

# 企业社会责任对权益资本成本的影响研究

## ——基于企业社会责任报告与鉴证的视角

黄建元 靳月

(南京财经大学,江苏南京 210046)

**摘要:**上市公司迫于监管要求和外界压力而披露社会责任信息,而社会责任的履行及信息披露必然会增加企业当期的成本。本文以深交所和上交所的A股上市公司为研究对象,选取2011年和2012年的财务数据与非财务信息为研究样本,检验企业社会责任表现与权益资本成本的关系以及独立的社会责任报告和鉴证能否进一步降低权益资本成本。实证研究发现,企业社会责任表现每股社会贡献值与权益资本成本负相关;而披露了独立社会责任信息的企业也会在一定程度上降低企业筹资成本,即独立的社会责任报告与权益资本成本负相关。

**关键词:**权益资本成本;企业社会责任;社会责任报告

中图分类号:F062.9 文献标识码:A 文章编号:1671-9301(2016)02-0087-09

DOI:10.13269/j.cnki.ier.2016.02.009

### 一、研究问题的提出

企业作为经济主体,增加盈利能力、促进自身发展及不断提升企业价值一直是其关注的焦点。上市公司迫于监管要求和外界压力而披露社会责任信息,而社会责任的履行及信息披露必然会增加企业当期的成本,并且这种成本是无法得到直接补偿的,因此,企业就会考虑履行社会责任以及对这部分非财务信息进行披露和鉴定的成本与收益。

因此,要提高上市公司的社会责任水平,首先要使其意识到履行社会责任并提高信息披露水平能为其带来一定的经济效益。从理论上来说,提高社会责任信息披露水平,可以减少上市企业与投资者之间以及不同类别投资者之间的信息不对称,提高投资者对未来收益的预测准确度,降低经营风险和投资风险,增强股票市场流动性,从而使自身权益资本成本下降。在实际中,基于欧美市场的经验数据也验证了提高社会责任信息披露水平,能为企业权益资本成本带来一定程度的下降。

但是,我国资本市场还很不完善,企业社会责任表现能否得到投资者的认可,并影响权益资本成本?社会责任报告和鉴证能否强化企业社会责任表现与权益资本成本的关系?这些影响对我国社会责任信息披露水平的提高有哪些启发?如果实证结果显示企业披露社会责任信息确实会给企业带来权益资本成本的下降,那么上市公司为了改善经营效益与融资约束,便有动力积极履行社会责任,主动提高社会责任信息披露水平,这对提高公司可信度、改善投资关系,提升证券市场发展的稳定性有积极作用,而且也能为监管部门提供有效的政策启示。

收稿日期:2015-10-10;修回日期:2016-01-12

作者简介:黄建元(1963—),男,江苏常州人,南京财经大学总会计师,研究方向为高等教育管理研究;靳月(1989—),女,河北廊坊人,南京财经大学会计学院硕士研究生,研究方向为财务管理。

基金项目:江苏省社会科学基金(13JYB010)

## 二、文献回顾

### (一) 国内外文献回顾

Cornel 和 Shapiro<sup>[1]</sup>认为披露企业社会责任信息能有效降低投资者疑虑,避免风险溢价引致的高融资成本。Richardson *et al.*<sup>[2]</sup>从两个角度对社会责任信息披露如何影响资本成本进行阐述,认为良好履行社会责任和充分披露有关信息有利于降低筹资成本。Verrecchia<sup>[3]</sup>研究表明,类似于企业财务信息披露机制,发布社会责任信息也是通过降低不对称水平,增加股票流动性来降低流动性风险溢价,最终达到降低筹资成本目的。Luo 和 Bhattacharya<sup>[4]</sup>研究表明,企业发布社会责任信息可有效减少与外部投资方之间的不对称水平,获得较低资本成本。Dan Dhaliwal *et al.*<sup>[5]</sup>研究表明,权益资本成本较高是诱发企业加大社会责任信息披露力度的重要原因。Ghoul *et al.*<sup>[6]</sup>针对美国企业展开研究,发现企业加大在产品、职员和环境方面的投资能有效降低权益资本成本。Aupperle *et al.*<sup>[7]</sup>提出,披露社会责任信息会增加公司成本,造成资本和资源的浪费。也就是说,社会责任信息的披露将会使公司处于竞争劣势,投资者会相应地提高风险补偿要求。

朱吉<sup>[8]</sup>研究了环境信息披露水平与权益资本成本间的关系,研究结果表明企业若对环境信息披露方面有所加强,那么就能将权益资本成本控制在较低水平。沈洪涛等<sup>[9]</sup>研究表明企业披露环境信息的行为与权益资本成本显著负相关,并且在企业有再融资需求的情况下二者间的负相关关系更显著。李春水<sup>[10]</sup>发现企业能通过发布社会责任信息来降低不对称水平,并利用印象管理的手段满足投资者的信息需求,吸收更多投资。代金云<sup>[11]</sup>认为社会责任信息披露主要通过降低回报预测风险和增加股票流动性使权益资本成本得以下降。袁洋<sup>[12]</sup>的研究结果表明环境信息披露质量与股权融资成本呈负相关关系,而与朱吉<sup>[8]</sup>的研究结论不一致的是,其认为投资者更关注财务类环境信息,非财务类环境信息并未显著影响投资者决策。

### (二) 研究述评

国内外大部分学者都认为资本市场认可企业社会责任战略的制定与实施以及社会责任信息的披露,利益相关方能捕捉到企业社会责任表现信息,市场会给予社会责任表现和信息披露全面的企业更高评价,这些对公司股价会产生积极影响。关于社会责任信息披露对权益资本成本的影响,大部分国外学者认为充分的披露能有效缓解信息不对称,降低公司资本成本。相比之下,国内在这方面的研究还很少,研究结果也存在着一定差距,而且较少关注独立第三方鉴证的强化作用。所以,本文利用我国资本市场上的经验数据,充分考虑我国企业社会责任信息披露的现状,从社会责任报告与鉴证的视角对企业社会责任影响权益资本成本的状况进行实证分析。

### 三、研究假设的提出

由上述文献可知,有效的法律和行业协会,独立的第三方机构及制度规范是企业披露社会责任信息的关键制度因素。如果不考虑制度因素对披露行为的影响,那么企业发布社会责任信息主要是出于:第一,合法化动因:即企业披露社会责任信息的目的是巩固自身合法地位。企业是由各利益相关方在社会契约关系基础上组成的结合体,企业通过披露履行社会责任的信息可向各利益相关方传递其贡献信息,因此企业披露社会责任信息是合法化的一个工具;第二,资源动因:即企业披露社会责任信息的目的是从外部获取资源。根据资本市场交易假说,公司内部管理者与外部投资者之间存在的不对称现象提高了资本成本,而更多的非财务信息披露能有效降低信息不对称程度,为企业在资本市场融资提供更多优势。因此,内部管理者更多地披露社会责任信息,目的是满足企业融资需求。

为此,企业必须改善自身形象,争取得到社会公众的认可。特别是投资者,会根据投资对象的风险程度,要求必要的风险回报。有研究表明,企业对社会责任的履行意愿、能力与实际表现,会直接或间接地对投资者感知企业形象和购买股票的意愿产生影响,而社会责任信息披露就是实现这种影响的有效方式。首先,企业借此向社会公众表明了对社会责任的积极态度及自身履行社会责任的情

况,这可以使利益相关者了解企业为其所做出的贡献,对外释放积极信号,有利于树立负责任的企业形象,为企业赢得竞争优势,增加投资者信心,降低其对风险回报的要求,最终获得较低水平的权益资本成本;其次,企业通过充分披露社会责任信息,公开、透明地向利益相关者展示企业的财务状况、获利能力、竞争优势和发展潜力等,有助于增强投资者信心,便于其正确评价股票价值,双方积极合作实现披露效应;最后,企业对发布的社会责任报告提供鉴证,通过独立第三方审验,加强利益相关者对社会责任活动的认可,为企业建立良好声誉、降低融资成本、提高经济效益。

因此,对企业来讲,披露社会责任信息与积极实践社会责任活动同等重要。我国对企业社会责任表现主要采取年报和独立的社会责任报告两种披露形式。相较于信息集中度低、信息可比性弱的年报披露形式,独立的社会责任报告更能集中反映企业履行社会责任的状况,使企业为社会所做的贡献被利益相关者充分了解,从而使社会责任信息披露对权益资本成本的影响更为突出。据此,本文提出:

假设 1: 企业社会责任表现与权益资本成本之间存在负向相关关系。

假设 2: 独立的社会责任报告能强化社会责任表现与权益资本成本之间的负向相关关系。

社会责任报告的清晰性和可靠性直接影响投资者的决策。当披露的信息清晰、可靠时,投资者会增加对企业的信任度,企业也更易获得投资者的好评。独立第三方鉴证服务有着严格的标准和程序,并且鉴证提供者具有高度的专业性,可以为社会责任报告提供可靠保障。一般认为,企业对其发布的社会责任报告提供鉴证,可以表明企业在释放利好信号——企业对待社会责任态度积极、社会责任履行情况较好,报告内容有充分的证据支持。所以,当企业社会责任表现相同,而鉴证情况存在差异时,经过鉴证的报告会获得更高评价。进一步地,企业发布经过鉴证的社会责任报告时,投资者会认为社会责任活动在提升企业社会声誉、改善经营绩效方面的作用更强,并因此对企业未来盈利做出较高预期,最终提高对企业股票价值的评估和投资意愿。由此,我们提出如下假设:

假设 3: 社会责任报告鉴证能强化社会责任报告对权益资本成本的降低作用。

#### 四、实证研究

##### (一) 样本的收集与统计

本文的样本来源为 2011 年和 2012 年沪深两市的 A 股上市公司。共搜集到 2 864 家公司资料,并按照以下步骤对样本进行筛选:第一,由于金融保险类企业存在行业的特殊性,予以剔除;第二,ST 和 \*ST 公司在披露上与其他上市公司存在一定差异,为保证样本的一致性而将其剔除;第三,本研究需要财务分析师对 2012—2015 年的盈利预测数据,故剔除这一期间盈利预测数据缺失的公司;第四,对于样本中  $EPS_2 - EPS_1 < 0$  的公司,由于其不符合本研究采用的权益资本成本计算模型的要求,故予以剔除。考虑到我国上市公司年度报告和社会责任报告是在会计年度后 4 个月左右发布,本文的社会责任信息部分数据来源于国泰安 CSMAR 数据库,该数据库的企业社会责任数据库更新有一定滞后性,而手工搜集存在一定误差且可信度较低,故 2013 年社会责任报告及鉴证的信息属于难以完整获得的数据。另外,将数据信息不全的公司和退市公司剔除后,得到 799 个样本,其中 343 家公司发布了社会责任报告,有 22 家样本公司对其发布的社会责任报告进行了鉴证,具体见表 1。

表 1 样本分布情况表

年份	总数	发布 CSR 报告数	提供社会责任报告鉴证数
2011	368	154	10
2012	431	189	12
合计	799	343	22

##### (二) 变量设计

###### (1) 因变量

实证研究的因变量是权益资本成本( $Re$ )。它是企业通过发行股票的方式来取得所需资金而付出的代价,是投资者的期望报酬率,理论上是不能被直接观察的事前成本。在众多的估算方法中,剩余收益模型基于预期收益率计算得到股票内含报酬率,属于事前估计,因此其估算值比较贴近资本

成本的概念。我国资本市场的影响因素很多,存在较大的波动性,因而对财务数据的长期预测不可避免地存在一定偏差,且部分数据难以搜集。所以,综合考虑我国资本市场实际情况,本文权益资本成本的计量参考 PEG(市盈率相对盈利增长比率)模型计算:

$$Re_{i,t} = [(EPS_2 - EPS_1) / P_0]^{1/2} \quad (1)$$

(1) 式中  $EPS_1$  为分析师预测的 1 年后每股盈利预测值的平均值;  $EPS_2$  为分析师预测的 2 年后每股盈利预测值的平均值;  $P_0$  为当年年末每股市价。

该模型的优点在于:一是数据易于获得,可直接使用财务分析师的预测数据;二是不需要对股利预测,有助于研究股本溢价;三是模型易于理解且操作简便。国内部分学者对该模型在我国资本市场上是否具备适用性进行了探讨:毛新述等<sup>[13]</sup>从经济和统计角度分别对不同的测度方法进行了比较,结果表明 PEG 模型计算的权益资本成本能更好地捕捉各风险因素的影响。刘菲<sup>[14]</sup>使用我国资本市场 2007 年至 2011 年的面板数据进行研究,结果也显示 PEG 模型更适合测度我国证券市场上的权益资本成本。

本文使用企业下一期的权益资本成本  $Re_{i,t+1}$  作为因变量,这是因为如果使用当期权益资本成本作为因变量,可能会引起内生性和自我选择问题:一方面,若企业发布社会责任信息的目的在于降低权益资本成本,那么二者间为正相关;另一方面,若企业披露社会责任信息的市场反应是权益资本成本得到改善,那么二者间应呈负相关。因此,为避免内生性和自我选择问题,本文选取滞后一期的权益资本成本作为因变量。

### (2) 自变量

社会责任表现(CSR):本文基于利益相关者理论,综合考虑内容分析法、声誉指数法存在的不足及数据的可获得性,最终选用上交所指引中提出的每股社会贡献值来计量企业社会责任表现。每股社会贡献值是在基本每股收益的基础上,增加企业向国家和各级政府缴纳的税收、为员工提供的薪酬和福利、向债权人支付的利息报酬及向其他利益相关者提供的公益投入,扣除企业因为环境、违规等造成的社会成本,综合计量了企业的真实贡献,能客观地反映社会责任的履行情况。其计算公式为:

$$\text{每股社会贡献值} = \text{基本每股收益} + (\text{纳税总额} + \text{职工费用} + \text{利息支出} + \text{公益投入总额} - \text{社会总成本}) \div \text{期末总股本} \quad (2)$$

其中,每股收益根据利润表中的归属于母公司所有者的净利润和年报中披露的期末总股本之比得到;纳税总额用上市公司利润表中公布的所得税费用与营业税金及附加合计数来衡量;职工费用即应付职工薪酬及福利,数据来源于财务报表附注中应付职工薪酬本期增加额;利息支出采用利润表中的财务费用替代;期末总股本来自企业年度报告中的相关披露;公益投入总额选用上市公司财务报表附注中的营业外支出部分中披露的捐赠支出来衡量;由于大多数企业并没有将公益性与非公益性捐赠支出分开披露,故采用捐赠支出合计数替代公益投入总额;由于社会成本信息难以获得,本文选取国泰安数据库中统计的上市公司违规信息表中的处罚金额替代。

社会责任报告(REPORT):为虚拟变量,以企业是否发布独立社会责任报告而设定。若发布独立的社会责任报告,其值取 1,否则取 0。引入该变量是为了检验发布独立社会责任报告能否强化社会责任表现与权益资本成本间的负相关关系。

社会责任报告鉴证(ASSURANCE):为虚拟变量,以企业是否对其社会责任报告进行独立第三方鉴证而设定。若社会责任报告经过鉴证,其值取 1,否则取 0。引入该变量的目的是检验独立第三方鉴证能否强化社会责任表现对权益资本成本的降低作用。

### (三) 模型设计

本文在借鉴他人研究模型的基础上,同时对公司规模、经营与财务风险、流动性水平、成长性等

进行控制,建立如下多变量回归模型:

模型 1:

$$Re_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 \ln SIZE_{i,t} + \beta_3 OPERISK_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 BM_{i,t} + \beta_6 BETA_{i,t} + \beta_7 EG_{i,t} + \beta_8 TURNOVER_{i,t} + \beta_9 IND_{i,t} + \beta_{10} YEAR_{i,t} + \varepsilon_t \quad (3)$$

模型 2:

$$Re_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 CSR_{i,t} \times REPORT_{i,t} + \beta_3 \ln SIZE_{i,t} + \beta_4 OPERISK_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 BM_{i,t} + \beta_7 BETA_{i,t} + \beta_8 EG_{i,t} + \beta_9 TURNOVER_{i,t} + \beta_{10} IND_{i,t} + \beta_{11} YEAR_{i,t} + \varepsilon_t \quad (4)$$

模型 3:

$$Re_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 CSR_{i,t} \times REPORT_{i,t} + \beta_3 CSR_{i,t} \times REPORT_{i,t} \times ASSURANCE_{i,t} + \beta_4 \ln SIZE_{i,t} + \beta_5 OPERISK_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 BM_{i,t} + \beta_8 BETA_{i,t} + \beta_9 EG_{i,t} + \beta_{10} TURNOVER_{i,t} + \beta_{11} IND_{i,t} + \beta_{12} YEAR_{i,t} + \varepsilon_t \quad (5)$$

各变量含义见表 2:

表 2 变量汇总

类型	名称	符号	含义
因变量	权益资本成本	$Re$	$Re = [(EPS_2 - EPS_1) / P_0]^{1/2}$
	社会责任表现	CSR	每股社会贡献值
自变量	社会责任报告	REPORT	虚拟变量,如企业发布了 $T$ 年的社会责任报告,取值为 1,否则为 0
	社会责任报告鉴证	ASSURANCE	虚拟变量,如经过独立第三方鉴证,取值为 1,否则为 0
交叉变量	社会责任表现与报告交叉变量	CSR × REPORT	检验假设 2 即独立的社会责任报告的作用
	社会责任表现、报告与鉴证的交叉变量	CSR × REPORT × ASSURANCE	检验假设 3 即独立的社会责任报告鉴证的作用
控制变量	公司规模	lnSIZE	年末总资产的自然对数
	经营风险	OPERISK	以总资产周转率度量
	财务风险	LEV	用资产负债率衡量
	账面市值比	BM	年末权益的账面价值除以市场价值
	风险系数	BETA	衡量股票市场的系统风险,用 BETA 系数表示
	基本每股收益增长率	EG	基本每股收益增长率 = (本期基本每股收益 - 期初基本每股收益) / 期初基本每股收益
	股票流动性	TURNOVER	换手率 = (一段时期内的成交量 / 发行总股数) × 100%
	行业	IND	哑变量,重污染行业取 1,其他取 0
	上市年限	YEAR	上市当年至 $T$ 年年底的年数

#### (四) 描述性统计

首先对因变量、自变量和控制变量进行描述性统计分析,共得到 799 个有效数据,具体见表 3。

根据表 3 样本公司每股社会贡献值的均值为 1.779 1。而一般情况下,上市公司披露的该指标值大多集中在 0.2 ~ 5,表明我国企业社会责任表现水平还有待改善;样本公司每股社会贡献值的极大值为 11.633 7,而极小值仅为 0.095 5,全距高达 11.538 2,表明我国企业之间社会责任表现差异较大。样本公司规模的极大值为

表 3 变量的描述性统计

	N	极小值	极大值	均值	标准差
$Re$	799	0.008 9	0.356 9	0.111 2	0.050 7
CSR	799	0.095 5	11.633 7	1.779 1	1.283 0
lnSIZE	799	19.7	28.4	22.737	1.311 8
OPERISK	799	0.057 4	4.147 9	0.726 5	0.527 1
LEV	799	0.046 7	0.947 8	0.523 5	0.185 4
BM	799	0.118 9	2.314 0	0.811 4	0.321 8
BETA	799	0.257 4	4.347 9	0.925 4	0.526 1
EG	799	-216	62	0.86	9.013
TURNOVER	799	0.021 7	17.306	3.120 1	2.391 5
IND	799	0	1	0.46	0.499
YEAR	799	1	22	13.53	4.701

28.4 极小值为 19.7 ,均值达到了 22.737 ,表明样本公司的整体规模差异性较小 ,有利于对不同企业进行比较。总资产周转率的极大值为 4.147 9 ,而极小值仅为 0.057 4 ,均值为 0.726 5 ,表明不同企业的经营风险存在较大差异。账面市值比均值为 0.811 4 ,市场价值高于账面价值两成左右 ,与资本市场情况相符。BETA 系数的均值为

0.925 4 ,接近 1 ,表明样本企业市场风险与整个市场系统风险基本一致 ,与理论预期相符。基本每股收益增长率均值为 0.86 ,但极大值与极小值之间相差 278 ,说明不同样本间的成长性存在显著差异。股票换手率极大值为 17.306 ,极小值为 0.021 7 ,均值为 3.120 1 ,表明样本公司股票流动性差异较大。

本文将样本分两组进行独立样本 T 检验: 第一组以是否发布独立的社会责任报告为分组变量 ,第二组则以是否对报告鉴证来界定。通过两组独立样本 T 检验 ,粗略检验发布社会责任报告和未发布社会责任报告的公司 ,以及提供社会责任报告鉴证和未提供社会责任报告鉴证的公司 ,在权益资本成本水平、社会责任表现以及各控制变量上是否存在显著差异。详见表 4、表 5。

表 4 的结果表明 ,在以 REPORT 分组进行的独立样本 T 检验中 ,发布报告的样本权益资本成本均值反而高于未发布报告的样本 ,其统计结果也不显著 ,与假设 2 的预期不符 ,在下文中有待进一步研究。两组样本的社会贡献值在 1% 的水平上显著 ,表明社会责任表现存在显著差异。企业规模、账面市值比、基本每股收益增长率、换手率在统计上显著 ,即对社会责任信息进行单独披露的公司 ,这些方面都与未披露该信息的公司差异显著。

表 5 的结果表明 ,在以 ASSURANCE 分组进行的独立样本 T 检验中 ,对报告进行鉴证的样本权益资本成本均值低于未鉴证样本 ,且在 1% 的水平上显著 ,因此结果支持假设 3。其社会责任表现均值高于未鉴证样本 ,但结果在统计上不显著。另外 ,只有企业规模在统计上显著 ,与预期的符合度低 ,下文将对其进一步探讨。

表 4 以 REPORT 分组的独立样本 T 检验结果

	REPORT	N	均值	标准差	t	Sig.( 双侧)
Re	0	456	0.110 9	0.050 4	-0.177	0.859
	1	343	0.111 6	0.051 1		
CSR	0	456	1.891 5	1.420 3	2.989	0.003
	1	343	1.629 6	1.057 2		
lnSIZE	0	456	22.257	0.968 1	-12.460	0.000
	1	343	23.374	1.433 1		
OPERISK	0	456	0.744 8	0.549 1	1.134	0.257
	1	343	0.702 1	0.496 1		
LEV	0	456	0.519 7	0.191 4	-0.675	0.500
	1	343	0.528 6	0.177 4		
BM	0	456	0.776 9	0.321 6	-3.515	0.000
	1	343	0.857 2	0.316 9		
BETA	0	456	0.944 8	0.549 1	1.200	0.231
	1	343	0.899 7	0.493 5		
EG	0	456	1.40	5.606	1.951	0.051
	1	343	0.14	12.118		
TURNOVER	0	456	3.611 0	2.478 6	7.043	0.000
	1	343	2.467 4	2.103 1		
IND	0	456	0.48	0.500	1.309	0.191
	1	343	0.43	0.496		
YEAR	0	456	14.25	4.287	4.964	0.000
	1	343	12.57	5.049		

表 5 以 ASSURANCE 分组的独立样本 T 检验结果

	ASSURANCE	N	均值	标准差	t	Sig.( 双侧)
Re	0	777	0.112 1	0.050 5	2.979	0.003
	1	22	0.079 6	0.047 2		
CSR	0	777	1.774 9	1.280 1	-0.550	0.583
	1	22	1.927 4	1.406 6		
lnSIZE	0	777	22.683	1.262 0	-5.474	0.000
	1	22	24.622	1.647 4		
OPERISK	0	777	0.728 0	0.530 5	0.494	0.621
	1	22	0.671 7	0.394 4		
LEV	0	777	0.523 5	0.186 2	0.013	0.990
	1	22	0.523 0	0.158 5		
BM	0	777	0.811 7	0.323 1	0.190	0.849
	1	22	0.798 5	0.281 5		
BETA	0	777	0.920 6	0.527 0	-1.555	0.120
	1	22	1.097 4	0.473 2		
EG	0	777	0.87	9.135	0.278	0.781
	1	22	0.33	1.657		
TURNOVER	0	777	3.126 3	2.382 5	0.438	0.661
	1	22	2.899 7	2.743 6		
IND	0	777	0.46	0.499	0.034	0.973
	1	22	0.45	0.510		
YEAR	0	777	13.62	4.635	2.368	0.027
	1	22	10.55	6.030		

## (五) 回归分析

## 1. 假设1的实证结果

模型1的调整 $R^2$ 为32.7%,由于资本成本的影响因素有很多,结合研究文献,拟合度大多在0.3的水平,因此模型1的拟合度可以接受。Durbin-Watson值为1.840,接近2,说明残差服从正态分布,不存在自相关问题。F值为39.855,其P值为0.000。因此,模型1从方程整体看是显著的。

一般认为,方差膨胀因子VIF值大于10时变量间存在严重的多重共线性。模型1的回归结果(表6)显示,全部变量的VIF值均在2.0水平以下,因此变量间不存在严重的多重共线性。社会责任表现系数为-0.019,并在1%的统计水平上显著,假设1得到了验证,即企业社会责任表现与权益资本成本间存在负相关关系。控制变量经营风险水平、资产负债率、BETA值、基本每股收益增长率、换手率的符号都与预期相符。且资产负债率、账面市值比在1%的水平上显著,BETA值在5%水平上显著,基本每股收益增长率在10%水平上显著。模型1的回归结果较为理想。

## 2. 假设2的实证结果

模型2的调整 $R^2$ 为35.04%,大于模型1中的32.7%,表明引入社会责任表现与社会责任报告交叉变量后,模型拟合度得到提升。Durbin-Watson值为1.851,更接近2,说明残差不存在自相关问题。F值为40.133,其P值为0.000。因此,模型2从方程整体看也是显著的。

模型2的回归结果(表7)显示,全部变量的VIF值均在2.0水平以下,因此变量间不存在严重的

多重共线性。社会责任表现系数为-0.017,在1%水平上仍显著。社会责任表现与报告的交叉变量的系数为-0.008,并在1%的统计水平上显著,故假设2得以验证,即企业社会责任报告能强化社会责任表现与权益资本成本间的负向相关性。控制变量经营风险水平、资产负债率、BETA值、基本每股收益增长率、换手率的符号都与预期相符。且资产负债率、账面市值比在1%的水平上显著,BETA值、基本每股收益增长率在10%水平上显著。模型2的回归结果较为理想。

## 3. 假设3的实证结果

模型3的调整 $R^2$ 为34.97%,小于模型2中的35.04%,表明引入社会责任表现与社会责任报告和鉴证的交叉变量后,模型拟合度有小幅下降。Durbin-Watson值为1.851,接近2,残差不存在自相关问题。F值为36.755,其P值为0.000。因此,模型3从方程整体看也是显著的。

表6 多元线性回归结果(自变量强制进入)

模型1	非标准化系数		标准系数	t	Sig.	共线性统计量	
	B	标准误差	(试用版)			容差	VIF
常量	0.028	0.030		0.951	0.342		
CSR	-0.019	0.001	-0.487	-15.957	0.000	0.906	1.104
lnSIZE	0.002	0.001	0.058	1.699	0.090	0.712	1.404
OPERISK	-0.003	0.004	-0.030	-0.812	0.417	0.609	1.642
LEV	0.066	0.009	0.243	7.335	0.000	0.771	1.297
BM	0.018	0.005	0.115	3.624	0.000	0.834	1.198
BETA	0.008	0.004	0.079	2.113	0.035	0.608	1.646
EG	0.000301	0.000	0.053	1.825	0.068	0.982	1.018
TURNOVER	-0.000225	0.001	-0.011	-0.357	0.721	0.949	1.054
IND	0.003	0.003	0.028	0.912	0.362	0.882	1.133
YEAR	0.001	0.000	0.072	2.367	0.018	0.911	1.097

表7 多元线性回归结果(自变量强制进入)

模型2	非标准化系数		标准系数	t	Sig.	共线性统计量	
	B	标准误差	(试用版)			容差	VIF
常量	-0.017	0.031		-0.569	0.569		
CSR	-0.017	0.001	-0.437	-13.937	0.000	0.827	1.209
CSR×REPORT	-0.008	0.002	-0.176	-5.369	0.000	0.761	1.314
lnSIZE	0.005	0.001	0.124	3.450	0.001	0.630	1.587
OPERISK	-0.001	0.004	-0.010	-0.281	0.779	0.603	1.659
LEV	0.057	0.009	0.208	6.265	0.000	0.741	1.349
BM	0.017	0.005	0.110	3.516	0.000	0.834	1.200
BETA	0.006	0.004	0.061	1.671	0.095	0.603	1.659
EG	0.000283	0.000	0.050	1.745	0.081	0.982	1.018
TURNOVER	-0.001	0.001	-0.030	-1.028	0.304	0.934	1.071
IND	0.003	0.003	0.030	0.996	0.319	0.882	1.134
YEAR	0.001	0.000	0.056	1.848	0.065	0.902	1.109

模型3的回归结果(表8)显示,全部变量的VIF值均在2.0水平以下,因此变量间不存在严重的多重共线性。社会责任表现的系数为-0.017,在1%水平上仍显著。社会责任表现与报告的交叉变量的系数为-0.008,并在1%的统计水平上显著。社会责任表现与报告及鉴证的交叉变量的系数为-0.001,对权益资本成本的影响与预期符号相符,但是统计上并不显著,故假设3没有得到支持,即社会责任报告鉴证对权益资本成本并无显著的减小作用。

控制变量经营风险水平、资产负债率、BETA值、基本每股收益增长率、换手率的符号都与预期相符。且资产负债率、账面市值比在1%的水平上显著,BETA值、基本每股收益增长率在10%水平上显著。

三个模型中的企业规模的符号都与预期不相符,实证结果显示企业规模与权益资本成本显著正相关,这可能是因为我国资本市场还不完善,投资者热衷于炒作小盘股,从而导致存在严重的“小盘股效应”,大盘股企业的股价遭受低估,从而权益资本成本增高。

## 五、研究结论

本文以沪深两市的A股上市公司为样本,研究企业社会责任表现对权益资本成本的影响,并进一步检验社会责任报告和鉴证行为的强化效应即社会责任报告和鉴证的信号传递功效。通过基本的描述性统计分析及回归分析,得出以下结论:

企业社会责任表现与权益资本成本间存在负相关关系。这说明企业通过向中央和地方政府缴纳税金、为员工提供合理薪酬和福利、偿还债权人借款、关注社区等日常生产经营活动,在为股东创造价值的同时也为社会创造价值。社会责任表现好的企业会得到利益相关方的认可,特别是投资者更倾向于向这类企业提供资金,并相应降低其预期报酬。

独立的社会责任报告可以有效地将企业社会责任表现信息传递给投资者,即独立的社会责任报告提高了信息披露水平,能强化社会责任表现与权益资本成本间的负向相关关系。在模型1的基础上加入社会责任报告后,社会责任表现变量仍显著为负,与社会责任报告的交叉项显著为负,说明发布社会责任报告后,显著增强了社会责任表现与权益资本成本的负向相关关系。

社会责任报告鉴证并未达到预期的统计表现,即社会责任报告鉴证对权益资本成本并无显著的降低作用。在模型2的基础上加入社会责任报告鉴证后,社会责任表现、社会责任表现与社会责任报告的交叉项符号不变,且均在统计上显著。社会责任表现、社会责任报告和鉴证的交叉项符号虽与预期相符,但在统计上不显著,假设3无法通过。说明企业对社会责任报告进行鉴证,未能产生强化效果。

## 参考文献:

- [1] SHAPIRO C. Corporate social responsibility and financial performance [J]. Financial management, 1987, 16: 5-14.
- [2] RICHARDSON A J, WELKER M, HUTCHINSON L R. Managing capital market reactions to corporate social responsibil-

- ity [J]. International journal of management reviews ,1999 ,1: 17-43.
- [3] VERRECCHIA R E. Essays on disclosure [J]. Journal of accounting and economics 2001 ,1: 97-180.
- [4] LUO X , BHATTACHARYA C B. Corporate social responsibility , customer satisfaction , and market value [J]. Journal of marketing 2006 ,70: 1-18.
- [5] DHALIWAL D , 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.
- [6] GHOU S E , GUEDHAMI O , KWOK C Y , et al. Does corporate social responsibility affect the cost of capital? [J]. Journal of banking and finance 2011 ,35: 2388-2406.
- [7] AUPPERLE K E , ARCHIE B C , HATFIELD J D. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability [J]. Academy of management journal ,1985 28( 2) : 446-463.
- [8] 朱吉. 环境会计信息披露与权益资本成本的相关性研究 [D]. 长沙: 湖南大学 2008: 1-45.
- [9] 沈洪涛, 游家兴, 刘江宏. 再融资环保核查、环境信息披露与权益资本成本 [J]. 金融研究 2010( 12) : 1-16.
- [10] 李春水. 企业社会责任信息披露对资本成本的影响 [D]. 成都: 西南财经大学 2011: 1-49.
- [11] 代金云. 上市公司社会责任信息披露与权益资本成本相关性研究 [D]. 衡阳: 南华大学 2012: 1-48.
- [12] 袁洋. 环境信息披露质量与股权融资成本——来自沪市 A 股重污染行业的经验证据 [J]. 中南财经政法大学学报 2014( 1) : 126-136.
- [13] 毛新述, 叶康涛, 张頔. 上市公司权益资本成本的测度与评价——基于我国证券市场的经验检验 [J]. 会计研究 , 2012( 11) : 12-22.
- [14] 刘菲. 我国上市公司股权融资成本影响因素研究 [D]. 沈阳: 沈阳工业大学 2012: 1-60.

( 责任编辑: 雨 珊)

## Study on the Effect on the Cost of Equity Capital of Corporate Social Responsibility?

### ——Based on Corporate Social Responsibility Report and Verification

HUANG Jianyua , JIN Yue

( Nanjing University of Finance and Economics , Nanjing 210046 , China)

**Abstract:** Listed companies disclose the information of social responsibility for the regulatory requirements and the external pressure , which will increase the cost of enterprise of the current period inevitably. This paper selects the financial data and non-financial information of A-share listed companies in the Shenzhen stock exchange and Shanghai from 2011 and 2012 as the samples , inspects the relationship between corporate social responsibility performance and equity capital cost and whether the independent social responsibility report and verification can further reduce the cost of equity capital. The results show: the social contribution value per share of corporate social responsibility performance is negatively related to the equity capital cost; and the financing cost could be reduced for the disclosure of the independent corporate social responsibility information.

**Key words:** equity capital cost; corporate social responsibility; social responsibility report