

# 企业社会责任信息披露、分析师关注度与融资约束

熊楚伊

(湖南大学工商管理学院, 湖南省长沙市, 410000)

**摘要:** 本文以 2010 年度至 2015 年度我国 A 股深市上市公司为样本, 实证分析了企业社会责任信息披露、分析师关注度及融资约束之间的关系, 发现: (1) 企业披露社会责任信息能够有效降低信息不对称程度, 缓解企业的融资约束, 并且社会责任信息披露质量越好的企业, 越能显著降低融资约束, 但影响较为有限; (2) 基于分析师关注视角的检验显示, 分析师关注度并未使得社会责任信息披露对融资约束的影响产生差异。

**关键词:** 社会责任 信息披露 分析师关注 融资约束

中图分类号: F230 文献标识码: A

## 一、引言

据 2015 年毕马威的报告, 约有 73% 的 N100 公司和 92% 的全球 G250 公司发布了企业社会责任报告。消费者对公司的其他方面也变得更加敏感, 如该公司除了关注盈利, 是否关心其对社会和环境的影响。中国企业大概在 19 世纪 90 年代之后才开始认识到企业社会责任的概念, 但中央政府已试图发布报告标准和规范, 鼓励企业披露企业社会责任活动。例如, 深交所和上交所都在 2008 年发布了相关的报告和规范, 鼓励上市公司遵循指导方针, 这些指导方针均要求公司注重商业道德、关注利益相关者的利益、保护环境和社会。我们可以看到, 企业社会责任已经成为政府坚持绿色发展观念以及建设美丽中国的重要内容。然而, 近年来仍有一些企业做出了许多对社会产生危害的事件, 如山东毒疫苗事件、地下水污染等, 所以鼓励企业更好地履行社会责任刻不容缓。

融资是影响企业经营和成长的重要因素, 在经济高速增长时期, 资金供给有限和信息不对称导致的融资约束是企业发展中普遍遇到的困境, 如何缓解企业发展中遇到的融资约束是很多学者讨论的问题。近年来, 中小企业融资难的问题一直是讨论的热点, 但上市公司也同样面临着不同程度的融资问题。尽管 2013 年以来中国推行了新三板来解决创新型、创业型、成长型的中小微企业融资难问题, 但由于不菲的中介费用, 大部分企业的融资难问题仍然没有被解决。这说明, 企业只有从自身出发, 思考如何改善经营业绩、如何通过各种活动获得投资者的认可才是缓解融资约束的根本之道。目前已有很多学者研究社会责任的经济后果, 比如对财务绩效和企业价值的影响, 那么, 企业履行社会责任是否会缓解融资约束, 如果能, 是通过哪种路径呢? 这些将是本文将要探讨的问题。

## 二、文献回顾

根据 McWilliams<sup>[1]</sup>, 企业做出有助于社会、超越利润最大化的要求的行为, 被称为企业的社会责任。Lamont et al.<sup>[2]</sup>将融资约束定义为无法获得足够的外部资金以采取最佳的和重要

的战略投资决策,这将影响公司的发展和生存。从这个角度看,融资约束包括了债务和股权融资困难,但是国外只有少数研究集中在融资约束这个问题上。Cheng et al.<sup>[3]</sup>发现更好的企业社会责任表现会提供更好的融资渠道,反过来,较低的融资约束造成更好的社会责任表现。此外,他们提出了两种机制来解释两者之间的关系:一方面,企业履行社会责任增强了利益相关者参与,会减少代理成本;另一方面,通过企业社会责任报告信息披露,会减少信息不对称,从而缓解融资约束。国内学者近年来也开始开展研究。何贤杰等<sup>[4]</sup>首次从公司融资约束的角度提供了企业社会责任信息披露经济后果的经验证据,研究发现相对于未披露社会责任报告的公司,披露公司的融资约束程度显著较低;同时,在披露公司样本中,信息披露质量越高,融资约束程度越低。管亚梅和王嘉歆<sup>[5]</sup>参考何贤杰等<sup>[4]</sup>的研究,发现企业社会责任信息披露缓解融资约束的程度还受所有权性质和所在区域影响。

近年来,已有国内学者对信息披露、市场关注与融资约束进行了研究。张纯和吕伟<sup>[6]</sup>认为分析师在企业 and 市场之间扮演着非常重要的传递信息的角色:分析师在决定跟踪分析对象、提供盈余预测报告和买卖建议时,要从不同企业内部和外部收集潜在信息,以分析其经济潜力和投资价值,同时管理层也被分析师们的预测间接地约束着。所以,他们把分析师跟踪人数作为市场对企业的关注程度的代理变量。但是,该文只对信息披露和市场关注两个方面分别进行了研究,并没有将二者融合起来对融资约束的影响进行研究。虽然已有学者探究了企业社会责任信息披露能够缓解融资约束的路径,比如审计师选择,但得出的结论证明它对两者的关系没有调节作用(罗珊梅和李明辉<sup>[7]</sup>),再如会计稳健性,但得出的结论发现会计稳健性与企业社会责任披露相互之间是替代效应,即会计稳健性并不能增强企业社会责任信息披露对融资约束的缓解作用(钱明等<sup>[8]</sup>),所以已有研究尚未发现企业社会责任信息披露能够缓解融资约束的有效路径,这就是本文需要弥补的空缺。

### 三、研究假设

#### (一) 企业社会责任信息披露与融资约束

Friedman<sup>[9]</sup>认为企业社会责任可能会降低股东的回报。然而,基于利益相关者理论,公司的目标之一是平衡不同利益相关者群体之间的利益冲突。据 Roberts<sup>[10]</sup>,对社会和环境负责以及披露社会和环境信息是企业管理与不同利益相关者之间的关系所实施的一种战略,换句话说,良好的企业社会责任表现会带来更好的利益相关者参与。此外,Jensen 和 Meckling<sup>[11]</sup>指出所有权和管理权的分离导致股东与管理者之间存在着利益冲突,导致代理成本变高。因此,银行可能会收取更高的利率,以弥补这些成本,使得公司可能面临融资约束(Cheng et al.<sup>[3]</sup>)。但是,由于利益相关方参与强调相互信任与合作,鼓励管理者追求长期利润而不是短期的,这就可以帮助公司减少潜在的代理成本(Eccles et al.<sup>[12]</sup>)。换句话说,利益相关方参与代表了一种更好的契约形式(Jones<sup>[13]</sup>),所以资本市场很可能会给予回报(Ajward 和 Takehara<sup>[14]</sup>)。从这个角度看,利益相关方参与是一种通过降低代理成本,然后缓解融资约束的机制,所以,通过良好的利益相关方参与这种途径,更好的企业社会责任报告可以缓解融资约束。

另一方面,根据 Eccles et al.<sup>[12]</sup>,由于借款人和贷款人之间存在着对投资项目的不完全信息,逆向选择会导致外部融资成本和内部融资成本存在差距,这就意味着信息不对称可能会导致融资约束。而提高企业社会责任报告质量能降低信息不对称(Reverte<sup>[15]</sup>;Cho et al.<sup>[16]</sup>;Cui et al.<sup>[17]</sup>)。这种效应可以依据信号传递理论进行解释。Spence<sup>[18]</sup>是第一个提出这一理论来解释劳动力市场中的一些现象的学者。在这之后,一些管理类专业的文献开始引用信号传递理论(Miller 和 Triana<sup>[19]</sup>; Connelly et al.<sup>[20]</sup>), Janney 和 Folta<sup>[21]</sup>发现信号的有效性可以通过增加信号的数量来提高。因此,如果企业社会责任信息披露的数量增加,质量也在提高,那么信息不对称就会减少。Dhaliwal et al.<sup>[22]</sup>认为有着良好的企业社会责任表现的企业更倾向于向公众披露企业社会责任信息,因此他们的企业社会责任报告会变得更加透明和可靠。简而言之,更好的透明度和可靠性减少了公司和利益相关者之间的信息不对称(Kwak 和 Cui<sup>[23]</sup>)。因此,良好的企业社会责任报告还可以通过减少信息不对称来缓解融资约束。

总而言之,本文认为,公司具有良好的企业社会责任报告表现可能会面临较低的融资约束,这主要通过两种机制起作用:(1)更好的利益相关者参与带来代理成本的降低;和(2)更加透明和可靠的企业社会责任报告使信息不对称减少。基于上述讨论,本文提出以下假设:

H1: 企业社会责任信息披露能显著地缓解融资约束。

H1-(1): 相对于未披露企业社会责任报告的公司,披露企业社会责任报告的公司所受融资约束程度较轻。

H1-(2): 在披露企业社会责任报告的公司中,企业社会责任信息披露质量越高,其所受融资约束程度越轻。

## (二) 企业社会责任信息披露、分析师关注度与融资约束

如果获取信息、解读信息的成本小于获取该信息所带来的收益,那么投资者会投入资源和精力去获取该信息,从而对企业的社会责任行为进行肯定和认可;否则,投资者会理性地忽视该信息(Downs<sup>[24]</sup>)。但是,通常情况下投资者并没有足够的时间、精力去收集和研信息,所以,公司披露的信息在传递中很有可能会受到阻隔,从而影响到投资者根据企业披露的信息调整投资决策的及时性。因此,上市公司和投资者都需要专业的信息中介为他们搭起信息沟通之桥,帮助其降低信息流通成本,使得上市公司发布的信息能及时传递给投资者,从而降低外部投资者和公司之间的信息不对称程度。Bushman<sup>[25]</sup>认为减少信息不对称可以靠私下的信息获取,包括分析师报告,并且分析师在传递信息方面主要扮演的是信息的挖掘和整理角色,他们能够挖掘更多企业隐藏或忽视的信息并且使得已披露信息得到更深层的解读。张纯和吕伟<sup>[6]</sup>认为分析师通过利用自己的专业知识和技能可以搜寻到关于证券价格的信息,经过整理再将信息传递给投资者,这就可以缓解信息不对称的状况,所以本文认为,分析师关注能够有助于信息不对称状况的缓解,从而减轻公司所面临的融资约束,并且分析师对某家企业的关注程度越高,该企业信息被挖掘和传播越快,此时企业信息环境更为透明,

社会责任信息披露对融资约束的缓解作用的机制就应该更能发挥作用。如果企业积极地披露了社会责任信息，但是投资者并不关注，那么势必对企业的融资约束不会起到显著作用，所以前文假设的企业社会责任信息披露对融资约束的作用还需要通过分析师关注度的提高来实现，换句话说，分析师关注度越高，利益相关者越能感知到企业的行为，企业社会责任信息披露对融资约束的缓解作用就应该越大，故本文提出以下假设：

H2：跟踪分析企业的分析师人数越多，企业社会责任信息披露缓解融资约束的作用越强。

#### 四、研究设计

##### (一) 变量定义

##### 1. 被解释变量：融资约束(FC)

融资约束很难被准确量化，所以许多学者一直在研究如何构建合适的模型来度量企业的融资约束，其中最具有代表性的包括投资-现金流模型、KZ 指数、现金-现金流模型和较新的 WW 指数、SA 指数，但是没有一种度量方法得到一致认可。根据况学文等<sup>[26]</sup>、张金鑫和王逸<sup>[27]</sup>、钱明等<sup>[8]</sup>，本文采用 Logistic 回归模型来构建融资约束指数。

首先，选取公司规模和上市时间作为样本预分组指标，对每年的样本从大到小排序，分别选取前 33%的观察值作为低融资约束组、后 33%作为高融资约束组；其次，按两个指标分组的交集部分分别进入高融资约束组和低融资约束组，作为研究样本，低融资约束组设为 FC=0，高融资约束组设为 FC=1（得出共有 3384 个样本）。然后，选取资产负债率(LEV)、净营运资本/总资产(NWC)、净资产收益率(ROE)、市场价值与账面价值比(MTB)、现金股利/总资产(DIV) 5 个财务指标对 FC 进行 Logistic 回归：

$Pr(FC=1 \text{ 或 } 0 | Z_{i,t}) = 1 / (1 + e^{-Z_{i,t}})$ ，其中

$$Z_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 NWC_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 DIV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

根据回归结果检查系数的显著性，如果有不显著，则对模型当中选取的变量进行调整。最后，得出 FC 对选取的 5 个财务指标的 logistic 模型就可以预测出每个公司对应的 Pr(FC=1) 的值，它们的取值范围在 0~1，越接近于 1 则表明该公司的融资约束程度越高。

表格 1 logistic 和 logit 模型回归结果

	Coef. (logit 模型)	Odds ratio( logistic 模型)
cons	3.700752*** (17.47)	40.47775 *** (17.47)
mtb	0.3037553*** (11.70)	1.354937 *** (11.70)
debt	-14.35325*** (-28.02)	5.84e-07 *** (-28.02)
nwc	4.488077 *** (10.64)	88.95025 *** ( 10.64)
div	-18.96111*** (-5.34)	5.82e-09*** (-5.34)
roe	-1.597724 *** (-3.30)	0.2023566 *** (-3.30)
Number of obs		3384
Pseudo R2		0.6358

从上表，可以看出这五个指标均通过了显著性检验，根据 LOGIT 模型，我们可以得出方程的系数，根据 LOGISTIC 模型，我们可以得出 FC 发生的概率，通过在 stata12.0 输入 predict yhat 命令，已知某公司 roe、mtb、lev、nwc 和 div 的值，就可以预测出 Pr(FC)，即取值越大说明该公司受到融资约束的可能性越大。

## 2. 解释变量：企业社会责任信息披露(CSR)

本文对企业社会责任的衡量主要分为两方面，一方面是是否披露，另一方面是披露质量。对是否披露设置虚拟变量：根据国泰安数据库，披露社会责任报告赋值为 1，未披露企业社会责任报告的赋值为 0。关于社会责任信息披露质量，本文采用和讯网的企业社会责任报告的评分来表示——该上市公司社会责任报告专业评测体系从股东责任、员工责任、供应商、客户和消费者权益责任、环境责任和社会责任五项考察，各项分别设立二级和三级指标对社会责任进行全面的评价，其中涉及二级指标 13 个，三级指标 37 个。

## 3. 控制变量

根据已有文献，本文选取公司规模、总资产收益率、托宾 Q 值、资产负债率、上市年限、现金股利支付率、净营运资本、市账比、独立董事比例、前五大股东持股比例之和、年度和行业这些影响企业融资约束的因素作为控制变量。变量定义具体如表 2 所示。

表格 2 各变量定义表

变量类型	变量名称	变量定义
被解释变量	FC	融资约束，依据 Logistic 回归模型计算得到
解释变量	CSR1	上一年是否披露社会责任信息，虚拟变量，若披露则取值为 1，未披露则为 0
	CSR2	上一年披露社会责任信息质量，依据和讯网社会责任信息评级
调节变量	NUMBER	分析师跟踪人数，手工整理得到
控	SIZE	公司规模，期末总资产的自然对数形式
	AGE	上市年限
	LEV	资产负债率，负债与总资产的比值
	ROA	总资产收益率，净利润与总资产的比值

制	DIVR	现金股利支付率，每股现金股利与每股净收益的比值
变	NWC	净运营资本与期初总资产的比值
量	MTB	总市值与净资产账面价值的比值
	TobinQ	总市值与总负债的和与总资产的比值
	INDEP	董事会中独立董事所占比例
	TOP5	前五大股东所持股份比例之和
	INDUSTRY	行业，根据所属新证监会行业类别，分为 17 个行业类别
	Y	
	YEAR	年份，2010 到 2015 年

## （二）模型构建

验证假设 1 的模型：（为了控制内生性问题，对解释变量采取滞后一期回归）

$$FCi, t = \beta_0 + \beta_1 CSRi, t-1 + \sum \beta \text{Controli, t} + \sum \text{YEARi, t} + \sum \text{INDUSTRYi, t} + \varepsilon i, t$$

在此模型中，CSR 代表的是是否披露与披露质量两个变量。如果变量 CSR 前的系数显著为负，则说明企业社会责任信息披露对融资约束起到了缓解作用。

验证假设 2 的模型：（为了控制内生性问题，对解释变量采取滞后一期回归）

$$FCi, t = \beta_0 + \beta_1 CSRi, t-1 + \beta_2 \text{NUMBERi, t} + \beta_3 \text{NUMBERi, t} * \text{CSRi, t-1} + \sum \beta \text{Controli, t} + \sum \text{YEARi, t} + \sum \text{INDUSTRYi, t} + \varepsilon i, t$$

此模型探究的是分析师关注度是否会加强企业社会责任信息披露对融资约束的缓解作用。NUMBER 是分析师跟踪人数，如果乘积变量 NUMBER\*CSR 前的系数显著为负，则说明分析师关注度能加强企业社会责任信息披露对融资约束的缓解作用。

## （三）数据来源

本文主要选取了深市 A 股上市公司为样本，年度区间为 2010 年至 2015 年。在初步确定分析样本后，本文按照如下步骤对样本进行了进一步的处理：（1）删除了被特殊处理（ST、\*ST）的公司；（2）删除属于金融行业的公司；（3）删除变量存在缺失的观测；（5）分年度对所有连读变量在 1%和 99%分位上进行 winsorize 处理。最终得到的观测样本数为 8570。本文研究所需的财务数据主要来源于国泰安（CSMAR）数据库，社会责任信息披露质量则采用和讯网社会责任信息质量评分，分析师跟踪人数则来自于手工搜集和整理。数据分析采用 Excel2010 和 Stata 12.0。

## 四、实证结果与分析

### （一）描述性统计

表格 3 主要变量描述性统计

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
fc	8564	0.5394622	0.3885632	0	1
csr1	8570	0.1574096	0.3642077	0	1
csr2	8562	25.28884	16.47827	-15.2	90.85
size	8570	21.56053	1.125035	13.076	27.1388
roa	8570	0.0547402	0.3111566	-7.2851	20.7876
lev	8570	0.3990956	0.6203036	-0.1947	29.6976
tobinq	8568	3.650686	17.6865	0.6831	983.4907
indep	8570	0.372987	0.054944	0.1818	0.7143
top5	8570	0.5467192	0.1528042	0.0573	0.9466
mtb	8564	4.789523	14.69171	-398.6476	456.2389
nwc	8570	0.1842387	0.5292108	-28.4728	0.8481
divr	8570	0.2744834	0.462883	-5	15
age	8570	1.704157	0.9217671	0	3.2581

上表报告了总体样本的主要变量描述性统计结果，从中可以看到，融资约束的均值为 0.539，说明样本公司比较容易受到融资约束，标准差不大，说明样本分布较为均衡。CSR1 均值为 0.157，由于 CSR1 反映的是企业是否披露社会责任报告，这反映出当前我国披露社会责任信息的企业仍然不多，所占比重很低，而在披露社会责任信息的企业中，社会责任信息披露质量 CSR2 均值为 25.29，最大值为 90.85，最小值为 -15.2，表明不同企业之间的信息披露质量存在很大的差异，并且我国企业的社会责任信息披露质量总体来说仍然较低。其他变量，总体而言分布差异性也较大，这可能由于样本分布范围较广所致。

## （二）相关分析

表格 4 主要变量相关性分析

	fc	csr1	roa	lev	tobinq	indep	top5	mtb	nwc	divr	size	age
fc	1.00											
csr1	-0.17***	1.00										
roa	0.11***	0.01	1.00									
lev	-0.37***	0.04***	-0.48***	1.00								
tobinq	0.12***	-0.04**	-0.21***	0.45***	1.00							
indep	0.05	0.01	0.001	-0.01	0.02*	1.00						
top5	0.15***	-0.04***	0.05***	-0.11***	-0.04***	0.03	1.00					
mtb	-0.05***	0.0001	-0.002	0.021*	0.025	-0.007	-0.05***	1.00				
nwc	-0.03***	0.02*	0.006	0.006	-0.009*	-0.021	-0.009	0.03**	1.00			
divr	0.007	-0.015	-0.001	-0.007	-0.012	-0.003	0.018*	-0.04***	0.027**	1.00		
size	-0.49***	0.21***	-0.048	0.22***	-0.002***	-0.03***	-0.34**	0.088*	0.035*	-0.039	1.00	
age	-0.197***	0.08***	-0.004	0.10***	-0.005	-0.017	-0.08***	0.04***	-0.084***	-0.122***	0.31	1.00

从表 4 相关分析的结果来看，权益资本成本与集团内部关联交易 Pearson 相关系数和 Spearman 相关系数均显著为正；权益资本成本与信息披露质量的两种相关系数均显著为负；

集团内部交易与信息披露质量的两种相关系数都显著为负。相关分析的结果初步验证了本文的假设,要得出可靠的结论还需要利用回归进行进一步分析。另外解释变量间的相关系数都不大,说明本文的解释变量不存在严重的相关性。

### (三) 回归分析

#### 1. 企业社会责任信息披露与融资约束

表格 5 模型 1 的多元回归结果

	(1) FC	(2) FC
_cons	0.73374 *** (20.67)	0.575169 *** (11.21)
csr1	-0.0348169 *** (-3.49)	
csr2		-0.0005294* (-1.87)
size	-0.3195522*** (-23.40)	-0.0323488*** (-3.18)
roa	-0.0771431*** (-6.10)	0.0341436 (1.39)
lev	-0.1708898*** (-30.24)	0.0119773 (0.84)
tobinq	0.0074186*** (23.74)	0.0006231 (1.02)
inddep	0.1346127** (2.29)	0.0864746 (1.09)
topo	0.1206776*** (4.39)	-0.0956281*** (-2.99)
mtb	-0.0002097 (-1.45)	0.0008148** (2.43)
nwc	-0.0008278 (-0.21)	-0.0079068 (-0.44)
divr	-0.0108177** (-2.39)	-0.0008036 (-0.09)
age	-0.0214947*** (-3.45)	0.0005032 (0.56)
行业	控制	控制
年份	控制	控制
N	8557	8549
R-sq	0.3727	0.0101

上表报告了企业社会责任与融资约束模型(模型 1)的回归结果。第(1)栏中的 CSR1 衡量的是企业是否披露了企业社会责任报告,从上表的回归结果可以看出,就整个模型来看,该模型的调整 R 平方为 0.3727,说明了变量对于整个模型的解释程度比较高。CSR1 的系数为-0.0348,在 1%的水平上显著为负,这一结果就验证了假设 H1-(1),说明上市公司由于对企业社会责任信息报告进行披露,使得企业所面临的融资约束降低。除了净营运资本(nwc)和市账比(mtb),其余控制变量均通过了显著性检验。CSR2 衡量的是企业社会责任报告的披露质量,本文采用的是和讯网的社会责任信息披露评分。从第(2)栏的回归结果来看,CSR2 的系数为-0.0005,通过了在 0.1 水平上的显著性检验,这一结果与假设 H1-(2)相符,说明上市公司提高社会责任信息报告披露质量,会在一定程度上缓解企业所面临的融资约束。但是

我们也可以看到,该系数的绝对值相对较小,显著性也与模型 1 相比较弱,说明经济意义上的企业社会责任信息披露质量对融资约束的减轻作用可能较为有限。可能的原因有以下两点:一是直到 20 世纪 90 年代末,企业社会责任的概念才被引入中国,所以中国企业的社会责任报告披露质量总体来说还不太高,不足以对投资者的决策产生影响,对融资约束的缓解作用较小;第二是利益相关者特别是公众对于企业社会责任行为的感知还不够,他们可能关注到了企业是否披露了社会责任报告,但并未重视披露了报告的企业之间表现的差异性,故市场并未对企业社会责任报告披露质量予以足够的回应。

## 2. 企业社会责任信息披露、分析师关注度与融资约束

表格 6 模型 2 的多元回归结果

	(1) FC	(2) FC
_cons	0.536967*** (9.16)	0.5969502*** (7.96)
csr1	-0.0712729** (-1.98)	
csr2		-0.0006508* (-1.65)
number	-0.0059921* (-1.66)	-0.000618 (-0.51)
csr1*number	0.0114426 (1.18)	
csr2*number		0.0000156 (0.73)
size	-0.027261** (-2.27)	-0.00373 (-0.21)
roa	0.0306185 (1.23)	-0.0223739 (-0.23)
lev	0.0084697 (0.55)	-0.032549 (-0.93)
top1nq	0.0004762 (0.75)	0.0087214*** (2.67)
indep	0.110127 (1.20)	0.0252348 (0.21)
top5	-0.0818855** (-2.20)	-0.1254623*** (-2.60)
mtb	0.0007564* (1.93)	0.0006733 (1.04)
nwc	-0.0124518 (-0.65)	-0.028314 (-0.72)
divr	-0.000036 (-0.00)	0.0018496 (0.13)
age	0.0101257 (1.40)	0.0011573 (0.77)
行业	控制	控制
年份	控制	控制
N	8556	3538
R-sq	0.0117	0.0135

上表报告了企业社会责任信息披露、分析师跟踪人数与融资约束的多元回归结果。与模型 1 相比,模型 2 中加入分析师跟踪人数(number)变量、分析师跟踪人数与披露社会责任

信息变量的交互项(number\*csr)。结果表明：栏目（1）中分析师跟踪人数(number)前的系数显著为负，则分析师跟踪人数越多，公司所面临的融资约束越低，其与是否披露社会责任信息变量(CSR1)的交叉乘积项 number\*csr1 没有通过显著性检验，说明分析师跟踪人数的多少并不会影响企业披露社会责任报告缓解融资约束的作用，与前文的假设 H2 不符。而关于分析师跟踪人数(number)对于企业社会责任信息披露质量 CSR2 对融资约束 FC 的影响，回归结果仍然不显著，说明分析师跟踪人数对两者之间关系的调节作用不明显，也与前文的假设 H2 不符。可能的原因一是我国分析师行业起步较晚，投资者借鉴分析师发布的报告来进行投资决策的意愿没有那么强；二是虽然分析师关注在一定程度上代表了整个市场对某个企业的关注度，而关注度越高，社会责任信息披露越容易被利益相关者所感知，但分析师主要通过近期国家政策、行业前景、企业行业地位等进行分析、做出盈余预测与投资评级报告，所以社会责任报告这种非财务报告通过分析师报告来扩大影响的作用可能有限。

#### （四）稳健性检验

表格 7 模型 1 的稳健性检验

	(1) FC	(2) FC
_cons	0.5698802*** (11.19)	1.099119*** (15.17)
csr1	-0.0393114*** (-2.91)	
csr2		-0.0184977 (-1.06)
size	-0.0313745*** (-3.12)	0.0010121 (0.17)
roa	0.0293768 (1.21)	-0.6831038*** (-10.32)
lev	0.0150497 (1.06)	-1.450758*** (-51.63)
tobinq	0.0006059 (1.00)	0.0272248*** (11.95)
indep	0.110127 (1.20)	-0.07345096 (-1.01)
top3	-0.0818855** (-2.20)	-0.1062223*** (-2.90)
mtb	0.0008244** (2.46)	0.0049962*** (13.34)
nwc	-0.0038221 (-0.21)	0.3610727*** (12.22)
divr	-0.0011026 (-0.12)	-0.0120575*** (-2.89)
age	0.0008615 (0.94)	-0.0308786*** (-2.89)
行业	控制	控制
年份	控制	控制
N	8557	1139
R-sq	0.0108	0.8842

表格 8 模型 2 的稳健性检验

	(1) FC	(2) FC
_cons	0.5703873*** (11.19)	1.010766*** (12.81)
csr1	-0.0358206*** (-2.57)	
csr2		0.0035793 (0.24)
number	-0.0006091 (-1.04)	-0.0014949* (-1.87)
csr1*number	0.0000417 (0.06)	
csr2*number		0.0000268 (1.49)
size	-0.0292092*** (-2.83)	-0.0224684* (-1.90)
roa	0.030968 (1.27)	-0.6534367*** (-9.42)
lev	0.0146121 (1.02)	-1.445852*** (-45.96)
tobinq	0.0006075 (1.00)	0.02608*** (11.13)
inaep	0.0902857 (1.14)	-0.0581701 (-0.80)
top3	-0.0994497** (-3.12)	-0.0911327** (-2.45)
mtb	0.0008225** (2.45)	0.0050305*** (13.45)
nwc	-0.0045174 (-0.25)	0.3494847*** (11.07)
divr	-0.0010218 (-0.11)	-0.0124619*** (-3.00)
age	0.0010004 (1.05)	-0.0020688 (-1.54)
行业	控制	控制
年份	控制	控制
N	8556	1139
R-sq	0.0109	0.8872

为了检验实证结果的稳健性,本文根据润灵环球社会责任评级机构是否打分来作为企业社会责任信息是否披露的替代变量,采用润灵环球的社会责任评价数据来作为企业社会责任信息披露质量的替代变量,对本文假设 1 和 2 进行了检验。检验结果除了模型 1 中栏目(2),其它均与替换前一致,表明研究结果稳定。出现不一致的原因可能是润灵环球已打分的企业数量有限,总体样本从 8549 降到了 1139,样本的有限性可能导致了实证结果的不显著。再者,社会责任信息披露具有自愿性,相比财务信息,该信息很有可能缺乏独立第三方机构的审核,具有相对随意性和人为操纵的可能性,使得投资者对该信息可能存在疑虑,导致资本市场难以对该项信息披露做出积极反应,所以相比社会责任信息披露质量,是否披露社会责任报告对投资者来说更加直观,它的作用也就更加明显,实证结果更加显著。

## 五、结论

本文以 2010 年度至 2015 年度我国 A 股深市上市公司为样本，实证分析了企业社会责任信息披露、分析师关注度及融资约束之间的关系，发现：（1）企业披露社会责任信息能够有效降低信息不对称程度，缓解企业的融资约束，并且社会责任信息披露质量越好的企业，越能显著降低融资约束，但影响较为有限；（2）基于分析师关注视角的检验显示，分析师关注度并未使得社会责任信息披露对融资约束的影响产生差异。

本文的研究结果对于政府、公司、股东和债权人等利益相关者均有重要的意义。（1）从上文可知披露社会责任信息的公司所占比例较少，披露质量也较差，说明我国上市公司履行社会责任的意识还不太强，政府应建立有效的社会责任信息披露制度，明确信息披露内容和规范以达到统一性，促使上市公司履行社会责任并披露相关信息。（2）尽管我国分析师行业起步较晚，但基于市场经济特别是股市的越发繁荣，加强对分析师的监管和规范才能发挥它应有的信息传递角色，畅通企业与利益相关者之间的沟通渠道。（3）针对分析师关注对社会责任信息披露对融资约束的影响并没有调节作用，下一步研究应该继续探究社会责任信息披露对融资约束的作用机制，可以考虑将媒体报道作为另一种外部信息环境、引入该调节变量进行考察，以期不断加深我们对这一领域的认识和理解。

## 参考文献

- [1]McWilliams A, Siegel D. Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?[J]. Strategic Management Journal, 2000, 21(5):603-609.
- [2]Lamont O, Polk C, Saá-Requejo J. Financial Constraints and Stock Returns.[J]. Review of Financial Studies, 1997, 14(2):529-54.
- [3]Cheng B, Ioannou I, Serafeim G. Corporate social responsibility and access to finance[J]. Strategic Management Journal, 2014, 35(1):1 - 23.
- [4]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).
- [5]管亚梅, 王嘉歆. 企业社会责任信息披露能缓解融资约束吗?——基于 A 股上市公司的实证分析[J]. 经济与管理研究, 2013(11):76-84.
- [6]张纯, 吕伟. 信息披露、市场关注与融资约束[J]. 会计研究, 2007(11):32-38.
- [7]罗珊梅, 李明辉. 社会责任信息披露、审计师选择与融资约束——来自 A 股市场的新证据[J]. 山西财经大学学报, 2015(2):105-115.
- [8]钱明, 徐光华, 沈戈. 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.
- [9]Friedman M. The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits[J]. New York Times Magazine, 1984, 32(6):173-178.
- [10]Roberts R W. Determinants of corporate social responsibility disclosure: An application of stakeholder theory[J]. Accounting Organizations & Society, 1992, 17(6):595-612.
- [11]Jensen, M. and Meckling, W. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976,3(4):305-360.
- [12]Eccles R G, Ioannou I, Serafeim G. The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance[J]. Nber Working Papers, 2014, 60: 2835-2857.
- [13]Jones T M. Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics[J]. Academy of Management Review, 1995, 20(2):404-437.
- [14]Ajward, A.R. and Takehara, H. Superior Corporate Social Performance and Financial Constraints: The Case of Japan[J]. Global Economy and Finance Journal, 2014, 7(2): 42-58.
- [15]Reverte C. Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure Ratings by Spanish Listed Firms[J]. Journal of Business Ethics, 2009, 88(2):351-366.
- [16]Cho S Y, Lee C, Pfeiffer R J. Corporate social responsibility performance and information asymmetry [J]. Journal of Accounting & Public Policy, 2013, 32(1):71-83.
- [17]Cui J, Jo H, Na H. Does Corporate Social Responsibility Affect Information Asymmetry?[J]. Journal of Business Ethics, 2016:1-24.
- [18]Spence, M. Job market signaling. The quarterly journal of Economics[J], 1973,355-374.
- [19]Miller T, Triana M D C. Demographic Diversity in the Boardroom: Mediators of the Board Diversity - Firm Performance Relationship[J]. Journal of Management Studies, 2009, 46(5):755 - 786.
- [20]Connelly B L, Certo S T, Ireland R D, et al. Signaling Theory: A Review and Assessment[J]. Journal of Management, 2011, 37(1):39-67.
- [21]Janney J J, Folta T B. Signaling through private equity placements and its impact on the valuation of biotechnology firms[J]. Journal of Business Venturing, 2003, 18(3):361-380.
- [22]Dan S 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]. Accounting Review, 2011, 86(1):59-100.
- [23]Kawk, Y.M. and Choi, S.B. Corporate Social Responsibility and Financial Constraints: Evidence from Korean Firms[J]. Global Business and Finance Review, 2015, 20: 15-26.
- [24]Downs A. An Economic Theory of Political Action in a Democracy[J]. Journal of Political Economy, 1957, 65(Volume 65, Number 2):135-150.
- [25]Bushman R M, Piotroski J D, Smith A J. What Determines Corporate Transparency?[J]. Journal of Accounting Research, 2004, 42(2):207-252.
- [26]况学文, 施臻懿, 何恩良. 中国上市公司融资约束指数设计与评价[J]. 山西财经大学学报, 2010(5):110-117.
- [27]张金鑫, 王逸. 会计稳健性与公司融资约束——基于两类稳健性视角的研究[J]. 会计研究, 2013(9):44-50.

## Corporate social responsibility information disclosure, analyst attention and financing constraints

Chuyi Xiong

(Hunan University, Changsha/ Hunan, 410000)

**Abstract:** This paper analyzes the relationship between corporate social responsibility information disclosure, analyst attention and financing constraints in 2010 to 2015. It is found that: ( 1 ) the corporate disclosure of social responsibility information can effectively reduce the degree of information asymmetry, alleviate the financing constraints, and the better the quality of social responsibility information disclosure, the more significantly reduce the financing constraints, but the impact is limited( 2 ) based on the perspective of analysts' attention, the analyst attention does not make the impact of social responsibility information disclosure on the financing constraints.

**Keywords:** Social responsibility; Information disclosure; Analyst attention; Financing constraints

作者简介(可选):

熊楚伊, 女, 1992 年生, 湖南郴州人, 湖南大学会计学硕士研究生。主要研究方向: 财务管理理论与实务。