

# 社会责任、产权属性与融资约束

陈金龙,谢琦君

(华侨大学 工商管理学院,福建 泉州 362021)

**[摘要]**以2009—2011年沪深两市5427个A股上市公司作为样本,对企业产权、社会责任信息披露与融资约束的关系进行分析,结果显示:企业披露社会责任报告有利于降低企业所面临的融资约束程度;社会责任报告的质量越高,企业所面临的融资约束程度越低;相对于国有企业,非国有企业社会责任报告质量对融资约束的影响更显著。

**[关键词]**融资约束;社会责任信息;信息质量;公司产权;信息披露;社会责任报告;公司财务管理

**[中图分类号]**F234.4 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2014)03-0096-08

在经济全球化背景下,企业家们在追求利益的同时,已经意识到可持续发展的重要性,开始更加关注企业所承担的社会责任。企业的利益相关者不仅包括股东,还包括企业的员工、顾客、社区、供应商、竞争对手等,因而企业行为的影响非常广泛,企业应承担的社会责任也很多。近年来,监管部门出台了一系列相关政策法规,要求企业履行社会责任并且披露社会责任信息。披露社会责任信息不仅能够监督企业履行义务,而且可以增加企业的信息透明度,降低信息不对称程度,有利于投资者更好地评估企业风险和发展潜力。社会责任信息的重要性受到学术界广泛关注,然而,社会责任信息能否创造价值以及如何创造价值等问题仍在讨论中,加大对相关问题的研究有利于我们加深对上市公司履行社会责任行为的认识,也有利于相关政策的制定和完善。

## 一、文献回顾

20世纪90年代以后,企业社会责任信息问题成为国外学者研究的重点,学者们从多角度来看待企业社会责任信息的价值。这方面的研究虽然很丰富,但是学者的观点和研究结论存在着较大差异。一方面,新古典经济学派认为企业履行社会责任将提高经营成本,使得企业在竞争中处于不利地位,有些学者从代理理论出发认为公司投资社会责任活动虽然能带来显著的管理效益但是不能给股东带来财务收益。另一方面,不少学者认为企业履行社会责任的价值在于企业的长远发展,有利于企业获取丰富的社会资源、吸引更多高素质人才、提高企业的知名度、扩展产品的市场份额并获得社会的认可等。特别地,根据利益相关者理论,学者们认为企业积极履行社会责任能够吸引更多具有社会意识的消费者,也能更容易地从具有社会责任的投资者手中获得财务资源。

企业社会责任与企业财务绩效的研究是近年来的热点,相关的理论与实证检验已经相当丰富,但研究结论仍存在较大争议。Margolis和Walsh对109篇相关文献进行综述,他们发现109篇中有54篇认为企业社会责任与财务绩效正相关,28篇认为二者关系不显著,20篇认为二者关系难以

**[收稿日期]**2013-10-08

**[基金项目]**教育部人文社科基金项目(12YJA630012);福建省自然科学基金项目(2011J01382)

**[作者简介]**陈金龙(1965—),男,福建龙海人,华侨大学工商管理学院教授,博士生导师,博士,主要研究方向为公司财务管理;谢琦君(1990—),女,福建安溪人,华侨大学工商管理学院硕士生,主要研究方向为公司财务管理。

判断,7篇认为二者是负相关的<sup>[1]</sup>。McWilliams和Siegel认为这类冲突的产生归因于早期研究存在“理论与实证缺陷”,如测量误差、遗漏变量偏差等<sup>[2]</sup>。

同时,上述的分歧也促使部分学者开始从其他方面来探讨企业社会责任的经济后果。其中,不少学者将资本市场作为中间机制来研究企业社会责任是如何创造长期价值的。例如, Lee和Faff发现企业的社会责任表现越好,非系统性风险就越低<sup>[3]</sup>。同样地, Goss也发现社会责任表现差的企业更可能面临财务压力<sup>[4]</sup>。企业社会责任信息的一个重要价值是提高企业信息披露质量,从而有利于外部投资者更多地了解企业实情。因而,有些学者考查了企业社会责任信息与资本成本间的关系。Verrecchia认为,企业的社会责任信息与财务信息相类似,能够减少信息不对称,降低交易成本和减少估计误差,进而减少企业的资本成本<sup>[5]</sup>。而Plumlee等人在研究二者关系时,着重考虑了行业特征的影响,得出了相同的结论<sup>[6]</sup>。资本成本可细分为债务资本成本和权益资本成本。Goss和Roberts从债务资本成本的角度进行分析发现,相比于社会责任良好的企业,社会责任得分差的企业银行贷款利率高出7%至18%<sup>[7]</sup>。Dhaliwal等人考察了权益资本成本,得出的研究结论与Goss和Roberts的结论相类似,即企业社会责任信息披露能够降低企业的资本成本,同时吸引更多的机构投资者和评级分析师<sup>[8]</sup>。ElGhoul等人选取美国公司作为样本,得到了相同的结论<sup>[9]</sup>。这些研究成果都支持以下观点:企业社会责任信息的披露能够改善信息环境,提高企业透明度,减少由信息不对称带来的成本。

目前,国内学者对社会责任信息的研究也很多,这些研究主要集中于社会责任信息披露的影响因素和经济后果两方面。对影响因素进行的研究,如沈洪涛通过对石化塑胶行业的分析,发现企业社会责任信息的披露与企业的规模、盈利能力存在显著的正相关性<sup>[10]</sup>。罗飞等研究公共压力、社会信任对社会责任信息披露质量的影响,发现公共压力越高,社会信任越强,越能保障社会责任信息的质量<sup>[11]</sup>。从经济后果观的角度,学者们研究了企业社会责任信息对财务绩效、企业价值等方面的影响,但研究结果存在较大差异。例如,温素彬的研究发现,虽然我国上市公司已经注意到社会责任信息的重要性,但披露程度仍很低,而且社会责任信息与当期的财务效益显著负相关<sup>[12]</sup>。李正的研究则说明,虽然从短期看,企业履行的社会责任越多,企业价值越低,但是从长期来看,企业承担社会责任对企业价值是有益的,不会降低企业价值<sup>[13]</sup>。与此同时,石军伟调查了151家企业,对企业社会责任与经济绩效的关系进行研究,结果显示二者不存在相关性<sup>[14]</sup>。而刘长翠、沈洪涛等人的研究均显示企业社会责任信息与财务绩效正相关<sup>[15-16]</sup>。

社会责任信息的披露对企业融资的影响也受到学者关注。叶敏华认为提高上市公司的企业社会责任意识有利于完善企业再融资的监管<sup>[17]</sup>。沈艳和蔡剑发现,企业的社会责任表现越好,越容易从金融机构获得资金<sup>[18]</sup>。何贤杰、肖翔也都认为良好的社会责任绩效能为企业带来融资便利<sup>[19-20]</sup>。但是,孟晓俊等的研究发现企业社会责任信息与资本成本存在“U”型关系,一方面,披露社会责任信息可以降低信息不对称,进而减少资本成本,另一方面,由于社会责任信息的披露缺乏有效的监管和审核,可能存在随意性和人为操作性,这使得资本成本提高<sup>[21]</sup>。

综上所述,国内外关于企业社会责任与企业财务关系的文献虽然不少,但是结论的争议性较大,这不仅与文献的研究方法、模型假设有关,而且与地域环境、数据时限等客观因素也存在较大关联。因为不同国家的企业由于受到不同的文化环境、政策要求等因素影响,对于社会责任的态度也是不同的,这些都会影响到企业履行社会责任的程度及后果。本文拟运用2009—2011年上市公司的数据实证研究企业社会责任信息披露对融资约束的影响,并对不同所有权性质下这种影响的差异进行重点分析,以深入探求产权、社会责任信息披露与融资约束之间的关系。

## 二、理论分析与研究假设

MM理论认为在完美的资本市场中,企业的外部资本和内部资本是可以完全等同的,企业的融资

结构不会影响企业的市场价值。但是现实中的资本市场并非如此,信息不对称、代理成本等问题的存在使得企业的外部融资无法等同于内部融资。因此,MM理论所提出的资本结构理论并没有得到广泛的认可,而随后出现的信息不对称理论更符合实际。根据信息不对称理论,当企业内部资金无法满足企业投资项目的资金需求时,企业经营者就必须通过外部融资来获取项目投资所需的现金流,但是,由于外部投资者并不了解项目的实际信息,他们在进行估价时只能凭借市场上的平均价格,这使得投资者为了保障自身利益会在企业所承诺的收益率的基础上增加一个风险溢价,因而企业的股权资本成本会高于内部融资成本。同样地,债务融资也存在类似问题。如果债权人与债务人之间信息不对称,即债权人对于债务人的实际信息掌握不充分,为了防范违约风险,债权人可能会提高市场利率,也可能对贷款规模进行一定程度的限制,这些直接影响了债务人的融资成本。因而,我们可以看出,企业降低融资成本、缓解融资约束的关键途径在于减少信息不对称,提高企业透明度,提高外部投资者或债权人对企业的信任程度。

企业社会责任信息属于非财务信息,现有理论已证明非财务信息的披露与财务信息具有相似的功能,都有利于减少信息不对称,提升企业透明度,进而提高外部投资者对企业的认知程度,有效降低交易成本。因此,一方面,社会责任信息披露能够增加企业的信息透明度,既有利于减少估价偏差,又有利于消除投资者因市场恐惧而产生的疑虑,进而减少因风险溢价导致的高融资成本<sup>[22]</sup>。同时,良好的社会责任表现也有利于企业与利益相关者(如消费者、商业伙伴、员工等)产生良性互动,逐渐建立互相信任机制,进而提高企业的持久盈利能力和吸引力<sup>[23]</sup>。另一方面,企业社会责任信息对融资约束的一个重要影响途径是提高企业声誉,改善企业形象,向外部投资者传递良好的企业信息。企业从事社会责任活动有助于企业在公众心中树立正面形象,为企业赢得良好的声誉,而这种声誉能够降低企业因信息不对称而带来的交易成本,有利于交易双方顺利洽谈并尽快达成协议。这是由于声誉机制能够减少交易双方事前的信息搜集成本和事后的监督成本以及在争议中产生的资源耗费。因此,企业良好的社会责任表现可以通过影响声誉来降低交易双方的信息不对称性,进而减少企业的融资约束。

综上,我们发现,企业披露社会责任信息既能提升企业的公共形象,增强企业声誉,又能提高信息透明度,减少信息不对称,这些对于企业的融资都是有益的。因此,本文提出假设1和假设2。

H<sub>1</sub>:企业披露社会责任信息可以降低企业的融资约束程度。

H<sub>2</sub>:企业披露的社会责任信息质量越高,融资约束程度越低。

一方面,在我国制度背景下,国有企业与非国有企业在融资约束模式方面存在明显的差异,政府的干预使得国有企业更容易获得外部融资。当前的银行体制以国有银行为核心,其性质与国有企业具有一致性。因此,国有银行在向国有企业提供资金时,可能较多地考虑政策因素而非贷款的风险性。国有银行大多不担心国有企业的贷款能否偿还,因为如果这些企业资金周转困难,作为最终担保人的政府就会伸出援手。这使得国有企业融资成本大大降低,融资约束程度较低,因而国有企业对社会责任信息披露需求不高。另一方面,相对于非国有企业,国有企业受到的政府干预更多,这些干预使得国有企业可能为了实现某种社会目标(如本地就业率、GDP增长率、税收等)或某些官员的利益(如政治晋升等)而违背企业的经营目标。因此,国有企业所承担的社会责任更多地受到外部干预,其社会责任可能是为迎合相关官员的利益而产生的,持续性较差而且不利于企业的经营发展,也不能增加股东收益。此时国有企业披露社会责任不仅不能带来太多经济效益,而且可能导致投资者因为企业所承担的义务太多而担心其盈利能力,不愿提供资金,进而束缚了企业的融资能力。基于此,本文提出假设3。

H<sub>3</sub>:相对于国有企业,社会责任信息披露质量对非国有企业融资约束的影响更显著。

## 三、样本选择与研究设计

本文选取 2009—2011 年的 A 股上市公司作为原始样本, 并按照以下原则进行筛选: 剔除 ST 公司、金融类上市公司; 剔除主要数据严重缺失的公司; 剔除个别极端值。本文最终得到 5427 个样本。其中, 披露社会责任报告的样本 1131 个, 未披露社会责任报告的样本 4296 个。本文上市公司的财务数据均来自 CSMAR 数据库, 企业社会责任报告质量的评定则来自润灵环球责任评级公司, 该公司自 2008 年起对国内上市公司的社会责任报告情况进行评分, 上市公司的分数越高说明该公司的信息披露质量越好。本文采用 Almeida 提出的现金—现金流敏感度来衡量企业的融资约束程度, 通常融资约束程度越低, 现金—现金流敏感度就越小。综合考虑我国的实际情况, 本文对现金—现金流敏感度基本模型进行如下扩展:

$$\Delta Cash = \beta_0 + \beta_1 \Delta CF + \beta_2 \Delta CF \times CSR + \beta_i control + \beta_j \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

$$\Delta Cash = \beta_0 + \beta_1 \Delta CF + \beta_2 \Delta CF \times CSRd + \beta_i control + \beta_j \sum Year + \varepsilon \quad (2)$$

其中,  $\Delta Cash$  表示企业现金持有量的变动情况。 $\Delta CF$  表示经营活动现金流的变动情况, 经营活动产生的现金流是企业资金的主要来源, 也是内源融资的重要渠道, 该变量的系数能够反映企业融资约束的程度, 即企业对内部融资的依赖性越大, 对外部融资的需求就越小。模型(1)中的  $CSR$  是一个哑变量, 表示企业是否披露社会责任报告, 交互项  $\Delta CF \times CSR$  反映披露社会责任报告对融资约束的影响。模型(2)中  $CSRd$  表示企业社会责任报告的质量, 交互项  $\Delta CF \times CSRd$  反映社会责任报告的质量对融资约束的影响。控制变量包括  $\Delta STD$ 、托宾  $Q$  值、 $\Delta NWC$ 、 $Exp$ 、 $D$ 、 $Lev$ 、 $State$ 。托宾  $Q$  值表示企业的成长能力, 通常成长性越好, 企业的盈利能力越强, 越容易获得外部融资;  $\Delta STD$  表示流动负债的变动, 流动负债可以替代现金, 通常与现金持有负相关;  $\Delta NWC$  表示营运资本的变动, 营运资本是现金的来源, 与现金持有正相关;  $Exp$  表示资本支出, 属于企业的投资方面, 一般与现金持有水平负相关;  $D$  表示股利支付水平, 股利支付水平越高, 融资约束水平越低, 因此我国股利支付水平可能与现金持有负相关;  $Lev$  表示资产负债率, 反映企业的偿债能力, 通常资产负债率越低, 企业的融资约束越低。变量说明见表 1。

表 1 各变量的定义及说明

变量类型	变量名	变量定义	变量说明
被解释变量	$\Delta Cash$	现金持有量	本期现金持有量变动额/上期总资产
解释变量	$\Delta CF$	经营活动现金流	本期经营活动现金流的变动额/上期总资产
	$CSR$	是否披露社会责任	披露为 1, 否则为 0
	$CSRd$	社会责任报告的质量	来自润灵环球责任评定公司
	托宾 $Q$	企业成长能力	公司市场价值/重置价值
控制变量	$\Delta STD$	流动负债	本期流动负债变动额/上期总资产
	$Exp$	资本支出	本期购买固定资产和无形资产的资金总额/上期总资产
	$\Delta NWC$	营运资本	本期营运资本变动额/上期总资产
	$D$	股利支付水平	每股股息/每股市价
	$Lev$	资产负债率	本期总负债/本期总资产
	$State$	产权性质	国有企业为 1, 否则为 0
	$Year$	数据年份	2009 年为 1, 2010 年为 2, 2011 年为 3

## 四、实证分析

## (一) 描述性统计

本文通过 SPSS 软件对相关变量进行了描述性统计分析,归纳了样本的基本特征,统计结果见表 2。从表 2 中,我们可以看出,全部样本中披露社会责任报告的有 1131 个,仅占整体的 21%,说明当前披露社会责任信息的上市公司还比较少,这与我国关于社会责任信息的法律法规制定得比较晚、还不够健全完善以及企业履行社会责任的意识较差等有一定关系。披露和未披露社会责任报告的公司样本现金持有量变动差异较大,其均值分别为 0.044 和 0.2543,披露社会责任的公司现金流比较低,一定程度上说明它们的外部融资约束也较低,与假设 1 的预测相符合。从其他控制变量来看,相对于未披露社会责任的公司,披露社会责任的公司经营现金流( $\Delta CF$ )、资本支出( $Exp$ )和流动负债变动( $\Delta STD$ )、股利支付水平( $D$ )以及资产负债率( $Lev$ )的均值都比较大,而托宾  $Q$  值和营运资本( $\Delta NWC$ )的均值比较小。同时,在披露社会责任报告的样本中,报告质量( $CSRd$ )的最小值为 11.69,最大值为 80.29,标准差为 11.261,说明不同公司样本的社会责任报告质量还是存在较大差异的。

表 2 描述性统计分析

名称	CSR = 0 (N = 4296)				CSR = 1 (N = 1131)			
	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差
$\Delta Cash$	-2.6800	12.5879	0.2543	0.8574	-2.4833	4.8824	0.0440	0.3176
$\Delta CF$	-5.5769	3.8808	0.0581	0.2633	-2.1387	6.7866	0.1266	0.5218
托宾 $Q$	0.6668	23.2390	2.0569	1.3837	0.7002	14.9147	1.8590	1.2102
$Exp$	0.0000	14.2163	0.1123	0.2876	0.0001	9.1309	0.1645	0.4852
$\Delta STD$	-9.3855	11.6000	0.0792	0.4218	-5.9260	11.5314	0.1853	0.7724
$\Delta NWC$	-6.5645	18.9106	0.5567	1.2140	-5.2992	15.6342	0.3336	1.1760
$D$	0.0000	0.1540	0.0054	0.0086	0.0000	0.1144	0.0106	0.0130
$Lev$	0.0071	6.3477	0.4194	0.2456	0.0158	1.1412	0.5068	0.1907
$State$	0.0000	1.0000	0.4400	0.4970	0.0000	1.0000	0.7100	0.4560
$CSRd$					11.6900	80.2900	31.6860	11.2610

## (二) 相关性分析

表 3 为模型变量间的 Person 相关系数表。从表 3 中,我们发现,现金持有量  $\Delta Cash$  与经营现金流量  $\Delta CF$  显著正相关,而与社会责任哑变量  $CSR$ 、社会责任报告质量  $CSRd$  都显著负相关,这初步说明了样本企业普遍存在融资约束,但社会责任信息的披露有利于缓解其融资约束,减少企业对内部资金的依赖。其他控制变量也与因变量  $\Delta Cash$  显著相关,其中托宾  $Q$ 、 $\Delta STD$ 、 $D$ 、 $Lev$  与  $\Delta Cash$  显著负相关,而  $Exp$ 、 $\Delta NWC$  与  $\Delta Cash$  显著正相关。同时,除  $CSR$  和  $CSRd$  存在紧密关系外,自变量之间的相关系数都很小,可以认为自变量之间基本不存在共线性问题,我们可以进行回归分析。

表 3 主要变量的相关性系数

名称	$\Delta Cash$	$\Delta CF$	$CSR$	$CSRd$	托宾 $Q$	$Exp$	$\Delta STD$	$\Delta NWC$	$D$	$Lev$
$\Delta Cash$	1.00									
$\Delta CF$	0.14 ***	1.00								
$CSR$	-0.11 ***	0.08 ***	1.00							
$CSRd$	-0.10 ***	0.11 ***	0.93 ***	1.00						
托宾 $Q$	-0.07 ***	0.05 ***	-0.06 ***	-0.08 ***	1.00					
$Exp$	0.17 ***	0.29 ***	0.08 ***	0.10 ***	-0.07 ***	1.00				
$\Delta STD$	-0.06 ***	0.03 ***	-0.08 ***	0.09 ***	-0.08 ***	0.29 ***	1.00			
$\Delta NWC$	0.77 ***	-0.01	0.21 ***	-0.07 ***	-0.05 ***	0.29 ***	0.24 ***	1.00		
$D$	-0.11 ***	0.05 ***	0.15 ***	0.23 ***	-0.15 ***	0.02	0.04 ***	-0.05 ***	1.00	
$Lev$	-0.26 **	-0.04 ***	-0.10 ***	0.15 ***	-0.10 ***	0.16 ***	0.16 ***	-0.33 ***	-0.27 ***	1.00

注:\*\*\*表示在 1% 的水平上显著,\*\*表示在 5% 的水平上显著,\*表示在 10% 的水平上显著。

## (三) 多元回归分析

表4报告了企业披露社会责任报告与否对其融资约束的影响。本文分别对全样本、国有企业、非国有企业进行了回归分析。通过对表4的分析,我们发现,在模型(1)、模型(2)、模型(3)中,经营现金流变量  $\Delta CF$  的系数显著为正,即现金—现金流量的敏感度是正数,根据 Almeida 的研究结论,这意味着无论国有企业还是民营企业都普遍面临着融资约束的限制,因而寻求缓解企业融资约束的途径具有重要的现实意义。同时,三个模型中,哑变量  $CSR$  和  $\Delta CF$  的交互项的系数为负而且均在 1% 的水平上显著,这有力证明了假设 1,即企业披露社会责任报告能够降低信息不对称度,提高企业透明度,进而缓解企业的外部融资约束程度,减少企业对内部现金流的依赖。从控制变量来看,三个模型的差异不大,其中托宾  $Q$  值、资本支出  $Exp$ 、股利支付率  $D$  的系数都显著为负,与理论预期基本一致;流动负债  $\Delta STD$  的系数也显著为负,说明流动负债更多是作为现金持有的一种替代变量;其他变量如营运资本  $\Delta NWC$ 、资产负债率  $Lev$  均显著为正。

表4 企业披露社会责任信息对融资约束的影响

变量	(1)全样本		(2)非国有企业		(3)国有企业	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
<i>Constant</i>	0.037	1.291	-0.085**	-2.079	0.036	1.173
$\Delta CF$	0.354***	31.272	0.336***	29.842	0.406***	16.512
$\Delta CF \times CSR$	-0.259***	-23.036	-0.213***	-18.890	-0.267***	-10.988
托宾 $Q$	-0.062***	-7.602	-0.037***	-3.976	-0.063***	-4.012
<i>Exp</i>	-0.063***	-7.102	-0.075***	-6.976	-0.037**	-2.141
$\Delta STD$	-0.128***	-15.001	-0.133***	-13.482	-0.056***	-3.320
$\Delta NWC$	0.852***	92.952	0.925***	84.830	0.649***	38.217
<i>D</i>	-0.062***	-7.734	-0.061***	-6.653	-0.072***	-4.700
<i>Lev</i>	0.055***	6.085	0.075***	7.441	0.036**	2.217
<i>State</i>	-0.012	-1.387				
<i>Year</i>	-0.034***	-4.172	-0.027**	-2.772	-0.029*	-1.890
N	5427		2770		2657	
R <sup>2</sup>	0.676		0.779		0.425	
F 值	1129.07		1078.28		217.42	

注:\*\*\*表示在1%的水平上显著;\*\*表示在5%的水平上显著;\*表示在10%的水平上显著。

为了进一步研究社会责任报告的质量对企业融资约束是否有影响,本文对披露社会责任报告的公司进行研究,同样分成全样本、国有企业、非国有企业三组,结果见表5。模型(4)是针对1131个披露社会责任报告的样本进行回归。其中,变量  $\Delta CF$  的系数显著为正,说明对于披露社会责任报告的公司融资约束仍然普遍存在;交互项  $\Delta CF \times CSRd$  的系数为负而且在 1% 水平上显著,这就证明了假设 2,即企业社会责任报告的质量越高,越有助于企业降低融资约束。模型(5)和模型(6)分别对非国有性质、国有性质的样本进行实证检验。对比模型(5)和模型(6),我们可以发现非国有企业的变量  $\Delta CF$  的系数显著为正,而国有企业的不显著,说明相比于国有企业,非国有企业面临的融资约束程度更高。这是因为在我国特殊的制度背景下,国有企业能够获得更多的政府支持,无论债务融资还是资本融资都比较容易。同时,在模型(5)中,非国有企业的交互项  $\Delta CF \times CSRd$  系数显著为负,说明对于非国有企业而言,社会责任报告质量越高,越有利于提高企业的融资能力。但是,在模型(6)中,国有企业的交互项  $\Delta CF \times CSRd$  系数为正且在 10% 的水平上显著,这与非国有企业存在较大差异。究其原因,该现象可能是由于国有企业大多受到政府的干预,需要履行超过企业承受能力的社会义务,影响了企业的盈利能力。因而,国有企业披露的社会责任报告越详细,外部投资者越可能认为国有企业的负担太重而不愿对其进行投资。综上所述,相对于国有企业,社会责任报告的质量越高,对于非

国有企业的融资越有利,越有助于降低非国有企业的融资约束,假设3得到证明。

表5 社会责任报告质量对融资约束的影响

变量	(4)全样本		(5)非国有企业		(6)国有企业	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
<i>Constant</i>	0.048	1.044	0.064	1.046	-0.005	-0.101
$\Delta CF$	0.466 ***	6.617	1.729 ***	10.457	0.097	1.274
$\Delta CF \times CSRD$	-0.286 ***	-3.958	-1.743 ***	-9.21	0.133 *	1.737
托宾 <i>Q</i>	-0.037	-1.282	-0.078 *	-1.942	-0.006 *	-0.188
<i>Exp</i>	-0.008	-0.251	-0.351 ***	-6.132	0.094 **	2.662
$\Delta STD$	0.038	1.193	0.400 ***	6.739	-0.056 *	-1.639
$\Delta NWC$	0.403 ***	12.516	0.479 ***	7.587	0.432 ***	12.618
<i>D</i>	-0.059 **	-2.201	-0.060 *	-1.643	-0.083 **	-2.704
<i>Lev</i>	0.006	0.205	-0.033	-0.824	0.036	1.09
<i>Year</i>	-0.028	-1.053	0.003	0.067	-0.023	-0.753
<i>State</i>	-0.013	-0.497				
N	1131		335		796	
R <sup>2</sup>	0.259		0.59		0.318	
F 值	39.06		41.39		34.19	

注:\*\*\*表示在1%的水平上显著;\*\*表示在5%的水平上显著;\*表示在10%的水平上显著。

## 五、结论与启示

本文以2009—2011年A股上市公司作为研究对象,分析企业产权、企业社会责任信息披露与融资约束的关系,得出以下结论:(1)相对于没有披露社会责任报告的企业,披露的企业所面临的融资约束程度较低,对内部资金的依赖较小。(2)在披露社会责任报告的企业中,披露质量越高,融资约束程度越低。(3)相对于国有企业,披露质量对融资约束的影响在非国有企业中更显著,高质量的社会责任报告更能帮助非国有企业降低融资约束、获得外部资金。

本文的研究结果证明近几年来有关部门不断增加的企业社会责任信息披露要求具有良好效果,市场信息的透明度有所增加,利益相关者与企业管理层之间的信息不对称程度有所降低,企业的融资约束有所减弱。因此,我们建议企业应积极完善社会责任信息的披露制度,提高社会责任信息的披露质量,确保相关政策能有效实施。同时,我们也发现在我国当前经济环境下,政府的干预使得国有企业的融资约束大大降低,而非国有企业的融资较困难,这并不利于企业间的公平竞争,因此,政府应采取切实可行的措施改善非国有企业的不利地位,解决企业融资难题,为企业长远发展提供政策支持。

### 参考文献:

- [1] Margolis J D, Walsh J P. Misery loves companies: rethinking social initiatives by business[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2003, 48: 268 - 305.
- [2] McWilliams A, Siegel D. Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? [J]. *Strategic Management Journal*, 2000, 21: 603 - 609.
- [3] Lee D, Faff R. Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk: a global perspective[J]. *The Financial Review*, 2009, 44: 213 - 237.
- [4] Goss A. Corporate social responsibility and financial distress[R]. *Proceedings of the Administrative Sciences Association of Canada*, 2009.
- [5] Verrecchia R. Essays on disclosure[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 32: 97 - 180.

- [6] Plumlee M, Brown D, Marshall S. The impact of voluntary environmental disclosure quality on firm value[R]. SSRN working paper, 2008.
- [7] Goss A, Roberts G. The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans[J]. Journal of Banking and Finance, 2011, 35: 1794 - 1800.
- [8] 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: 59 - 100.
- [9] ElGhoul S, Guedhami O, Kwok C C Y, et al. Does corporate social responsibility affect the cost of capital? [J]. Journal of Banking and Finance, 2011, 35: 2388 - 2406.
- [10] 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): 6 - 19.
- [11] 罗飞. 公共压力、社会责任与环保信息披露质量[J]. 当代财经, 2010(8): 111 - 122.
- [12] 温素彬, 方苑. 企业社会责任与财务绩效关系的实证研究——利益相关者视觉的面板数据分析[J]. 中国工业经济, 2008(10): 150 - 160.
- [13] 李正. 企业社会责任与企业价值的相关性研究——来自沪市上市公司的经验证据[J]. 中国工业经济, 2006(2): 77 - 83.
- [14] 石军伟, 胡立君, 付海艳. 企业社会责任、社会资本与组织竞争优势: 一个战略互动视觉——基于中国转型期经验的实证分析[J]. 中国工业经济, 2009(11): 87 - 98.
- [15] 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 年—2004 年度的经验数据[J]. 会计研究, 2006(10): 36 - 43.
- [16] 沈洪涛, 万拓, 杨思琴. 我国企业社会责任报告鉴证的现状及评价[J]. 审计与经济研究, 2010(6): 68 - 74.
- [17] 叶敏华. 上市公司再融资与企业社会责任意识[J]. 上海经济研究, 2008(9): 82 - 88.
- [18] 沈艳, 蔡剑. 企业社会责任与企业融资关系研究[J]. 金融研究, 2009(12): 127 - 136.
- [19] 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(8): 60 - 70.
- [20] 冯筱昃, 肖翔. 企业社会责任与融资约束——基于深沪两市 A 股的实证研究[J]. 煤炭经济研究, 2012(6): 51 - 56.
- [21] 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[J]. 会计研究, 2010(9): 25 - 29.
- [22] Andriof J, Waddock S A. Unfolding stakeholder thinking: theory, responsibility and engagement[M]. Sheffield: Greenleaf Publishing Limited, 2002.
- [23] Jones T M. Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics[J]. Academy of Management Review, 1995, 20: 404 - 437.

[责任编辑: 杨凤春]

## Social Responsibility, Property-rights Attributes and Financial Constraints

CHEN Jinglong, XIE Qijun

**Abstract:** Taking the data of 5427 listed companies in Shanghai and Shenzhen Stock Markets from 2009 to 2011 as samples, this paper makes an analysis on the relationship among property rights, social responsibility information and financial constraints. The research findings are listed as follows: Firstly, when company discloses the report about social responsibility, it can reduce the degree of financial constraints. Secondly, to all the companies, the higher the qualities of their social responsibility report are, the greater the effects are. What's more, the qualities of the report disclosure for non-state-controlled companies affect financial constraints more apparently than those for state-controlled companies.

**Key Words:** financial constraints; social responsibility information; information quality; property of company; information disclosure; social responsibility report; financial management of company