

社会责任、盈利能力与资本结构

李夏 何飞颖 杨胜刚

(湖南大学金融与统计学院, 湖南省长沙市, 410079)

摘要: 本文以资本结构决定为核心, 探讨了企业社会责任与盈利能力对其影响的过程。本文以 2008-2012 年间 A 股上市公司作为实证样本, 发现社会责任承担越高, 则资本结构越高。进一步研究企业社会责任与盈利能力的交叉影响, 发现在相同盈利能力的企业中, 社会责任承担高的企业资本结构比社会责任承担低的企业资本结构高。而针对所有权差异的研究中, 发现社会责任对国有企业的资本结构具有负向的影响。

关键词: 会计学; 资本结构; 企业社会责任信息披露; 盈利能力

中图分类号: F2 **文献标识码:** A

1 引言

西方经济学家对资本结构影响因素的研究从 MM 理论开始, 经历权衡理论、融资优序理论、委托代理成本理论以及信息传递理论, 不同的资本结构理论对资本结构的影响因素理解不同, 但企业盈利能力对资本结构的影响已经普遍得到了学界的认可。学者普遍认为, 当企业盈利能力提高, 企业获得的利润将更能为内部融资提供条件, 就能保留更多的盈余, 使企业负债率降低, 偿债能力增强。另外, 盈利性强的公司为了降低融资风险, 一般会选择债权融资, 从而提高杠杆。

企业社会责任的相关研究始于 20 世纪 80 年代, 根据 Titman (1984) 的利益相关者理论, 利益相关者会使企业的财务杠杆发生变化, 因此企业重视所有利益相关者的利益。为了使利益相关者更相信自己, 企业通过披露自身承担社会责任的情况来达到目的。而利益相关者的行为将会影响企业的投融资决策。当企业披露的社会责任信息越多, 利益相关者对企业越有信心, 就越愿意长期投资企业, 从而降低企业的负债成本, 达到改善资本结构的目的。信息不对称理论也得出相同的结论: 当企业披露更多的社会责任信息时, 信息不对称的程度降低, 会使企业融资成本降低, 从而使企业杠杆水平上升。

由于上市公司在我国是企业制度改革的先驱, 资本来源形成的基础是资本市场, 且信息披露较为全面, 对实证研究提供了便利, 因此本文从资本结构理论出发, 以 2008-2012 年中国 A 股公司作为样本, 研究社会责任与盈利能力对资本结构的影响, 探究中国企业资本结构决定的特点。本文的实证部分将先分别讨论企业社会责任信息披露对资本结构的影响和盈利能力对资本结构的影响, 然后引入盈利能力与企业社会责任信息披露的交叉项, 探讨这三者对不同所有权性质下的企业的资本结构的影响。

2 文献回顾与理论假设

2.1 企业盈利能力与资本结构

Milton Harris 和 Artur Raviv (1991)^[1]对前人研究进行的实证验证, 发现企业盈利能力与财务杠杆负相关。另外, Raghuram G. Rajan 和 Luigi Zingales (1995)^[2]的研究发现: 除德国外, 企业盈利性与杠杆比率负相关。Wald (1999)^[3]研究了全球范围内英国、法国、德国和日本的相关数据, 使用 2 个被解释变量和 8 个解释变量, 采用 Heteroskedasticity correction mode, 得出企业盈利性对资本结构有负面影响。

国内研究开始得相对较晚,通过实证研究上海股市相关数据,陈小悦、李晨(1995)^[4]发现上海股市收益 R 与负债/权益比率 DER 呈显著负相关,即股市收益与资本结构负相关。陆正飞、辛宇(1998)^[5]年通过研究 1996 年沪市机械及运输设备业上市公司的数据,认为盈利能力对资本结构有显著的负面影响,但对长期负债比率无显著影响。焦瑞新(2010)^[6]通过实证方法找出我国上市公司是否存在最优资本结构,认为上市公司想要达到最优资本结构需要较长的时间且只能逐渐向其靠拢并寻求最大盈利。

总结国内外学者对企业盈利能力与资本结构的研究,根据融资优序理论,盈利能力强的企业一般会遵循内部融资、债务融资、股权融资的融资顺序来进行资金筹集。一方面是为了降低融资成本,另一方面是避免外界获悉公司内部信息。而根据权衡理论,在各方面条件一致的情况下,盈利能力强的企业会着重利用债务融资的税盾作用,从而使盈利能力对负债水平产生正面影响。另外,根据信息传递理论,企业盈利能力越强时,就会使金融机构增加提供贷款的意愿。总而言之,公司盈利能力越强,债务融资优势越明显,从而降低融资成本,获得更大财务杠杆,提升企业价值。这些理论和实证研究都可以推断出以下假设:

假设 1: 企业盈利能力与资本结构正相关。

2.2 企业社会责任与资本结构

目前,社会责任对企业资本结构的影响的研究分两种角度:利益相关者理论认为,企业需要使利益相关者更相信自己,从而使利益相关者改变其投资意向,达到影响企业资本结构的目的。Titman(1984)^[7]最早提出利益相关者的理论,他认为,一方面企业的利益相关者对企业的信心主要来源于企业信息的披露,即使企业经营状况不好,但由于信息披露度高,且转移投资的成本较高,会使得投资者认为企业的破产可能性降低。另一方面,企业为了使利益相关者在其披露社会责任信息之后仍信任自己,会更注重控制风险,从而有效降低杠杆水平。通过考察市场对企业披露社会责任信息的反应, Milne and Patten(2002)^[8]也发现即便某些公司的当期业绩并不理想,但由于信息披露度较高,大部分投资者仍旧有长期投资的意愿。信息不对称理论方面, D haliwal et al(2008)^[9]认为自愿披露企业社会责任信息的公司一般具有较高的资本成本,而企业社会责任信息披露会使得其资本成本显著降低。即企业通过自愿披露社会责任信息披露来减少信息不对称,降低债务融资的逆向选择成本,导致企业杠杆水平提高。当企业增加其社会责任信息披露度,信息不对称的程度降低,企业债务融资成本也会降低,从而偏向于高杠杆的资本结构。

中国当前对社会责任与资本结构的研究相对较少,一般集中在社会责任信息披露的影响因素及市场反应。其中陈玉清等(2005)^[10]和宋献中等(2007)^[11]认为投资者决策会受企业社会责任信息披露的影响。沈洪涛(2010)^[12]通过研究我国重污染企业上市公司,认为企业披露更多的环境信息能降低股权资本成本。何贤杰等(2012)^[13]研究认为,企业融资约束与社会责任披露度呈正相关。

基于利益相关者理论和信息不对称理论,综合国内外学者已有研究,我们提出以下假设:

假设 2: 企业社会责任信息披露与资本结构正相关。

3 研究设计

3.1 样本数据与数据来源

本文采用 GCIS 行业分类标准,选取 2008 年到 2012 年在沪深两市上市的涉及 22 个行业的 1702 家上市公司作为研究样本,包括 18772 个面板数据,实证检验这些公司的企业社

会责任披露信息、盈利能力和财务杠杆等相关数据。数据来源于 Wind 资讯金融数据库与国泰安数据库。

为了实证结果的准确性，样本剔除了在观察期上市时间一年内的公司，因为此类公司的会计信息披露情况不充分。样本也剔除了 ST (special treatment) 的上市公司，由于此类公司的经营连续两年以上亏损，超过三年的即被发布退市预警，为了不被退市，此类公司会用多种手段调节利润，导致会计信息质量下降，其公司财务信息将会影响样本回归分析的结果，另外 ST 作为重大事件对公司股价影响很大；由于金融类的上市公司不属于实体经济，且其资产计价模式与其他行业不同，因此也被剔除。为了排除极端值的影响，实证时按照 1% winsor 处理时间与行业以外的变量。经过处理，样本总共包括 1091 个观测样本。

3.2 模型设计：

本文将面板数据加以处理，通过引入社会责任与盈利能力的交叉变量，建立两个 OLS 回归方程，探讨盈利能力以及社会责任承担如何共同影响公司杠杆水平，实证模型为：

$$\text{leverage}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{csr}_{t-1} + \alpha_2 \text{size}_{t-1} + \alpha_3 \text{fix}_{t-1} + \alpha_4 \text{profit}_{t-1} + \alpha_5 \text{mb}_{t-1} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{leverage}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{csr}_{t-1} + \alpha_2 \text{profit_csr}_t + \alpha_3 \text{size}_{t-1} + \alpha_4 \text{fix}_{t-1} + \alpha_5 \text{profit}_{t-1} + \alpha_6 \text{mb}_{t-1} + \varepsilon \quad (2)$$

上述模型中，leverage 是公司债务杠杆，为了使结果更客观准确，分别使用市场杠杆和账面杠杆来衡量。常数项是 α_0 。模型中有两个解释变量，其中 csr 是企业社会责任信息披露，profit 是公司盈利能力， α_1 ， α_2 是这两个解释变量的回归系数，而 profit_csr 是引入的考虑公司治理情况下的企业社会责任信息披露与盈利能力的交叉变量，本文使用三个控制变量，其中 size 是公司规模，fix 是公司资产担保价值，mb 是公司成长性，在这里回归的系数分别设置为 α_3 ， α_4 ， α_5 ， ε 是随机干扰项。为了消除时间行业不同导致的影响，在实证回归的过程中，本文对 5 个时间段 (date2008-date2012) 与 22 个行业 (industry1-industry22) 进行了控制。由于国有企业和非国有企业的情况有所不同，也将分别考虑。

3.3 研究变量意义

3.3.1 资本结构

公司债务杠杆水平体现的是公司价值一定的情况下，管理者对于公司债务规模大小的控制，由于账面杠杆和市场杠杆的横截面关系较高，因此本文将分别考虑总资产和总负债的账面价值 (bl) 以及总市值和总负债的市场价值 (ml) 来表示公司资本结构。

3.3.2 企业盈利能力

企业盈利能力是指企业获得利润的能力，实际操作中，上市公司用总资产报酬率来评价企业的盈利能力，因为总资产报酬率高的企业资产利用率高，因此用息税前利润与总资产的比例 (pro) 来表示。

3.3.3 企业社会责任信息披露

企业社会责任是指企业除了以营利为主要目的，承担对利益相关者的状况，例如股东、员工 (对内利益相关者)，债权人、供应商、消费者等 (对外利益相关者)。本文参照 CSMAR 社会责任研究数据库及 Ernst&Ernst (1976) 的社会责任信息披露指数法，设置十二项的 0-1 变量，如果企业披露了十二项中的某一项即得 1 分，未披露则为 0 分，笔者将各项信息的权重均视为 1 以避免人为分配权重带来的主观性，最后企业社会责任信息披露度用各企业得分与总分 12 分的比值 (csr) 表示。

3.3.4 所有权性质

所有权性质为虚拟变量,根据企业实际控制人的属性,将国家及地方各级政府实际控制的公司认定为国有企业,记为1,其他记为0。

3.3.5 控制变量

本文选取公司规模(size)、公司资产担保价值(fix)、公司成长性(mb)、行业和时间五个指标作为控制变量,其中公司规模用营业收入的自然对数作为衡量标准,用固定资产率也就是固定资产除以总资产的比值,反映公司能够提供担保能力的状况;公司成长性则用公司市场价值与公司账面价值的比率来表示,本文所用到的变量整理如下表1:

表 1: 变量指标的设计及表达

Tab1: Design and expression of variable

变量含义	变量符号	变量指标	变量计算方法
被解释变量	bl	账面杠杆	总负债与总资产的比值
	ml	市场杠杆	总负债与总市值的比值
解释变量	csr	企业社会责任信息披露	信息披露得分与总分比值
	pro	公司盈利能力	息税前利润与总资产比值
控制变量	size	公司规模	营业收入的自然对数
	fix	公司资产担保价值	固定资产与总资产的比值
	mb	公司成长性	公司市场价值与账面价值的比值
	industry	行业	0-1变量 industry1-industry22
	Date	时间	0-1变量 date1-date5
	Property	所有权	0-1变量

3.4 描述性统计

表 2: 我国上市公司盈利能力、社会责任与资本结构的描述性统计

Tab 2: Descriptive statistics of listing Corporation profitability, social responsibility and capital structure in China

变量	平均值	最大值	最小值	中位数	标准差
ml	0.3300	0.9018	0.0038	0.2971	0.2233
bl	0.4777	0.8868	0.0140	0.4991	0.2027
profit	0.1018	0.5237	-0.1339	0.0906	0.0615
csr	0.6538	0.9167	0.0833	0.6667	0.1266
size	22.1689	28.5496	17.7918	21.9862	1.6489
fix	0.2509	0.9363	0.0006	0.2061	0.1843
mb	2.9126	24.4326	0.1606	2.2552	2.2332

从上图可以看出,我国上市公司负债的市场杠杆均值为0.3300,标准差为0.2233,账面杠杆平均水平为0.4777,标准差为0.2027。可以看出不同的企业资本结构差异较大。企业盈利能力的平均值为0.1018,标准差为0.0615,说明实证研究的各上市公司具有相近的盈利能力水平。企业社会责任信息披露的平均值为0.6538,标准差为0.1266,说明不同企业的社会责任信息披露度相差不大。

4 实证结果及分析

4.1 社会责任和盈利能力对账面杠杆的影响

表 3：中国企业社会责任和盈利能力对账面杠杆的实证研究结果

Tab3: The result of China corporate social responsibility and profitability's effect on book leverage

	国有企业 bl model1	非国有企业 bl model1	国有企业 bl model2	非国有企业 bl model2
csr _{t-1}	0.122** (2.23)	-0.110* (-1.70)	0.149*** (2.79)	-0.0638* (-1.71)
profit_csr			-0.490** (-2.09)	-1.104*** (-5.66)
profit _{t-1}	-1.205*** (-7.87)	-1.603*** (-8.56)	-0.993*** (-5.77)	-1.132*** (-6.52)
Size _{t-1}	0.0536*** (8.92)	0.0980*** (11.63)	0.0544*** (9.20)	0.0987*** (11.99)
fix _{t-1}	0.124** (1.96)	0.214*** (2.82)	0.126** (2.01)	0.231*** (3.16)
mb _{t-1}	0.0105** (2.22)	0.0172*** (3.51)	0.0126** (2.50)	0.0189*** (4.19)
_cons	-0.513*** (-3.55)	-1.407*** (-7.78)	-0.548*** (-3.90)	-1.422*** (-8.10)
date	control	control	control	control
Industry	control	control	control	control
N	702	389	702	389
Adj.R-sq	0.5302	0.6482	0.5341	0.6716

括号中为 t 值

星号代表显著性：*：0.05 < P < 0.1, **：0.01 < p < 0.05, ***：p < 0.01

为了更好的分析上市公司的资本结构影响因素，上表将样本分为国有企业和非国有企业，并且对时间及行业加以控制，讨论了企业社会责任和盈利能力在引入交叉变量前后对账面杠杆的影响：

引入交叉变量之前：企业社会责任信息披露对国有企业的账面杠杆在 10% 的水平上通过显著性检验，且系数为正，而对非国有企业的账面杠杆也在 10% 的水平上通过显著性检验，但系数为负，说明企业社会责任信息披露越大，越不利于国有企业的融资，但对非国有企业的资本结构产生正面影响，这一结果与预期不符。

企业盈利能力对国有企业和非国有企业的账面杠杆在 1% 的水平上均通过显著性检验，且系数为负，说明企业盈利能力与国有企业和非国有企业的资本结构正相关，也就是说提高企业盈利能力会使企业负债减少，融资能力增加，从而改善资本结构。

引入交叉变量之后：企业社会责任信息披露对国有企业资本结构产生负面影响，对非国有企业资本结构产生正面影响。而企业盈利能力对国有企业、非国有企业的资本结构均产生正面影响。

社会责任与盈利能力的交叉变量对国有企业和非国有企业的账面杠杆在 1% 的水平上通过显著性检验，系数为负，说明当企业盈利能力提高，且增加社会责任信息披露度，会减少企业负债，提高负债能力，增加融资能力，降低杠杆水平，使得企业资本结构优化。

4.2 企业社会责任信息披露和盈利能力对市场杠杆的影响

表 4: 中国企业社会责任和盈利能力对市场杠杆的实证研究结果

Tab4: The result of China corporate social responsibility and profitability' s effect on market leverage

	国有企业	非国有企业	国有企业	非国有企业
	ml model1	ml model1	ml model2	ml model2
csr _{t-1}	0.0887* (1.78)	-0.0601* (-1.85)	0.116** (2.35)	-0.0283* (-1.72)
profit_csr			-0.483** (-2.13)	-0.763*** (-4.36)
profit _{t-1}	-1.032*** (-7.42)	-1.092*** (-7.35)	-0.823*** (-5.20)	-0.766*** (-5.42)
size _{t-1}	0.0684*** (12.94)	0.0855*** (13.48)	0.0692*** (13.27)	0.0860*** (13.88)
fix _{t-1}	0.122** (2.02)	0.233*** (3.51)	0.124** (2.06)	0.244*** (3.76)
mb _{t-1}	-0.0250*** (-6.63)	-0.0149*** (-3.91)	-0.0229*** (-5.92)	-0.0137*** (-3.83)
_cons	-0.949*** (-7.39)	-1.522*** (-11.47)	-0.983*** (-7.87)	-1.532*** (-11.96)
date	control	control	control	control
industry	control	control	control	control
N	702	389	702	389
Adj.R-sq	0.6980	0.7210	0.7006	0.7335

括号中为 t 值

星号代表显著性: *, 0.05 < P < 0.1, **, 0.01 < p < 0.05, *** p < 0.01

为了使结果更客观, 我们不能只讨论负债的账面杠杆, 因此上表使用相同的解释变量和控制变量, 讨论了企业社会责任和盈利能力在引入交叉变量前后对市场杠杆的影响, 得出的结论与前表一致。

综上所述, 社会责任承担对非国有企业资本结构产生正面影响, 但对国有企业资本结构产生负面影响。而企业盈利能力对国有企业和非国有企业的资本结构均产生正面影响。这两个影响因素对非国有企业和国有企业的综合影响均是正面的, 也就是说, 企业盈利能力越强, 披露越多的企业社会责任, 越有利于企业资本结构的优化。

5 结论

本文实证检验了 2008-2012 年间 A 股上市公司的面板数据, 研究社会责任与盈利能力如何影响企业资本结构决定的逻辑, 发现企业社会责任信息披露与国有企业资本结构呈负相关, 与非国有企业资本结构呈正相关; 盈利能力与国有企业和非国有企业的资本结构均成正相关; 二者的交叉变量与国有企业和非国有企业的资本结构呈正相关。这一结果说明上市公司非国有企业寻求最优资本结构, 需要增加企业社会责任信息披露, 提高盈利能力; 而国有企业由于其企业所有权的特殊性质, 导致其在优化资本结构的过程中, 提高盈利能力的同时不宜过多公开履行企业社会责任的信息。

参考文献

- [1] Milton Harris&Artur Raviv.Capital Structure Theroy [J].The Journal of Financial, 1991(1):57. 61.
- [2] Raghuram G. Rajan; Luigi Zingales. The Journal of Finance, Vol.50, No. 5. (Dec.,1995), pp. 1421-1460.
- [3] Wald. Gravitation[M],The rmdynamics and Quantum Theory.1999
- [4] 陈小悦, 李晨. 上海股市的收益与资本结构关系实证研究[J]. 北京大学学报(哲学社会科学版), 1995, 01:72-79+128.
- [5] 陆正飞, 辛宇. 上市公司资本结构主要影响因素之实证研究[J]. 会计研究, 1998, 08:36-39.
- [6] 焦瑞新. 我国上市公司资本结构动态调整研究[J]. 天津大学学报(社会科学版), 2010, 01:19-23.
- [7] Titman, S., The effect of capital structure on a firm's liquidation decisionn[J], journal of Financial Economics 13, 1984, 137-151.
- [8] Milne M., and Patten D., Securing Organization Legitimacy: An Experimental Decision Case Examining the Impact of Environmental Disclosures [J].Auditing and Accountability Journal, 2002, 15(3): 372-405.
- [9] Dhaliwal,D, Huang,S, Khurana, I.K, Pereira,R. Product Market Competition and Accounting Conservatism [M], 2008
- [10] 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.
- [11] 宋献中, 龚明晓. 社会责任信息的质量与决策价值评价——上市公司会计年报的内容分析[J]. 会计研究, 2007, 02:37-43+92.
- [12] 沈洪涛, 李余晓璐. 我国重污染行业上市公司环境信息披露现状分析[J]. 证券市场导报, 2010, 06:51-57.
- [13] 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, 08:60-71+83.

Social responsibility, profitability and capital structure

LI Xia, HE Feiying, YANG Shenggang

(Finance and Statistics School of Hunan University , Changsha/Hunan , 410079)

Abstract: This paper used decision of the capital structure as the core, explore the process of corporate social responsibility and profitability affect it. In this paper, I used A-share listed companies from 2008 to 2012 years as a demonstration samples and found that higher the social responsibility is, higher the capital structure. After further studying the cross-impact of corporate social responsibility and profitability, I found among the enterprises which had same profitability, ones who take higher social responsibility had higher capital structure than ones who take low social responsibility. Besides, Social

responsibility was found to have a negative impact on the capital structure of state-owned enterprises among the study on different ownerships.

Keywords: Accounting; Capital structure; Corporate social responsibility information disclosure; Profitability.

作者简介:

李夏 (1989-), 女, 湖南岳阳人, 现为湖南大学金融与统计学院硕士研究生; 联系电话: 18508427600; 电子信箱: lixia198991@foxmail.com