	国有企业组	非国有企业组
	(1)	(2)	(4)	(5)
POST	0.0225 (1.03)	-0.0441 (-1.27)	0.0365 (1.28)	0.0709 (1.42)
TREAT	0.0616*** (4.06)	0.0566** (2.20)	0.0077 (0.05)	-0.1031 (-0.68)
POST*TREAT	-0.0513*** (-3.05)	-0.0434 (-1.56)	-0.0498*** (-2.74)	-0.0556* (-1.73)
SIZE	0.0384*** (8.20)	0.0348*** (4.41)	0.0302** (2.47)	-0.0164 (-0.89)
GROWTH	-0.0191 (-1.53)	-0.0064 (-0.34)	0.0024 (0.17)	-0.0065 (-0.28)
PRICE	-0.0029*** (-5.76)	-0.0024*** (-3.12)	-0.0034*** (-4.90)	-0.0038*** (-3.41)
ROA	0.0823 (0.65)	-0.4130** (-2.34)	-0.0879 (-0.54)	-0.3121 (-1.33)
LEV	-0.0975*** (-3.96)	-0.1775*** (-4.27)	-0.1738*** (-3.69)	-0.0571 (-0.79)
PE	-0.0053** (-2.01)	-0.0085** (-2.18)	-0.0036 (-1.01)	-0.0063 (-1.11)
CFC	-0.0336 (-0.57)	0.1637* (1.81)	-0.0896 (-1.29)	0.0214 (0.18)
TOPONE	0.0278	0.0105	0.1013	0.0698

	(0.95)	(0.20)	(1.48)	(0.62)
BIG4	-0.0150	-0.0106	0.0063	-0.0378
	(-1.28)	(-0.50)	(0.26)	(-0.94)
INSHOLD	-0.0334	-0.0610*	-0.0149	0.0158
	(-1.42)	(-1.95)	(-0.52)	(0.35)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.3242	0.3550	0.3050	0.3827
样本数量	2065	803	2065	803

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

第五章 稳健性检验

5.1 平行趋势假设检验

本文采用双重差分模型（DID）进行研究假设的检验，需满足实验组与对照组之间的平行趋势假设以保证 DID 模型的有效性。因此，本文采用事件研究法构建逐年的 POST 与 TREAT 交互项，并作为解释变量进行回归以验证平行趋势假设。为了避免出现完全共线性的问题，本文选取政策颁布前第三年的样本（即 2006 年的样本数据）作为参照组。

由表 8 可知，在政策颁布前的交互项（PRE1 和 PRE2）的系数均不显著，说明在社会责任信息强制披露政策颁布之前实验组与对照组之间不存在显著差异，即本文满足平行趋势假设。

表 8 平行趋势假设检验

变量	SYN
PRE2	0.0060 (0.49)
PRE1	0.0038 (0.35)
CURRENT	0.0103 (0.90)
POST1	0.0308** (2.44)

POST2	0.0208*
	(1.80)
POST3	0.0151
	(1.27)
年度	控制
调整 R ²	0.2600
样本数量	8861

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

5.2 平衡性检验

在本文研究假设的检验中，本文采用倾向得分匹配（PSM）的方法对实验组样本一对一匹配对照组样本，进而进行本文主效应、传导机制检验以及拓展性分析。而协变量在进行倾向得分匹配后，应进行平衡性检验以检验匹配效果。具体检验结果见表 9，各个协变量的标准化偏差在进行倾向得分匹配后均大幅下降，且绝对值均小于 10%。综上所述，本文的协变量均通过平衡性检验。

表 9 平衡性检验

协变量		均值		标准化偏差	t 检验	
		实验组	对照组		t 值	P 值
SIZE	匹配前	23.297	21.983	109.1%	50.03	0.000
	匹配后	22.980	22.955	2.1%	0.80	0.425
PRICE	匹配前	12.350	10.968	16.4%	7.39	0.000
	匹配后	12.299	12.745	-5.3%	-1.67	0.095
ROA	匹配前	0.044	0.035	25.1%	11.09	0.000
	匹配后	0.044	0.046	-5.7%	-1.96	0.050

5.3 安慰剂检验

如果股价同步性的降低是由于企业进行了 CSR 信息披露，则人为更换 CSR 信息披露时间后，双重差分倾向得分模型的估计结果将不再显著。为了避免上述结论仅是由于样本随时间变化而带来的安慰剂效应，本文参照钟马和徐光华（2017）的检验方法，改变 POST 的定义，选取 2006-2010 五年作为观察年份，

若当样本年度为 2006 年，则 POST 等于 0，其余年份 POST 等于 1，再次进行双重差分倾向得分模型检验。

回归结果如表 10 所示，测试结果表明在 DID-PSM 模型中，交互项 POST*TREAT 的回归系数在混合 OLS 模型和 FE 模型中均不再显著，本文结果具有稳健性。

表 10 安慰剂检验

变量	SYN (OLS)	SYN (FE)
	(1)	(2)
POST	0.0749*** (3.58)	0.0764** (2.54)
TREAT	0.0697*** (3.51)	0.0051 (0.03)
POST*TREAT	-0.0363 (-1.65)	-0.0394 (-1.53)
SIZE	0.0537*** (8.32)	0.0379 (1.44)
GROWTH	-0.0198 (-1.30)	-0.0217 (-1.01)
PRICE	-0.0027*** (-4.21)	-0.0029*** (-2.60)
ROA	0.0787 (0.50)	-0.7000** (-2.58)
LEV	-0.1073*** (-3.21)	-0.0563 (-0.69)
PE	-0.0008 (-0.26)	0.0042 (0.79)
CFC	-0.1204 (-1.61)	-0.1646 (-1.44)
TOPONE	0.0489 (1.31)	0.0476 (0.31)
BIG4	-0.0239 (-1.29)	0.0017 (0.04)
INSHOLD	-0.0461 (-1.63)	-0.0866* (-1.81)

行业	控制	控制
年度	控制	控制
调整 R ²	0.3674	0.4178
样本数量	926	926

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

5.4 替换被解释变量

本文采用综合市场总市值平均法（即市场及行业采用总市值加权平均法）计算股价同步性指标。为了确保回归结果的稳健性，本文再次采用分市场流通市值平均法（市场及行业采用流通市值加权平均法）计算新的股价同步性指标，并再次检验本文的 H1。

回归结果见表 11。本文同时采用混合 OLS 回归和 FE 回归，列（1）和（2）分别列示了在 OLS 回归中 DID-PSM 模型和 DID 模型的回归结果。如下表所示，在 DID 回归中，POST*TREAT 相关系数为-0.0332，在 1%水平下显著；在 DID-PSM 回归中，POST*TREAT 相关系数为-0.0311，在 5%水平下显著。列（3）和（4）分别列示了在 FE 回归中 DID-PSM 模型和 DID 模型的回归结果，同样，POST*TREAT 相关系数在 DID 模型和 DID-PSM 中均显著为负。

表 11 替换被解释变量后主效应检验

变量	SYN' (OLS)		SYN' (FE)	
	PSM 样本	全样本	PSM 样本	全样本
	(1)	(2)	(3)	(4)
POST	-0.0355* (-1.93)	-0.0188* (-1.78)	0.0137 (0.57)	0.0061 (0.49)
TREAT	0.0395*** (3.00)	0.0443*** (5.47)	0.0383 (0.50)	0.2134*** (2.98)
POST*TREAT	-0.0311** (-2.14)	-0.0332*** (-3.79)	-0.0379** (-2.43)	-0.0341*** (-4.00)
SIZE	0.0406*** (10.30)	0.0407*** (17.53)	0.0226** (2.36)	0.0261*** (5.07)
GROWTH	-0.0280*** (-2.76)	-0.0257*** (-3.99)	-0.0165 (-1.50)	-0.0216*** (-3.34)
PRICE	-0.0023*** (-5.56)	-0.0025*** (-9.06)	-0.0038*** (-6.36)	-0.0036*** (-10.06)

ROA	-0.2811*** (-2.76)	-0.0467 (-0.78)	-0.3226** (-2.46)	0.0198 (0.28)
LEV	-0.1431*** (-6.78)	-0.1163*** (-8.91)	-0.1731*** (-4.60)	-0.1103*** (-5.25)
PE	-0.0049** (-2.22)	-0.0051*** (-3.88)	-0.0013 (-0.43)	-0.0021 (-1.28)
CFC	0.0660 (1.30)	0.0071 (0.24)	0.0553 (0.90)	-0.0163 (-0.50)
TOPONE	0.0169 (0.68)	0.0180 (1.18)	0.1172** (2.11)	0.0271 (0.86)
BIG4	-0.0156 (-1.51)	-0.0074 (-1.17)	0.0041 (0.19)	0.0154 (1.17)
INSHOLD	-0.0677*** (-3.64)	-0.0545*** (-4.93)	-0.0062 (-0.25)	-0.0365*** (-2.70)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.3384	0.3317	0.3193	0.2948
样本数量	2850	7585	2850	7585

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

第六章 结论

6.1 结论与启示

当前，社会责任承担成为企业经营发展的重要内容，而 CSR 信息披露作为企业向外界展示企业社会责任承担状况的传声筒，其经济后果受到了学术界的广泛关注和研究。现有关于 CSR 信息披露的研究文献提出两种对立观点：一方面，“价值创造观”的支持者基于信息不对称理论、声誉理论等指出社会责任信息披露具有积极作用，最终能有效提升企业价值；而另一方面，“掩饰效应观”的支持者则基于委托代理理论，认为 CSR 信息披露是管理层掩饰自利行为的工具，并带来消极影响。

在我国，CSR 信息披露制度经过三十年来的发展呈现出规范化、精细化以及适用对象普遍化等特点。2008 年 12 月颁布的强制部分上市企业进行 CSR 信息披露的联合通知极大程度上推动了我国 CSR 信息披露制度的发展，也为开展 CSR 信息披露的经济后果研究提供了良好的准自然实验。现有文献中，学者们

多基于企业财务绩效的视角探究社会责任信息披露的影响，而鲜有研究关注企业的资本市场表现。本文基于这一强制企业 CSR 信息披露的外生政策，探究了在股价同步性语境下 CSR 信息披露到底发挥了“价值效应”还是“掩饰效应”，并进一步探究其中的作用机制。

本文基于 DID-PSM 的方法，研究发现 CSR 信息披露显著降低了股价同步性，发挥了“价值效应”。进一步，本文通过机制分析发现 CSR 信息披露主要通过降低企业与外部利益相关者间的信息不对称，以提供更多公司特质性信息进而降低股价同步性，并最终提升资本定价效率。此外，本文还进行了关于市场化进程、上市板块和股权性质调节作用的拓展性分析。研究表明：（1）市场化进程正向调节了 CSR 信息披露与股价同步性的关系。相较于处于欠发达地区企业，处于发达地区的企业的 CSR 信息披露更好地发挥了价值创造效应；（2）与中小板上市企业相比，主板上市企业中 CSR 信息披露与股价同步性的关系更加显著；（3）股权性质也显著影响了 CSR 信息披露与股价同步性的相关关系。相较于非国有企业，国有企业 CSR 信息披露对股价同步性的降低作用更为显著。此外，通过 DID 前的平行趋势检验、PSM 后的平衡性检验、安慰剂检验和替换被解释变量等稳健性检验，本文研究结论依然成立。

本文研究发现 CSR 信息披露有助于降低股价同步性，提升资本定价效率。本文具有如下启示：第一，基于良好的外生政策场景，本文通过 DID-PSM 的研究方法检验了 CSR 信息披露与股价同步性的关系，改善了以往研究存在的内生性问题，并提供了新的经验证据；第二，本文进一步进行机制检验，基于信息不对称理论完善了 CSR 信息披露对股价同步性的作用机制；第三，本文又分别从市场化进程、上市板块和股权性质的视角，探究了相关异质性因素对社会责任信息披露与股价同步性关系的影响，丰富了相关理论研究。

本文认为，在股价同步性的语境下 CSR 信息披露发挥了价值创造效应，具有积极影响。企业不应把 CSR 信息披露仅作为一种政策约束性行为，更应该当作实现自身价值提升的有效路径，从而更加积极地承担社会责任并进行 CSR 信息披露，以促进企业和社会的共同发展。

6.2 不足与展望

本文还存在以下不足之处：

第一，本文机制检验变量为信息不对称，而在现有研究文献中尚未找到测量效度较高的代理变量。本文参照相关研究，选取使用较为普遍的非流动比率衡量企业信息不对称程度。

第二，受本人知识积累和研究能力限制，在本文的研究模型中可能还存在未

识别的变量，对 CSR 信息披露与股价同步性的相关关系产生影响。这些问题都有待进一步修正与改善。

参考文献

- [1]陈策,吕长江.上市板块差异对会计稳健性的影响——来自A股主板和中小板民营企业的实证检验[J].会计研究,2011,31(09):32-39+96-97.
- [2]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(01):156-173.
- [3]高扬,赵昆,王耀君.社交媒体关注度、流动性与信息不对称[J].统计与决策,2021,37(01):170-173.
- [4]高勇强,陈亚静,张云均.“红领巾”还是“绿领巾”:民营企业慈善捐赠动机研究[J].管理世界,2012,27(08):106-114+146.
- [5]何贤杰,肖土盛,陈信元.企业社会责任信息披露与公司融资约束[J].财经研究,2012,38(08):60-71+83.
- [6]胡军,王甄.微博、特质性信息披露与股价同步性[J].金融研究,2015,57(11):190-206.
- [7]黄俊,郭照蕊.新闻媒体报道与资本市场定价效率——基于股价同步性的分析[J].管理世界,2014,29(05):121-130.
- [8]金智.新会计准则、会计信息质量与股价同步性[J].会计研究,2010,30(07):19-26+95.
- [9]李莉,闫斌,顾春霞.知识产权保护、信息不对称与高科技企业资本结构[J].管理世界,2014,29(11):1-9.
- [10]李新丽,万寿义.社会责任信息披露与资本市场定价效率——基于股价同步性视角[J].现代财经(天津财经大学学报),2019,39(06):45-60.
- [11]屈文洲,谢雅璐,叶玉妹.信息不对称、融资约束与投资—现金流敏感性——基于市场微观结构理论的实证研究[J].经济研究,2011,46(06):105-117.
- [12]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.
- [13]沈洪涛,王立彦,万拓.社会责任报告及鉴证能否传递有效信号?——基于企业声誉理论的分析[J].审计研究,2011,26(04):89-95.
- [14]史永,张龙平.XBRL财务报告实施效果研究——基于股价同步性的视角[J].会计研究,2014,34(03):3-10+95.
- [15]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,2017,32(11):146-157.
- [16]王诗雨,汪官镇,陈志斌.企业社会责任披露与投资者响应——基于多层次资本市场的研究[J].南开管理评论,2019,22(01):153-167.
- [17]王亚平,刘慧龙,吴联生.信息透明度、机构投资者与股价同步性[J].金融研究,2009,51(12):162-174.
- [18]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,2014,56(08):178-191.
- [19]肖浩,孔爱国.融资融券对股价特质性波动的影响机理研究:基于双重差分模型的检验[J].管理世界,2014,29(08):30-43+187-188.
- [20]许罡.企业社会责任报告强制披露对资产误定价的影响:信息揭示还是掩饰?[J].经济与管理研究,2020,41(07):61-76.
- [21]许年行,洪涛,吴世农等.信息传递模式、投资者心理偏差与股价“同涨同跌”现象[J].

- 经济研究, 2011, 56(04): 135-146.
- [22] 钟马, 徐光华. 强制型社会责任披露与公司投资效率——基于准自然实验方法的研究[J]. 经济管理, 2015, 37(09): 146-154.
- [23] 钟马, 徐光华. 社会责任信息披露、财务信息质量与投资效率——基于“强制披露时代”中国上市公司的证据[J]. 管理评论, 2017, 29(02): 234-244.
- [24] 朱红军, 何贤杰, 陶林. 中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗——基于股价同步性和股价信息含量的经验证据[J]. 金融研究, 2007, 49(02): 110-121.
- [25] 唐松, 胡威, 孙铮. 政治关系、制度环境与股票价格的信息含量——来自我国民营上市公司股价同步性的经验证据[J]. 金融研究, 2011, 53(07): 182-195.
- [26] 陈冬华, 姚振晔. 政府行为必然会提高股价同步性吗?——基于我国产业政策的实证研究[J]. 经济研究, 2018, 53(12): 112-128.
- [27] Amihud Y. Illiquidity and Stock Returns: Cross-section and Time-series Effects [J]. Journal of Financial Markets, 2002, 5(01): 31-56.
- [28] Chaney P K, Lewis C M. Earnings management and firm valuation under asymmetric information [J]. Journal of Corporate Finance, 1995, 1(3-4): 319-345.
- [29] Chen Y C, Hung M Y, Wang Y X. The Effect of Mandatory CSR Disclosure on Firm Profitability and Social Externalities: Evidence from China [J]. Journal of Accounting and Economics, 2017, 65(01): 169-190.
- [30] Cheng B, Ioannou I, Serafeim G. Corporate Social Responsibility and Access to Finance [J]. Strategic Management Journal, 2014, 35(01): 1-23.
- [31] Dhaliwal, Li D, Tsang O Z 等. Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2014, 33(04): 328-355.
- [32] Durnev A, Morck R, Yeung B 等. Does Greater Firm-Specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing? [J]. Journal of Accounting Research, 2003, 41(05): 797-836.
- [33] Gao Y. Corporate Social Performance in China: Evidence from Large Companies [J]. Journal of Business Ethics, 2009, 89(01): 23-35.
- [34] Gul F A, Kim J B, Qiu A A. Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit Quality and Stock Price Synchronicity: Evidence from China [J]. Journal of Financial Economics, 2010, 95(03): 425-442.
- [35] Irani R M, Oesch D. Monitoring and corporate disclosure: Evidence from a Natural Experiment [J]. Journal of Financial Economics, 2013, 109(02): 398-418.
- [36] Jayaraman S, Wu J S. Is Silence Golden? Real Effects of Mandatory Disclosure [J]. The Review of Financial Studies, 2019, 32(06): 2225-2259.
- [37] Jin L, Myers S C. R^2 around the World: New Theory and New Tests [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79(02): 257-292.
- [38] King B. Market and Industry Factors in Stock Price Behavior [J]. Journal of Business, 1966, 39(01): 139-190.
- [39] Liu L, Tian G G. Mandatory CSR Disclosure, Monitoring and Investment Efficiency: Evidence from China [J]. Accounting and Finance, 2019, 58(05): 1581-1612.
- [40] Morck R, Yeung B, Yu W. The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets have Synchronous Stock Price Movements? [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(01): 215-260.

[41]Roll R.“R²”[J].Journal of Finance,1988,43(03):545-566.

[42]Zeff S A.The Rise of “Economic Consequences”[J].The Journal of Accountancy,
1978,146(06):56-63.

致 谢

荏苒春冬去，不知不觉大学四年时光悄然流逝。回想起在翠英山下读书的日子，充实而美好。四年的时间或许不长，但让我变成了更好的自己，我也深深感激着在这段时光里给予我帮助与支持的师长和亲人。

在此，我想由衷感谢我的班主任孙岩老师对我的关怀和指导；感谢所有授予我专业课程知识的老师们，他们丰富的专业知识，幽默风趣的讲课风格和认真负责的态度都教导我太多，也让我在未来职业规划和发展方向上有了更加明确和坚定的目标。

特别感谢我的毕业论文指导老师，王雷副教授。是他带我走进科研实践的大门，还记得在我遇到难题时，他耐心、细致地为我解答。从国家级大学生创新创业实践到毕业论文，王老师都以认真、严谨的科研态度悉心指导，我在科研实践中的所有收获都离不开他的帮助和指导。

最后，衷心感谢我的亲人和朋友，感谢他们对我的鼓励与支持。感谢兰州大学管理学院这个温暖的大家庭，我为成为一名兰大管院人而感到骄傲和自豪。

自强不息，独树一帜。未来的路上我必牢记母校的校训，不负师长的教诲，努力学习，不负韶华。

毕业论文(设计)成绩表

<p>导师评语</p> <p>论文从从吸证同宗性视角对社会责任信息披露的经济后果。以2006-2019年上市公司的数据实证检验了社会责任信息披露与吸证同宗性的关系及其传导机制,并进一步探讨了异质性因素调节作用。得到的结论是:较强的理论和实践价值。</p> <p>论文选题新颖,结构严谨,层次分明,逻辑清晰,语言流畅。重点突出,格式规范,得到的结论是:较强的科学性和可靠性。该同学扎实的知识和扎实的科研能力,经济上这是一篇优秀的毕业论文。</p>	
<p>建议成绩 <u>优秀</u></p>	<p>指导教师(签字) <u>王雷</u></p>
<p>答辩委员会意见</p> <p>答辩委员会负责人(签字) _____</p>	
<p>成绩 _____</p>	<p>学院(盖章) _____</p> <p>年 月 日</p>