

政策制度、企业特征及社会责任信息披露

——基于降低融资成本的研究视角

王开田 蒋 琰 高三元

(南京财经大学 会计学院, 江苏 南京 210023)

摘要: 社会责任信息披露是自愿性披露, 由于管理层可以进行适当的选择性披露, 从而就会对未披露企业产生较大的风险溢价。以 2009—2013 年发布企业社会责任报告的上市公司为研究样本, 采用润灵环球指数评估社会责任信息披露水平, 在控制住内生性后进行研究, 结果发现: (1) 外部政策制度性因素不能显著影响社会责任信息披露与权益资本成本的负向关系。(2) 企业的内在特征因素能够显著影响社会责任信息披露与权益资本成本的负向关系。(3) 业绩表现弱的企业和负债率低的企业, 更有意愿通过披露高水平的社会责任信息来获得社会和投资者的支持, 以期带来权益资本成本的降低。研究结论表明外部政策制度因素与企业内部特征因素对企业社会责任信息披露存在显著的影响差异, 这意味着管理层的选择行为对于社会责任信息披露存在溢出效应。

关键词: 社会责任信息披露; 政策制度; 企业特征; 权益资本成本; 管理层行为

中图分类号: F253.7 文献标识码: A 文章编号: 1671-9301(2016)06-0078-11

DOI:10.13269/j.cnki.ier.2016.06.008

一、引言

社会责任信息作为自愿性披露信息, 是重要的非财务信息^[1]。一直以来对于非财务信息披露的研究, 主要集中于披露动机的分析。诸多研究表明, 降低融资成本以及提升企业价值是披露非财务信息的重要动机。

已有的研究无论结论如何, 基本都认为企业承担社会责任是一种策略性行为, 企业能够“通过做好事获得成功”^[2], 因此其潜在的假设认为社会责任信息与企业价值的正相关关系以及与融资成本的负相关关系, 是由企业社会责任信息对企业价值和融资成本的作用导致的, 但这一假设忽略了管理层对于私有信息的影响作用。Lys, Naughton and Wang^[3]分析认为, 社会责任活动与企业绩效的正相关关系, 是由于企业预期未来业绩较好, 进而当期愿意进行更多的社会责任活动投资产生的, 这一结论表明社会责任水平具有信号作用, 可以反映管理层对企业未来前景预期这一私有信息。

社会责任信息披露是典型的自愿性信息披露, 自愿性披露与强制性披露的最大区别在于, 强制性披露不考虑披露企业与未披露企业之间风险溢价的截面差异, 而自愿性披露因为管理层可以进行

收稿日期: 2016-05-08; 修回日期: 2016-10-20

作者简介: 王开田(1958—), 男, 江苏徐州人, 南京财经大学会计学院教授, 博士生导师, 研究方向为企业社会责任与行为会计; 蒋琰(1972—), 女, 通讯作者, 江苏南京人, 南京财经大学会计学院教授, 硕士生导师, 研究方向为碳会计与资本市场; 高三元(1992—), 男, 江苏盐城人, 南京财经大学会计学院研究生, 研究方向为碳会计。

基金项目: 国家社会科学基金项目(13BGL057); 国家自然科学基金项目(71272237); 江苏高校哲学社会科学研究重点项目(2016ZDIXM026); 作者感谢江苏省第四期“333 高层次培养人才工程”、江苏省“青蓝工程”中青年学术带头人建设资助。

适当的选择性披露,使得未披露企业会产生较大的风险溢价,这也暗示着自愿性信息披露的内生性会使披露意味着更优惠的预期现金流,而这会导致有利的间接影响^[4]。

影响管理层进行选择披露的因素可以分为两大类:一类是外部制度因素,研究者们发现,如果外在环境外在制度政策不一样,信息披露的动机与虚假陈述的能力等就会表现不同^[5],这些都会对信息披露(包括财务信息和非财务信息披露)产生影响^[6-7];另一类是企业特征因素,企业披露非财务信息的动机和效果,会在很大程度上受到企业自身特征如企业绩效、企业负债率等的影响。管理层无法掌控外部政策性因素,但可以直接感知并在一定程度上决定企业特征因素。因此理论上,企业内部特征因素比外部制度因素更能影响管理层的选择性披露行为,从而也会产生更明显的溢出效应,即更显著地影响社会责任信息披露与融资成本的关系。以此推论,同等情况下,如果外部政策制度与企业内部特征对企业社会责任信息披露存在显著的影响差异,那么也意味着管理层的选择行为对于社会责任信息披露存在溢出效应。

我们以2009—2013年发布企业社会责任报告的上市公司为研究样本,在控制住内生性后,研究发现:(1)外在制度性政策性因素不能显著影响社会责任信息披露与权益资本成本的负向关系。(2)企业的内在特征因素能够显著影响社会责任信息披露与权益资本成本的负向关系。(3)业绩表现弱的企业和负债率低的企业,更有意愿通过披露高质量的社会责任信息获得投资者的支持,以期带来权益资本成本的降低。我们进一步的研究关注了社会责任信息与企业价值的关系,研究发现社会责任信息质量与企业价值之间存在正向关系,但外部政策性因素不能显著影响社会责任信息披露与企业价值的正向关系,而企业特征因素却显著影响两者关系。因此我们的研究结论表明,管理层的选择行为导致社会责任信息披露存在溢出效应。

二、理论基础与研究假设

1. 社会责任信息披露降低权益资本成本的机理分析

非财务信息披露的理论基础有两大类,一类是建立在委托代理理论、信号传递理论等基础上的自愿披露理论,另一类是以合法性理论为代表的社会政治理论(social-political)^[8]。

自愿披露理论强调了自愿性披露所带来的信息不对称的减轻将有利于降低资本成本。比如Verrecchia^[9]就从理论上分析发现,风险程度处于同一水平的公司,如果社会责任信息披露不同,就可以突出披露质量好的公司的声誉,进而增加其股票流动性、降低资本成本。Cornell and Shapiro^[10]在研究中认为:社会责任信息披露具有信号性,企业可以借此向外界传达其遵守雇员相关法规、环保法规等要求的信号,从而增加投资者信心、降低市场风险溢价,最终带来融资成本的降低。

合法性理论是指公司在社会中运营,社会给予公司所必需的具有稀缺性的关键资源,因此公司必须遵守社会规则的约束才能实现自身的利益和目标,并保证公司的可持续发展^[11-12]。合法性理论强调了公司通过有效信息披露获取社会支持和迎合投资者偏好的可能性,进而引起投资者好感,获得投资者信任,从而降低融资成本。

从实证研究的角度看,已有的研究重点关注了社会责任信息披露与权益资本成本的关系,但是哪些因素会影响社会责任信息披露水平降低权益资本成本的效果,相关研究涉及很少,而主要是基于两者关系研究基础上的延伸分析,比如Richardson and Welker^[13]研究发现公司财务表现会对两者正相关关系产生影响,Plumlee, Brown and Hayes^[14]在社会责任信息披露对资本成本的影响研究中加入行业特征因素,结果发现二者的关系会受到行业特征的影响。李姝、赵颖和董婧^[15]的研究发现,机构投资者持股比例对于两者的关系没有显著影响。

2. 外在制度政策的影响

依据专有成本假说(proprietary cost hypothesis),自愿性信息披露的意愿与质量,是管理层在披露成本与收益之间权衡的结果^[16],宽松而有保障的外部制度环境、法律环境和政策的支持将很大程度

上影响非财务信息的披露质量,影响披露成本与收益的对比。换句话说,自愿性非财务信息披露降低融资成本这一过程会受到外在制度环境和政策的影响。

从外部制度环境看,夏立军、陈信元^[17]的研究结果表明,中国作为新兴市场国家,一个显著特征就是各地区的发展程度、市场化进程存在明显差异。市场化进程作为一系列、大规模的制度变迁,能够显著地改善资源配置的效率^[5],微观上也会增强企业的融资效率。市场化进程越快,优质公司为了降低融资成本就越有动机进行相关信息披露。同时市场化进程较快地区的法律与监管制度较为完善,这也会影响和增强投资者的信心。因此本文认为:市场化进程不同的地区,企业社会责任信息披露对权益资本成本的影响程度也会不同,市场化进程越高,这种影响程度越强。

根据以上分析,我们提出研究假设 1:

假设 1: 市场化程度越高地区的企业,社会责任信息披露影响权益资本成本的程度越显著。

从外部政策环境看,产业政策是影响企业经营决策的重要因素,产业政策支持的行业,其股权融资和债权融资的机会均显著高于其他行业^[18],而且企业现金持有的价值效应也更为显著^[19],更为重要的是产业政策对于微观企业具有选择性特征^①,使得投资者可以借此区分风险大小,进而有效识别产业政策支持行业的企业和未支持行业的企业之间的风险差异。依据超额收益理论,企业社会责任信息的披露进一步放大了这种风险差异。超额收益理论认为更加充分的信息披露是非常必要的,企业应主动提高自己的透明度,尽可能将所有信息准确而有效地从企业传递到外界,以实现自己追求的超额利润。社会责任信息的披露能实现额外披露的目标,而且投资者和分析师也认为这种预防性披露更具价值。因此本文认为:有无产业政策的支持,企业社会责任信息披露对权益资本成本的影响程度会不同,有产业政策支持的企业影响程度较强,无产业政策支持的企业影响程度较弱。

根据以上分析,我们提出研究假设 2:

假设 2: 有产业政策支持的企业,社会责任信息披露影响权益资本成本的程度比无产业政策支持的企业会更显著。

从外部环保政策看,2007 年 4 月国家环保总局发布《环境信息公开办法(试行)》鼓励企业自愿披露重要的社会责任信息——环境信息。2008 年 2 月国家环保总局发布《关于加强上市公司环境保护监督管理工作的指导意见》,要求健全环境信息披露机制,建立环境绩效评估研究与试点,鼓励企业进行环境信息披露。2010 年 5 月,中国人民银行与银监会出台《关于进一步做好支持节能减排和淘汰落后产能金融服务工作的意见》,要求各银行业金融机构在授信时企业的能效情况进行审核,并在支持节能减排和淘汰落后产能方面进行金融创新。2012 年 2 月,中国银监会发布《绿色信贷指引》,要求银行建立客户的环境风险评估标准供评级、授信、管理等使用。由于我国目前并没有统一的环境信息披露报告,企业的环保信息大部分还是通过社会责任报告来披露的。从已实行社会责任报告披露的企业看,高达 99.7% 的企业都进行了部分环境信息的披露。重污染行业,由于面临更严格的环保政策和信息披露要求,其社会责任信息披露质量特别是其中环境信息的披露质量能达到较高的标准,也更能有效地降低融资成本。因此本文认为:对于重污染行业而言,企业社会责任信息披露对权益资本成本的影响程度较强。

根据以上分析,我们提出研究假设 3:

假设 3: 属于重污染行业的企业相对非重污染行业的企业,其社会责任信息披露影响权益资本成本的程度会更强。

3. 内在企业特征的影响

假设 1 关注的是外在制度性因素对社会责任信息披露效果的影响,进一步我们需要关注企业自身特征等内在性因素是否也对社会责任信息披露效果产生影响。需要指出的是,企业自身的特征因素在某种意义上是企业内部已知和可控因素,关注企业内在特征因素,更需要从企业披露社会责任

信息的动机来分析。

从企业的业绩表现来看,业绩表现较差的企业,一般偏离公众和投资者预期的程度较大。依据合法性理论,合法性受到威胁的企业更可能实施自我服务的信息披露以维护其合法性。信息披露可以促使公众理解其业绩(真实)的变化,分散公众对其合法性的注意力,改变公众对其业绩的预期^[20-21]。同时信息披露作为合法性危机出现的事后补偿,可用于修复合法性差距,而非财务信息披露为组织提供了一种不必改变组织经济格局就可以维持组织合法性的方法^[22]。因此,业绩表现越差的企业,管理层越有强烈的动机通过披露较高质量的非财务信息来改变公众预期,从而降低融资成本。

根据以上分析,提出研究假设4:

假设4:业绩表现较差的企业,其社会责任信息披露影响权益资本成本的程度较强。

当公司负债增加时,投资者、债权人等为了规避财务风险,会对公司的运营情况给予更多关注,而管理者为了降低法律诉讼风险倾向于进行更少的信息披露。依据专有成本假说,公司的自愿性信息披露可能会削弱公司在市场中的竞争力,所以公司管理者会有选择地披露有关信息和内容^[23]。随着公司负债水平的提高,委托代理问题趋于严重,公司有强烈的动机来“粉饰”报告进行盈余管理,而这会导致公司信息披露质量越来越低。已有的很多研究都发现了负债率与社会责任信息披露负相关的证据^[24-29],因此负债率越高的企业,其社会责任信息披露影响效果也越差。另外负债率偏低的企业,因为更倾向于权益融资,往往有动机提高非财务信息披露质量,以期降低权益融资成本。因此负债率偏低的企业,其较好的非财务信息披露质量,往往也会带来更低的权益资本成本。

根据以上分析,提出研究假设5:

假设5:负债率偏低的企业,其社会责任信息披露影响权益资本成本的程度较强。

三、研究变量与模型构建

在已有研究和相关文献的基础上,我们构建如下基本模型:

$$COC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CSRDI_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Beta_{it} + \alpha_4 BM_{it} + \alpha_5 Growth_{it} + \alpha_6 TOR_{it} + \alpha_7 State_{it} + \alpha_8 PE_{it} + \alpha_9 LEV_{it} + \alpha_{10} ROA_{it} + \alpha_{11} Ind_{it} + \alpha_{12} Support_{it} + \alpha_{13} Market_{it} + \alpha_{14} \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

上述模型中,相关变量的设定分析如下:

1. 权益资本成本 COC

本文沿用 Easton 的 PEG 模型来计算权益资本成本,具体公式如下:

$$Re = \sqrt{\frac{eps2 - eps1}{p0}}$$

式中 Re 代表 t_0 期的权益资本成本; $eps1$ 和 $eps2$ 分别代表 t_1 期和 t_2 期的预期每股收益; $p0$ 代表 t_0 期的年末收盘价。

2. 社会责任信息披露水平 $CSRDI$

对于社会责任信息披露水平,我们主要通过企业社会责任报告的质量评分来反映。润灵 MCT 社会责任报告评价体系采用结构化专家打分法,满分为 100 分,包括整体性评价、内容性评价和技术性评价三部分。本文主要采用 MCT 社会责任报告评级体系的评分即润灵指数来反映社会责任信息披露水平。

3. 影响因素与控制变量

对于外部制度政策因素,我们从环保政策、产业政策和市场化进程三方面分析,设定了 Ind 、 $Support$ 和 $Market$ 三个虚拟变量。其中 Ind 为是否重污染行业,当上市公司所属行业是重污染行业时取值为 1,否则为 0。其分类标准是依据《上市公司环保核查行业分类管理名录》(环办函(2008)373

号) 的规定。*Support* 为有无产业政策支持, 我们依据《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》和《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》的规定, 如果上市公司属于产业政策重点支持和明确鼓励发展的行业, 则取值为 1, 如果企业属于产业政策未支持行业, 则取值为 0。*Market* 为市场化进程, 我们采用樊纲、王小鲁在《中国市场化指数》一书中构建的指标来反映市场化进程, 同时借鉴了程新生等^[6] 的划分方法, 对市场化进程高低进行划分, 市场化进程较高的地区赋值为 1, 否则为 0。

对于企业内部特征因素, 我们则从企业负债水平和企业绩效两方面考虑, 负债水平用资产负债率 *LEV* 来表示, 企业绩效用资产报酬率 *ROA* 来反映。我们控制了系数 *Beta*、公司规模 *Size* 和账面市值比 *BM* 传统三要素, 还引入了企业成长性 *Growth*、流动性 *TOR*、市盈率 *PE*、股权性质 *State* 等控制变量, 具体内容见表 1。

四、主要实证结果与分析

1. 样本来源与描述性分析

本文选取 2009—2013 年润灵环球提供社会责任信息评分的上市公司为研究样本, 在剔除金融类上市公司、无法计算权益资本成本以及控制变量缺失的公司后, 共得到样本公司 799 家。相关变量的描述性统计见表 2, 数据的极值均按 1% 标准进行了 Winsorize 处理。

由表 2 可知, 我国上市公司社会责任信息披露总体水平偏低, 并且各企业之间的披露水平差异较大。另外, 各变量间的 Pearson 相关系数均小于 0.5, 且大部分相关系数在 0.1 以下(表略), 这表明各变量之间不存在严重的多重共线性关系。

2. 基本模型的 OLS 检验

我们进行 OLS 模型分组检验的结果见表 3 和表 4。总体而言, 尽管存在社会责任信息披露降低权益资本成本的效果, 但没有通过显著性检验。另从表 3 可知, 在控制住相关变量, 按照企业绩效高低分组后, 企业绩效较低组社会责任信息披露质量与权益资本成本呈负相关关系, 并通过 5% 的显著性检验。而高企业绩效组, 则没有通过显著性检验。按照企业负债率高低分组后, 企业负债率较低

表 1 变量含义及估算方法

代表符号	含义	估算方法
<i>COC_p</i>	权益资本成本	采用 PEG 模型估算
<i>COC_m</i>	权益资本成本	采用 MPEG 模型估算
<i>CSRDI</i>	社会责任信息披露水平	采用润灵环球(RKS) 指数评分
<i>Size</i>	企业规模	采用样本公司期末总资产自然对数
<i>Beta</i>	市场波动性	采用 CSMAR 数据库中的年度 Beta 值
<i>BM</i>	账面市值比	采用账面价值与市场价值的比值计算
<i>Growth</i>	企业成长性	用总资产增长率来表示
<i>TOR</i>	股票流动性	用换手率表示: 年交易股数/年流通股股数
<i>State</i>	股权性质	用实际控制人性质表示, 国有企业为 1, 否则为 0
<i>PE</i>	市盈率	股票年末收盘价/每股收益
<i>LEV</i>	负债水平	用资产负债率表示
<i>ROA</i>	企业绩效	总资产回报率
<i>Ind</i>	是否重污染行业	企业所在行业为重污染时为 1, 否则为 0
<i>Support</i>	产业政策支持	行业为重点支持产业时为 1, 否则为 0
<i>Market</i>	市场化进程	高市场化进程地区赋值为 1, 否则为 0

表 2 研究变量的描述性统计

Variable	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
<i>COC_p</i>	799	0.096 7	0.047 3	0.011 8	0.063 9	0.092 0	0.123	0.256
<i>COC_m</i>	799	0.107	0.049 1	0.018 0	0.072 7	0.101	0.133	0.272
<i>CSRDI</i>	799	33.63	12.06	13.33	25.77	30.51	36.81	81.88
<i>Beta</i>	799	1.118	0.230	0.493	0.975	1.124	1.270	1.649
<i>TOR</i>	799	5.327	3.904	0.467	2.391	4.283	7.174	19.45
<i>LEV</i>	799	0.477	0.210	0.055 1	0.31 9	0.481	0.638	0.934
<i>PE</i>	799	0.048 9	0.107	-0.158	0.010 3	0.021 5	0.046 1	0.736
<i>BM</i>	799	672.8	587.7	51.02	288.9	488.6	831.7	3 200
<i>Growth</i>	799	0.442	1.461	-0.969	0.041 2	0.156	0.355	13.86
<i>Size</i>	799	21.96	1.222	19.70	21.09	21.79	22.64	26.07
<i>State</i>	799	0.208	0.406	0	0	0	0	1
<i>Ind</i>	799	0.418	0.493	0	0	0	1	1
<i>Support</i>	799	0.138	0.345	0	0	0	0	1
<i>ROA</i>	799	0.042 7	0.070 9	-1.495	0.017 0	0.039 9	0.069 8	0.816
<i>Market</i>	799	0.741	0.438	0	0	1	1	1

组,社会责任信息披露质量能够降低权益资本成本,通过10%的显著性检验,而高负债率组没有通过显著性检验。从OLS检验的结果看,内部性企业特征因素的差异,确实可以影响社会责任信息披露质量降低权益资本成本的动机,但因为显著性仅通过10%的检验,我们需要作进一步分析。

外部制度政策因素的检验见表4。由表4可知,三个政策的检验结论并不一致。按照有无产业政策支持分组后,有产业政策支持的企业,其社会责任信息披露质量能够降低权益资本成本,但仅通过10%的显著性检验,而无产业政策支持的企业则没有通过显著性检验。按照是否重污染行业分组,重污染行业企业的社会责任信息披露质量也能够降低权益资本成本,并通过5%的显著性检验,并且相关系数极其微弱。非重污染行业企业则没有通过显著性检验。按照市场化进程分组,尽管高市场化进程地区企业的社会责任信息披露质量能够降

低权益资本成本,但与低市场化地区的企业一样,都没有通过显著性检验。因此外部因素影响社会责任信息披露降低权益资本成本的动机,我们需要进一步分析。

3. 控制内生性的检验

考虑到社会责任信息披露与权益资本成本之间可能存在着内生性问题,本文进行了Hausman检验,检验结果表明这两者间确实存在较严重的内生性,因此仅用OLS模型进行检验,结果可能有误。

为了控制研究的内生性,借鉴张正勇^[30]的社会责任信息质量影响因素的研究,除了负债率、系数Beta、ROA等以外,再引入变量Developed,该变量为虚拟变量,公司注册地为经济发达地区取值为1,否则为0^②。构建CSRDI的影响因素回归模型,建立联立方程组(见模型2)。检验结果见表5。

$$COC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CSRDI_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Beta_{it} + \alpha_4 BM_{it} + \alpha_5 Growth_{it} + \alpha_6 TOR_{it} + \alpha_7 State_{it} + \alpha_8 LEV_{it} + \alpha_9 ROA_{it} + \alpha_{10} Ind_{it} + \alpha_{11} Support_{it} + \alpha_{12} Market_{it} + \alpha_{13} Factor \times CSRDI_{it} + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$CSRDI_{it} = \beta_0 + \beta_1 COC_{it-1} + \beta_2 Developed_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 Beta_{it} + \beta_5 ROA_{it-1} + \beta_6 State_{it} + \beta_7 \sum Industry + \beta_8 \sum Year + \varepsilon_{it}$$

从表5可知,在控制住相关变量后,反映企业内部特征因素的交互项ROA × CSRDI和LEV ×

表3 内部特征因素 OLS 检验

VARIABLES	总体	Perform = 0	Perform = 1	Leve = 0	Leve = 1
CSRDI	-0.000 1 (-0.933)	-0.000 4** (-1.968)	0.000 1 (0.187)	-0.000 3* (-1.958)	-0.000 1 (-0.416)
LEV	0.042 2*** (4.135)	0.047 5*** (3.341)	0.038 7*** (3.251)		
ROA	-0.016 9 (-0.463)			-0.062 7* (-1.649)	-0.097 5* (-1.755)
Beta	0.005 9 (0.945)	-0.004 4 (-0.427)	0.008 3 (1.065)	0.009 2 (1.129)	0.003 8 (0.414)
TOR	-0.000 5 (-0.718)	-0.001 7* (-1.768)	0.001 2 (1.319)	-0.001 0 (-1.220)	0.000 3 (0.339)
PE	0.0179 (0.840)	0.022 8 (0.949)	0.062 3 (1.137)	0.014 0 (0.507)	-0.006 3 (-0.200)
BM	0.000 0 (1.106)	0.000 0 (0.603)	0.000 0 (1.000)	0.000 0 (0.760)	-0.000 0 (-0.153)
Growth	0.002 0 (0.732)	-0.001 5 (-0.262)	0.003 5 (1.149)	0.006 3*** (2.237)	-0.007 1 (-1.254)
State	-0.002 5 (-0.698)	0.0057 (0.996)	-0.009 8** (-2.209)	-0.002 3 (-0.498)	-0.002 6 (-0.495)
IND	0.0012 (0.438)	0.004 6 (1.015)	-0.001 9 (-0.531)	0.005 7 (1.512)	-0.002 2 (-0.514)
Market	0.003 6 (0.951)	0.007 8 (1.395)	-0.001 2 (-0.243)	0.001 8 (0.355)	0.004 9 (0.894)
Support	-0.010 8*** (-2.695)	-0.013 0** (-2.119)	-0.008 6* (-1.666)	-0.014 2*** (-2.708)	-0.011 3* (-1.939)
Size	0.003 1* (1.941)	0.001 1 (0.419)	0.005 6*** (2.662)	0.003 6* (1.815)	0.007 4*** (3.507)
Constant	-0.012 1 (-0.351)	0.051 0 (0.936)	-0.076 1* (-1.673)	-0.001 2 (-0.026 8)	-0.073 9 (-1.509)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R-squared	0.109	0.115	0.133	0.081	0.088
F	8.730	4.778	6.788	3.584	4.613

注:***、**、* 分别表示在1%、5%、10%水平下显著。

CSRDI 均通过了显著性检验。其中反映企业绩效特征的 $ROA \times CSRDI$ 通过了 1% 的显著性检验, 这表明尽管总体来看, 社会责任信息质量并不能显著降低权益资本成本, 但企业绩效却能显著地影响社会责任信息质量与权益资本成本之间的负向关系。反映企业负债率特征的交互项 $LEV \times CSRDI$ 通过了 10% 的显著性检验, 这表明企业负债率也能显著地影响社会责任信息质量与权益资本成本之间的负向关系。

表 4 外部制度因素 OLS 检验

VARIABLES	总体	Support = 0	Support = 1	Ind = 0	Ind = 1	Market = 0	Market = 1
<i>CSRDI</i>	-0.000 1 (-0.933)	-0.000 1 (-0.348)	-0.000 4* (-1.738)	0.000 1 (0.511)	-0.000 4** (-1.988)	0.000 4 (0.996)	-0.000 2 (-1.180)
<i>Support</i>	-0.010 8*** (-2.695)			-0.015 5*** (-3.288)	0.008 8 (1.017)	-0.013 9 (-1.169)	-0.009 6** (-2.269)
<i>Ind</i>	0.001 2 (0.438)	-0.000 9 (-0.298)	0.024 0** (2.570)			-0.011 6 (-1.421)	0.003 9 (1.288)
<i>Market</i>	0.003 6 (0.951)	0.004 4 (1.060)	0.001 1 (0.128)	-0.004 0 (-0.772)	0.014 4** (2.582)		
<i>Beta</i>	0.0059 (0.945)	0.0124* (1.811)	-0.017 6 (-1.061)	0.015 5 (1.612)	0.012 0 (1.403)	-0.019 8 (-1.163)	0.012 8* (1.909)
<i>TOR</i>	-0.000 5 (-0.718)	-0.000 4 (-0.486)	0.000 6 (0.462)	-0.001 5 (-1.640)	-0.000 5 (-0.555)	-0.001 7 (-1.015)	-0.000 3 (-0.385)
<i>LEV</i>	0.042 2*** (4.135)	0.040 2*** (3.450)	0.070 9*** (3.357)	0.042 7*** (3.127)	0.034 8** (2.212)	0.008 2 (0.308)	0.047 7*** (4.305)
<i>PE</i>	0.017 9 (0.840)	0.023 9 (1.059)	-0.113 7 (-1.530)	-0.009 8 (-0.404)	0.134 2*** (3.125)	0.025 1 (0.537)	0.009 0 (0.371)
<i>BM</i>	0.000 0 (1.106)	0.000 0 (0.977)	0.000 0 (0.413)	0.000 0* (1.922)	-0.000 0 (-0.375)	-0.000 0 (-0.080 3)	0.000 0 (1.133)
<i>Growth</i>	0.002 0 (0.732)	0.003 0 (1.012)	-0.000 3 (-0.033 7)	-0.003 7 (-0.752)	0.004 0 (1.225)	-0.002 1 (-0.257)	0.003 1 (1.065)
<i>State</i>	-0.002 5 (-0.698)	-0.002 5 (-0.630)	-0.009 9 (-1.277)	-0.004 1 (-0.910)	0.002 0 (0.344)	-0.003 9 (-0.428)	-0.001 6 (-0.408)
<i>ROA</i>	-0.016 9 (-0.463)	-0.009 3 (-0.227)	0.003 8 (0.050 1)	0.010 8 (0.207)	-0.020 2 (-0.392)	-0.181 3* (-1.748)	0.003 2 (0.082 1)
<i>Size</i>	0.003 1* (1.941)	0.002 1 (1.119)	0.005 4* (1.755)	0.002 9 (1.343)	0.001 3 (0.552)	0.001 1 (0.236)	0.003 2* (1.854)
<i>Constant</i>	-0.012 1 (-0.351)	0.000 9 (0.024 2)	-0.037 1 (-0.506)	-0.003 9 (-0.085 3)	0.017 0 (0.325)	0.101 1 (1.037)	-0.025 5 (-0.684)
<i>Observations</i>	1 072	915	157	615	457	174	898
Adj. R-squared	0.109	0.092	0.305	0.148	0.116	0.053	0.126
F	8.730	6.784	5.287	7.665	4.740	1.606	9.074

注: ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著。

由表 5 还可知, 反映外部制度政策因素的交互项 $Ind \times CSRDI$ 、 $Support \times CSRDI$ 和 $Market \times CSRDI$ 均没有通过显著性检验。这说明有无环保政策限制、有无产业政策支持、市场化进程等因素不能显著地影响社会责任信息披露水平与权益资本成本的负向关系。外部制度性因素的差异, 没有引起社会责任信息披露质量降低权益资本成本的显著差异。

控制住内生性的 2SLS 模型的检验结果表明, 反映外部制度政策的因素与反映企业内在特征的因素对于社会责任信息披露动机的影响是不一样的, 内在直接因素比外在间接因素更能影响社会责任信息的披露动机。这在一定程度上表明管理层的选择行为会影响社会责任信息的披露, 因此选择披露社会责任信息的企业会获得更高的风险溢价。

表5 2SLS 检验结果

COC _p	全样本	内部因素		外部因素		
		ROA	LEV	Ind	Support	Market
CSRDI	-0.000 7 (-0.634)	-0.001 1 (-1.082)	-0.001 5 (-1.278)	-0.000 6 (-0.570)	-0.000 5 (-0.443)	-0.000 7 (-0.662)
ROA × CSRDI		0.010 6*** (3.650)				
LEV × CSRDI			0.001 4* (1.681)			
Ind × CSRDI				-0.000 1 (-0.266)		
Market × CSRDI					-0.0002 (-0.528)	
Support × CSRDI						0.000 2 (0.450)
ROA	-0.033 4 (-1.346)	-0.382 1*** (-3.872)	-0.033 1 (-1.335)	-0.032 7 (-1.310)	-0.033 4 (-1.347)	-0.032 5 (-1.306)
Ind	0.002 8 (0.858)	0.002 1 (0.632)	0.003 2 (0.961)	0.005 9 (0.488)	0.002 8 (0.851)	0.002 7 (0.820)
Market	0.002 9 (1.142)	0.003 2 (1.271)	0.002 6 (1.024)	0.002 9 (1.149)	0.009 8 (0.735)	0.002 9 (1.137)
Support	-0.002 0 (-0.617)	-0.000 9 (-0.266)	-0.002 7 (-0.835)	-0.001 8 (-0.553)	-0.002 0 (-0.607)	-0.007 8 (-0.588)
LEV	0.048 5*** (2.754)	0.049 6*** (2.821)	0.002 1 (0.0651)	0.048 8*** (2.764)	0.048 7*** (2.765)	0.048 5*** (2.749)
Beta	0.005 2 (0.796)	0.006 9 (1.067)	0.004 3 (0.655)	0.005 2 (0.798)	0.005 1 (0.787)	0.005 4 (0.825)
TOR	-0.000 6 (-1.304)	-0.000 7 (-1.541)	-0.000 6 (-1.317)	-0.000 6 (-1.312)	-0.000 6 (-1.295)	-0.000 6 (-1.285)
PE	0.009 8 (0.696)	0.005 3 (0.376)	0.008 3 (0.590)	0.009 9 (0.705)	0.009 9 (0.707)	0.009 6 (0.679)
BM	0.000 0*** (4.007)	0.000 0*** (4.348)	0.000 0*** (3.939)	0.000 0*** (3.999)	0.000 0*** (4.012)	0.000 0*** (4.000)
Growth	0.001 1 (0.907)	0.001 5 (1.245)	0.000 9 (0.778)	0.001 1 (0.909)	0.001 1 (0.880)	0.001 1 (0.913)
State	-0.006 6** (-2.437)	-0.006 8** (-2.533)	-0.006 4** (-2.368)	-0.006 6** (-2.432)	-0.006 6** (-2.430)	-0.006 6** (-2.444)
Size	0.002 8 (0.580)	0.002 2 (0.443)	0.003 0 (0.609)	0.002 8 (0.561)	0.002 8 (0.579)	0.002 8 (0.573)
Constant	0.015 0 (0.228)	0.043 3 (0.654)	0.039 4 (0.583)	0.015 0 (0.228)	0.009 5 (0.142)	0.016 5 (0.250)
Adj. R-squared	0.113	0.118	0.114	0.112	0.112	0.112
F	16.09	16.03	15.33	15.14	15.16	15.15

注:***、**、* 分别表示在1%、5%、10%水平下显著。

五、稳健性检验

1. 控制内生性的 MPEG 模型检验

稳健性检验我们采用 MPEG 模型计算权益资本成本^③,具体公式如下 检验结果见表6。

$$MPEG = A + \sqrt{A^2 + (eps_2 - eps_1) / P_0}$$

其中 $A = dps_1 / 2P_0$ P_0 为当年年末股票价格 dps_1 为当年股利 eps_1 为该股票 1 年后每股盈利预测值的平均值 eps_2 为 2 年后该股票每股盈利预测值的平均值。

从表6的结果可知,在采用 MPEG 模型计算权益资本成本时,反映企业内部特征因素的交互项 $ROA \times CSRDI$ 和 $LEV \times CSRDI$ 均通过了显著性检验,且显著性比前面有较大增强。这说明控制住内生性后,企业内部特征因素仍能显著影响社会责任信息披露质量与权益资本成本之间的负向关系。

企业的内在特征对于社会责任信息披露动机具有重要作用。

表 6 2SLS 稳健性检验结果

COC_m	全样本	内部因素		外部因素		
		ROA	LEV	Ind	Market	Support
CSRDI	-0.001 3 (-1.052)	-0.001 8 (-1.392)	-0.002 5* (-1.799)	-0.001 4 (-1.122)	-0.001 1 (-0.841)	-0.001 4 (-1.132)
ROA	0.030 5 (1.046)	-0.332 6*** (-2.701)	0.031 3 (1.074)	0.028 9 (0.984)	0.030 6 (1.048)	0.033 8 (1.157)
Ind	0.003 2 (0.820)	0.002 4 (0.631)	0.003 6 (0.920)	-0.002 9 (-0.199)	0.003 2 (0.816)	0.002 6 (0.679)
Market	0.004 2 (1.363)	0.004 5 (1.466)	0.003 8 (1.220)	0.004 1 (1.336)	0.012 5 (0.781)	0.004 1 (1.352)
Support	-0.002 2 (-0.559)	-0.001 0 (-0.242)	-0.003 2 (-0.800)	-0.002 6 (-0.644)	-0.002 2 (-0.548)	-0.023 7 (-1.473)
ROA × CSRDI		0.010 8*** (3.034)				
LEV × CSRDI			0.002 1** (2.039)			
Ind × CSRDI				0.000 2 (0.432)		
Market × CSRDI					-0.000 3 (-0.530)	
Support × CSRDI						0.000 7 (1.378)
Beta	0.006 4 (0.810)	0.008 3 (1.046)	0.005 2 (0.662)	0.006 3 (0.803)	0.006 4 (0.814)	0.007 4 (0.934)
TOR	-0.000 8 (-1.382)	-0.000 9 (-1.599)	-0.000 8 (-1.426)	-0.000 8 (-1.376)	-0.000 8 (-1.383)	-0.000 7 (-1.328)
LEV	0.036 5* (1.739)	0.037 8* (1.807)	-0.030 8 (-0.788)	0.035 6* (1.686)	0.036 8* (1.753)	0.036 5* (1.742)
PE	0.014 4 (0.879)	0.009 6 (0.584)	0.011 8 (0.714)	0.014 3 (0.871)	0.014 8 (0.902)	0.013 2 (0.801)
BM	0.000 0*** (4.336)	0.000 0*** (4.586)	0.000 0*** (4.292)	0.000 0*** (4.343)	0.000 0*** (4.339)	0.000 0*** (4.310)
Growth	0.005 8*** (3.673)	0.006 2*** (3.911)	0.005 6*** (3.568)	0.005 8*** (3.672)	0.005 7*** (3.639)	0.005 8*** (3.687)
State	-0.010 6*** (-3.248)	-0.010 9*** (-3.343)	-0.010 4*** (-3.192)	-0.010 6*** (-3.256)	-0.010 5*** (-3.225)	-0.010 6*** (-3.259)
Size	0.011 1* (1.884)	0.010 3* (1.756)	0.011 1* (1.888)	0.011 3* (1.919)	0.011 0* (1.881)	0.010 9* (1.850)
Constant	-0.137 9* (-1.744)	-0.108 7 (-1.367)	-0.098 8 (-1.215)	-0.139 6* (-1.761)	-0.144 5* (-1.804)	-0.131 2* (-1.656)
Adj. R-squared	0.162	0.167	0.164	0.162	0.162	0.163
F	17.44	17.05	16.69	16.41	16.42	16.53

注: ***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著。

与前述相同,反映外部制度政策因素的交互项 $Ind \times CSRDI$ 、 $Support \times CSRDI$ 和 $Market \times CSRDI$ 仍没有通过显著性检验。因此外部制度政策性因素与企业内部特征因素对于社会责任信息披露动机存在显著差异。

我们另外进行的稳健性检验还包括:(1)对于社会责任信息披露质量,采用上证所提出的“社会贡献值”概念,计算每股社会贡献值来评估;(2)用 ROE 替代企业绩效变量分组检验;(3)引入包括股权集中度、总资产周转率、独董比例、两职合一、风险水平等更多控制变量。检验结果除了市场化进程这一因素有时能通过显著性检验外,其他结果均保持稳定。

为了进一步检验这一结果的稳定性,我们还使用邹至庄检验来验证是否存在结构差异。邹至庄检验的 F 值在统计上不显著,这表明外部政策性因素不能显著影响社会责任信息的披露效果这一结论是稳定的。

2. 自选择问题

企业样本选择如果为全体上市公司(包括不提供社会责任报告的企业)则社会责任信息披露质量成为一个内生性变量,会产生样本的自选择问题。因此我们采用 Heckman 模型进行检验,看是否存在自选择问题。我们在 Heckman 模型中设置一个虚拟变量 *DCSRDI* 作为因变量,如果企业提供社会责任报告,进行社会责任信息披露,则 $DCSRDI = 1$, 否则为 0, 自变量仍然为 *Size*、*Beta*、*Growth*、*TOR*、*State*、*PE*、*LEV*、*ROA*、*Market*、*Support* 并引入变量 *Developed* 也作为自变量。对此模型进行回归,产生逆米尔斯比率 (*Inverse Mills ratio*) 该指标不显著 ($z = 1.40, P > 0.162$) 表明我们的样本不存在显著的自选择问题,检验结果是可靠的。

六、研究结论与启示

本文以 2009—2013 年披露企业社会责任报告(CSR 报告)信息的上市公司为样本,通过 PEG 模型和 MPEG 模型计算企业权益资本成本,对影响社会责任信息披露与权益资本成本关系的外部因素和内部因素进行了检验。

我们的研究发现:

第一,以市场化进程、产业政策、环保政策等为代表的外在制度性因素不能显著影响社会责任信息披露水平与权益资本成本的负向关系。

第二,企业的内在特征包括企业的业绩表现和负债率等能够显著影响社会责任信息披露水平与权益资本成本的负向关系。

第三,业绩表现弱的企业和负债率低的企业,更有意愿通过披露高水平的非财务信息来获得社会和投资者的支持,以期带来权益资本成本的降低。

根据我们的研究结论,企业的内在特征对于发挥社会责任信息的披露作用具有影响,外部制度性因素对于充分发挥社会责任信息的披露作用不显著。而在其中,管理层的选择行为产生了影响。业绩表现弱的企业和负债率低的企业,管理层越有意愿披露社会责任信息,以获得风险溢价,而外在制度政策对管理层的披露选择则影响不显著。由于外部制度因素与企业内部特征因素对企业社会责任信息披露存在显著的影响差异,表明管理层的选择行为对于社会责任信息披露存在溢出效应。

注释:

- ①研究者们认为中国的产业政策是选择性产业政策,因为对微观企业的干预更广泛更直接,因此表现出很强的管制型特征,即直接干预市场,以政府选择替代市场机制和限制竞争。
- ②参考国家统计局发布的 2008 年《中国统计年鉴》(经济总量)的数据以及地理位置,本文设北京、上海、天津、辽宁、河北、山东、江苏、浙江、福建和广东为经济发达地区,其余则为不发达地区。
- ③对于盈利预测值的计算,我们采用当年度国内所有评估机构对该企业的 EPS 预测值取平均数计算,涉及的预测值总量达到 69 万多,这保证了结果的可靠性。

参考文献:

- [1] MEEK G K, ROBERTS C B, GRAY S J. Factors influencing voluntary annual report disclosures by U. S. ,U. K. and continental European multinational corporations [J]. *Journal of international business studies*, 1995, 26(3): 555-572.
- [2] FOMBRUN C J. A World of reputation research, analysis and thinking—building corporate reputation through CSR initiatives: evolving standards [J]. *Corporate reputation review*, 2005, 8(1): 7-12.
- [3] LYS T, NAUGHTON J P, WANG C. Signaling through corporate accountability reporting [J]. *Journal of accounting & economics*, 2015, 60(1): 56-72.
- [4] BERTOMEU J, CHEYNEL E. Disclosure and the cost of capital: a survey of the theoretical literature [J]. *Abacus*, 2016, 52(2): 221-258.

- [5]樊纲,王小鲁,马光荣. 中国市场化进程对经济增长的贡献[J]. 经济研究, 2011(9): 4-16.
- [6]程新生,谭有超,许垒. 公司价值、自愿披露与市场化进程——基于定性信息的披露[J]. 金融研究, 2011(8): 111-127.
- [7]程新生,谭有超,刘建梅. 非财务信息、外部融资与投资效率——基于外部制度约束的研究[J]. 管理世界, 2012(7): 137-150.
- [8]CLARKSON P M, LI Y, RICHARDSON G D, et al. Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: an empirical analysis[J]. *Accounting, organizations and society*, 2008, 33(4/5): 303-327.
- [9]VERRECCHIA R E. Discretionary disclosure[J]. *Journal of accounting & economics*, 1983, 5(1): 179-194.
- [10]CORNEILL B, SHAPIRO A C. Corporate stakeholders and corporate finance[J]. *Financial management*, 1987, 16(1): 5-14.
- [11]SUCHMAN M C. Managing legitimacy: strategic and institutional approaches[J]. *Academy of management review*, 1995, 20(3): 571-610.
- [12]MILNE M J, PATTEN D M. Securing organizational legitimacy: an experimental decision case examining the impact of environmental disclosures[J]. *Accounting, auditing & accountability journal*, 2002, 15(3): 372-405.
- [13]RICHARDSON A J, WELKER M. Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital[J]. *Accounting, organizations & society*, 2001, 26(7): 597-616.
- [14]PLUMLEE M, BROWN D, HAYES R M, et al. Voluntary environmental disclosure quality and firm value: further evidence[J]. *Journal of accounting and public policy*, 2015, 34(4): 336-361.
- [15]李姝,赵颖,董婧. 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.
- [16]WAGENHOFER A. Voluntary disclosure with a strategic opponent[J]. *Journal of accounting and economics*, 1990, 12(4): 341-363.
- [17]夏立军,陈信元. 市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定——以中国地方政府控制的上市公司为例[C]. 中国会计学会 2007 年学术年会会议论文, 2007: 82-95.
- [18]陈冬华,李真,新夫. 产业政策与公司融资[Z]. 南京: 南京大学, 2010.
- [19]祝继高,陆口,岳衡. 银行关联董事能有效发挥监督职能吗? [J]. 管理世界, 2015(7): 143-157.
- [20]ZIMMERMAN M A, ZEITZ G J. Beyond survival: achieving new venture growth by building legitimacy[J]. *Academy of management review*, 2002, 27(3): 414-431.
- [21]DEEGAN C. Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures: a theoretical foundation[J]. *Accounting, auditing & accountability journal*, 2002, 15(3): 282-311.
- [22]NEU D, WARSAME H, PEDWELL K. Managing public impressions: environmental disclosures in annual reports[J]. *Accounting, organizations & society*, 1998, 23(3): 265-282.
- [23]DYE R A. An evaluation of essays on disclosure and the disclosure literature in accounting[J]. *Journal of accounting & economics*, 2001, 32(1/3): 181-235.
- [24]HEALY P M, PALEPU K G. Information asymmetry, corporate disclosure and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature[J]. *Journal of accounting and economics*, 2001, 31(1/3): 405-440.
- [25]SCHNIETZ K. Exploring the financial value of a reputation for corporate social responsibility during a crisis[J]. *Corporate reputation review*, 2005, 7(4): 327-345.
- [26]BECCHETTI L, GIACOMO S D, PINNACCHIO D. Corporate social responsibility and corporate performance: evidence from a panel of US listed companies[J]. *Applied economics*, 2008, 40(5): 541-567.
- [27]李正. 企业社会责任信息披露研究[D]. 厦门: 厦门大学, 2007.
- [28]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.
- [29]崔秀梅. 企业发布社会责任报告影响因素的研究——来自中国上市公司 2008 年的经验证据[J]. 南京农业大学学报(社会科学版), 2009(12): 40-46.
- [30]张正勇. 中国上市公司社会责任报告信息质量影响因素研究[D]. 成都: 西南财经大学, 2011.

(责任编辑: 雨 珊)

(下转第 99 页)

spective , including the effects of rice multiple crop index of double-cropped rice subsidy policy in Hunan , double-cropped rice planting large household reward policy in Hunan , national agricultural machinery purchase subsidy policy and national “Three Subsidies” policy , by multiple regression model with 221 peasant households’ survey data in Hunan province of 2014. The research shows that all subsidies have no significant effect , which indicates that , under the “new normal” in which the new agricultural management gradually replaces the traditional management , the previous agricultural subsidy system needs to be adjusted or improved accordingly , in order to promote grain yield and increase farmers’ income. Therefore , this paper puts forward the “third-party subsidy” model , to reduce the production cost , increase planting earnings , and stabilize area of double rice under the “new normal”.

Key words “Three Subsidies”; agricultural machinery purchase subsidy; local specific subsidy; rice planting pattern

(上接第 88 页)

Policy System , Enterprise Characteristics and Corporate Social Responsibility Disclosure: Based on the Perspective of Reducing the Cost of Equity

WANG Kaitian , JIANG Yan , GAO Sanyuan

(School of Accountancy , Nanjing University of Finance and Economics , Nanjing 210023 , China)

Abstract: As disclosure of corporate social responsibility (CSR) is voluntary , management can make appropriate selective disclosure , so these enterprises will have a larger risk premium compared with those undisclosed ones. Factors affecting the selective disclosure of management can be divided into two categories , one is external policy and institutional factors , and the other is the enterprise characteristics. Based on the corporate social responsibility reports published by listed companies during 2009—2013 , this paper uses Run-Ling Global Index to assess the level of social responsibility information disclosure after controlling the endogenous , and the results show that: (1) The external policy and institutional factors cannot significantly affect the negative relationship between the level of CSR disclosure and the cost of equity. (2) The intrinsic enterprise characteristics , including the performance and debt ratio of the firm , can significantly affect the negative relationship between the level of CSR disclosure and the cost of equity. (3) Enterprises with weak performance and low debt ratio will prefer to obtain social and investor support through disclosure of high level of CSR , so as to bring down the cost of equity. The results indicate that there is a significant difference between effects of external factors and internal factors on CSR disclosure , which means that the management choice behavior has a risk premium spillover effects on CSR disclosure.

Key words: corporate social responsibility disclosure; policy system; enterprise characteristics; the cost of equity; management behavior