

# CSR信息披露质量与现金持有决策

徐辉,周孝华

(重庆大学经济与工商管理学院,重庆 400044)

**[摘要]** 针对我国上市公司“高持现”问题,系统考察了CSR信息披露质量对现金持有决策的影响机理,利用2010—2016年沪深两市披露CSR报告并被“润灵环球责任评级”纳入评级体系的A股上市公司的数据进行实证分析,结果发现:提高CSR信息披露质量可以降低下期现金持有量,而且主要是通过缓解融资约束和改善公司治理这两条路径实现的;CSR信息披露质量对现金持有的抑制效应在非国有企业中更显著,而且优化制度环境可以强化这一抑制效应。进一步研究发现:改善CSR信息披露质量可以提升现金持有的价值效应。

**[关键词]** CSR信息披露质量;现金持有价值;融资约束;产权性质;制度环境;公司治理

**[中图分类号]** F233 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2019)05-0075-10

## 一、引言

2006年国务院正式将企业社会责任(CSR)列入《公司法》,这一举措首次规范了CSR信息披露行为,拉开了中国上市公司CSR信息披露的序幕。随后,上交所和深交所相继出台一系列规定,要求属于“上证公司治理板块”和“深圳100指数”的公司必须披露社会责任报告,并阐明清楚企业履行社会责任的详情,而监管机构对其他上市公司只是鼓励其积极披露。作为外界了解企业的重要途径,企业社会责任报告能向投资者等利益相关者提供财务报告以外的重要信息<sup>[1]</sup>。因此,越来越多的企业利用CSR信息及时向外界释放诚信负责的积极信号,加强与社会的沟通,旨在获取社会认可与支持。根据“润灵环球”发布的上市公司CSR信息披露报告的数据可知,2009年以来,我国上市公司披露社会责任报告的数量不断增加,由2009年的471家增加到2016年的795家。由此可见,我国企业对CSR信息披露质量的重视程度日益增加。

针对日益增加的社会责任报告,国内外学者主要从合法性动机和资源性动机展开了深入研究。诚然,企业是以盈利为终极目标,而实现利润需要投入经济资源。从这个层面看,资源性动机是企业披露CSR信息的内在驱动力<sup>[2]</sup>。Dhaliwal等<sup>[3]</sup>考察了企业首次自愿性披露CSR信息与资本成本之间的互动关系,发现前期高资本成本的企业在当期进行首次CSR信息披露的意愿更强烈,而当期披露CSR信息可以降低下期资本成本。Goss和Roberts<sup>[4]</sup>认为,CSR信息披露可以向债权人释放企业风险较低的信号,增强债权人以更低利率贷款的意愿。李姝等<sup>[5]</sup>发现,CSR信息披露有助于降低企业权益资本成本,且这一抑制作用存在“首次效应”。倪恒旺等<sup>[6]</sup>强调,企业披露CSR信息的目的在于增强监管层、债权人以及投资者对企业的了解,进而增强政府、银行以及投资者向企业提供资金的意愿<sup>[7]</sup>,为企业获取外部资金提供契机<sup>[8]</sup>。通过回顾已有文献发现,现有文献主要从资本成本、融资约束、银行信贷等资源性动机研究企业披露CSR信息的经济后果,并取得了一些可喜的成果。

但令人遗憾的是,现有研究忽视了CSR信息披露质量对现金持有决策的影响。现实中,现金持有决策对流动性资产的风险管理十分重要。更为重要的是,提高CSR信息披露质量有利于降低信息不对称,提升公司治理水平<sup>[9-10]</sup>,进而降低企业风险,缓解融资约束。同时,融资约束和公司治理是影响企业现金持有决策的关键因素<sup>[11]</sup>。基于上述分析,本文认为,CSR信息披露质量可能是通过缓解融资约束、提高公司治理水平等途径影响现金持有决策的。然而,鲜有学者直接研究CSR信息披露质量对现金持有决策的作用机制。那么,提高CSR信息披露质量是否能够降低现金持有水平呢?如果可以,这一作用机制又依赖哪些作用路径呢?此外,作为新兴经济体,中国正处于经济转轨时期,政府深入介入企业经济活动,并对企业融资和CSR信息披露产生重大影响

**[收稿日期]** 2019-03-18

**[基金项目]** 重庆市研究生科研创新项目(CYB18015,CYS19007,CYB19026);重庆市社会科学规划重大项目(2017ZDYY33)

**[作者简介]** 徐辉(1987—),男,河南信阳人,重庆大学经济与工商管理学院博士研究生,从事企业社会责任研究,E-mail:1657711434@qq.com;周孝华(1965—),男,湖南武冈人,重庆大学经济与工商管理学院教授,博士生导师,从事公司治理研究。

响<sup>[12-13]</sup>。那么,在这特殊的中国制度环境下,两者之间又存在何种关系?现有研究表明,国有企业承担社会责任更多的是一种应规行为,而民营企业主要是出于经济动机<sup>[14]</sup>。由此可见,不同产权性质的企业承担社会责任的动机存在差异。那么,产权异质性又会对两者之间的作用机制产生何种影响呢?针对上述问题,本文利用2010—2016年沪深两市A股上市公司数据,研究CSR信息披露质量与现金持有水平之间的相关性,在此基础上考察产权性质以及中国特殊的制度环境对两者的调节效应,并进一步分析CSR信息披露质量影响现金持有水平的潜在路径以及现金持有的价值效应。不可否认,厘清CSR信息披露质量与现金持有决策之间的内在联系,有利于我们搞清楚经理人承担社会责任的真实动机。

本文的贡献主要体现以下三个方面:第一,拓展了CSR信息披露质量的研究范畴。不同于已有文献更多地聚焦于业绩表现、融资约束、盈余管理以及股价崩盘风险等经济后果层面,本文立足于中国特殊制度背景,系统考察CSR信息披露质量对现金持有决策的作用机制,发现提升CSR信息披露质量可以降低下期现金持有量,而且提高CSR信息披露质量可以增强现金持有价值效应,这一发现是对Cheung<sup>[11]</sup>、Arouri和Pijourlet<sup>[15]</sup>观点的有益补充。第二,鉴于我国上市公司的产权“二元”结构以及地区发展不平衡的特殊国情,本文基于产权性质和制度环境双重视角揭示两者对CSR信息披露质量与现金持有决策影响关系的差异,发现CSR信息披露质量对现金持有水平的抑制效应在非国有企业中更显著,而且优化制度环境可以强化这一抑制效应,这一发现为合理评估CSR信息披露所产生的微观治理效果提供了一个新的思路。第三,首次从融资约束和公司治理两条可能的传导路径阐述CSR信息披露质量作用于现金持有决策的内在传导机制,发现提高CSR信息披露质量是通过缓解融资约束和改善公司治理这两条路径来降低下期现金持有量的,这一发现有利于厘清CSR信息披露的作用机理。

## 二、文献回顾

### (一) CSR信息披露质量

CSR信息披露作为企业同外界互动的信息交流方式,既可向外界释放企业相关的内部消息,也会影响利益相关者对企业的整体感知以及声誉形象,并对投资决策产生重大的价值相关性。遵循这一逻辑,现有文献主要基于信息透明度、企业声誉、资本成本以及公司价值等层面研究CSR信息披露的经济后果,下文将就此梳理相关文献。

信息透明度方面。一些学者认为,CSR信息披露是投资者获取公司内部信息的有效途径,可以弱化内部人的信息优势,进而缓解由此产生的代理问题,比如盈余操纵以及内幕交易等机会主义行为。Gelb和Strawser<sup>[16]</sup>指出,CSR信息披露质量是企业文化涵养与道德标准的一种体现。

企业声誉方面。学者一致认为,CSR信息披露有利于塑造良好的声誉形象。作为非财务信息,CSR信息披露可向利益相关者传递非完全自利信号,一旦信号得到投资者认可,便能塑造良好的企业公民形象,进而形成声誉资本<sup>[17]</sup>。Godfrey等<sup>[18]</sup>强调,CSR信息披露所积累的声誉资本可以起到“类保险”功能,能够减弱对负面事件的反应。

资本成本方面,学者们普遍认为,CSR信息披露可以降低信息不对称进而降低资本成本。Parsa和Deng<sup>[19]</sup>发现,绝大多数上市公司CSR信息披露具有正的财富效应。Dhaliwal等<sup>[3]</sup>认为,企业披露CSR信息会被外界解读为守信与负责的一种表现,一旦得到资本市场的认可,便可降低资本成本。Goss和Roberts<sup>[4]</sup>发现,CSR信息披露质量越高,银行贷款利率越低,且贷款期限越长。何贤杰等<sup>[20]</sup>发现,CSR信息披露可以缓解融资约束,而且便于企业股权再融资。

公司价值变动方面。学者观点并未达成一致。陈玉清和马丽丽<sup>[21]</sup>指出,我国上市公司披露CSR信息对股价的解释力有限。然而,一些学者持有反对态度。朱松<sup>[22]</sup>发现,CSR信息披露可以影响投资者对盈利持续性的评判,其质量越高,市场评价越乐观,越有利于提升企业价值;Flammer也有相同发现<sup>[23]</sup>。Martin和Moser<sup>[24]</sup>认为,即使企业因承担社会责任而损害了其经济价值,投资者也会根据其伦理价值观而偏好于披露CSR信息的企业。

### (二) 现金持有

现金持有决策有利于流动性资产的风险管理以及资产配置效率提高。国内外学者主要基于静态权衡理论、

啄食理论等探究了现金持有决策的影响因素。早期文献表明,公司持有现金是出于交易性动机。而近期文献也披露了一些其他的重要动机,包括预防性动机、融资约束动机、税收动机以及多元化经营动机。祝继高和陆正飞<sup>[25]</sup>考察了现金持有动机,发现银根紧缩导致企业融资约束压力增加,进而增加现金持有量,这一观点与预防性动机以及权衡理论是一脉相承的。陆正飞和韩非池<sup>[26]</sup>强调,产业政策支持的企业将会拥有良好的发展机会,充裕的现金储备有利于其把握投资机会,拥有更多的竞争优势,现金持有价值也更高;刘媛媛等也持有相同观点<sup>[27]</sup>。

综上,不难发现,现有文献主要从信息透明度、企业声誉、资本成本以及公司价值等层面研究 CSR 信息披露的经济后果,并取得了一些有价值的成果。然而,鲜有文献从 CSR 信息披露质量角度对其进行考察。鉴于此,本文将立足于中国制度背景,就此展开后续研究。

### 三、理论分析与研究假设

#### (一) CSR 信息披露质量与现金持有

根据利益相关者理论和资源依赖理论可知,CSR 信息披露可以向外界传递积极信号,降低信息不对称程度,有助于企业赢得利益相关者的认可与支持,获取竞争对手难以模仿或复制的宝贵资源,而这些竞争性资源是实现可持续发展的重要保障。从融资约束层面上看,CSR 信息披露能够提高信息透明度,向外界释放良好的企业信息,提升企业声誉,进而增强资金供给者对企业的信心,降低投资者和债权人的决策风险,为企业带来融资便利<sup>[4,20]</sup>。倪恒旺等强调,企业披露 CSR 信息的目的在于增强监管层、债权人以及投资者对企业的了解,进而增强政府、银行以及投资者向企业提供资金的意愿,为企业获取外部资金提供契机<sup>[6]</sup>。从公司治理层面上看,提高 CSR 信息披露质量有利于企业同利益相关者保持融洽的关系<sup>[28]</sup>,而管理层倾向于利用这些默契关系,促使公司治理目标符合社会利益需要<sup>[29]</sup>,优化公司治理结构。刘博研等<sup>[30]</sup>发现,公司治理水平越高,其现金持有策略调整速度越快,偏离最优现金持有量的程度越小。Chen 和 Chen<sup>[31]</sup>指出,高效率的公司治理有助于缓解现金持有所诱发的代理问题,增强公司决策的科学性,促使管理层更合理地权衡现金持有量。因此,公司治理水平越高,越倾向于减少现金持有量。诚然,企业通过改善社会责任表现来提升声誉、改善品牌形象以及提高客户和员工的满意度,需要经历一个从 CSR 信息的生成、披露、传播到被利益相关者所认可的过程<sup>[32-33]</sup>,即 CSR 信息披露对现金持有具有一定的滞后期。综上,基于上述分析,本文提出假设 1。

假设 1:提高 CSR 信息披露质量可以降低下期现金持有量。

#### (二) CSR 信息披露质量、产权性质与现金持有

2009 年国资委将 CSR 质量列为国企绩效考核体系的重要指标,这一措施促使国企高管出于政治目标而进行自利性社会责任投资。国企承担社会责任更多的是出于政治性动机,这可能导致国企 CSR 投资决策与其经营战略目标脱离。而非国有企业更多出于自愿,主要是以经济动机为导向进行 CSR 投资,这在一定程度上决定了其 CSR 信息披露的信息含量相对更多,能够向外界传递更多的积极信号<sup>[14]</sup>。另外,非国有企业产权界定清晰,股东可以有效监督管理层,其代理问题相对较轻,管理层倾向于以企业发展战略为目标进行 CSR 投资,并利用社会资本以及同利益相关者的默契关系来缓解宏观经济的不利冲击、改善公司治理等<sup>[34-35]</sup>。钱明等<sup>[1]</sup>认为,政府可以通过行政力量直接支持国有企业,因此国有企业通过披露 CSR 信息来影响企业融资收效甚微。民营企业以承担社会责任的方式与政府部门进行资源交换<sup>[36]</sup>,有利于获取银行贷款等融资。因此,在假设 1 的基础上,本文提出假设 2。

假设 2:CSR 信息披露质量对现金持有量的抑制效应在非国有企业中更显著。

#### (三) CSR 信息披露质量、制度环境与现金持有

中国市场化改革的纵向推进以及区域发展不均衡在很大程度上造成了制度环境存在区域性差异,并导致企业、社会大众以及政府之间的互动关系表现出明显的区域特征<sup>[37]</sup>。包英群等<sup>[38]</sup>发现,优化制度环境可以有效激励新创企业的 CSR 实践。因此,CSR 实践受到制度环境的影响,更多地表现为以经济动机为导向的自愿性行为。换言之,制度环境日益完善,有利于提高市场化程度,市场竞争随之加强。而市场竞争信息假说认为,市场竞争将通过最为经济的方式向外界及时传递信息,缓解信息不对称,降低代理成本。同时,市场竞争越激烈,企业争取自身发展所需资源禀赋的动机越强<sup>[39]</sup>,因此将社会责任理念融合到企业品牌中来实现差异化战略是一个理

性选择<sup>[40]</sup>。此时,利益相关者可以及时、准确地获取CSR信息,并对CSR信息进行分析与甄别,企业一旦赢得利益相关者的认可和支持,便能获取可持续的竞争优势<sup>[32]</sup>。综上,随着制度环境的优化,政府功能逐渐转变为“扶持之手”,政府对CSR实践的约束将减弱,即制度环境的优化可以强化CSR信息披露质量对现金持有的抑制效应。因此,在假设1的基础上,本文提出假设3。

假设3:制度环境越好,CSR信息披露质量对现金持有量的抑制效应越显著。

## 四、研究设计

### (一)样本选择与数据来源

本文选取2010—2016年中国沪深两市披露CSR报告并被“润灵环球责任评级(RKS)”纳入评级体系的A股上市公司作为研究样本。在此基础上,本文剔除ST或ST\*类、金融类、数据缺失、资不抵债的公司;为了排除兼并收购的影响,剔除了总资产增长率大于150%的公司;为排除“离群值”干扰,对所有连续型变量进行1%-99%分位的Winsorize缩尾处理。最终本文得到5613个有效观察值。CSR数据来自“润灵环球”发布的上市公司社会责任信息披露报告,制度环境数据来自樊纲等编制的《中国分省份市场化指数报告(2016)》,财务数据来自CSMAR和CCER数据库,部分数据经手工收集获得。本文使用的统计软件是STATA14。

### (二)变量设计

#### 1.被解释变量:现金持有水平(*Cash*)

借鉴Cheung<sup>[11]</sup>的研究,本文采用现金及现金等价物与(总资产-现金及现金等价物)的比值衡量现金持有水平(*Cash*)。企业往往结合自身特征来决定最佳现金持有量,然而行业差异可能会导致企业现金持有量存在一定差异。为此,有必要考虑行业效应的影响,分别检验CSR信息披露质量与未经行业调整的现金持有(*Cash*)以及经行业中值调整的现金持有(*XCash*)的相关性。

#### 2.解释变量:CSR信息披露质量

借鉴徐细雄和李摇琴<sup>[37]</sup>的研究方法,本文使用“润灵环球”责任评级机构发布的社会责任报告评级总得分(*Score*)和评级等级(*Credit*)两个指标来度量CSR信息披露质量。具体来讲,本文使用分位数法对评级总得分(*Score*)进行处理,用分位数代替得分,分位数越大,得分越高;评级等级(*Credit*)按照等级的不同,从小到大依次赋值,分值越高,评级等级越高。

#### 3.控制变量

参考Cheung<sup>[11]</sup>、Bates等<sup>[34]</sup>的研究方法,本文选取以下关键因素作为控制变量,主要包括:①制度环境(*INS*),采用樊纲等编制的《中国分省份市场化指数报告(2016)》中的市场化指数度量制度环境,由于该报告尚未披露2015年和2016年度的市场化指数数据,同时考虑到我国外部治理环境整体上相对稳定,故使用中值插值法进行补充;②系统性风险(*Beta*)与特质性风险(*Idio*),借鉴Cheung<sup>[11]</sup>的方法,利用股票收益率波动幅度测算整体风险水平,运用资本资产定价模型,采用流通市值加权平均法,根据最近1年的数据估计出来的贝塔系数度量系统性风险(*Beta*)以及残差项度量特质性风险(*Idio*);③公司治理(*Cg*),借鉴张学勇等<sup>[41]</sup>的做法,利用主成分分析法通过正交旋转计算公司治理综合评价指标,并取第一大主成分得分为公司治理指数(*Cg*);④产权性质(*Own*)、产品市场竞争(*HHI*)、财务杠杆(*Leve*)、经营现金流(*Cfa*)、公司规模(*Size*)、成长性(*Growth*)、年度(*Year*)与行业(*Id*)虚拟变量,相关定义详见表1。

### (三)模型设定

首先,本文验证CSR信息披露质量对现金持有的影响。如前所述,CSR信息披露质量对企业现金持有的影响可能具有滞后性。具体而言,企业通过披露CSR信息来改善公司声誉、品牌形象以及获取资金支持,需要经历一个从CSR信息的生成、传播到最终被利益相关者所认可的过程<sup>[24]</sup>。同时,考虑到可能存在的内生性问题,我们借鉴徐辉等<sup>[24]</sup>的研究,采用超前一滞后的指标形式构建如下基准模型:

$$Cash_{i+1} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_i + \alpha_2 Idio_{i+1} + \alpha_3 Beta_{i+1} + \alpha_4 Cg_{i+1} + \alpha_5 Own_{i+1} + \alpha_6 HHI_{i+1} + \alpha_7 Leve_{i+1} + \alpha_8 Cfa_{i+1} + \alpha_9 Size_{i+1} + \alpha_{10} Growth_{i+1} + \sum Year + \sum Id + \varepsilon_{i+1} \quad (1)$$

其次,在基准模型(1)的基础上,本文根据产权性质和制度环境进行分组,检验CSR信息披露质量对现金持有的影响在不同产权性质和制度环境下的差异,即假设2和假设3。

## 五、实证结果与分析

### (一) 描述性统计

描述性统计结果如表1所示。结果显示,现金持有水平(*Cash*)的均值为32.6%、中值为19.3%,说明中国上市公司现金持有水平整体上相对较高,这可能是因为中国资本市场属于新兴市场,金融发展水平相对较低,融资渠道较少,内源融资依然处于主导地位。CSR总得分(*Score*)的均值为39.642,中值为36.852,说明中国上市公司CSR信息披露质量依然较差,至少有一半企业的CSR执行效果处于平均

表1 主要变量的描述性统计结果及定义

变量	N	均值	标准差	p50	变量定义
<i>Cash</i>	5613	0.326	0.422	0.193	现金及现金等价物/(总资产-现金及现金等价物)
<i>Score</i>	5613	39.642	10.256	36.852	运用分位数法处理后的CSR总得分
<i>Credit</i>	5613	6.533	2.853	5.428	CSR总评定等级
<i>Beta</i>	5613	1.252	0.256	1.236	系统性风险,运用最近1年数据估计的贝塔系数
<i>Idio</i>	5613	0.049	0.029	0.053	特质性风险,运用最近1年的数据估计的残差值
<i>Cg</i>	5613	-0.026	1.235	-0.248	取第一大主成分得分为公司治理指数
<i>Own</i>	5613	0.486	1.000	0.000	非国有企业取1;国有企业取0
<i>HHI</i>	5613	0.108	0.115	0.087	赫芬德尔指数 $HHI=\sum(X_i/X)^2$ , $X_i$ 为企业 <i>i</i> 销售额
<i>Leve</i>	5613	1.233	0.825	1.114	财务杠杆=权益资本收益变动率/息税前利润变动率
<i>Cfa</i>	5613	0.045	0.057	0.041	经营活动现金流净额/总资产
<i>Size</i>	5613	23.024	1.387	22.975	总资产自然对数
<i>Growth</i>	5613	0.256	0.647	0.139	(本年销售收入-上年销售收入)/上年销售收入

水平以下,而且CSR总评定等级(*Credit*)的统计结果也说明了这一事实。由此可见,中国企业社会责任信息披露质量还有待于改善。同时,特质性风险变量(*Idio*)的均值0.049小于中值0.053,这表明至少有50%的上市公司的特质性风险高于平均值,即中国上市公司的风险水平相对较高,比较系统性风险(*Beta*)的统计指标也能说明这一现象。

### (二) 相关性分析

表2报告了相关性分析结果。从第一列的结果可以看出,现金持有(*Cash*)与企业社会责任信息披露质量(*CSR*)的相关性系数为-0.128,且在1%的水平上显著,说明提高CSR信息披露质量会引起企业减持现金<sup>[15]</sup>,初步验证假设1。现金持有(*Cash*)与系统风险(*Beta*)、非系统风险(*Idio*)显著正相关<sup>[11]</sup>,这一结论支持了现金持有的预防性动机。公司现金持有(*Cash*)与公司治理(*Cg*)是负相关的<sup>[31]</sup>,说明公司治理有助于缓解与现金持有相关的代理问题。此外,由于相关性系数相对较小,因此不存在严重的多重共线性问题。

表2 相关性分析结果

变量	<i>Cash</i>	<i>CSR</i>	<i>Beta</i>	<i>Idio</i>	<i>Cg</i>	<i>Cfa</i>	<i>HHI</i>	<i>Size</i>	<i>Leve</i>	<i>Growth</i>
<i>Cash</i>	1									
<i>CSR</i>	-0.128***	1								
<i>Beta</i>	0.008*	-0.007**	1							
<i>Idio</i>	0.024*	-0.004*	0.483***	1						
<i>Cg</i>	-0.19***	0.284***	0.011*	-0.093***	1					
<i>Cfa</i>	0.159***	0.083***	-0.114***	0.029**	-0.087**	1				
<i>HHI</i>	0.093*	0.058**	0.027**	0.082*	0.029*	0.031	1			
<i>Size</i>	-0.259***	0.547***	-0.009	-0.011	-0.426***	-0.007	-0.082	1		
<i>Leve</i>	-0.156**	0.018	0.034**	0.063**	-0.097**	-0.068**	-0.165**	0.009	1	
<i>Growth</i>	0.026*	0.012**	0.046*	0.166**	0.006	0.001*	0.015	-0.053*	-0.012*	1

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

### (三) CSR信息披露质量与现金持有:主检验

表3报告了CSR信息披露质量与现金持有的检验结果。第(1)列和第(2)列的结果显示,企业社会责任披露质量(*CSR*)的系数均显著为负,说明CSR信息披露质量越高,下期现金持有量越少。因此,研究假设1得到证实。控制变量方面,特质性风险(*Idio*)、系统性风险(*Beta*)与现金持有(*Cash*)显著正相关,这一发现与Bates等<sup>[34]</sup>的观点是吻合的。同时,公司治理水平(*Cg*)与现金持有(*Cash*)显著负相关,说明提高公司治理水平有利于减持现金,其原因可能在于高效率的公司治理意味着其内部控制制度较为完善,进而有效约束管理层利用内部资金参与自利性CSR实践的机会主义行为<sup>[11,31]</sup>。

表3中第(3)和第(4)列报告了基于产权性质的异质性检验结果。结果表明,无论国有企业还是非国有企业,提升CSR信息披露质量均有利于降低现金持有量,但这一抑制效应在非国有企业中更显著。与此同时,组间差异Chow检验所得到的“经验P值”为0.014,这在统计上证实了这一差异的显著性。究其原因,国有企业“所有者缺位”和“内部人控制”问题依然严重,导致所有权层级较为冗杂,界定模糊,代理问题严重。而代理问题越严重,管理层越倾向于持有现金,较少甚至不分配股利,就越有动机凭借CSR活动进行自利性投资<sup>[42]</sup>。因此,非国有企业CSR信息披露质量的提升更有利于减持现金,故假设2通过检验。

表3中第(5)和第(6)列报告了基于制度环境的异质性检验结果。结果表明,制度环境越好,CSR信息披露质量对现金持有的抑制效应越显著。同时,组间差异Chow检验所得到的“经验P值”为0.003,在统计上证实了这一差异的显著性。这一结果也不难理解,根据资源依赖理论可知,制度环境日益优化,社会透明度更高,媒体监督力度更大,增强了企业产权保护力度<sup>[35]</sup>,企业更有动机利用CSR活动来优化企业治理结构,降低企业风险<sup>[34]</sup>,进而弱化持有现金的需求,故假设3通过检验。

#### (四) CSR信息披露质量与现金持有:路径检验

前文实证结果表明,提升CSR信息披露质量有利于降低下期现金持有量。那么,这一作用机制的传导路径又是什么呢?正如前文第二部分理论分析所阐述,CSR信息披露质量能够对企业风险防控与公司治理产生积极影响,并通过缓解融资约束和改善公司治理等潜在路径影响现金持有量。因此,遵循前文的理论分析,借鉴Baron和Kenny<sup>[43]</sup>的方法,本文进一步检验上述潜在的作用路径,检验结果如表4所示。

表4中(1)列、(2)列、(3)列是检验融资约束的中介效应。借鉴Kaplan和Zingales<sup>[44]</sup>、Baker等<sup>[38]</sup>以及高凡雅等<sup>[8]</sup>的方法,本文采用KZ指数衡量融资约束程度(KZ)。结果表明,提升CSR信息披露质量有利于缓解企业融资约束问题,而融资约束的缓解又促使企业减持现金,上述结果说明融资约束充当了部分中介的作用,即融资约束是CSR信息披露抑制现金持有的一个潜在路径。

表4中(1)列、(4)列、(5)列是检验公司治理的中介效应。如前所述,借鉴张学勇等<sup>[41]</sup>的做法,本文采用主成分分析法构建公司治理的综合评价指标(Cg)。结果显示,提升CSR信息披露质量有利于提高公司治理水平,而公司治理水平越高,企业越倾向于减少现金持有量<sup>[30-31]</sup>,这说明公司治理是CSR信息披露抑制现金持有的又一潜在路径。综上所述,CSR信息披露质量确实是通过缓解融资约束以及改善公司治理这两条路径降低现金持有量。至此,本文两个传导路径均已证实。

#### (五) 稳健性检验

##### 1. 内生性问题的处理

影响企业现金持有决策的因素众多,这决定

表3 CSR信息披露质量与现金持有:主检验结果

变量	(1) 全样本	(2) 全样本	(3) 国有企业	(4) 非国有企业	(5) 制度环境差	(6) 制度环境好
CSR	-0.413*** (-6.14)	-0.328*** (-4.95)	-0.282** (-2.02)	-0.394*** (-6.23)	-0.286* (-1.82)	-0.429*** (-5.28)
Beta		0.0741** (2.05)	0.108** (2.42)	0.0857* (1.75)	0.0922** (2.09)	0.0874* (1.84)
Idio		1.271** (2.14)	1.442* (1.82)	1.117*** (3.95)	1.199*** (3.68)	1.131*** (3.24)
Cg		-0.0231** (-2.42)	-0.0924*** (-3.32)	-0.0205*** (-2.78)	-0.0223** (-2.06)	-0.0212** (-2.04)
Own		-0.0122* (-1.84)			-0.0407* (-1.94)	-0.0206* (-1.81)
HHI		-0.0751* (-1.75)	-0.145* (-1.71)	-0.0726* (-1.83)	-0.0745** (-2.15)	-0.0693** (-2.38)
Leve		-0.0011 (-1.52)	-0.0196* (-1.83)	-0.0012* (-1.78)	-0.0013* (-1.82)	-0.0011* (-1.92)
Cfa		0.323*** (4.37)	0.563*** (3.42)	0.363*** (5.17)	0.337*** (3.39)	0.343*** (5.08)
Size		-0.183*** (-5.96)	-0.135*** (-2.98)	-0.176*** (-12.01)	-0.195*** (-15.42)	-0.204*** (-9.24)
Growth		-0.0184* (-1.78)	-0.0318** (-2.03)	-0.0175* (-1.85)	-0.0178* (-1.73)	-0.0181* (-1.82)
常数项	-5.812*** (-7.18)	-5.429*** (-5.77)	-5.246*** (-6.87)	-5.074*** (-11.87)	-5.125*** (-8.52)	-5.157*** (-12.84)
R <sup>2</sup>	0.192	0.194	0.175	0.182	0.186	0.183
F值	41.45	42.54	43.04	44.12	47.42	48.42
经验P值	—	—	0.014**	—	0.003***	—

注:\*,\*\*,\*\*\*分别表示在10%,5%,1%上显著;括号内是T值;此处CSR代表Score,而Credit对应的结果用于稳健性检验;N为5613;“经验P值”用于检验组间CSR系数差异的显著性;下表同。

表4 CSR质量与现金持有:路径检验结果

变量	(1) Cash	(2) KZ	(3) Cash	(4) Cg	(5) Cash
CSR	-0.562*** (-4.71)	-0.327*** (-3.95)	-0.416* (-1.72)	0.213** (2.29)	-0.397* (-1.82)
KZ			-0.107** (-2.02)		
Cg					-0.196* (-1.81)
Own	-0.0187** (-2.18)	-0.0318* (-1.87)	-0.0175* (-1.72)	-0.0307* (-1.74)	-0.0287* (-1.81)
HHI	-0.0614** (-2.31)	-0.0625** (-2.21)	-0.0572** (-2.15)	-0.0636** (-2.34)	-0.0702* (-1.87)
Leve	-0.001* (-1.79)	-0.002* (-1.85)	-0.006** (-2.18)	-0.001* (-1.82)	-0.004* (-1.75)
Cfa	0.412** (2.27)	0.389*** (3.38)	0.392*** (5.29)	0.416** (2.21)	0.386*** (4.15)
Size	-0.213*** (-4.52)	-0.189** (-2.18)	-0.177** (-2.15)	-0.186** (-2.14)	-0.203** (-2.34)
Growth	-0.0164** (-2.04)	-0.0157* (-1.73)	-0.0171** (-2.03)	-0.0182* (-1.77)	-0.0185* (-1.89)
常数项	-5.247*** (-3.88)	-4.847*** (-5.24)	-5.314*** (-7.22)	-5.046*** (-9.85)	-4.904*** (-6.87)
N	5613	5613	5613	5613	5613
R <sup>2</sup>	0.217	0.232	0.238	0.318	0.329
F值	42.45	34.62	48.57	37.79	44.89

了在模型设定中难以涉及全部影响因素。因此,遗漏重要变量可能导致内生性问题。为此,参照Cai等<sup>[46]</sup>的做法,本文选取上市公司注册地处于相同地级市的CSR总评分的年度均值(*CSR\_LOCAL*)、属于同一行业的所有上市公司CSR总评分的年度均值(*CSR\_IND*)以及CSR总评分的滞后一期值作为工具变量。对于地理位置邻近、行业相同的企业而言,其面临的外部环境相对较为相似,进而导致相应的社会责任决策彼此之间相互影响,具有趋同性。因此,从单个企业层面上讲,CSR总评分的年度均值(*CSR\_LOCAL*)和行业均值(*CSR\_IND*)满足外生性与相关性条件。

表5中的Panel A报告的结果表明,CSR总评分的年度均值(*CSR\_LOCAL*)、行业均值(*CSR\_IND*)均与CSR显著正相关。“弱工具”变量检验结果显示,Shea's partial R<sup>2</sup>达到41.3%,F统计量

为1233.42,远大于经验值10,这意味着拒绝原假设,即不存在“弱工具”变量问题。Panel B报告的结果表明,第一阶段所得到的CSR估计量(*PCSR*)与现金持有显著负相关。此外,过度识别检验结果表明,接受“所有工具变量是外生的”原假设,即满足外生性条件。由此可见,工具变量是有效的,而且工具变量法的检验结果与前文检验结果基本一致,故本文结论稳健。

## 2. 其他稳健性检验

为了进一步增强结论的稳健性,本文还进行了如下稳健性处理:(1)针对互为因果问题,将解释变量的一期滞后项代替原有解释变量;(2)为解决可能存在的“自选择”问题,采用倾向得分匹配法构建配对样本,并通过Logit模型计算倾向得分,选定能反映上市公司特征以及公司治理变量作为匹配依据,利用配对样本重新回归;(3)替换解释变量,用经行业中值调整的现金持有(*XCash*)代替未经行业调整的现金持有(*Cash*),使用“润灵环球”责任评级机构发布的社会责任报告评级等级(*Credit*)代替评级总得分(*Score*)。重新回归后,结论未发生实质性改变。限于篇幅,检验结果不再列出,留存备索。

### (六)拓展性分析

现金是总资产的重要组成部分<sup>[34]</sup>。对于CSR信息披露质量更高的公司,投资者倾向于分配更高比例的现金,即现金持有价值是以CSR信息披露质量为先决条件的<sup>[15]</sup>。由此可见,厘清CSR信息披露质量和现金持有价值之间的关系,将有利于我们搞清楚经理人执行CSR信息披露的动机。因此,有必要进一步分析CSR信息披露

表5 工具变量检验结果

变量	(1) 全样本	(2) 全样本	(3) 国有企业	(4) 非国有企业	(5) 制度环境差	(6) 制度环境好
Panel A: 第一阶段(限于篇幅,省略控制变量的回归结果)						
因变量( <i>CSR</i> )						
<i>CSR_LOCAL</i>			0.397*** (12.42)			
<i>CSR_IND</i>			0.423*** (7.04)			
弱工具变量检验(H0:工具变量在第一阶段回归中的系数都为0):Shea's partial R <sup>2</sup> =0.413;F=1233.42;p=0.0001						
Panel B: 第二阶段						
<i>PCSR</i>	-0.372*** (-4.28)	-0.342** (-2.07)	-0.304* (-1.77)	-0.389*** (-7.24)	-0.316* (-1.78)	-0.391** (-2.24)
<i>Beta</i>		0.0413** (2.13)	0.108** (2.42)	0.102* (1.69)	0.118* (1.76)	0.112** (2.05)
<i>Idio</i>		1.124* (1.67)	1.442* (1.82)	1.464* (1.84)	1.493** (2.34)	1.517* (1.91)
<i>Cg</i>		-0.0247* (-1.83)	-0.0924*** (-3.32)	-0.0926*** (-4.23)	-0.0924*** (-3.38)	-0.0925*** (-4.02)
<i>Own</i>		-0.0212* (-1.84)			-0.0331* (-1.82)	-0.0439* (-1.69)
<i>HHI</i>		-0.0897*** (-3.13)	-0.145* (-1.71)	-0.142* (-1.79)	-0.146 (-1.41)	-0.145 (-1.43)
<i>Leve</i>		-0.0363* (-1.72)	-0.0196* (-1.83)	-0.0199* (-1.79)	-0.0203* (-1.82)	-0.0206* (-1.77)
<i>Cfa</i>		0.506*** (6.43)	0.563*** (3.42)	0.561*** (3.43)	0.559*** (3.42)	0.564*** (3.45)
<i>Size</i>		-0.189*** (-8.25)	-0.135*** (-2.98)	-0.136*** (-2.95)	-0.135*** (-2.97)	-0.136*** (-3.04)
<i>Growth</i>		-0.0161 (-1.48)	-0.0318** (-2.03)	-0.0311** (-2.14)	-0.0323* (-1.84)	-0.0316* (-1.79)
常数项	-4.648*** (-8.91)	-4.603*** (-8.82)	-3.385*** (-3.43)	-3.396*** (-3.92)	-3.385*** (-3.98)	-3.397*** (-3.79)
R <sup>2</sup>	0.170	0.201	0.178	0.181	0.204	0.207
F值	20.108	27.584	26.049	26.142	26.262	26.341
经验P值	—	—	0.017**		0.002***	
过度识别检验(H0:所有工具变量都是外生的)						
Hansen J值	0.792	0.629	0.822	0.576	0.457	0.826

质量对现金持有价值的影响,并使用以下修正的Fama等<sup>[47]</sup>模型检验中国上市公司现金持有的价值效应:

$$V_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Caf_{i,t} + \alpha_2 dCaf_{i,t} + \alpha_3 dCaf_{i,t+1} + \alpha_4 dNA_{i,t} + \alpha_5 dNA_{i,t+1} + \alpha_6 I_{i,t} + \alpha_7 dI_{i,t} + \alpha_8 dI_{i,t+1} + \alpha_9 D_{i,t} + \alpha_{10} dD_{i,t} + \alpha_{11} dD_{i,t+1} + \alpha_{12} CAPEX_{i,t} + \alpha_{13} dCAPEX_{i,t} + \alpha_{14} dCAPEX_{i,t+1} + \alpha_{15} dV_{i,t+1} + \alpha_{16} Cash_{i,t} + \alpha_{17} CSR_{i,t} + \alpha_{18} Cash_{i,t} * CSR_{i,t} + \sum Year_t + \sum Id_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $V$ 表示市场价值,由流通股市值、非流通股价值以及负债市值三个部分组成,负债市值以负债的账面价值代替。对于非流通股价值的度量,非流通股转让价格一般是以净资产为基准,以非流通股份数与每股净资产的乘积度量非流通股价值。其中, $X_t$ 表示变量 $X$ 在第 $t$ 年的水平值; $dX_t$ 表示变量 $X$ 从第 $t-1$ 年到第 $t$ 年的变化量,即 $X_t - X_{t-1}$ ;  $dX_{t+1}$ 表示变量 $X$ 从第 $t$ 年到第 $t+1$ 年的变化量,即 $X_{t+1} - X_t$ 。此外,为有效控制变量的异方差,本文将所有变量均除以总资产。因此,现金持有( $Cash$ )的系数反映的是每单位现金持有量的市场价值。

表6报告了现金持有价值效应的检验结果。结果表明,现金持有( $Cash$ )的系数均显著为正,交互项( $Cash \times Score$ 和 $Cash \times Credit$ )的系数也显著为正。由此可见,随着CSR信息披露质量的提高,持有现金的市场价值也会得到相应的提高,即提高CSR信息披露质量可以增加现金持有价值。此外,现金持有( $Cash$ )的系数均小于1,说明中国上市公司持有现金的市场价值要小于其账面价值,这可能是由中国资本市场的政策性特征所导致的。

## 六、研究结论与启示

CSR信息披露质量是当前被广泛关注的焦点问题。不同于已有文献关注CSR信息披露质量对企业绩效、社会资本以及企业风险等经济后果的影响,本文立足于中国特殊的制度环境,基于利益相关者和资源依赖理论的双重视角探讨了CSR信息披露质量对现金持有决策的影响机理,并运用2010—2016年沪深两市披露CSR报告并被“润灵环球责任评级(RKS)”纳入评级体系的A股上市公司的数据进行了实证检验,结果显示:提高CSR信息披露质量可以降低企业下一期现金持有量。异质性检验结果表明:CSR信息披露质量对现金持有的抑制效应在非国有企业中更显著;制度环境的优化可以强化CSR信息披露质量对现金持有的抑制效应。路径检验结果表明:CSR信息披露主要通过缓解融资约束以及改善公司治理这两条潜在路径来降低企业现金持有量。拓展性分析结果表明:持有现金的价值效应会随着CSR信息披露质量的改善而增加,但中国上市公司持有现金的市场价值要小于其账面价值。

本文结论的启示意义在于:第一,我们发现,CSR信息披露质量对现金持有的抑制效应在非国有企业中更明显。由此可见,非国有企业可以借助披露CSR信息的方式向资本市场传递诚信负责的积极信号,加强同利益相关者的互动,从而获取利益相关者的认可与支持,进而能够获取资本市场的积极反馈,降低融资成本。第二,我们发现,优化制度环境可以强化CSR信息披露质量对现金持有的抑制效应。因此,相关部门理应进一步推动市

表6 现金持有的价值效应检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
<i>Cash</i>	0.546*** (5.56)	0.524** (2.37)	0.535** (2.14)
<i>Score</i>		0.156* (1.72)	
<i>Cash*Score</i>		0.376** (2.35)	
<i>Credit</i>			0.412** (2.42)
<i>Cash*Credit</i>			0.452** (2.21)
<i>Cfa</i>	2.002* (4.26)	1.995*** (7.25)	1.999*** (4.58)
<i>dCaf</i>	-0.933*** (-3.26)	-0.932*** (-5.27)	-0.927*** (-4.72)
<i>dCafI</i>	0.653** (2.27)	0.661** (2.12)	0.642* (1.77)
<i>dNA</i>	0.693*** (4.48)	0.694*** (8.28)	0.693*** (6.14)
<i>dNAI</i>	-0.273* (-1.81)	-0.279* (-1.74)	-0.271* (-1.89)
<i>I</i>	-25.18*** (-5.29)	-25.17*** (-4.95)	-25.18*** (-7.92)
<i>dI</i>	12.81* (1.76)	12.84* (1.77)	12.82* (1.83)
<i>dII</i>	-21.44*** (-7.48)	-21.41*** (-6.82)	-21.43*** (-5.36)
<i>D</i>	5.076*** (3.78)	5.082*** (6.25)	5.078*** (3.53)
<i>dD</i>	-3.024*** (-4.31)	-3.026*** (-3.39)	-3.025*** (-6.21)
<i>dDI</i>	1.864*** (2.89)	1.866*** (6.38)	1.865*** (4.59)
<i>Capxa</i>	2.280*** (3.97)	2.281*** (5.12)	2.280*** (4.19)
<i>dCapxa</i>	-1.206*** (-4.25)	-1.207*** (-3.45)	-1.206*** (-6.23)
<i>dCapxaI</i>	0.585** (2.25)	0.586** (2.04)	0.585** (2.34)
<i>dVI</i>	-0.531*** (-6.02)	-0.521*** (-4.29)	-0.502*** (-3.09)
常数项	1.725*** (3.43)	1.685*** (2.93)	1.725*** (7.44)
F值	109.60	113.64	112.17
R <sup>2</sup>	0.219	0.221	0.228

注:表中 $dXI$ 表示 $X_{t+1} - X_t$ 。

场化改革进程,优化企业赖以生存的外部治理环境,尤其是金融发展欠发达、法治水平较低以及政府干预较多的地区。第三,我们发现,提高CSR信息披露质量可以增强现金持有价值效应。因此,在实际操作过程中,注册会计师理应交叉核对CSR信息披露内容,以确保CSR信息披露内容的真实性、客观性以及完整性,切实维护投资者的合法利益。

#### 参考文献:

- [1] 钱明,徐光华,沈弋.社会责任信息披露、会计稳健性与融资约束——基于产权异质性的视角[J].会计研究,2016(5):9-17.
- [2] 翟华云.预算软约束下外部融资需求对企业社会责任披露的影响[J].中国人口·资源与环境,2010(9):107-113.
- [3] 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.
- [4] Goss A, Roberts G S. The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans[J]. Journal of Banking and Finance, 2011, 35(7):1794-1810.
- [5] 李姝,赵颖,童婧.社会责任报告降低了企业权益资本成本吗?——来自中国资本市场的经验证据[J].会计研究,2013(9):64-70.
- [6] 倪恒旺,李常青,魏志华.媒体关注、企业自愿性社会责任信息披露与融资约束[J].山西财经大学学报,2015(11):77-88.
- [7] 钱明,徐光华,沈弋,等.民营企业自愿性社会责任信息披露与融资约束之动态关系研究[J].管理评论,2017(12):165-176.
- [8] 高凡雅,田高良,王喜.中小企业履行社会责任能缓解融资约束吗?[J].科学学与科学技术管理,2017(6):135-145.
- [9] Dyck A, Volchkova N, Zingales L. The corporate governance role of the media: Evidence from Russia[J]. The Journal of Finance, 2008, 63(3):1093-1135.
- [10] 徐莉萍,辛宇,祝继高.媒体关注与上市公司社会责任之履行——基于汶川地震捐款的实证研究[J].管理世界,2011(3):135-143.
- [11] Cheung A. Corporate social responsibility and corporate cash holdings[J]. Journal of Corporate Finance, 2016, 37(4):412-430.
- [12] 黎文靖.所有权类型、政治寻租与公司社会责任报告:一个分析性框架[J].会计研究,2012(1):81-88.
- [13] 陈克兢,李延喜,孙文章,等.制度约束还是制度诱导?——中国上市公司盈余管理策略演变经验证据[J].管理评论,2016(5):122-136.
- [14] Wang K T, Li D. Market reactions to the first-time disclosure of corporate social responsibility reports: Evidence from China[J]. Journal of Business Ethics, 2016, 138(4):1-22.
- [15] Arouri M, Pijourlet G. CSR performance and the value of cash holdings: International evidence[J]. Journal of Business Ethics, 2017, 140(2):263-284.
- [16] Gelb D S, Strawser J A. Corporate social responsibility and financial disclosures: An alternative explanation for increased disclosure[J]. Journal of Business Ethics, 2001, 33(1):1-13.
- [17] 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.
- [18] Godfrey P C, Merrill C B, Hansen J M. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis[J]. Strategic Management Journal, 2010, 30(4):425-445.
- [19] Parsa S, Deng L X. Capital markets reactions to social information announcements[J]. International Journal of Accounting & Finance, 2008, 1(1):107-120.
- [20] 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):61-72.
- [21] 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.
- [22] 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.
- [23] Flammer C. Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach[J]. Management Science, 2015, 61(11):1-20.
- [24] Martin P. R., Moser D. V. Managers' green investment disclosures and investors' reaction[J]. Journal of Accounting and Economics, 2016, 61(1):239-254.
- [25] 祝继高,陆正飞.货币政策、企业成长与现金持有水平变化[J].管理世界,2009(3):152-158.
- [26] 陆正飞,韩非池.宏观经济政策如何影响公司现金持有的经济效应?——基于产品市场和资本市场两重角度的研究[J].管理世界,2013(6):43-60.
- [27] 刘媛媛,钟覃琳.货币紧缩、现金锁定与现金持有价值[J].会计研究,2018(2):55-61.
- [28] Russo A, Perrini F. Investigating stakeholder theory and social capital: CSR in large firms and SMEs[J]. Journal of Business Ethics, 2010, 91(2):207-221.

- [29] 郑志刚,孙艳梅,谭松涛,等.股权分置改革对价确定与我国上市公司治理机制有效性的检验[J].经济研究,2007(7):96-109.
- [30] 刘博研,韩立岩.公司治理、不确定性与流动性管理[J].世界经济,2010(2):141-160.
- [31] Chen S S, Chen I J. Corporate governance and capital allocations of diversified firms[J].Journal of Banking & Finance,2012,36(2):395-409.
- [32] 张兆国,靳小翠,李庚秦.企业社会责任与财务绩效之间交互跨期影响实证研究[J].会计研究,2013(8):32-39.
- [33] 徐辉,周孝华,吴迪.企业社会责任承担的理性边界问题研究——基于产品市场竞争的门限效应分析[J].现代财经,2018(11):50-64.
- [34] Bates T W, Kahle K M, Stulz R M. Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?[J].The Journal of Finance, 2009, 64 (5):1985-2021.
- [35] 戴亦一,潘越,冯舒.中国企业的慈善捐赠是一种“政治献金”吗?——来自市委书记更替的证据[J].经济研究,2014(2):74-86.
- [36] 李维安,王鹏程,徐业坤.慈善捐赠、政治关联与债务融资——民营企业与政府的资源交换行为[J].南开管理评论,2015(1):4-14.
- [37] 徐细雄,李摇琴.高管性别、制度环境与企业CSR决策[J].科研管理,2018(3):80-89.
- [38] 包英群,张慧玉,眭文娟.新创企业的制度嵌入与企业社会责任前移[J].科研管理,2017(6):100-107.
- [39] 李增福,汤旭东,连玉君.中国民营企业社会责任背离之谜[J].管理世界,2016(9):136-148.
- [40] Homburg C, Stierl M, Bornemann T. Corporate social responsibility in business-to-business markets: How organizational customers account for supplier corporate social responsibility engagement [J]. Journal of Marketing, 2013, 77(6):54-72.
- [41] 张学勇,廖理.股权分置改革、自愿性信息披露与公司治理[J].经济研究,2010(4):28-39.
- [42] 冯丽艳,肖翔,程小可.社会责任对企业风险的影响效应——基于我国经济环境的分析[J].南开管理评论,2016(6):141-154.
- [43] Baron RM, Kenny DA. The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. [J].Journal of Personality and Social Psychology, 1986, 51(6):1173-1182.
- [44] Kaplan S, Zingales L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?[J].Quarterly Journal of Economics, 1997, 112(1):169-215.
- [45] Baker M, Stein J C, Wurgler J. When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms[J].The Quarterly Journal of Economics, 2003, 118(3):969-1005.
- [46] Cai L, Cui J, Jo H. Corporate environmental responsibility and firm risk [J].Journal of Business Ethics, 2016, 139(3):563-594.
- [47] Fama E F, French K R. Disagreement, tastes, and asset prices[J].Journal of Financial Economics, 2007, 83(3):667-689.

[责任编辑:杨志辉,高 婷]

## CSR Information Disclosure Quality and Cash Holding Decision

XU Hui, ZHOU Xiaohua

(School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

**Abstract:** In view of the “high cash holding” problem of China’s listed companies, this paper investigates the influence mechanism of CSR information disclosure quality on cash holding decision. By selecting the listed companies of A-share listed in Shanghai and Shenzhen in 2010-2016 and disclosing CSR report included in the rating system of “Run Ling Global Responsibility Rating” as the initial research sample, the empirical test results show that improving the quality of CSR information disclosure can reduce the cash holdings in the next period, and it is mainly achieved through the two ways of alleviating financing constraints and improving corporate governance; The inhibitory effect of CSR information disclosure quality on cash holdings is more significant in non-state-owned enterprises, and the optimization of the institutional environment can strengthen this inhibitory effect. Further study found that CSR information disclosure quality can enhance the value effect of cash holdings.

**Keywords:** CSR information disclosure quality; cash holding value; financing constraints; nature of property rights; institutional environment; corporate governance