

# 公司社会责任信息披露与投资效率的实证研究

李家容

(恩施职业技术学院 湖北 恩施 445000)

**【摘要】** 本论文选取459个上市公司在2019-2020年度的CSR报告中的824个企业作为研究对象,运用润灵全球信用等级评价(RKS)构建的评价体系,并对其进行了初步的分析。研究发现,我国企业的CSR与其公司的投资效益存在着显著的正向关系。

**【关键词】** 社会责任;投资效率;信息披露;实证研究

**【中图分类号】** F275 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1673-9574(2022)11-00046-03

## 1 概念界定

### 1.1 企业社会责任信息披露

“社会责任”这个概念由来已久,从近代商业概念开始,就在西方产生了。我国的CSR理念却经历了漫长的发展过程。根据现有的资料,公司的CSR被广泛地视为是Oliver Sheldon 1924年在他的《管理的哲学》里所提到。伯利与多德对传统的“股东优先”的学说提出了质疑。伯文于1953提出了公司的社会责任,他把公司的社会责任看作是一种义务,即根据其社会的目的和价值观,对政策做出相应的决策,并采取理想的、特定的行为。在1975年,Davis和Blomstrom“社会责任是一种义务,即制定政策的人有义务在维护和提高整个国家的利益的过程中,提高自己的收益。”可见,公司的CSR的涵义是十分复杂的,受到了诸多学者的普遍重视与争议,而随着各种观点的辩论,其意义也越来越清晰。我们一般都相信,社会责任不仅要给公司的所有者带来利益,还要对债权人、员工、供应商、消费者、社区和环保负责[1]。

企业社会责任的信息公开,所产生的一系列的、经济、业绩等,通过一份社会责任的报表,向社会公开。信息公开的内容有:公司对周边的保护和员工的保护,对商品质量的重视,慈善事业和社会的联系。各国(区域)对公司的CSR信息公开的指导作用存在很大差别。举例来说,美国,意大利,日本,韩国,新加坡,巴西,德国,瑞士,香港,澳大利亚,法国,英国,加拿大,丹麦,比利时,荷兰,都是强制性的,而在2016,我们颁布了一份关于深证100指数,上证公司治理板块,海外交叉上市公司,金融板块,甚至是财务板块,都有具体的条款。

### 1.2 投资效率

在实际的世界里,人们的投资行为无处不在,人们都认为合理的。不过,要说到投资,我们会看到大家对它有各种各样的看法。不同的认知,就代表了不同的意义。1981年,美国知名学者威廉·沙普与戈登·亚历山大和杰弗里·贝利共同出版的《投资学》中对投资做出了如下的界定:投资是指目前已知的投资,以获取潜在的将来利益。帕累托优化理论认为:有效是指一种对某一种资源进行随意变化的状况,同时又不会造成另一种状况的恶化,从而使得另一种状况无法得到更好的分配。

“投资效益”这个词的内涵很宽泛,可以从国民经济、企业、甚至一个工程的角度来分析。从公司角度对投资效益进行

了定义。在金融领域,对投资有一个清楚的界定,就是要在某一段时间里,为的是在某一段时间里取得预期的收入或者增加价值,而在投资中,可以将其分成两类:经营型和长期型,其中,投资效益是指公司的实际开支与其最优投资的距离,投资效益是指公司在资本开支中的投资效益,在一个完美的资金环境下,只有在一个合适的时机下,才能获得有效的投资。但是,实际上,我国的资金市场还不够健全,存在着摩擦、信息不对称和两个不同的两权分离问题,这些都会对公司的投资行为产生一定的负面作用,从而导致公司的投资行为产生无效的投资行为。詹森等基于委托代理理论,分析师认为,管理者是为了建立商业帝国,谋求更高的地位和报酬,为扩张公司业务,会将其最大程度地使用其流动性,或将其投资到某些具有负价值的项目中,导致其投资过量。Myers等基于信息经济学理论的研究认为,企业外部投资者和内部经营管理者之间将增加公司的融资费用,甚至连为将来的项目提供资金都筹集不到,从而导致资本短缺。Richardson在他的调查中提到,企业的总体投资包含了资金维持开支和增加投资,如果增加的投资超过了投资机会、现金流等因素所确定的投资的最优投资,那么就被称为投资过剩,如果投资不充分,两者都被称为无效益投资。

### 1.3 社会责任信息披露影响投资与投资效率作用机理

我国股票市场逐步走向成熟。随着我国证券监督管理委员会日益规范化,中国证券监督管理委员会等部门相继颁布了有关的法律法规,对公司的社会责任信息披露进行了规范,上市企业积极进行社会责任信息披露的数量越来越多。政府要引导公司积极地进行信息公开:自我、行业、社区、政府等方面的信息公开,以更好地维护消费者权利。企业的社会责任信息披露对企业的投资和投资效益的影响机制如下:企业的资本将无意识地流向高质量的行业,企业的社会责任的信息披露质量和及时性可以说明企业的可靠性、高质量和广阔的发展前景;企业的社会责任信息披露对企业发展,尤其是上市企业的发展有着至关重要的作用,高质量的信息披露可以增强市场对企业发展的信息,提高企业担当社会责任的能力,也会提高企业的投资效率。企业的社会责任信息的公开程度与企业的投资效益成正比,这是由于资金在不知不觉中流向优质企业和行业。在企业的运作中,企业的投资行为是企业的重要组成部分,高效率高的项目,其投资的规模越小,企业的利润就越高。而对我国上市公司而言,其社会责任与其投资效益的关系则受到了很大的

市场效应，而非国企则表现出了明显的负向关系。

## 2 文献述评

### 2.1 公司社会责任的相关研究

企业的社会责任与企业的财务业绩是国内外学术界关注的焦点。Margolis 等对截止到 2001 年度的 122 份关于企业的企业社会责任和金融业绩进行了分析，并得出了正、负、非相关的结论。

### 2.2 公司投资效率的相关研究

企业的投资行为是企业的核心业务，有效的投资可以给企业创造更多的利润。李青原等学者的实证结果显示，民营财产权控股公司、国有资产管理公司及国有控股公司的财务资料品质呈现出极显著的负相关性，而窦炜等则指出债务杠杆、所有权特征对其投资决策的影响较大。

### 2.3 公司社会责任与投资效率

许叶枚提出，将利益相关方纳入公司管理体系，并将其纳入到公司治理体系中，成为公司治理发展的一个必然方向；王雄元则主张，公司治理是将各方利益攸关方连接起来，以达到效率和公平性的合理化。公司的企业社会责任是促进公司管理健康发展的重要因素，它是一个具有多重功能的企业法人治理架构，它可以通过激励各方对企业的运作进行有效的监管，进而改进公司的治理能力，进而提升企业的投资效益。因此，我们提出了以下的无效假定：

H10：企业的 CSR 信息与企业的投资效益没有关系。资讯非对称性理论指出，企业的经营状况要优于一般投资人，因而投资人会以较高的报酬来补偿因资讯不对称而造成的投资亏损。李青原的研究结果表明，企业投资不足和投资过度的影响是导致财务数据的质量问题。企业的 CSR 信息公开能够有效地降低企业与投资者的信息不对称性，降低企业的反向选择的危险，同时也能有效地利用企业的资源来获得更多的资金，从而避免出现资金短缺的情况。因此，我们提出了以下的无效假定：

H20：公司的 CSR 信息与公司的投资程度没有关系。在实现公司利润最大化的同时，也存在着侵害公司股东和其他相关方的风险。如果企业在完成一个必须的净现值为正值的投资计划之后，仍然存在着盈余，那么，为了自身利益，管理者就会把多余的资金投资到非赢利性的项目中。何金耿等学者发现，管理者在非营利的情况下，存在着对非赢利的追求，进而造成企业的过度投资。企业注重企业的社会责任，注重股东的权益，扩大股东对企业的影响，进而影响企业的经营策略。李维安等人的实证分析显示，在遏制公司的超额投资方面，利害关系人的管理具有正面和效果。因此，我们提出了以下的无效假定：

H30：公司的 CSR 披露与企业的投资行为不相关。

## 3 研究设计

### 3.1 样本和数据来源

本论文以 2019-2020 沪深两市公布了社会责任的公司为样本，将财务数据和治理结构数据不完整的公司排除，共获得 459 家 A 股上市公司有效数据 824 份（个别公司只披露了一年的社会责任报告）。企业的 CSR 信息的公开采用了一家第三方评估公司——润灵全球信用等级（RKS），其公司的财务数据和

公司的管理结构是从 RESSET 和 CCER 中国的财政数据库获取的。

### 3.2 变量设计

(1) 企业的社会责任信息的披露。我们使用了一家润灵全球信用等级评估公司的评估报告。润灵全球责任评估系统所构建的 MCTCSR 评估系统，通过专家评分的结构式评分，从总体 M-score、内容 C-score 和技术 T-score 三个等级来对其进行综合评估，并将其分为“战略有效性”、“责任管理”和“编写规范”等 16 项一级指标 70 项。综合得分是 100。综合得分 M-score 得分为 30%，得分为 30；Cscore 得分为 50%，得分为 50；技术得分为 20%，得分为 20。

(2) 衡量企业的投资效益。第一个是衡量企业的投资效益的模式。Richardson 在对自由现金流量进行投资的过程中，采用了残差计量的方法。他相信，企业的总体投资应当包含两个方面：一是资金维持开支，二是增加工程建设。采用新增加工程净现值为正的投资回归模式，利用该模型所得的剩余值，将其用于投资费用中的不有效投资。另外，根据 Richardson 的理论，对我国的公司进行了实证分析，得出了一个新的结论：

$$I_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 Lev_{it-1} + \beta_3 Cash_{it-1} + \beta_4 AR_{it-1} + \beta_5 Size_{it-1} + \beta_6 I_{it-1} + \sum Year + \sum Ind$$

I 为资产的投资量，相当于该年度的固定资产、无形资产及其它长期资产的购买额/年度资产总额；Q 为公司投资机会，用营业收入增长率来度量，营业收入增长率 = (本年营业收入 - 上年营业收入) / 上年营业收入；Lev 为资产负债率，资产负债率 = 总负债 / 总资产；Cash 为自由现金流，数值等于经营活动产生的现金流净额 / 总资产；AR 为个股收益率，用调整去年基本每股收益来度量；Size 为公司的规模，用总资产取自然对数来度量；∑ Year, ∑ Ind 分别为年份和行业控制变量。

衡量企业的投资效率。用 Under\_invest 来描述，剩余值大于 0，则为投资过量，用 Over\_invest 来表达；剩余值低于 0，则说明投资不足，用 Under\_invest 来表达，用 Under\_invest 来表达，用 Under\_invest 来表达，如果 Under\_invest 的值较高，则投资的亏损程度较高；

(3) 其他控制变量。本文选择了有可能对企业的经营效益产生一定影响的因子为约束变量。另外，我们还发现，企业的策略董事会对企业的经营策略产生一定的影响，从而对企业的经营绩效产生一定的负面作用。

### 3.3 模型构建

在前文所做的有关变数的基础上 H0，我们将模型 2 设定为：

$$\delta \delta_{invest} = \beta_0 + \beta_1 SC + \beta_2 S_{opri} + \beta_3 Out + \beta_4 FSR + \beta_5 Leu + \beta_6 Cash + \beta_7 Score + (M - score, C - score, T - score) + \sum Year + \sum Ind$$

为了检验假设 H，我们建立模型 3 如下：

$$Under\_invest = \beta_0 + \beta_1 SC + \beta_2 S_{opri} + \beta_3 Out + \beta_4 FSR + \beta_5 Leu + \beta_6 Cash + \beta_7 Score + \sum Year + \sum Ind$$

为了检验假设 H30，建立的模型 4 如下：

$$Over\_invest = \beta_0 + \beta_1 SC + \beta_2 S_{opri} + \beta_3 Out + \beta_4 FSR + \beta_5 Leu + \beta_6 Cash + \beta_7 Score + \sum Year + \sum Ind$$

表 1 变量定义

	变量名	符号	变量定义
被解释变量	投资效率	<i>invest</i>	模型1残差的绝对值
	投资过度	<i>Over_invest</i>	模型1残差大于0的绝对值
	投资不足	<i>Under_invest</i>	模型1残差小于0的绝对值
解释变量	社会责任总得分	<i>Score</i>	对公司社会责任报告的总评分
	整体性得分	<i>M-score</i>	对公司社会责任报告的整体性评分
	内容性得分	<i>C-score</i>	对公司社会责任报告的内容性评分
	技术性得分	<i>T-score</i>	对公司社会责任报告的技术性评分
控制变量	是否拥有战略委员会	<i>SC</i>	拥有战略委员会取1,否则取0
	是否国有控股	<i>So_priv</i>	国有控股取1,否则取0
	独立董事比例	<i>Out</i>	独立董事数/董事规模
	第一大股东持股比例	<i>FSR</i>	第一大股东持股数/总股数
	资产负债率	<i>Lev</i>	总负债/总资产
	自由现金流	<i>Cash</i>	经营活动产生的现金流量净额/总资产

表2 变量的描述性统计

变量名	年份	样本数量	最小值	最大值	均值	标准差
<i>Score</i>	2009	404	11.69	78.49	31.6217	11.1319
	2010	420	13.33	80.29	33.6618	12.6453
		824	11.69	80.29	32.6616	11.9637
<i>M-score</i>	2009	404	2.28	23.3	8.0194	3.1936
	2010	420	3.28	26.84	10.3827	4.4029
		824	2.28	26.84	9.224	4.0325
<i>C-score</i>	2009	404	5.21	39.58	17.2796	6.3061
	2010	420	3.56	38.98	16.3916	6.4754
		824	3.56	39.58	16.827	6.4045
<i>T-score</i>	2009	404	2.73	16.48	6.3071	2.3177
	2010	420	3.68	17.65	6.8754	2.2965
		824	2.73	17.65	6.5967	2.323
<i>invest</i>		824	0.0013	7.2141	0.6274	0.7642
<i>SC</i>		824	0	1	0.8	0.4
<i>So_priv</i>		824	0	1	0.68	0.467
<i>Out</i>		824	0.1111	0.8	0.3509	0.0859
<i>FSR</i>		824	0.0042	0.8958	0.3936	0.166
<i>Lev</i>		824	0.0078	1.5126	0.5167	0.1864
<i>Cash</i>		824	-0.47	0.5641	0.0664	0.085

#### 4 实证分析

##### 4.1 描述性统计

使用eviews6.0描述了这些参数的数据,并给出了表格2的数据。由表格2可见,Score、M-Score、C-score、T-score得分的最大和最小差别均很大,表明不同企业的CSR信息的质量水平存在很大的差别;除了C-score的2019年平均略低于2020年平均水平,其余三家公司2019年平均水平都高于2020年,这表明,我国上市公司的CSR信息披露的水平每年都在不断地提升,但是,从总体的评分和满分的平均来看,两者之间的差距还是很大的。本文认为,目前公司的CSR报告信息披露的整体框架不规范,内容覆盖不全面,编制技术不完善。

另外,Out的平均水平为0.3509,表明大多数公司符合《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中规定,公司董事会中应包含1/3以上的董事。

##### 4.2 相关性分析

使用eviews6.0对各因素的关联度进行了研究,Score与invest之间存在着明显的负相关性,表明企业的CSR得分愈高,

invest值愈低,则愈有利于提高投资效益,符合我们的理论,同时亦证实了H10之相对假定:企业的CSR信息公开与企业的投资效益有直接的关系。此外,各自变量的相关性均小于0.3,表明各自变量不具有显著的多项共线问题。

#### 4.3 企业社会责任与企业的投资效益关系的回归

我们对模式2进行了拟合,以验证H10的假定,其结果如表格3所示。表3表明,在模式2中,Score、M-Score、C-score和T-score的回归因子都是负的,置信程度分别为5%、10%、10%、1%。本文认为,公司的CSR与公司的投资效益存在着显著的正向关系,也就是H10的对立假定被证明。结果表明,企业CSR的技术指标对于企业的投资效益有显著的作用。此外,Lev的各因子在10%置信区间内都有显著性的正向关系,这表明企业的资产负债率与企业的资本效益存在着明显的负相关性。这一结论与窦炜等人对债务杠杆、股权特征和企业的投资决策行为的相关性相吻合。企业的高资产负债率通常造成企业可支配的自由现金流量较小,即便企业获得了高利润的项目,但由于资金周转困难,资金周转困难,造成资金短缺,企业整体的投资效益下降。

表3 模型2拟合结果

	Dependent Variable: INVEST							
	Score		M-score		C-score		T-score	
	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic
<i>SC</i>	-0.1195	-1.5865	-0.1213	-1.6072	-0.1186	-1.5818	-0.1182	-1.556
<i>SO_PRIV</i>	-0.0314	-0.5542	-0.0356	-0.6318	-0.0306	-0.5367	-0.0361	-0.6476
<i>OUT</i>	0.2226	0.7805	0.2146	0.7498	0.2155	0.758	0.2308	0.8017
<i>FSR</i>	-0.2417	-1.4174	-0.2546	-1.495	-0.2434	-1.4278	-0.235	-1.3733
<i>LEV</i>	0.3783*	1.7901	0.3749*	1.7744	0.3758*	1.7783	0.3861*	1.8263
<i>CASH</i>	0.1541	0.4974	0.1473	0.4735	0.1408	0.4577	0.1808	0.5846
<i>SCORE</i>	-0.0043**	-2.1067						
<i>MSCORE</i>			-0.0107*	-1.7393				
<i>CSCORE</i>					-0.0072*	-1.8582		
<i>TSCORE</i>							-0.0290***	-2.623
<i>YEAR</i>	√	√	√	√	√	√	√	√
<i>IND</i>	√	√	√	√	√	√	√	√
Adj-R <sup>2</sup>	0.0461		0.0446		0.0452		0.0489	
F-statistic	3.0918		3.0233		3.0509		3.2275	
Obs.	824		824		824		824	

(2)企业的社会责任信息与投资不足和投资过度相关性的回归。通过模型3和模型4来验证假设H20和H30的假设,结果表明,企业的CSR信息披露分数愈高,则其投资不足的值愈少,而公司的资本短缺则愈少。在模型4中,Score的预测因子在10%置信区间内呈现出显著的负值,这表明公司的CSR与公司的投资过度存在着明显的负向关系。

#### 结论

上述结果可为信息提供者履行社会责任、信息使用者正确选择投资对象、政府监管机构鼓励和规范公司社会责任信息披露等提供参考。然而,这一课题仍然存在一些缺陷。由于我国企业的CSR还处于自愿的状态,所以它的可信度还需要进一步验证,而且现有的资料数量也很少;此外,文章仅从企业的CSR中分析了企业的CSR对企业的投资效益的影响。因此,未来需要进一步收集更多的样本,并结合互动因素,对企业的投资效益进行更为深入、完整的分析。

#### 参考文献

- [1]谢超毅.社会责任信息披露、会计稳健性与非效率投资分析[J].现代商贸工业,2019(15):102-105.
- [2]竺琦.企业社会责任信息披露与非效率投资[D].湖北:中南财经政法大学,2019.