

# 社会责任信息披露与权益资本成本： 财务透明度与治理环境的调节作用

张正勇<sup>1 2</sup> 陈虹<sup>1</sup>

(1. 南京财经大学 会计学院 江苏 南京 210023; 2. 南京大学 商学院 江苏 南京 210093)

**摘要:** 作为对财务信息的补充,企业社会责任报告中的环境、社会等非财务信息披露的经济后果成为近年来学术界和实务界关注的热点问题。本文以2009—2014年中国A股市场数据为样本,研究在不同外部治理环境与公司内部财务透明度下,社会责任信息披露对企业权益资本成本的影响。研究发现,披露社会责任报告能显著降低权益资本成本,且在公司外部治理环境较差、或公司内部财务透明度较低时两者才有显著负相关关系;对于披露社会责任报告的公司而言,无论治理环境与财务透明度如何,披露质量与权益资本成本间均无显著负相关关系。这表明披露社会责任报告对降低信息不对称的作用受公司与市场环境的共同影响,但由于当前我国企业社会责任报告披露质量并不高,这些报告释放的企业社会责任实践和责任危机应对情况的信息未能有效降低投资者对公司风险的评估。本文的研究结论丰富了社会责任报告披露经济后果方面的文献,同时对政策制定者进一步完善企业社会责任报告披露制度具有一定的参考价值。

**关键词:** 社会责任报告; 权益资本成本; 外部治理环境; 公司财务透明度

**中图分类号:** F231.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-6049(2017)01-0060-12

## 一、引言

公司社会责任(Corporate-Social-Responsibility, CSR)是对商业经营理念的创新,它将社会责任理念融入传统商业运营,使公司在创造经济效益的同时并重社会效益,故自20世纪70年代兴起以来,就在世界范围内得到社会各方的广泛关注。在中国,公司社会责任事业方兴未艾,社会责任报告成为社会责任信息披露的主要方式。自2006年以来,在政府颁布的政策意见的推动、行业协会的指引、以及公司自身的发展建设下,社会责任报告披露数量呈现井喷式增长。商道纵横在其发布的《价值发现之旅2015:中国企业社会责任报告研究》中指出,2015年,中国上市公司共发布830份社会责任报告,较之前年份呈现稳步增长,沪深两市发布社会责任报告的数量较2014年分别上涨2.8%和10.6%。在这种背景之下,社会责任信息披露成为众多学者的研究兴趣所在。

虽然目前关于社会责任信息披露的研究并不少见,可大多都关于社会责任报告披露的前置影响因素研究<sup>[1-4]</sup>,且其成果已较为丰富全面系统;但对社会责任信息披露经济后果(譬如对资本成本的影响)的研究并不多见。关于社会责任报告与权益资本成本之间关系的研究,李姝等人<sup>[5]</sup>发现披露社会

收稿日期:2016-10-12

基金项目:国家自然科学基金青年项目(71402068);江苏高校哲学社会科学基金项目(2016SJB630039),同时得到江苏高校优势学科建设工程资助项目(PAPD)资助。

作者简介:张正勇(1983—),男,安徽合肥人,南京财经大学会计学院副教授、硕士生导师,会计学博士,南京大学商学院会计学博士后,研究方向为社会责任会计与报告、公司治理;陈虹(1993—),女,安徽合肥人,南京财经大学会计学院硕士研究生,研究方向为社会责任会计与报告。

责任报告与权益资本成本变化率之间呈负相关关系,同时社会责任报告披露质量与权益资本成本变化率并无显著负相关关系。但它们的研究却忽略了公司披露社会责任报告时所处的公司环境与市场背景,其他条件相同时,对于同样披露社会责任报告的两家公司而言,公司财务透明度和外部治理环境存在差异时,披露社会责任报告产生的经济效果仍然相同吗?使权益资本成本降低的幅度仍然一致吗?这是现有研究中缺乏但却十分重要的,因为这些问题重点关注了公司内外部环境对社会责任信息披露与权益资本成本之间关系的调节作用,这对于充分理解社会责任信息披露的经济意义,提升现阶段披露质量意义重大。因此,本文在李姝等人<sup>[5]</sup>的研究基础上,重点考察公司内部财务透明度与外部治理环境对社会责任信息披露与权益资本成本之间关系的中介作用。

本文利用樊纲等编制计算的中国市场化指数表示中国各省(除西藏)外部治理环境水平,利用修正 Jones 模型得到的可操控应计绝对值表示公司财务透明度,并结合上述两个视角,具体研究社会责任信息披露对权益资本成本的影响。研究结果表明:(1)披露社会责任报告能显著降低权益资本成本,且仅在外部治理环境差、或公司内部财务透明度低时才显著成立;因此,披露社会责任报告具有缓解投资者与公司间信息不对称的作用,但这种作用受到信息环境的影响。(2)无论治理环境与财务透明度如何,社会责任报告披露质量与权益资本成本并无显著关系,说明当前披露质量不高。在进行一系列稳健性检验后,结论仍然保持不变。

本文贡献在于:(1)丰富了现有关于社会责任报告与权益资本成本之间关系的理论研究,本文认为披露社会责任报告能降低公司权益资本成本,这种负向关系不仅受公司财务透明度影响,同时还受外部治理环境影响。尽管已有学者对两者关系进行研究,但他们并未考虑到公司外部层面各地区治理环境与公司内部层面财务透明度对二者关系的具体影响,而很多文献都已证实这两个因素恰恰是影响自愿性信息披露不可忽略的重要因素。鉴于此,本文在李姝等人<sup>[5]</sup>研究的基础上,基于中国特定制度背景,进一步实证考察治理环境和财务透明度对社会责任信息披露与权益资本成本关系的中介效应。(2)对规范公司社会责任报告披露行为、提升披露质量具有现实的借鉴意义,公司披露社会责任信息应具体考虑其所处的市场环境与内部财务环境,同时现阶段我国社会责任报告披露质量有待提高。

## 二、文献回顾

### (一) 社会责任报告与权益资本成本

学术界目前大多是关于社会责任信息披露的影响因素研究<sup>[6-7]</sup>,而关于社会责任信息披露的经济后果研究并不多见。即便如此,现有研究关于社会责任报告对资本成本究竟产生何种影响也并不能得出一致结论。包括有正向关系、负向关系与非线性关系三种基本观点。正向关系说主要从成本或投资者偏见角度分析,如 Aupperle 等人<sup>[8]</sup>认为社会责任活动浪费公司资源,降低竞争优势,进而增加公司资本成本。Richardson & Welker<sup>[9]</sup>认为,由于投资者偏见或样本选择偏差等原因,二者理论上的负向关系在实际中却为正向关系。而孟晓俊等人<sup>[10]</sup>以信息不对称为基础,通过理论分析指出两者之间实质上可能是一种互动的 U 型非线性关系。然而,学术界主流观点仍为负向关系说。它主要从信息不对称角度论述社会责任报告披露对公司资本成本的降低作用。Verrecchia<sup>[11]</sup>认为社会责任信息披露与财务信息披露扮演者类似角色,它们都可以减少信息不对称,降低交易成本和市场不确定性,从而降低资本成本。Dhaliwal 等人<sup>[12]</sup>发现社会责任表现较好的公司在披露报告后权益资本成本会显著降低。李姝等人<sup>[5]</sup>利用中国资本市场数据研究也发现社会责任报告披露能够降低权益资本成本,但披露质量对权益资本成本却无显著影响。肖红军等人<sup>[13]</sup>实证研究表明社会责任信息披露水平能够降低权益资本成本,且二者间关系在不同行业之间差异明显。

### (二) 治理环境、财务透明度与权益资本成本

外部治理环境是公司所处外部客观环境,它能概括市场化水平。市场化水平是中国各省在市场经济发展过程中的市场化程度,它根据中国市场化改革背景,综合反映各省在政府与市场关系、非国有经济发展、产品市场发育、要素市场发育、市场中介组织发育和法律制度环境这五个方面的差异,因而可以清楚明晰的概括各省历年的市场化进程、市场信息含量,即外部治理环境水平。若某地区市场

化程度越高,意味着相应产品与要素市场越完善,受到的法律约束、制度监督越全面,公司披露的信息越充分,市场趋于有效,外部治理环境就越好,反之则反之。目前少有学者从这一角度研究社会责任信息披露与权益资本成本间的关系。李姝等人<sup>[5]</sup>虽然表明披露社会责任报告能降低权益资本成本,但却未考虑外部治理环境的差异可能对二者关系产生的不同影响。

现有研究通常利用盈余质量或盈余管理程度来衡量公司财务信息透明度。一般而言,盈余管理程度越低、盈余质量越高,公司层面财务越透明。Francis等人<sup>[14]</sup>发现企业资本成本与自愿性信息披露间存在负相关关系,但在考虑盈余质量后发现这种关系并不明显。王俊秋<sup>[15]</sup>发现盈余质量具有定价功能,同时较高的盈余质量往往能够显著降低权益资本成本。王亮亮<sup>[16]</sup>以盈余质量为出发点,关注它与隐含权益资本成本的关系并发现,不同种类的真实盈余管理活动皆与权益资本成本正相关,盈余质量越低,权益资本成本越高。这些研究表明,公司信息环境对权益资本成本有着直接或间接的重要影响。在研究社会责任报告对权益资本成本的影响时,财务透明度也将成为一个必不可少的考虑视角。

因此,在中国市场化改革不断推动与深化的背景下,结合市场层面治理环境与公司层面财务透明度两个视角研究社会责任信息披露与权益资本成本的关系就显得十分重要且必要,这也是本文研究的主要内容与目的所在。

### 三、理论分析与假设提出

信息不对称理论认为,市场经济活动中,各类人员对相关信息的了解是有差异的且经济活动的参与者根据自己掌握的信息做出相应决策。通常,掌握充分且正确信息的人员在经济活动中处于有利地位,反之则处于不利地位,即有利方可能会为了攫取更多利益而隐瞒真实信息,而不利方也会因此做出错误判断与决策。同时,信号传递理论认为,公司可以向外界传递内部信息以减少信息在投资者之间的不对称现象,而且,掌握充分信息的一方可以通过向掌握贫乏信息的一方传递可靠信息而在资本市场中获利。因此,社会责任报告作为公司对外传递社会责任信息的重要手段之一,披露高质量的社会责任报告应能减少信息不对称并使公司获利,譬如降低权益资本成本。这一观点在李姝等人<sup>[5]</sup>的研究中已得到证实,即披露社会责任报告能显著降低权益资本成本,但他们并未考虑外部治理环境与内部财务环境对这一关系的中介效应,而这也是本文的研究主体所在。

外界对公司社会责任履行情况的了解总是有限的,且了解程度依赖于市场信息环境。从市场层面看,如果外部治理环境差、市场信息含量少,相对于市场而言,公司披露社会责任报告就相当于向市场传递了更多内容丰富的社会责任信息,这时市场信息透明度提升,即社会责任报告对降低信息不对称的“边际贡献”显著;同样,治理环境差时,社会责任报告披露质量越高,对降低权益资本成本的“边际贡献”就越显著。反之,如果外部治理环境好、市场信息含量高,投资者等各方可以通过新闻媒体等多种渠道了解公司社会责任履行情况,社会责任报告的“边际贡献”可能并不明显,权益资本成本就不会因为公司披露社会责任报告、或社会责任报告质量较高而显著降低。由此,我们提出假设1a和假设1b。

假设1a:公司外部治理环境越差,披露社会责任报告与权益资本成本之间的负相关关系更加显著。

假设1b:公司外部治理环境越差,社会责任报告披露质量与权益资本成本之间的负相关关系更加显著。

上述假设同样适用于在考虑公司财务透明度时的情况,即当公司财务透明度低时,披露高质量的社会责任报告可以向市场传递更多公司非财务信息,降低信息不对称,进而降低权益资本成本,此时披露社会责任报告对降低信息不对称的“边际贡献”显著;反之,财务透明度高时,披露高质量的社会责任报告对降低信息不对称的作用也许并不明显,公司就并不能享受到权益资本成本降低的好处。同时,从另一方面看,不能忽略披露动机产生的影响。在完善且充分竞争的市场上,单个公司不能轻易改变治理环境,但通过真实交易或会计处理方法,公司财务透明度却是可控的,公司可根据财务透明度水平来决定是否披露社会责任报告、披露质量。Elsbach等人<sup>[17]</sup>提出的“印象管理”理论认为,公司在财务表现不好时,可能会通过披露社会责任报告等非财务信息来进行公司印象管理,从而降低权

益资本成本因财务业绩表现不好而增加的可能,社会责任报告成为公司掩盖(window-dressing)其机会主义的自利工具,公司仅仅称得上是“好演员”。此时,公司本身可能会由于财务不透明而使权益资本成本增加,但由于社会责任等非财务信息的披露“对冲”了财务不透明的影响,权益资本成本反而会降低;反之,财务透明时社会责任信息披露的作用可能就不明显。据此,我们提出假设 2a 和假设 2b。

假设 2a: 公司财务透明度越低,披露社会责任报告与权益资本成本之间的负相关关系更加显著。

假设 2b: 公司财务透明度越低,社会责任报告披露质量与权益资本成本之间的负相关关系更加显著。

#### 四、研究设计与变量定义

##### (一) 样本选取与数据来源

本文以沪深两市 A 股数据为样本,时间跨度为 2008—2014 年,为避免内生性影响,权益资本成本数据时间为 2009—2014 年,其他数据滞后一期。为保证数据回归合理有效,按以下规则剔除部分数据:(1) 剔除 ST、\* ST 股 103 家公司数据;(2) 剔除金融行业 41 家公司数据;(3) 剔除存在异常值、缺乏核心数值的数据;(4) 根据后述权益资本成本计算要求,剔除预期每股收益预测值  $eps_2 < eps_1$  的数据。最终,得到数据 6971 条,其中披露社会责任报告的公司(CSR = 1)与未披露社会责任报告的公司(CSR = 0)分别为 2228 条与 4743 条。各年数据分布如表 1 所示。文中关于社会责任报告披露质量数据来自润灵环球企业社会责任评级数据(Ranking CSR Ratings, RKS),治理环境数据来自樊纲与王小鲁等编制计算的中国市场化指数<sup>①</sup>,其他数据均来自国泰安(CSMAR)数据库或据此计算而来。为剔除极端值影响,样本中连续变量均在上下 1% 水平上进行了 winsorizing 处理。

##### (二) 变量定义

###### 1. 被解释变量——权益资本成本(Coe)

Gebhardt et al. 的 GLS 模型, Claus 与 Thomas 的 CT 模型,以及 Easton 的 PEG 模型等都可以用于计算权益资本成本,李姝等人认为 PEG 模型在我国评估与预测能力更加准确、适用力强,因此,借鉴他们的做法,本文采用 PEG 模型计算并衡量公司权益资本成本。具体公式如下,其中  $P_0$  为公司第 0 年股价,  $eps_1$ ,  $eps_2$  为第 1 年与第 2 年每股收益预期值,由于分析师对第 1 年与第 2 年的预期可能来自第 0 年之前,为了保证预期准确性,我们采用第 0 年对第 1 年与第 2 年的每股收益预测值作为计算标准,同时,要求  $eps_2 > eps_1$ 。

$$Coe = \sqrt{\frac{eps_2 - eps_1}{P_0}} \quad (1)$$

###### 2. 解释变量

(1) 社会责任报告披露质量(Score)。采用润灵环球社会责任评级(RKS)对公司披露社会责任报告的综合分值衡量。一般来说,得分越高,公司社会责任报告披露质量越高,反之亦然。由于润灵环球是中国企业社会责任权威的第三方评级机构,因此,采用润灵环球责任评级得分能够很好地衡量社会责任报告披露质量。

(2) 公司是否披露社会责任报告(CSR)。该变量是 0-1 哑变量,若公司当年披露了社会责任报告,则取 1,否则为 0。如果合并表中公司当年有社会责任报告评分值和其他社会责任信息,则视为当年披露社会责任报告,否则为 0。由于润灵环球的评分数据包含对每一份对外发布的社会责任报告的评价,因此,这种判断标准简便易行且客观全面。

<sup>①</sup>樊纲,王小鲁等人编制计算的中国市场化指数只更新至 2009 年,通过预测事态发展曲线可以得到 2010—2013 年的市场化指数。根据 1997—2009 年市场化指数,利用完全线性回归,通过 Matlab 插值计算,将得到的外插值作为预测年份各省市场化指数。

(3) 外部治理环境(*Tran*)。中国市场化指数能够衡量中国各省、自治区、直辖市的外部治理环境水平。它是一项综合指标,可以充分衡量市场信息环境透明度,值越高,公司所处市场发展越成熟,受到的法制监督也越全面,公司披露的信息也越充分,则市场趋于有效,治理环境越好,反之亦然。<sup>①</sup>因此,将市场化指数乘以(-1),可以构造出外部治理环境指标 *Tran*。值越大(接近于0)表明市场化程度越低,外部治理环境越差,反之,值越小(远离于0)表明市场化程度越高,外部治理环境越好。

(4) 公司财务透明度(*Abse*)。相对于真实盈余管理,应计盈余管理由于操作成本低、简便易行而为大多公司选择,借鉴已有研究,我们采用应计盈余管理水平来衡量财务透明度。具体而言,通过修正 Jones 模型,计算出公司可操纵应计水平以捕捉不正常的盈余管理水平。直观起见,将可操纵应计取绝对值得到公司财务透明度指标 *Abse*。值越大,表明公司可操纵应计水平高,应计盈余管理程度较高,则公司财务信息可靠性降低,财务越不透明,反之,值越小,可操纵应计水平越低,公司财务越透明。

$$\frac{TAC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{\Delta Sales_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

修正 Jones 模型中, $TAC_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  年总应计利润, $TA_{i,t-1}$  为  $i$  公司  $t-1$  年末总资产, $\Delta Sales_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  年主营业务收入增加额, $\Delta AR_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  年应收账款增加额, $PPE_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  年末固定资产总额。对上式回归,得到残差  $\varepsilon_{i,t}$ ,取绝对值后即为 *Abse*。

### 3. 控制变量

考虑到权益资本成本还受如公司规模、性质、成长性、风险性等因素影响,在参考前人研究基础上<sup>[5] [18]</sup>,我们引入公司性质(*SOE*)、公司规模(*Size*)、贝塔系数(*Beta*)、公司账面市值比(*BTM*)、财务风险(*DFL*)、经营风险(*OPR*)、总资产报酬率(*ROA*)、财务杠杆(*LEV*)和公司是否自愿披露社会责任报告(*Vol*)等控制变量以保证回归结果客观准确。同时,我们还对年度与行业的固定效应进行了控制。

具体变量定义如表 2 所示。

表 2 变量定义

变量性质	变量名称	变量定义	变量说明
被解释变量	<i>Coe</i>	权益资本成本	通过 Easton(2004)的 PEG 模型计算得到
解释变量	<i>CSR</i>	社会责任报告披露与否	哑变量,是为 1,否为 0
	<i>Score</i>	社会责任报告披露质量	润灵环球责任评级数据( <i>RKS</i> )
	<i>Tran</i>	外部治理环境	用于衡量市场层面信息透明度(-1)×市场化指数
	<i>Abse</i>	公司财务透明度	用于衡量公司层面财务信息透明度通过修正 Jones 模型得到可操纵应计绝对值
控制变量	<i>Vol</i>	是否自愿披露	哑变量,是为 1,否为 0
	<i>ISOE</i>	公司性质	哑变量,是否国有企业,是为 1,否为 0
	<i>Size</i>	公司规模	$\ln$ (期末资产总额)
	<i>Beta</i>	贝塔系数	各公司年贝塔系数
	<i>BTM</i>	账面市值比	账面权益价值/市场权益价值
	<i>DFL</i>	财务风险	长期负债/所有者权益
	<i>OPR</i>	经营风险	非流动资产/总资产
	<i>ROA</i>	总资产报酬率	净利润/总资产
	<i>LEV</i>	财务杠杆	总负债/总资产
	<i>Year</i>	年份控制变量	哑变量,属于当年则取 1,否则为 0
	<i>Industry</i>	行业控制变量	哑变量,属于该行业则取 1,否则为 0

<sup>①</sup>由于西藏市场化指数数据部分年份缺失,且样本中注册地为西藏的公司仅 46 条,因此在回归中删去西藏自治区的数据。但删除后并不影响回归结果,在包含西藏的数据后进行回归,结论仍保持一致。

结合前述分析,我们构建以下回归模型。

$$Coe_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{i,t-1} + \alpha_2 SOE + \alpha_3 Size + \alpha_4 Beta + \alpha_5 BTM + \alpha_6 DFL + \alpha_7 OPR + \alpha_8 ROA + \alpha_9 LEV + \sum \gamma_j Year_j + \sum \eta_k Industry_k + \mu_1 \quad (3)$$

$$Coe_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Score_{i,t-1} + \beta_2 Vol + \beta_3 SOE + \beta_4 Size + \beta_5 Beta + \beta_6 BTM + \beta_7 DFL + \beta_8 OPR + \beta_9 ROA + \alpha_{10} LEV + \sum \gamma_j Year_j + \sum \eta_k Industry_k + \mu_2 \quad (4)$$

其中(3)式用于检验披露社会责任报告与权益资本成本之间关系的相关假设,(4)式用于检验披露质量与权益资本成本之间关系的相关假设。

## 五、实证结果与分析

### (一) 描述性统计

表3-Panel A列示了全样本描述性统计结果。全样本中,权益资本成本均值为11.6%,最大值2.87%与最小值27.3%差异较大。32%的公司披露了社会责任报告,其中30.2%为自愿披露。财务透明度均值为0.320,治理环境均值为-10.28,但它们的最值差距明显,即公司间财务透明度、省份间市场治理环境水平差距大。52.7%的公司为国有企业,47.3%为非国有企业。公司平均贝塔系数为1.064,账面市值比均值为1.031,公司规模自然对数基本维持在22.30的水平左右,财务风险均值为0.247,平均长期负债占所有者权益约24.7%,经营风险均值为0.440,平均流动资产占总资产约44%,平均盈利能力为5.07%,平均(中值)资产负债率为46.8%。披露质量平均得分为36.52,最低分与最高分相差73.80分,差距明显;在75%的分位数上,得分仅为41.15分,表明我国当前社会责任报告披露质量并不高。最后,独立第三方鉴证(Verify)意味着第三方对社会责任报告披露质量的评价与肯定,仅有2.65%的报告经过鉴证,也间接说明披露质量较低。

表3-Panel B列示了分样本描述性统计及均值检验与中位数检验结果,尽管披露报告的公司权益资本成本均值与中位数均显著大于未披露报告公司的数值,但未披露公司权益资本成本变化均值 $\Delta Coe = 18.46%$ 小于披露公司的变化均值 $\Delta Coe = 16.58%$ ,说明披露报告后,权益资本成本上升幅度有所下降,因而不能简单认为披露报告增加了权益资本成本,毕竟一些披露报告的公司本身权益资本成本就比较高。相比未披露公司,披露公司治理环境较好,财务透明度较低,可能表明受市场监管全面的公司需要披露更多非财务信息,且财务不透明公司更有动机披露非财务信息以“对冲”财务信息的不充分。同时,披露公司多为国有企业,且规模、账面市值比、盈利能力、财务风险与经营风险均显著高于未披露公司,说明高风险的公司可能更倾向于通过披露非财务信息来减少投资者因疑虑而要求的更多风险补偿。

### (二) 社会责任报告披露与否与权益资本成本

前述分析和现有研究都认为披露社会责任报告能够降低权益资本成本,则模型(3)  $\alpha_1$  的符号应为负。但为考察不同治理环境、不同公司财务透明度对披露社会责任报告与权益资本成本之间负相关关系究竟有何种影响,我们按公司财务透明度中位数将全样本分为财务透明度低与财务透明度高两组,按治理环境水平中位数将全样本分为治理环境差与治理环境好两组,并对模型(3)分组回归。

表4第(1)列为全样本回归结果,CSR系数显著为负,这与李姝等人、Dhaliwal等人的研究结论一致,说明披露社会责任报告确实能显著降低权益资本成本。第(2)、(3)列从公司财务透明度视角对社会责任报告与权益资本成本之间关系进行了说明。CSR系数符号为负,但仅在公司财务透明度低时才显著。第(4)、(5)列从治理环境视角对社会责任报告与权益资本成本之间关系进行了说明。CSR系数符号为负,但仅在外治理环境差时才显著。这表明全样本中的显著负相关关系是由财务透明度低和治理环境差时的显著负相关关系所致。这也说明,在财务透明度低或治理环境差时,披露社会责任报告能够显著缓解信息不对称现象,降低投资者疑虑,进而使公司得到权益资本成本降低的好处;而在财务透明度高或治理环境好时,公司财务信息已十分充分,且市场上获取非财务信息的渠道多样,披露社会责任报告对缓解信息不对称的作用就不那么明显,公司也就不能明显得到权益资本

成本的好处。至此,假设 1a 与假设 2a 得到验证。

表 3 描述性统计

Panel A: 全样本								
变量	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Sd.</i>	<i>Min</i>	<i>Q1</i>	<i>Q3</i>	<i>Max</i>
<i>Coe</i>	6971	0.116	0.111	0.045	0.029	0.086	0.139	0.273
<i>CSR</i>	6971	0.320	0	0.466	0	0	1	1
<i>Abse</i>	6971	0.320	0.225	1.358	0.000	0.105	0.388	93.11
<i>Tran</i>	6971	-10.28	-10.43	2.373	-14.45	-12.19	-8.391	-0.380
<i>ISOE</i>	6971	0.527	1	0.499	0	0	1	1
<i>Beta</i>	6971	1.064	1.064	0.238	0.472	0.916	1.215	1.683
<i>BTM</i>	6971	1.031	0.694	0.974	0.116	0.429	1.252	5.401
<i>Size</i>	6971	22.30	22.09	1.292	20.00	21.36	23.05	26.22
<i>DFL</i>	6971	0.247	0.068	0.403	0	0	0.328	2.238
<i>OPR</i>	6971	0.440	0.423	0.217	0.033	0.273	0.597	0.917
<i>ROA</i>	6971	0.051	0.044	0.046	-0.081	0.022	0.073	0.204
<i>LEV</i>	6971	0.468	0.475	0.203	0.054	0.313	0.626	0.871
<i>Score</i>	2228	36.52	33.37	12.57	14.15	27.96	41.15	87.95
<i>Vol</i>	2228	0.302	0	0.459	0	0	1	1
<i>Verify</i>	2228	0.0265	0	0.161	0	0	0	1

  

Panel B: 分样本、均值检验与中位数检验								
变量	CSR = 0 (N = 4743)		CSR = 1 (N = 2288)		均值差	中值差	均值检验	中位数检验
	<i>mean</i>	<i>p50</i>	<i>mean</i>	<i>p50</i>				
<i>Coe</i>	0.115	0.110	0.117	0.113	-0.002	-0.003	-2.2668**	-3.320***
<i>Abse</i>	0.328	0.212	0.305	0.256	0.023	-0.044	0.6484	-6.560***
<i>Tran</i>	-10.23	-10.42	-10.38	-10.55	0.145	0.13	2.3864***	1.765*
<i>ISOE</i>	0.449	0	0.691	1	-0.242	-1	-19.3620***	-18.863***
<i>Beta</i>	1.065	1.067	1.062	1.055	0.003	0.012	0.3896	0.787
<i>BTM</i>	0.880	0.621	1.354	0.927	-0.474	-0.306	-19.4828***	-18.319***
<i>Size</i>	21.90	21.77	23.17	23.02	-1.270	-1.25	-43.1578***	-36.278***
<i>DFL</i>	0.202	0.033	0.343	0.176	-0.141	-0.143	-13.7729***	-18.939***
<i>OPR</i>	0.427	0.411	0.469	0.454	-0.042	-0.043	-7.6623***	-6.789***
<i>ROA</i>	0.050	0.044	0.052	0.043	-0.002	0.001	-1.5936*	-0.623
<i>LEV</i>	0.447	0.446	0.511	0.523	-0.064	-0.077	-12.3723***	-12.400***

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

同时, *SOE* 系数显著为负, 国有企业披露社会责任报告相比非国有企业能明显降低权益资本成本。 *BTM* 与 *Size* 系数显著为正, 账面市值比越高、公司规模越大, 权益资本成本也越高。 *Beta* , *DFL* , *PR* 与 *LEV* 系数显著为正, 公司市场风险、财务风险与经营风险越高, 财务杠杆越大, 权益资本成本越高, 这些结果与现有相关研究一致且符合现实情况。

### (三) 社会责任报告披露质量与权益资本成本

对于所有披露了社会责任报告的公司而言, 前述分析认为高质量的报告能够降低权益资本成本, 则模型(4)中  $\beta_1$  符号应为负。为考察不同治理环境、不同公司财务透明度对披露质量与权益资本成本之间负相关关系究竟有何种影响, 我们同样按公司财务透明度中位数将全样本分为两组, 按治理环境水平中位数将全样本分为两组, 并对模型(4)分组回归。

表 5 第(1)列为全样本回归结果, *Score* 系数为负但并不显著, 说明披露质量对权益资本成本有负向影响但不能显著降低权益资本成本, 这与李姝等(2013)的研究结论一致, 也表明当前我国公司披露社会责任报告的质量并不高。第(2)、(3)列从公司财务透明度视角, 第(4)、(5)列从治理环境视角

分别对披露质量与权益资本成本之间关系进行了说明。但无论公司财务透明度与其所处外部治理环境如何, *Score* 对 *Coe* 的负向影响均不显著, 进一步说明当前我国社会责任报告披露质量仍处于较低水平, 对权益资本成本并无实质性的影响, 这也与描述性统计中得出的结论相同。至此, 假设 1b 与假设 2b 并未得到验证。同时, 各控制变量的系数符号与前文分析一致。

表 4 披露报告与权益资本成本

<i>Coe</i>	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	全样本	财务透明度低	财务透明度高	治理环境差	治理环境好
<i>CSR</i>	-0.003** (-2.35)	-0.003** (-2.02)	-0.002 (-1.33)	-0.004** (-2.41)	-0.001 (-0.58)
<i>ISOE</i>	-0.009*** (-8.09)	-0.006*** (-3.57)	-0.012*** (-7.93)	-0.008*** (-4.69)	-0.010*** (-6.42)
<i>Beta</i>	0.009*** (4.05)	0.011*** (3.51)	0.006* (1.91)	0.009*** (2.85)	0.008** (2.57)
<i>BTM</i>	0.002** (2.54)	0.001 (1.26)	0.004*** (2.97)	0.002* (1.88)	0.002** (2.03)
<i>Size</i>	0.003*** (4.21)	0.002*** (2.80)	0.002** (2.37)	0.003*** (2.97)	0.002*** (2.75)
<i>DFL</i>	0.005*** (2.72)	0.003 (1.24)	0.009*** (2.97)	0.003 (1.15)	0.007** (2.27)
<i>OPR</i>	0.005* (1.80)	-0.001 (-0.14)	0.011** (2.37)	0.009** (2.09)	0.004 (0.88)
<i>ROA</i>	0.109*** (8.42)	0.096*** (4.98)	0.121*** (6.90)	0.118*** (6.23)	0.108*** (6.07)
<i>LEV</i>	0.045*** (12.20)	0.052*** (9.11)	0.036*** (7.25)	0.046*** (8.32)	0.045*** (8.86)
<i>_cons</i>	-0.002 (-0.12)	0.019 (1.03)	0.094*** (4.99)	0.047** (2.32)	0.010 (0.52)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	6971	3486	3485	3474	3478
<i>adj. R<sup>2</sup></i>	0.207	0.231	0.171	0.225	0.189
<i>F</i>	73.764	42.959	29.780	41.287	33.503

注: 括号内为 *t* 值, \*, \*\*, \*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

#### (四) 稳健性检验

##### 1. 第三方鉴证的影响

第三方鉴证意味着独立第三方对公司披露的社会责任报告进行分析与评价, 是反映社会责任报告披露质量的另一重要因素。考虑到第三方鉴证可以影响权益资本成本<sup>[12]</sup>, 且经过鉴证的报告往往意味披露质量更高, 我们引入 *Verify* 作为社会责任报告是否经过鉴证的哑变量并对其影响加以控制。若公司当年披露的社会责任报告经过独立第三方鉴证则取值为 1, 否则为 0, 具体数据通过商道纵横网站手工搜集整理而来。样本中仅有 2.65%, 共 59 份社会责任报告经过独立第三方鉴证<sup>①</sup>, 也侧面说明目前报告披露质量不高。将 *Verify* 加入模型(4) 得到模型(5), 并依照前述分组规则对其分别回归, 如表 6 所示。<sup>②</sup> 结果仍然保持一致, 即不论治理环境与财务透明度如何, 在考虑了鉴证的影响后, 披露质量与权益资本成本仍无显著负相关关系。同时, 除第(4)列外: (1) *Verify* 与 *Coe* 无显著关系;

①2008—2013 年的社会责任报告中, 经过独立第三方鉴证的共 62 份, 由于数据合并过程中, 权益资本成本与滞后一期的鉴证数据有 3 条记录不匹配, 故最终共 59 份社会责任报告经过独立第三方鉴证。

②控制变量的符号与前述分析一致, 故限于篇幅, 未作列示, 如有需要, 可向作者索取, 下同。



(2)  $Score * Verify$  系数为负但并不显著,即对于得分相同的社会责任报告而言,鉴证并不能显著降低公司权益资本成本。

表5 披露质量与权益资本成本

Coe	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	全样本	财务透明度低	财务透明度高	治理环境差	治理环境好
Score	-0.000 (-0.26)	0.000 (1.06)	-0.000 (-1.35)	-0.000 (-0.59)	-0.000 (-0.33)
Vol	0.001 (0.49)	-0.001 (-0.23)	0.003 (0.91)	0.001 (0.30)	0.002 (0.82)
ISOE	-0.010*** (-5.06)	-0.010*** (-3.49)	-0.009*** (-3.45)	-0.008*** (-2.70)	-0.010*** (-3.80)
Beta	0.011*** (3.39)	0.015*** (3.28)	0.007 (1.32)	0.017*** (3.24)	0.006 (1.27)
BTM	0.003*** (3.02)	0.003** (2.23)	0.004** (2.17)	0.003* (1.89)	0.004*** (2.77)
Size	0.002* (1.80)	0.001 (0.51)	0.003* (1.70)	0.001 (0.65)	0.002 (1.56)
DFL	0.005* (1.75)	0.009** (2.48)	-0.006 (-1.13)	0.003 (0.73)	0.008** (1.98)
OPR	-0.002 (-0.35)	-0.010 (-1.55)	0.013 (1.57)	0.003 (0.42)	-0.005 (-0.71)
ROA	0.141*** (6.27)	0.132*** (4.21)	0.144*** (4.35)	0.149*** (4.45)	0.151*** (4.83)
LEV	0.039*** (5.43)	0.038*** (3.67)	0.038*** (3.70)	0.039*** (3.62)	0.037*** (3.74)
_cons	0.044** (2.07)	0.047* (1.72)	0.092*** (2.78)	0.028 (0.88)	0.064** (2.12)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2228	1235	993	1064	1154
adj. R <sup>2</sup>	0.251	0.295	0.171	0.217	0.277
F	29.672	20.870	8.876	12.362	17.957

注: 括号内为 t 值, \*, \*\*, \*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

$$Coe_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Score_{i,t-1} + \beta_2 Verify_{i,t-1} + \beta_3 Score_{i,t-1} * Verify_{i,t-1} + \beta_4 Vol + \beta_5 SOE + \beta_6 Size + \beta_7 Beta + \beta_8 BTM + \beta_9 DFL + \beta_{10} OPR + \beta_{11} ROA + \beta_{12} LEV + \sum \gamma_j Year_j + \sum \eta_k Industry_k + \mu_3 \quad (5)$$

表6 披露质量与权益资本成本(考虑鉴证影响)

Coe	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	全样本	财务透明度低	财务透明度高	治理环境差	治理环境好
Score	0.000 (0.37)	0.000 (1.07)	-0.000 (-0.38)	-0.000 (-0.34)	0.000 (0.38)
Verify	0.027 (0.96)	0.043 (1.16)	-0.001 (-0.02)	0.129*** (2.24)	-0.006 (-0.19)
Score * Verify	-0.000 (-1.20)	-0.001 (-1.15)	-0.000 (-0.42)	-0.002*** (-2.20)	-0.000 (-0.11)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2228	1235	993	1064	1154
adj. R <sup>2</sup>	0.251	0.295	0.174	0.220	0.277
F	27.661	19.417	8.447	11.693	16.777

注: 括号内为 t 值, \*, \*\*, \*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

2. 财务透明度的代理变量

借鉴 Dhaliwal 等人的做法,用公司过去三年绝对应计均值(*Accrual*)作为公司财务透明度的另一种表示方法。*Accrual* 值越高,财务透明度越低。其中,  $\Delta CA$  表示公司总流动资产变化额,  $\Delta CL$  表示公司总流动负债变化额,  $\Delta CASH$  表示公司现金变化额,  $\Delta STD$  表示公司一年内到期的长期负债变化额,  $DEP$  表示公司折旧与摊销支出,  $\Delta TP$  表示公司应付所得税变化,  $lag(TA)$  表示公司上年末资产总额。

$$Accrual = \frac{\Delta CA - \Delta CL - \Delta CASH + \Delta STD - DEP + \Delta TP}{lag(TA)}$$

$$Accrual_{i,t} = \frac{|Accrual_{i,t-3}| + |Accrual_{i,t-2}| + |Accrual_{i,t-1}|}{3} \quad (6)$$

同时根据前人研究我们还在控制变量中加入权益资本投资 (*Capinv*)<sup>①</sup>等因素以控制其影响。综合表 7 列示了从 *Accrual* 视角对模型 (3)、(4)、(5) 的回归结果。由表 8 可知,披露社会责任报告能显著降低权益资本成本,且全样本显著性来自于财务不透明组;同时,不论是否考虑鉴证的影响,在任何财务透明度水平下,披露质量均不能显著降低权益资本成本。至此,说明前文得到的结论是稳健的。

表 7 社会责任信息披露与权益资本成本(*Accrual* 作为财务透明度指标)

Coe	披露报告			披露质量				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	全样本	财务环境不透明	财务环境透明	全样本	财务环境不透明	财务环境不透明	财务环境透明	财务环境透明
CSR	-0.004*** (-2.74)	-0.004* (-1.70)	-0.003 (-1.63)					
Score				-0.000 (-0.65)	-0.000 (-0.62)	-0.000 (-0.39)	0.000 (0.11)	0.000 (0.80)
Verify						0.122* (1.96)		0.003 (0.09)
Score * Verify						-0.002* (-1.96)		-0.000 (-0.39)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4798	2399	2399	1805	859	859	946	946
adj. R <sup>2</sup>	0.195	0.218	0.156	0.252	0.280	0.282	0.233	0.233
F	47.395	27.810	18.695	24.398	13.828	13.007	12.044	11.266

注: 括号内为 t 值, \*, \*\*, \*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

六、结论与建议

本文以中国 A 股市场 2009—2014 年数据为样本,从披露社会责任报告、社会责任报告质量两个层次,结合外部治理环境与公司内部财务透明度两个视角,具体分析了社会责任信息披露与权益资本成本之间的关系。主要结论如下:

第一,公司披露社会责任报告能显著降低权益资本成本,且二者之间的负相关关系仅在治理环境较差或公司财务透明度较低时才显著成立。披露社会责任报告具有降低信息不对称,减少投资者疑虑的作用,从而使公司得到权益资本成本降低的好处。但这种作用受到了公司内部财务透明度和外部治理环境的共同影响,只有在财务透明度低、或治理环境差,即信息环境不透明时,社会责任报告才能发挥明显作用;而当信息环境透明时,社会责任报告披露的信息与其他信息相互“竞争”,其发挥的作用就不太明显。

① 权益资本投资 = (年末权益 - 年初权益) / 年初权益

第二,无论治理环境与财务透明度如何,社会责任报告披露质量与权益资本成本之间均无显著负相关关系,前者对后者未能产生实质性影响,说明当前公司应规或自愿披露的社会责任报告总体质量不高。这也表明,我国社会责任报告披露行为未来仍有较大规范、完善与提升空间。

公司社会责任随着经济社会的发展将会得到日益广泛的重视。披露社会责任报告确实能在资本市场上产生有利于公司的经济后果,但我们建议:第一,公司在决定披露社会责任信息(或其他信息)时,应综合考虑治理环境与财务透明度对披露行为经济后果的共同影响。第二,不断规范社会责任报告披露方式、内容、结构并提升披露质量,应是未来公司披露社会责任报告时应努力的方向与追求的目标。

#### 参考文献:

- [1] PATTEN D M. Exposure, legitimacy, and social disclosure [J]. *Journal of accounting and public policy*, 1991, 10 (91): 297 - 306.
- [2] 陈共荣, 曾熙文. 上市公司社会责任信息披露的影响因素研究——基于合法性视角 [J]. *湖南大学学报(社会科学版)* 2013(4): 56 - 62.
- [3] 黄荷暑, 周泽将. 女性高管、信任环境与企业社会责任信息披露——基于自愿披露社会责任报告 A 股上市公司的经验证据 [J]. *审计与经济研究* 2015(4): 30 - 39.
- [4] 吴丹红, 杨汉明, 周莉. 企业社会责任信息披露的制度动因研究 [J]. *统计与决策* 2015(22): 179 - 182.
- [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] 张正勇, 吉利. 企业家人口背景特征与社会责任信息披露——来自中国上市公司社会责任报告的经验证据 [J]. *中国人口·资源与环境* 2013(4): 131 - 138.
- [7] 沈弋, 徐光华, 王正艳. “言行一致”的企业社会责任信息披露——大数据环境下的演化框架 [J]. *会计研究* 2014(9): 29 - 36.
- [8] AUPPERLE K E, CARROLL A B, HATFIELD J D. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability [J]. *Academy of management journal*, 1985(28): 446 - 463.
- [9] RICHARDSON, WELKER. Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital [J]. *Accounting, organizations and society*, 2001 26(26): 597 - 616.
- [10] 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.
- [11] VERRECCHIA R. Essays on disclosure [J]. *Journal of accounting and economics*, 2001(32): 97 - 80.
- [12] DHALIWAL D S, O Z LI, A TSANG, Y G YANG. Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital: the case of corporate social responsibility reporting [J]. *The accounting review*, 2011(86): 59 - 100.
- [13] 肖红军, 郝若娟, 纴率. 企业社会责任信息披露与资本成本效应 [J]. *经济与管理研究* 2015(3): 136 - 144.
- [14] JENNIFER FRANCIS, DHANANJAY NANDA, PER OLSSON. Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital [J]. *Journal of accounting research*, 2008(46): 53 - 99.
- [15] 王俊秋. 政治关联、盈余质量与权益资本成本 [J]. *管理评论* 2013(10): 80 - 90.
- [16] 王亮亮. 真实活动盈余管理与权益资本成本 [J]. *管理科学* 2013(10): 87 - 99.
- [17] ELSBACH K D, SUTTON R I, PRINCIPE K E. Averting expected challenges through anticipatory impression management: a study of hospital billing [J]. *Organization science*, 1998(9): 68 - 86.
- [18] DAN DHALIWAL, OLIVER ZHEN LI, ALBERT TSANG, YONG GEORGE YANG. 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): 328 - 355.

(责任编辑: 黄明晴; 英文校对: 王 慧)

## Corporate Social Responsibility Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Roles of Corporate Financial Transparency and Outside Governance Environment

ZHANG Zhengyong<sup>1 2</sup>, CHEN Hong<sup>1</sup>

(1. School of Accounting, Nanjing University of Finance and Economics, Nanjing 210023, China;

2. Business School, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

**Abstract:** As a supplement to financial information, economic consequences of non-financial information disclosed in CSR reports has become a hot issue in recent years. In this article, we take China's A-share market data in the period of 2009 – 2014 as the sample to study how CSR disclosure influence the cost of equity capital under the different situation of Chinese outside governance environment and corporate financial transparency. We found that CSR disclosure can significantly reduce the cost of equity capital only from a worse governance environment or a low financial transparency perspective and disclosure quality has no significant effect on the cost of equity capital, which suggests that market circumstance is as important as company information for company's decision making accordingly. However, right now CSR reports fail to reduce investors' assessment risk of corporations because of their low quality. This study furthers our understanding of CSR disclosure's consequences and sheds light on the importance of enhancing disclosure quality.

**Key words:** corporate social responsibility report; the cost of equity capital; outside governance environment; corporate financial transparency

.....  
(上接第 59 页)

## Managerial Overconfidence, Internal Control and Cash Holdings

ZHANG Shuhui, WANG Ruiwen

(School of International Business, Shanxi Normal University, Xi'an 710062, China)

**Abstract:** Using the sample of Shanghai A-shares listed companies in China stock market from 2010 to 2014, this paper theoretically analyzes and empirically examines the relationship between managerial overconfidence and the level of cash holdings. Furthermore, we add the factors of internal control, examine the relationship under the different levels of internal control. We find robust evidence of a positive relationship between managerial overconfidence and the level of cash holdings. With respect to the high level of internal control of the companies, in the low level of internal control in the companies, the positive relationship is more significant. It is proved that manager's personal qualities can also affect the corporate cash holdings decisions. The research provides an experimental evidence for the hypothesis of managerial overconfidence affect cash holdings.

**Key words:** managerial overconfidence; cash holdings; internal control