第 38 卷 第 8 期
2012 年 8 月

财经研究
Journal of Finance and Economics

Vol. 38 No. 8
Aug. 2012

企业社会责任信息披露与公司融资约束*

何贤杰[1],肖土盛[2],陈信元[1]

(1. 上海财经大学 会计与财务研究院,上海 200433;
2. 上海财经大学 会计学院,上海 200433)

摘　要:2006 年以来,监管部门陆续制定和出台了一系列与企业社会责任信息披露有关的政策和法规,要求上市公司披露企业社会责任报告。文章考察了企业社会责任信息披露制度的实施能否有效降低公司信息不对称,进而缓解公司融资约束。研究结果显示,相对于未披露社会责任报告的公司,披露公司的融资约束程度显著较低;同时,在披露公司样本中,信息披露质量越高,融资约束程度越低。在尽可能控制内生性问题的影响后,上述结论仍然成立。进一步的研究还发现,企业社会责任信息披露能够为上市公司带来融资便利,有助于其进行股权再融资。这些证据支持了企业社会责任信息披露在一定程度上改善了公司的信息环境,缓解了公司融资约束程度。

关键词:企业社会责任信息;非财务信息披露;融资约束

中图分类号:F275;F830.9　**文献标识码**:A　**文章编号**:1001-9952(2012)08-0060-13

一、引　言

企业社会责任问题是近年来公众和舆论关注的焦点问题之一。一个不容忽视的现象是,公众对一个企业或者企业家是否成功的评价标准,已不仅仅是企业的经济效益,并开始考量他们对社会负责任的态度和行动,以及能否引领整个社会的价值导向正确的方向发展。企业在社会责任上的良好表现往往能够提升其声誉,相关信息开始成为投资者评价企业潜在风险和收益的重要因素。企业的利益相关方和潜在投资者对企业社会责任表现的信息需求日益强烈。在这一背景下,监管部门自 2006 年开始陆续制定和出台了一系列与企业社会责任信息披露有关的政策和法规,要求部分上市公司在披露年报的同时披露企业社会责任报告。政策出台后,披露社会责任报告的上市公司数量大

收稿日期:2012-03-29

基金项目:国家自然科学基金面上资助项目(71172144);教育部人文社会科学重点研究基地重大资助项目(11JJD790008);上海市晨光计划资助项目(11CG39)

作者简介:何贤杰(1981—),男,浙江宁波人,上海财经大学会计与财务研究院讲师,博士;
肖土盛(1987—),男,江西赣州人,上海财经大学会计学院博士生;
陈信元(1964—),男,浙江宁波人,上海财经大学会计与财务研究院教授,博士生导师。

幅增加,企业社会责任信息开始成为上市公司信息披露的重要内容,引起了实务界和学术界的极大关注。然而,企业社会责任信息披露相关政策和法规的实施效果如何,我们知之甚少。对这一问题进行研究不仅有助于我们加深对我国上市公司履行企业社会责任行为的认识,还可为相关政策的后续完善提供理论和实证依据,因而具有重要的理论价值和现实意义。

本文利用我国上市公司企业社会责任报告的相关数据,考察了企业社会责任信息披露制度的实施效果。研究结果表明,企业社会责任信息披露扮演着与财务信息披露类似的角色,能够降低企业的信息不对称,进而缓解公司融资约束程度。进一步,本文还考察了企业社会责任信息披露与上市公司再融资行为的关系。结果显示,企业社会责任信息披露质量越高,公司获得股权再融资的机会和融资金额也越高。

本文的创新在于:第一,现有文献主要从公司资本成本、分析师盈利预测行为等方面考察了企业社会责任信息披露的影响(Dhaliwal 等,2011,2012),本文则以新兴市场上市公司的数据从公司融资约束的角度提供了企业社会责任信息披露经济后果的经验证据,这有助于我们进一步理解企业社会责任影响公司价值的作用机制和途径。第二,本文采用多个维度指标衡量企业社会责任信息披露质量,丰富和补充了企业社会责任信息披露的计量体系。第三,本文的研究成果对监管层、股东、债权人以及上市公司的其他利益相关方也具有一定的启示,有助于政府相关部门更好地了解企业社会责任信息披露制度的实施效果。

二、制度背景、文献回顾与研究假说

(一)我国企业社会责任信息披露制度

我国上市公司社会责任信息披露制度的建立主要从 2006 年开始。2006 年之前,企业披露社会责任信息一般属于自愿行为,尚不存在政府部门颁布的专门的指引或规定。

2006 年 9 月,深圳证券交易所首次颁布了《上市公司社会责任指引》,鼓励上市公司建立完善的社会责任制度,定期检查公司社会责任制度的执行情况,形成社会责任报告,并与年度报告同时披露(孟晓俊等,2010)。这一指引是我国资本市场监管方发布的首个企业社会责任披露规范。

2008 年 5 月,上海证券交易所发布了《关于加强上市公司社会责任承担工作的通知》,并推出《上海证券交易所上市公司环境信息披露指引》。上交所的这一指引虽然在具体内容上与深交所存在一定差异,但总体思想和精神基本一致,同样鼓励上市公司完善企业社会责任制度,并在披露公司年度报告的同时在上交所网站披露公司的年度社会责任报告。2008 年底,两地交易所又进一步对企业社会责任的相关规范进行了补充和完善。2008 年 12 月,上交

所明确要求A+H股、上证公司治理板块、金融板块上市公司在发布年报的同时披露社会责任报告,同时鼓励其他有条件的公司披露社会责任报告。同时,深交所也要求纳入深证100指数的上市公司披露社会责任报告,鼓励其他公司也披露社会责任报告。

上述规范和指引的陆续出台对我国企业社会责任信息披露制度的建立和完善发挥了重要的推动作用。同时,作为一项新的政策和规范,仍然有待后续完善。因此,迫切需要相关的研究对现有披露制度的实施效果进行评估。

(二)企业社会责任信息披露相关研究回顾

企业社会责任信息披露问题是当前学术研究的热点之一,近期国外研究的一个重要方向是考察企业社会责任信息披露与信息不对称、资本成本的关系。不少研究发现,企业社会责任信息披露能够显著降低信息不对称程度,进而降低资本成本,改善公司融资环境。例如,Richardson等(2001)以加拿大324家公司为样本,发现企业社会责任信息披露能够减少信息不对称的程度,降低预测风险和流动性风险,进而降低权益资本成本。Goss等(2011)的研究表明,披露企业社会责任信息的公司能够以较低的利率获得银行贷款,并且贷款期限更长。Dhaliwal等(2011)发现企业在披露社会责任信息后,信息不对称程度降低,且资本成本显著下降。换言之,企业社会责任信息披露与公司资本成本负相关。此外,Dhaliwal等(2012)发现,披露企业社会责任信息的上市公司的分析师盈余预测误差更低,并且这一现象在公司透明度较低的国家更为明显。这些结果支持了企业社会责任信息披露能够改善公司信息环境,增加信息透明度,降低信息不对称程度。

近年来,企业社会责任问题也引起了国内学者极大的研究热情和兴趣。部分学者从理论层面对我国企业社会责任相关问题进行探讨(冯巧根,2009;张兆国等,2009;孟晓俊等,2010),而有关企业社会责任信息披露的实证研究则主要集中在企业社会责任信息披露的影响因素和经济后果两方面。沈洪涛(2007)主要考察了公司特征对企业社会责任信息披露的影响。陈玉清等(2005)和宋献中等(2007)考察了企业社会责任信息披露对投资者来说是否具有决策价值;刘长翠等(2006)、朱松(2011)等则考察了企业社会责任信息披露的价值相关性。本文从公司融资约束的角度进一步探讨企业社会责任信息披露的经济后果,这有助于我们理解企业社会责任信息披露影响公司价值的具体路径。

(三)研究假说

经典财务理论认为在完美的资本市场中,公司的外部资本和内部资本可以完全替代,其投资行为与财务状况无关(Modigliani等,1958)。然而,现实世界中由于信息不对称等摩擦因素的存在,公司外部融资成本高于内部资本成本,限制了公司的投资,从而产生融资约束。Myers和Majluf(1984)等建立

的融资优序理论指出,公司的融资约束与信息不对称程度正相关。而根据信息披露理论,公司的信息不对称程度在很大程度上由其信息披露政策和实践决定,完善的信息披露能够有效降低公司的信息不对称程度,进而降低外部融资成本。这一理论也得到了经验证据支持。不少研究发现,信息披露水平的提高能够显著降低企业的信息不对称程度,进而对公司股票流动性、外部融资成本等产生有益的影响(Leuz 等,2000)。

企业信息披露从内容上可分为财务信息和非财务信息。现有的理论和实证研究表明,非财务信息与财务信息类似,也是外部投资者了解公司状况的重要信息来源。Fama 等(1971)指出,非财务信息披露有助于降低公司的信息不对称,减少投资者的不确定性或风险,进而降低公司的交易成本。而作为公司非财务信息的重要组成部分,企业社会责任信息自然也不例外。Verrecchia(2001)就指出,企业社会责任信息越来越受到市场的关注,扮演着与财务信息类似的角色,能够降低企业信息不对称程度。一般而言,良好的企业社会责任信息披露可以给银行等债权人以及资本市场的投资者提供更多的非财务信息,以有助于他们对公司未来的收入、成本、风险和业绩等做出更好的判断,降低他们评估公司时的不确定性。在极端情况下,如果公司信息非常不透明,那么外部资金提供者就无法对公司未来的业绩和风险进行评估,也就不会为公司提供资金。因此,企业社会责任信息披露质量越高,公司与外部资金提供者之间的信息不对称程度越低,在其他条件一定时公司越容易获得外部资本,融资约束越小。这是企业社会责任影响公司融资约束的第一条可能路径。

良好的企业社会责任实践还有助于企业树立良好的社会形象,提高企业声誉,增强投资者对企业的信心,从而使企业更容易或以更低的成本获得资金,进而缓解企业融资约束程度。Fombrun 和 Shanley(1990)等研究发现,良好的企业社会责任实践能够提升公司声誉,并对公司的长期业绩和价值带来积极影响。通常而言,声誉高的公司更容易获取银行等债权人的贷款(Goss 等,2011),从而缓解融资约束。这是企业社会责任影响公司融资约束的第二条可能的路径。

在我国的制度背景下,企业社会责任表现还会影响监管层对再融资申请的审核,从而影响其融资能力。例如,为督促重污染行业上市公司切实履行必要的社会责任,国家环境保护部于 2003 年颁布了《关于对申请上市的企业和申请再融资的上市企业进行环境保护核查的规定》,要求对拟申请再融资且再融资募集资金投资于重污染行业的上市企业进行环境保护核查,对于环保核查不达标的企业其再融资申请将不予核准。近年来,锡业股份、驰宏锌锗、焦作万方等均因环保核查不过关而被环保部勒令整改,其再融资因此被暂时冻结。所以,企业的社会责任表现,还可能通过我国的再融资监管路径影响其融资约束。这是企业社会责任影响公司融资约束的第三条可能路径。

综上所述,我们预期良好的企业社会责任信息披露政策和实践,能够降低企业的信息不对称程度,提升企业声誉,进而缓解公司的融资约束。据此,本文提出如下研究假说。

假说1:相对于未披露企业社会责任报告的公司,披露公司的融资约束程度较低。

假说2:在披露企业社会责任报告的公司中,披露质量越高,其融资约束程度越低。

三、样本选择和研究设计

(一)样本选择和数据来源

本文所用的上市公司财务数据和股价数据来自CSMAR数据库,企业社会责任报告的评级得分数据来自于润灵环球责任评级公司。该评级得分主要反映了上市公司社会责任信息的披露质量。从2008年开始,我国相关监管部门要求部分上市公司披露企业社会责任报告,因此本文选取的样本期间为2008—2009年。根据润灵环球责任评级的监测,上市公司在2008年和2009年共披露了842份独立的企业社会责任报告。为了使样本更符合本文的研究需求,我们剔除了金融保险类公司样本以及相关财务数据缺失的样本,最终得到观测样本共2 754个,其中披露企业社会责任报告的公司样本736个,未披露的公司样本2 018个。此外,本文对所有连续变量在总样本上下2%的水平进行了winsorize处理。

(二)研究设计

本文主要运用Almeida等(2004)构建的现金—现金流敏感性模型衡量企业融资约束程度。这一模型的基本原理为:公司融资约束会影响其现金持有政策,融资约束较严重的企业将提取较多的现金,保持较高的现金持有量和流动性,以便于未来进行投资,此时企业的现金—现金流敏感性较高。换言之,融资约束越严重的企业,现金—现金流敏感性越高。Almeida等(2004)认为该模型能够较好地克服早期以投资—现金流敏感性作为衡量方法存在的问题(Fazzari等,1988)。Almeida等(2004)的基本模型如下:

$$\begin{aligned}\Delta Cash = {} & \alpha_0 + \alpha_1 CF + \alpha_2 Size + \alpha_3 TobinQ + \alpha_4 \Delta STD + \alpha_5 \Delta NWC \\ & + \alpha_6 Expenditure + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \end{aligned} \tag{1}$$

其中,△Cash表示公司现金持有量的变动,等于本期公司现金及现金等价物净增加额除以期末总资产。CF衡量企业经营现金流量,等于公司经营活动现金流量净额除以期末总资产。Size为公司期末总资产的自然对数,用于控制公司的规模。一般而言,公司规模越大,则声誉越高,营业收入也越稳定,越容易获得银行信贷支持,从而对内部资金的依赖较小,持有的现金也越少。TobinQ表示公司成长性,等于期末公司股票总市值与负债账面价值之和除以期

末总资产。公司成长性越好,盈利能力越强,则倾向于持有越多的投机性现金。△STD 表示公司短期流动负债的变动,等于本期公司流动负债增加额除以期末总资产。短期债务既可用于替代现金支付,也可作为企业现金的一种来源,因此其对公司现金持有具有正反两方面的效应。△NWC 表示公司营运资本的变动,等于本期公司净营运资本增加额除以期末总资产。与短期流动负债类似,营运资本既可以作为现金的替代,也可以作为现金的一种来源。Expenditure 表示公司资本支出,等于本期公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金除以期末总资产。此外,我们还控制了行业和年度因素。这里,CF 的系数 α_1 即为现金—现金流敏感度,数值越大表明公司对内部资金的依赖越强,融资约束越严重。

为检验本文的假说 1,我们在模型(1)的基础上加入了哑变量 CSR_D 及其与 CF 的交互项。若样本公司在本年度披露企业社会责任报告,则 CSR_D 取值为 1,否则为 0。扩展后的回归模型如下:

$$\begin{aligned}\Delta Cash = {} & \beta_0 + \beta_1 CF + \beta_2 CSR_D + \beta_3 CSR_D \times CF + \beta_4 Size \\ & + \beta_5 TobinQ + \beta_6 \Delta STD + \beta_7 \Delta NWC + \beta_8 Expenditure \\ & + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \qquad (2)\end{aligned}$$

其中,交互项 $CSR_D \times CF$ 的系数 β_3 反映了是否披露企业社会责任报告对公司融资约束的影响。根据假说 1,我们预期该系数显著为负。

进一步,为检验本文的假说 2,我们仅考察披露企业社会责任报告的公司样本,分析企业社会责任信息披露质量与公司融资约束程度的关系。具体构建模型如下:

$$\begin{aligned}\Delta Cash = {} & \beta_0 + \beta_1 CF + \beta_2 CSR + \beta_3 CSR \times CF + \beta_4 Size + \beta_5 TobinQ \\ & + \beta_6 \Delta STD + \beta_7 \Delta NWC + \beta_8 Expenditure \\ & + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \qquad (3)\end{aligned}$$

其中,CSR 反映企业社会责任信息披露质量,本文分别采用润灵环球责任评级公司的评级得分和企业社会责任报告的页数来衡量。润灵环球责任评级公司对上市公司披露的社会责任报告进行了评级打分,评级得分越高表示披露质量越高。此外,一般来说,企业社会责任报告越长,披露的越详尽,披露质量越高(Abbott 等,1979)。本文取企业社会责任报告评级得分和报告页数的自然对数,分别以 CSR_{SCORE} 和 CSR_{Page} 表示,数值越大表示企业社会责任信息披露质量越高。根据假说 2,我们预期交互项 CSR×CF 的系数 β_3 显著为负。

四、实证分析

(一)描述性统计

表 1 报告了主要变量的描述性统计结果。从表 1 可以发现,披露和未披

露企业社会责任报告的公司样本的现金持有量变动无显著差异。然而,两者在其他公司特征方面则存在显著差别。具体来说,相对于未披露公司样本($CSR_D=0$),披露公司样本($CSR_D=1$)的经营现金流量、公司规模、短期流动负债变动和资本支出均较大,而公司成长性和营运资本变动则较小。因此,我们在回归模型中对这些公司特征变量亦加以控制。

表 1 主要变量的描述性统计

变量	$CSR_D=0$(N=2 018)			$CSR_D=1$(N=736)			均值差异(t 统计值)	中位数差异(z 统计值)
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差		
△Cash	0.0245	0.0132	0.0715	0.0230	0.0146	0.0640	−0.54	0.40
CF	0.0512	0.0476	0.0799	0.0619	0.0567	0.0736	3.30***	3.34***
Size	21.459	21.402	1.0122	22.699	22.620	1.2815	23.68***	21.80***
TobinQ	3.0072	2.5127	1.7205	2.4163	1.9605	1.4867	−8.84***	−10.94***
△STD	0.0409	0.0385	0.1133	0.0588	0.0489	0.1039	3.92***	3.32***
△NWC	0.0318	0.0243	0.1024	0.0278	0.0227	0.0972	−0.94***	−0.36
Expenditure	0.0513	0.0360	0.0500	0.0635	0.0484	0.0533	5.39***	6.28***
CSR_{SCORE}				3.3678	3.3256	0.2802		
CSR_{Page}				2.2199	2.0794	0.7476		

注:*、** 和 *** 分别表示在 10%、5%和 1%的水平上显著,下表同。

(二)对假说 1 的检验

表 2 报告了运用模型(2)对本文假说 1 进行检验的结果。从表 2 可以发现,无论是采用总样本还是分年度样本,交互项 $CSR_D\times CF$ 的系数均在 1%或 5%的水平上显著为负。这一结果说明披露企业社会责任信息的公司的融资约束程度显著较低。从总样本回归结果来看,相对于未披露企业社会责任报告的公司样本,披露公司样本所面临的融资约束程度下降约 30%(0.0941/0.3256),具有经济上的显著性,从而支持了本文的假说 1。

表 2 是否披露企业社会责任信息对公司融资约束程度的影响(因变量为△Cash)

变量/参数	2008 年样本		2009 年样本		总样本	
	系数	t 统计值	系数	t 统计值	系数	t 统计值
Constant	0.0924**	2.39	0.0560	1.54	0.0775***	2.94
CF	0.3115***	15.45	0.3394***	16.05	0.3256***	22.33
CSR_D	0.0026	0.56	0.0017	0.44	0.0024	0.79
$CSR_D\times CF$	−0.0936**	−2.21	−0.0869**	−2.15	−0.0941***	−3.24
Size	−0.0044***	−2.62	−0.0025	−1.58	−0.0034***	−2.91
TobinQ	−0.0024*	−1.87	−0.0014	−1.50	−0.0017**	−2.32
△STD	0.2717***	20.07	0.2850***	20.65	0.2808***	29.09
△NWC	0.3732***	25.16	0.4700***	31.99	0.4236***	40.65
Expenditure	−0.1101***	−3.65	−0.0498*	−1.75	−0.0832***	−4.00
Industry	控制		控制		控制	
Year					控制	
N	1 325		1 429		2 754	
Adj. R^2	0.470		0.498		0.480	

为使上述结论更加稳健,我们进行了以下检验,以尽可能控制内生性或样本自选择的影响。

首先,公司是否披露社会责任报告可能存在严重的自选择问题。参照沈洪涛(2007)和 Dhaliwal 等(2011)的研究,本文采用 Heckman(1979)两阶段模型,第一阶段对公司是否披露社会责任报告的选择模型进行回归,如模型(4)所示,第二阶段把第一阶段模型估计得到的自选择相关系数 Lambda 代入模型(2)重新进行回归。

$$\begin{aligned} CSR_D = {} & \gamma_0 + \gamma_1 Size + \gamma_2 ROE + \gamma_3 Lev + \gamma_4 FIN + \gamma_5 TobinQ \\ & + \gamma_6 SOE + \gamma_7 CG + \gamma_8 HHI + \sum Industry + \sum Year + \xi \end{aligned} \tag{4}$$

这里,Size、ROE、Lev、FIN、TobinQ、SOE、CG 和 HHI 分别代表公司规模、盈利能力、资产负债率、再融资需求、成长性、最终控制人性质、公司治理水平和行业竞争程度(白重恩等,2005)。与表 2 的 OLS 估计结果相比,Heckman(1979)两阶段模型的回归结果显示,自选择相关系数 Lambda 在 1%的水平上显著为正,说明内生性的影响显著;同时,交互项 $CSR_D \times CF$ 的系数仍在 1%的水平上显著为负,本文主要结论未发生实质性变化。

其次,我们在原模型的基础上控制了公司治理水平。企业社会责任报告的披露可能与公司治理水平有关,治理水平较好的公司可能更倾向于披露企业社会责任报告,因而 CSR_D 可能仅是反映公司治理水平的代理指标之一。为此,我们在模型(2)的基础上进一步控制公司治理水平。结果显示,交互项 $CSR_D \times CF$ 的系数仍显著为负。

最后,我们还在模型中控制了公司信息透明度。作为公司信息披露的一部分,企业社会责任信息披露可能与公司整体的信息透明度密切相关。通常来说,公司整体信息透明度越高,其在企业社会责任信息披露方面可能做得越好。为此,我们在模型(2)的基础上进一步控制公司信息透明度,按深交所对信息披露的考核将上市公司分为不及格、及格、良好和优秀(分别赋值为 0,1,2,3)四个等级。结果显示,交互项 $CSR_D \times CF$ 的系数仍在 1%的水平上显著为负。总体而言,在控制了内生性问题或样本自选择问题后,假说 1 仍然成立。

(三)对假说 2 的检验

在检验假说 2 时,本文仅考察已披露企业社会责任报告的公司样本。表 3 报告了假说 2 的检验结果。其中,左栏列示了以 CSR_{SCORE} 衡量企业社会责任信息披露质量的回归结果,从中可以发现,交互项 $CSR_{SCORE} \times CF$ 的系数在 10%的水平上显著为负。类似地,右栏列示了以 CSR_{Page} 衡量企业社会责任信息披露质量的回归结果,此时交互项 $CSR_{Page} \times CF$ 的系数在 1%的水平上显著为负。总体来看,这些结果支持了本文的假说 2,即企业社会责任信息披露质量越高,公司面临的融资约束程度越低。

表3 企业社会责任信息披露质量对公司融资约束程度的影响(因变量为△Cash)

变量/参数	CSR= CSR_{SCORE}		变量/参数	CSR= CSR_{Page}	
	系数	t统计值		系数	t统计值
Constant	0.1365***	3.10	Constant	0.1366***	3.39
CF	0.7514***	2.70	CF	0.4526***	6.38
CSR_{SCORE}	0.0019	0.23	CSR_{Page}	0.0038	1.19
$CSR_{SCORE}\times CF$	−0.1488*	−1.79	$CSR_{Page}\times CF$	−0.0921***	−3.00
Size	−0.0058***	−3.32	Size	−0.0059***	−3.38
TobinQ	−0.0078***	−5.57	TobinQ	−0.0079***	−5.62
△STD	0.3197***	18.12	△STD	0.3196***	18.19
△NWC	0.4777***	25.54	△NWC	0.4768***	25.59
Expenditure	−0.0230	−0.67	Expenditure	−0.0220	−0.64
Industry	控制		Industry	控制	
Year	控制		Year	控制	
N	736		N	736	
Adj. R^2	0.554		Adj. R^2	0.557	

此外,为了减少遗漏变量或内生性问题可能对研究结论的影响,我们采用变化模型,从动态的角度研究企业社会责任信息披露质量的变化对公司融资约束程度的影响。我们将模型(3)中的CSR替换为△CSR。以$\triangle CSR_{SCORE}$为例,若企业社会责任报告的评级得分上升,则取值为前后两年评级得分变化值的自然对数;若评级得分下降,则取值为前后两年评级得分变化值的自然对数,再乘以−1。回归结果显示,无论是采用$\triangle CSR_{SCORE}$还是$\triangle CSR_{Page}$衡量企业社会责任信息披露质量,对应的交互项系数分别在5%和10%的水平上显著为负。这表明企业社会责任信息披露质量提高得越多,公司融资约束程度下降得越多,进一步支持了本文的假说2。

需要特别指出的是,公司融资约束程度的衡量仍存在很大的争议,迄今尚无定论。为使本文研究结论更加稳健,我们也采用其他方法来衡量公司融资约束程度。首先,借鉴Fazzari等(1988)的做法,本文采用投资—现金流敏感性模型衡量公司融资约束程度,并重新对本文假说1和假说2进行检验。其次,我们选取了以下两个最为常用的指数来衡量融资约束:KZ指数和WW指数(Kaplan等,1997; Whited等,2006)。我们发现,即使改变公司融资约束的衡量,本文的研究结论也未发生实质性变化。

五、拓展性检验

在对企业社会责任信息披露与融资约束的关系进行了总体考察的基础上,我们将进一步检验企业社会责任对股权再融资的影响。我们预期企业社会责任信息披露良好的上市公司,在事后会更容易获得再融资的机会或者募集到更多的金额。具体地,借鉴Dhaliwal等(2011)的研究,本文考察了企业

社会责任信息披露质量与其未来一年内股权再融资机会和融资金额的关系。模型如下：

$$SEO/ISSUE = \alpha_0 + \alpha_1 CSR + \alpha_2 Size + \alpha_3 TobinQ + \alpha_4 ROA + \alpha_5 Lev + \alpha_6 Expenditure + \alpha_7 CF + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (5)$$

这里，SEO 为哑变量，如果公司在社会责任报告发布后的一年内进行了股权再融资，则取值为 1，否则为 0。ISSUE 为股权再融资规模，等于募集资金额的自然对数。CSR 代表企业社会责任信息披露，分别用 CSR_D、CSR_{SCORE} 和 CSR_{Page} 来衡量，具体定义同前文。此外，我们还在模型中控制了公司规模、成长性、盈利能力、资产负债率、资本支出以及企业经营现金流量的影响。我们预期，模型(5)中 CSR 的系数显著为正。

表 4 报告了相应的检验结果，限于篇幅，本文仅列示了主要变量 CSR 的回归系数。从中不难发现，无论采用何种企业社会责任信息披露衡量指标，CSR 的系数均为正，且基本在 5%的水平上显著。这表明上市公司进行企业社会责任信息披露能够带来融资的便利性。企业社会责任信息披露有助于上市公司获得股权再融资的机会和更多的融资金额，从而缓解公司融资约束程度，这进一步支持了本文的研究假说。

表 4　企业社会责任信息披露对公司股权再融资的影响

变量/参数	因变量＝SEO			因变量＝ISSUE		
	CSR_D	CSR_{SCORE}	CSR_{Page}	CSR_D	CSR_{SCORE}	CSR_{Page}
CSR	0.2212	1.4155***	0.4153**	0.5439**	2.4600***	0.7109**
	(1.19)	(2.82)	(2.17)	(2.01)	(2.76)	(2.15)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2 754	736	736	2 754	736	736
R^2	0.130	0.055	0.055	0.075	0.040	0.036

注：括号内为 t 统计值。

六、结论和启示

本文利用上市公司企业社会责任报告的相关数据，对我国上市公司的企业社会责任信息披露与公司融资约束的关系进行了研究。研究结果显示：相对于未披露社会责任报告的公司，披露公司的融资约束程度显著较低；同时，在披露公司样本中，信息披露质量越高，融资约束程度越低。在尽可能控制内生性问题的影响后，上述结论仍然成立。进一步的研究还发现，企业社会责任信息披露能够为上市公司带来融资便利性，有助于其进行股权再融资。这些证据表明，监管层近年来出台的企业社会责任信息披露政策，在一定程度上改善了公司信息环境，降低了信息不对称，继而缓解了企业的融资约束。

本文的研究结果表明，监管部门制定和出台的一系列与企业社会责任有关

的政策和法规的实施具有积极的效果,为相关利益方提供了有用的信息。企业应该积极完善企业社会责任相关信息的披露和实践,监管和政策制定部门应加强和完善上市公司企业社会责任信息披露制度,保证相关政策的有效执行。

* 作者感谢匿名审稿人具有建设性的意见和建议,特别感谢润灵环球责任评级公司提供了中国上市公司社会责任报告评级数据。当然,文责自负。由于篇幅的限制,本文的部分实证检验并未提供详细的结果,有兴趣的读者可以向本文的第一作者索取。

参考文献:

[1]白重恩,刘俏,陆洲,等.中国上市公司治理结构的实证研究[J].经济研究,2005,(2):81-91.

[2]陈玉清,马丽丽.我国上市公司社会责任会计信息市场反应实证分析[J].会计研究,2005,(11):76-81.

[3]冯巧根.基于企业社会责任的管理会计框架重构[J].会计研究,2009,(8):80-87.

[4]刘长翠,孔晓婷.社会责任会计信息披露的实证研究——来自沪市 2002-2004 年度的经验数据[J].会计研究,2006,(10):36-43.

[5]毛洪涛,张正勇.企业社会责任信息披露影响因素及经济后果研究述评[J].科学决策,2009,(8):87-94.

[6]孟晓俊,肖作平,曲佳莉.企业社会责任信息披露与资本成本的互动关系——基于信息不对称视角的一个分析框架[J].会计研究,2010,(9):25-29.

[7]沈洪涛.公司特征与公司社会责任信息披露——来自我国上市公司的经验证据[J].会计研究,2007,(3):9-16.

[8]宋献中,龚明晓.社会责任信息的质量与决策价值评价——上市公司会计年报的内容分析[J].会计研究,2007,(2):37-43.

[9]张兆国,刘晓霞,张庆.企业社会责任与财务管理变革——基于利益相关者理论的研究[J].会计研究,2009,(3):54-59.

[10]朱松.企业社会责任、市场评价与盈余信息含量[J].会计研究,2011,(11):27-34.

[11]Abbott W,Monsen R. On the measurement of corporate social responsibility:Self-reported disclosures as a method of measuring corporate social involvement[J]. Academy of Management Journal,1979,22(3):501-515.

[12]Almeida H,Campello M,Weisbach M. The cash flow sensitivity of cash[J]. Journal of Finance,2004,59(4):1777-1804.

[13]Dhaliwal D,Li O,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.

[14]Dhaliwal D,Radhakrishnan S,Tsang A,et al. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy:International evidence on corporate social responsibility disclosure[J]. The Accounting Review,2012,87(3):723-759.

[15]Fama E,Laffer A. Information and capital markets[J]. Journal of Business,1971,44(3):289-298.

[16]Fazzari S，Hubbard G，Petersen B. Financing constraints and corporate investment[J]. Brookings Papers on Economic Activity，1988，1(1)：141－206.

[17]Fombrun C，Shanley M. What's in a name? Reputation building and corporate strategy [J]. Academy of Management Journal，1990，33(2)：233－258.

[18]Goss A，Roberts G. The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans[J]. Journal of Banking and Finance，2011，35(7)：1794－1810.

[19]Heckman J. Sample selection bias as a specification error[J]. Econometrica，1979，47(1)：153－161.

[20]Kaplan S，Zingales L. Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow? [J]. Quarterly Journal of Economics，1997，112(1)：169－215.

[21]Leuz C，Verrecchia R. The economic consequences of increased disclosure[J]. Journal of Accounting Research，2000，38(1)：91－124.

[22]Modigliani F，Miller M. The cost of capital，corporation finance and the theory of investment[J]. American Economic Review，1958，48(3)：261－297.

[23]Myers S，Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics，1984，13(2)：187－221.

[24]Richardson A，Welker M. Social disclosure，financial disclosure and the cost of equity capital[J]. Accounting，Organization and Society，2001，26(7－8)：597－616.

[25]Verrecchia R. Essays on disclosure[J]. Journal of Accounting and Economics，2001，32(1－3)：97－180.

[26]Whited T，Wu G. Financial constraints risk[J]. Review of Financial Studies，2006，19(2)：531－559.

Corporate Social Responsibility Disclosure and Financing Constraints

HE Xian-jie[1]，XIAO Tu-sheng[2]，CHEN Xin-yuan[1]

(1. *Institute of Accounting and Finance*，*Shanghai University of Finance and Economics*，*Shanghai* 200433，*China*；2. *School of Accountancy*，*Shanghai University of Finance and Economics*，*Shanghai* 200433，*China*)

Abstract：Regulation authorities have issued a series of policies and rules concerning corporate social responsibility disclosure disclosure since 2006，which require listed companies to disclose corporate social responsibility reports. This paper examines the effects of corporate social responsibility disclosure on corporate information asymmetry and financing (下转第 83 页)

2000 to 2009, this paper regards the proportion of whole business of subsidiaries of listed companies in group business as relative business scale of subsidiaries and investigates the effect of business distribution of listed companies as a group between parent company and subsidiaries on overall earnings quality of listed companies. It indicates that the business scale of subsidiaries is negatively related to overall earnings quality of listed companies, that is to say, larger business scale of subsidiaries results in higher degree of overall earnings management and smaller earnings response coefficient. Further study shows that the control level of parent company in the group can significantly weaken the negative effect of business scale of subsidiaries on earnings quality.

Key words: subsidiary; relative business scale; equity ownership level; earnings quality

（责任编辑　金　澜）

（上接第 71 页）

constraints. The results show that, firms that disclose social responsibility reports have fewer financing constraints than ones that do not disclose social responsibility reports. Meanwhile, in the sample of firms that disclose social responsibility reports, higher quality of information disclosure gives rise to lower financing constraints level. The conclusions abovementioned still hold after eliminating the endogenous effect as far as possible. Further study also shows that corporate social responsibility disclosure can provide listed companies with financing convenience and contributes to seasoned equity offerings. The evidence supports the view that corporate social responsibility disclosure improves corporate information environment and reduces corporate financing constraints to a certain extent.

Key words: corporate social responsibility information; non-financial information disclosure; financing constraint

（责任编辑　金　澜）