

中小企业社会责任履行与信息不对称关系实证检验

高凡雅¹, 王筱萍²(教授)

【摘要】中小企业融资困境源于信息不对称,自觉承担社会责任并提高社会责任绩效能否缓解信息不对称是一个值得深思的问题。基于此,采集中小板2010~2015年540家上市中小企业相关数据,在控制企业规模、业绩、风险、R&D、广告费用等变量后,OLS、固定效应模型估计结果均显示中小企业社会责任履行情况与信息不对称显著负相关,采用动态面板广义矩估计(GMM)模型对样本数据进行检验,发现中小企业履行社会责任业绩与信息不对称显著负相关的结论依然稳健。研究表明:中小企业关注并实施有利于利益相关者的活动可以增强公司信息透明度、减少信息不对称,吸引债权人和投资者的资金流入,有助于缓解融资约束。

【关键词】中小企业; 社会责任履行; 信息不对称; 融资约束

【中图分类号】F275 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2018)19-0015-10

一、引言

公司社会责任(Corporate Social Responsibility, 简称“CSR”)与所在国家的国情、制度及文化背景相关。发达国家与欠发达国家由于制度背景迥异,企业履行社会责任的行为和过程也会不同^[1]。虽然CSR概念近年来在我国盛行,但能够切实履行的只有少数公司。Xu、Yang^[2]对12个省的630个CEO进行了调查,发现超过一半的企业主对CSR缺乏认识。近年来的“明胶”事件、“黑心棉”事件、“地沟油”事件、“染色馒头”事件等令人震惊,映射出的社会现象令人担忧,企业承担社会责任的道路崎岖且漫长。

中小企业在国民经济中所处的地位决定了其是担负企业社会责任的“主角”之一。国家环保总局和统计局的调查数据显示,80%存在生产严重污染的中小企业占据了我国污染源的50%以上。众多中小企业为获取利益,以违背商业道德甚至违反法律为

代价,给消费者带来身体以及心灵上的打击;员工压力过大、拖欠职工工资、要求员工过度加班时有发生。绝大部分中小企业距离高标准社会责任要求仍有很大差距。

从资源基础论出发,中小企业融资是世界性的难题,融资成本高、风险大,存在较大资金约束,企业自然没有更多的资源投向社会责任活动。是不是只有大企业或优质企业才可以倡导社会责任,中小企业就能以“资金短缺”“效益不好”作为理由而置身事外呢?本文认为,中小企业履行社会责任的意义在于为企业吸引、留住并激励员工,提高工作效率;依靠保护环境打造良好品牌形象的同时,通过减少能耗为企业降低成本;在满足社会发展和公众需求的前提下,提高企业声誉并吸引大量消费者。这种着眼于利益相关者态度的正面效应向社会传递了企业可持续发展的信号,因此能够减少信息不对称,吸引债权人和投资者的资金流入中小企业,从而有效缓解融资约束。

【基金项目】浙江省自然科学基金项目“基于网络情境的中小企业跨界社会责任履行对融资约束影响机理研究”(项目编号:LY16G020021);浙江省社会科学规划课题“绿色金融与中小企业融资推进的协同机理与风险管控机制研究”(项目编号:18NDJC076YB)

二、文献综述

(一) CSR 具有信号传递功能

CSR 活动被认为是管理人员向外部传递有关公司内部信息的信号^[3], 信号传递在资本市场中发挥着重要作用。根据信号传递理论, 公司在向外传递有关企业经营状况时, 存在信息不对称情况^[4]。因此, 为了消除由此给外部信息使用者造成的负面影响, 上市公司尽力提供足够多的信息以抵消逆向选择带来的企业价值被低估的风险。为了吸引外部投资者, 上市公司可能会选择提供比规定和一般需求更多的信息^[5]。

CSR 活动传递了公司正声誉的信号^[6], 声誉可以提高公司价值, 使得管理人员避免从事不合道德规范的活动。为了强化自己的声誉, 公司会将 CSR 报告作为对外传递负责任行为的信号机制。好的声誉能够增加公司透明度, 增强财务报告的可靠性^[7], 缓释股价崩盘风险^[8], 同时可以降低投资者等利益相关者的契约成本。而新闻媒体对企业社会责任的负面报道有力地约束了企业, 间接促进了企业会计信息质量的改善^[9]。杨宏林等^[10]从内容和整体性两方面对企业社会责任与企业绩效关系进行了实证研究, 发现两者呈正相关关系, 但信息失真对于两者的关系具有正向调节作用。

(二) CSR 影响投资者选择行为

代理理论认为信息不对称源于两权分离, 其加剧了不能分散的系统性风险^[11]。投资者不得不花费额外的成本来监督公司管理者, 这种监督成本(主要的代理成本)通过要求高额回报获得补偿^[12]。基于社会责任信息披露会带来正面影响, 投资者青睐于在社会责任方面表现良好的公司^[13], 而将存在环境威胁的公司排除在外, 如那些生产危险化学物品、排放有害物质而导致气候恶化的公司。即使决定对这些公司投资, 也会要求高额的投资回报, 从而增加了公司的资本成本^[14]。另外, 债权人和投资者更加认可审计机构对企业社会责任披露出具的审计意见, 以此来鉴别信息的真实性, 且社会责任信息对融资约束的缓解作用强于审计师对融资约束的缓解作用^{[15][16]}。

利益相关者理论强调管理人员的战略决策应该与各个不同利益相关者利益与期望相融合, 而不是按照传统代理理论只关注股东的利益诉求^[17]。CSR 履行情况较好的公司意味着公司更关注利益相关

者, 从而制约了短期机会主义行为的发生^[18]。

一般情况下, 存在融资约束的公司会存在投资不足的问题, 因此会更倾向于通过不负责任的活动节约资金, 比如在缺少外部监督的情况下, 存在排放未经处理的污水、生产过程中雇佣童工、采用廉价不合格的材料等问题。而绿色投资者很少持有污染严重企业的股票, 导致这类企业没有足够的机会分散风险, 因此资本成本就会上升。而能够增强环境风险管理公司, 资本成本将会下降^[19]。

(三) CSR 履行报告披露能够降低信息不对称

CSR 活动的价值, 在于通过对 CSR 履行情况报告的披露降低股价波动率, 增强股票流动性、增加信息透明度, 从而影响投资者决策^[20]。CSR 信息披露会产生一定的正向反馈作用: 一方面, 增加了社会了解公司治理结构和对环境影响的透明度; 另一方面, 促进了企业进行内部控制系统的变革, 使企业行为更符合社会规范, 进一步提高财务报告的可靠性, 使投资者掌握更多企业信息, 缓解信息不对称^[11]。高质量的 CSR 信息披露会吸引更多的投资者, 降低与其他公司现金流的相关度, 从而减少流动性问题, 缩小买卖差价和交易成本, 最终降低股权融资成本^[21]。Dhaliwal 等^[22]发现, 自愿披露 CSR 信息会吸引机构投资者和分析师。姚玥^[23]通过实证研究发现, 债务期限的约束随着企业社会责任绩效的提高而降低, 对家族制企业和国有企业的效果尤其明显。冉戎等^[24]、高凡雅等^[25]实证检验发现企业履行社会责任战略能够降低信息不对称和代理成本, 从而能够缓解企业融资约束。尤其是强制导向的非财务社会责任信息披露, 有助于提高投资有效性, 降低信息不对称程度^[26]。

三、理论分析及假设

Jo、Harjoto^[27]认为, 公司履行社会责任可以减少利益相关者之间的矛盾。信息不对称理论的外延, 在于承担社会责任可以帮助公司更好地与利益相关者和非投资人进行沟通。如果降低信息不对称水平可以解决利益相关者矛盾的假说是成立的, 那么由于信息生产渠道的增加, 如履行社会责任时内部分析师、第三方等多方的介入提供了更多信息沟通机会, 将使管理者和利益相关者的矛盾缓和, 在这种假说下信息不对称水平和社会责任的履行情况应当是负相关的。

而基于代理理论, Barnea、Rubin^[28]提出了过度

投资假说,他们认为管理者尤其是职业经理人,可能会为了提高个人名誉而过度投资社会责任相关活动,从而减少公司价值,提高公司风险,使得信息环境更加复杂。在过度投资假说下,信息不对称水平和社会责任的履行情况也有可能是正相关的。

联系我国实际,在以互联网为基础的信息技术革命和经济全球化趋势的共同推动下,电子商务平台的历史交易信息、客户反馈等数据对外公开,一定程度上缓解了中小企业融资约束的信息不对称问题。企业社会责任信息披露呈现出从“一维”变为融合性、多样性、可追溯性等“多维”的特征。在不完全竞争市场,受传统观念的影响,信息使用者对中小企业存在根深蒂固的认知偏差,承担社会责任是否能给中小企业带来对外形象的改善具有不确定性,因此中小企业不能确定利益最大化,也就没有动力采取CSR战略。但是随着互联网的普及,信息环境越来越透明,中小企业致力于履行CSR,有利于与利益相关者保持高质量的、长期的关系,提高新产品的市场接受度,吸引更多客户关注,同时也限制了公司短期机会主义行为发生的可能性。

中小企业履行CSR能够降低信息不对称,对于已上市的中小企业尤为显著,积极承担社会责任能够向外界传递企业成长信号,原因如下:①证监会越来越强调上市公司应当披露社会责任履行情况。基于企业社会声誉视角,上市中小企业会更主动地履行社会责任,向社会传递企业不仅关注经济利益,还投身于利益相关者福利的信号,因此其信息透明度会更高。②上市中小企业大多存在“一股独大”现象,所有者和管理者只有注重保护中小投资者利益,不断提升负债融资中的信誉度,才能吸引更多的投资者和债权人,降低信息不对称水平,从而缓解中小企业融资困难。③近年来,“用工荒”一直影响着中小企业的正常发展,企业只有尽可能提高员工待遇,改善员工工作环境,将员工的可持续发展作为一项重要战略,才能取得员工的忠诚。良好的人才培养机制会向外界传递企业“以人为本”的经营理念,从而降低信息不对称水平。④随着环境的恶化,中小企业在追逐经济利益的同时,不能忽视节能减排,降低对不可再生资源的耗费,增加对“三废”的处理,减少污染物排放。这样才能使企业在环保部门的评价和周边百姓的赞誉中赢得社会信任,从而降低信息不对称。

因此,本文提出假设:中小企业企业社会责任履行程度越高,信息不对称程度越低。

四、变量设计和模型构建

(一)变量设置

1. 企业社会责任指标。现有文献对CSR的界定有多种不同的观点,欧盟委员会(Commission of European Union)于2001年发表的《欧洲关于企业社会责任的基本条件》绿皮书中提到,CSR具有利益相关者相互关系、自愿性、社会与环境利益等三个核心内容。随后,该委员会在2003年定义了积极的CSR是企业负责的商业战略,其遵循三个可持续发展原则:经济增长繁荣、社会和谐公平和环境整治保护。世界企业可持续发展委员会(World Business Council for Sustainable Development)将CSR与员工及其家庭、所在社区与社会利益的提高相联系,认为此类活动有利于企业商业活动的可持续发展。世界银行(World Bank)认为,CSR不仅能够实现企业可持续发展,还增强了与利益相关者关系、恪守了经营道德、遵守了相关法律规定、履行了社会义务等。综上所述,CSR是企业按社会道德规范去从事经营活动,重点应考虑战略决策对利益相关者(如员工、顾客、社区及环境)的影响,而不仅仅只是考虑股东利益最大化。

2002年,证监会发布的《上市公司治理准则》首次明确要求上市公司有责任和义务承担社会责任。鼓励上市公司建立社会责任制度的条款在2006年颁布的《上市公司社会责任指引》中有详尽的描述,其目的是对利益相关方负起应尽的责任,并倡导形成社会责任报告,与年报同时披露。

2011年,香港社会服务联合发布的《香港中小企业—企业社会责任指引》指出:企业管治、环境保护、人力资源管理、负责任的采购、关注消费者、参与小区建设及发展等六个方面是中小企业应该履行的社会责任内容。

2013年,中小企业合作发展促进中心发布的《中国中小企业社会责任指南》根据中小企业的核心利益相关方提出了包括市场责任、员工责任、社区责任、环境责任等四类履行社会责任的要求,指出中小企业应该切实履行社会责任,构建与利益相关方的和谐互动关系。

综合来看,上述对上市公司披露社会责任的要求都强调了对利益相关者负责,无论是香港还是内地,对中小企业履行社会责任相关内容的阐述较之2002年的准则更为具体,操作性更强。

和讯网对上市公司社会责任的界定包括股东、环境、员工、客户、社区五方面的内容。鉴于中小企业社会责任信息披露时间尚短,而且数据大量缺失,本文采用和讯网对各上市中小企业社会责任评级的综合得分 ZCSR 衡量公司社会责任的履行情况。

为了获得更为稳健的结果,参考 Baron 等^[29]、Jinhua Cui 等^[30]构建 DCSR 指标,如式(1)所示:

$$DCSR_{i,t} = \frac{ZCSR_{i,t} - \text{Min.}ZCSR_{i,t}}{\text{Max.}ZCSR_{i,t} - \text{Min.}ZCSR_{i,t}} \quad (1)$$

其中: ZCSR_{i,t} 为公司 i 在第 t 年社会责任评价的总得分; DCSR 是标准化的 CSR, 在 [0, 1] 之间, 反映企业 CSR 在不同年份的变化情况; Max.ZCSR_{i,t} 为 i 公司在 t 年中总得分的最大值; Min.ZCSR_{i,t} 为 i 公司在 t 年中总得分的最小值。

2. 信息不对称指标。现有文献中有多种衡量信息不对称的指标: ①企业规模。规模越大的公司, 越趋向于成熟, 更多受到市场的关注和外部监管, 因此信息不对称程度越低。El Ghouli 等^[11]认为规模大的公司会吸引媒体和分析师的报道与披露, 从而降低信息不对称。Jinhua Cui 等^[30]则以总资产的倒数来反映企业规模。②公司成长性。Tobin's Q 值被普遍用来衡量公司成长情况。③R&D 投入。公司 R&D 投入强度越大, 内部交易收益越大, 信息不对称程度也就越大。R&D 投入强度用 R&D 支出除以总资产表示, 借鉴 Jinhua Cui 等^[30]的做法, 对于没有披露 R&D 支出的中小企业, 将其设定为 0。④股东数量。股东数量越多, 市场可利用的信息量越多, 信息不对称程度越低, 因此用股东数量的倒数来衡量信息不对称程度。⑤证券分析师关注度。分析师对公司信息关注越多, 公司内部管理者与外部公众信息不对称程度越低, 因此采用分析师关注得分的倒数来反映公司信息不对称的程度。

综合以上五个方面, 构造反映信息不对称的复合指标, 对企业规模、公司成长指标、R&D 投入强度、股东数量以及证券分析师关注度指标求平均值, 结果越高, 表明信息不对称程度越高。

3. 控制变量。借鉴 Jo、Harjoto^[27]的研究, 信息不对称受到公司业绩、风险因素、企业规模、R&D、广告费用以及公司治理等因素的影响, 本文考虑以下六个可能影响中小企业信息不对称程度的因素: ①中小企业经营业绩高会向外界传送公司健康发展的信号; ②股价波动大的上市中小企业会传递企业发展不稳定的风险信号; ③企业研发投入可以反

映企业转型创新的信息; ④公司治理水平会显示中小企业朝现代公司制企业趋近的情况; ⑤规模大的中小企业更关注外界对自身的评价; ⑥广告费可以反映中小企业积极向大众展示自己的力度。

具体而言, 选取息税前利润/资产总额(公司业绩), 资产负债率(公司破产风险), 公司年股价波动标准差(公司整体风险), 年末总资产自然对数(企业规模), R&D/年度营业收入总额, 广告费用/年度营业收入总额, 自由现金流/年度营业收入总额, 独立董事比率(公司治理)作为控制变量。同时, 由于企业规模与 R&D 是信息不对称指标的组成部分, 因此将社会责任指标作为自变量, Size(总资产的自然对数)、R&D(R&D 的自然对数)分别作为因变量, 通过 OLS 回归预测残差 e_{size_CSR}、e_{R&D_CSR} 控制规模效应和 R&D 支出对信息不对称的影响。

此外, 由于企业社会责任对信息不对称具有滞后影响效应, 因此计算 ZCSR、DCSR 滞后一期指标。参照 2012 年《上市公司行业分类指引》(证监会公告[2012]31 号)中的行业分类, 将公司所处行业设为虚拟变量, 制造业(C 类)设为“1”, 其余行业为“0”。

本文变量设置如表 1 所示。

(二)模型构建

为了验证中小企业社会责任履行情况能够影响信息不对称, 本文采用以下三种方法进行估计: 首先, 采用普通最小二乘法(OLS)估计静态模型各系数; 其次, 采用固定效应模型对具有个体效应的面板数据进行拟合; 最后, 为了尽量克服内生性问题, 利用两步 GMM 估计动态面板模型, 以降低内生性和个体异质性问题导致的偏误。

1. 基本模型。借鉴 Jinhua Cui 等^[30]研究上市公司社会责任信息披露对融资约束影响的思路, 根据中小企业提升社会责任业绩能够降低信息不对称的假设, 构建上市中小企业 CSR 履行影响信息不对称的理论模型, 如式(2)所示:

$$AIIDX_{i,t} = a + b_1 CSRIDX_{i,t} + b_2 CSRIDX_{i,t-1} + \sum_{j=3}^n b_j CONTROLVARIABLES_{i,t} + h_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中: AIIDX 为信息不对称指标; CSRIDX 为社会责任相关指标; CONTROLVARIABLES 为控制变量, 包括公司业绩、风险、企业规模、R&D、广告费和公司治理等。i 代表某企业, t 为时间; a 为固定效

表 1 变量设置

变量类型	变量符号	变量描述
被解释变量	AIIDX	借鉴Jinhua Cui等 ^[30] 的思路构造反映信息不对称的复合指标,对企业规模、公司成长指标、R&D投入强度及股东数量、证券分析师关注度指标求平均值,该值越高表示信息不对称程度越高
	ZCSR	中小企业社会责任履行总得分
解释变量	DCSR	标准化的中小企业社会责任得分
	ROA	息税前利润/资产总额
控制变量	Adver	广告费用/总营业收入
	Risk	公司年股价波动标准差
	Lev	资产负债率
	R&DR	R&D/总营业收入
	FCFR	自由现金流/总营业收入
	Size	总资产的自然对数
	INDEP	独立董事/董事总数
	Industry	制造业(C类)设为1,其余行业为0
	e_size_ZCSR	Size(因变量)与ZCSR(自变量)OLS回归残差
	e_LR&D_ZCSR	Log(R&D)(因变量)与ZCSR(自变量)OLS回归残差
e_size_DCSR	Size(因变量)与DCSR(自变量)OLS回归残差	
e_LR&D_DCSR	Log(R&D)(因变量)与DCSR(自变量)OLS回归残差	

用; b_j 为待估系数; h 为行业哑变量; ε 为扰动项。

2. 滞后效应检测模型。中小企业社会责任履行业绩对信息不对称的影响可能会具有时间粘性,产生滞后效应。为了检验中小企业CSR绩效和各控制变量对信息不对称影响的滞后效应,构建测度模型如式(3)所示:

$$AIIDX_{i,t} = a_0 + b_1 CSRIDX_{i,t-1} + \sum_{j=2}^n b_j CONTROLVARIABLES_{i,t-1} + h_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中: a_0 为固定效用; b_j 为待估系数;其余变量含义同式(2)。

3. 动态面板模型。为进一步消除内生变量的影响,采用动态面板广义矩估计(GMM)模型来估计中小企业社会责任业绩对降低信息不对称的影响,如式(4)所示,其中Sargan统计量是用来检验过度识别约束(Over Identifying Restriction),其目的是为

了验证工具变量的合理性。并将结果与固定效应模型和OLS估计结果进行比较。

$$AIIDX_{i,t} = a + b_1 CSRIDX_{i,t} + b_2 CSRIDX_{i,t-1} + b_3 CSRIDX_{i,t-2} + b_4 CSRIDX_{i,t-3} + \sum_{j=5}^n b_j CONTROLVARIABLES_{i,t} + k_1 AIIDX_{i,t-1} + k_2 AIIDX_{i,t-2} + h_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中: k 、 b_j 均为待估系数;其余变量含义同式(2)。

五、实证过程与结果分析

(一)数据来源

本文企业社会责任综合得分取自和讯网,相关财务数据来自国泰安数据库和WIND数据库。样本区间为2010~2015年,根据以下原则筛选数据:①选取2010年1月1日前在中小企业板块上市的公司;②剔除金融类、ST/PT类公司;③剔除数据缺失严重的公司。最终选择了540家上市企业作为研究对象。为了消除离群值对实证结果的影响,对所有主要变量和控制变量都进行了1.5%的Winsorize缩尾处理。本文所有数据处理和模型估计工作均采用STATA 11完成。

(二)描述性统计

表2为与信息不对称指标计算相关变量的统计结果,可以看出,AIIDX的均值为0.5515,说明2010~2015年间,540家公司信息不对称程度平均达到55%。表3为主要自变量和控制变量的均值与标准差。ZCSR的均值为24.25,标准差为15.39,说明不同主体社会责任得分情况差距还是很大的。

(三)Pearson相关系数分析

由变量的Pearson相关系数矩阵(囿于篇幅在此省略)可知,AIIDX与DCSR呈显著负相关,ZCSR与Risk呈显著负相关,但AIIDX与Risk呈显著正相关。

(四)回归分析结果

表4为中小企业社会责任业绩与信息不对称的实证检验结果,其中第2、3列为对模型式(2)的估计结果。式(2)控制了CSR滞后一期的影响,OLS估计结果显示ZCSR与AIIDX在1%的水平上显著负相关,系数为-0.0019($t=-4.52$)。同时发现,固定效应模型估计ZCSR与AIIDX的相关系数为-0.0009($t=-2.02$),虽然相关系数和相对应的t统计值较之于OLS都有所下降,但依然在5%的置信水平上显著

表 2 与信息不对称指标(AIIDX)计算相关变量的基本统计

变量	含义	观察值	均值	标准差	最小值	最大值
zsize	总资产	3240	3.61e+09	5.74e+09	1.11e+08	1.03e+11
Dsize	总资产的倒数	3240	6.08e-10	5.77e-10	9.72e-12	9.02e-09
Tobin' Q	公司成长指标	3240	2.566093	1.980657	0.883488	42.57444
R&D	R&D总投入	3240	6.28e+07	1.05e+08	0	1.72e+09
R&DA	R&D/总资产	3240	0.0209933	0.0195	0	0.2261012
nshare	股东总数	3240	27296.8	31134.98	2	824655
DNSH	股东总数的倒数	3240	0.0009951	0.0155948	1.21e-06	0.5
Anafocus	分析师关注得分	3240	8.650926	8.806384	0	53
DAnafocus	分析师关注得分的倒数	3240	0.2243935	0.2904156	0	1
AIIDX	信息不对称综合指标	3240	0.5514877	0.305246	0.2279566	1.768165

表 3 变量的基本统计

变量	含义	观察值	均值	标准差	最小值	最大值
ZCSR	企业社会责任履行总得分	3240	24.25293	15.39249	0	70.14
DCSR	标准化的企业社会责任得分	3240	0.5399318	0.3832517	0	1
AIIDX	信息不对称综合指标	3240	0.5514877	0.305246	0.2279566	1.768165
ROA	息税前利润/资产总额	3240	0.0730824	0.0539559	-0.0810861	0.2287543
Adver	广告费用/年度营业收入	3240	0.006603	0.0201454	0	0.1206905
Risk	公司年股价波动标准差	3240	13.2302	6.404808	0	37.4989
Lev	资产负债率	3240	0.3658671	0.193039	0.0435515	0.7996501
R&DR	R&D/年度营业收入	3240	0.0410541	0.042919	0	0.2469
FCFR	自由现金流/年度营业收入	3240	-0.0961428	0.214102	-0.876647	0.342118
Size	总资产的自然对数	3240	21.55269	0.8274742	19.90939	23.7273
INDEP	独立董事/董事总数	3240	0.3694973	0.0473421	0.3333333	0.5
e_size_ZCSR	Size(因变量)与ZCSR(自变量)OLS回归残差	3240	-1.12e-15	0.8064641	-2.0482	2.466544
e_LR&D_ZCSR	Log(R&D)(因变量)与ZCSR(自变量)OLS回归残差	3240	-2.48e-16	2.216774	-6.98471	1.801403
e_size_DCSR	Size(因变量)与DCSR(自变量)OLS回归残差	3240	1.40e-15	0.8274644	-1.648129	2.180268
e_LR&D_DCSR	Log(R&D)(因变量)与DCSR(自变量)OLS回归残差	3240	4.84e-17	2.217127	-6.872701	1.772402

负相关,与OLS的估计结果一致,验证了本文假设中小企业履行社会责任负向影响信息不对称是成立的。所有控制变量与AIIDX的相关系数在两种估计方法下较为接近,尤其是Risk与AIIDX基于OLS的估计系数为0.0173($t=17.07$),固定效应模型的估计系数为0.0170($t=23.96$),都表明在1%的水平上显著正相关。

表4中的第5、6列为所有主要变量和控制变量滞后一期对信息不对称影响系数的检验,即公式(3)。基于OLS呈现的滞后一期ZCSR与AIIDX在5%的水平上显著负相关,固定效应模型进一步验证

了滞后一期ZCSR在1%的水平上显著负向影响AIIDX,相关系数从-0.0006变为-0.0024, t 检验值从-2.05变为-4.75。结果再一次证实了中小企业履行社会责任缓解信息不对称的重要作用。此外,正如Jinhua Cui等^[30]所验证的,在两种估计方法下都显示LagRisk对AIIDX在1%的水平上有显著正向影响作用,相关系数从0.0088变为0.0055, t 检验值从6.84下降到5.29。

为了解决ZCSR可能存在内生性的问题,本文采用动态面板矩估计(GMM)模型估计中小企业社会责任业绩对信息不对称的影响作用,计算AIIDX

表 4 社会责任总得分(ZCSR)与信息不对称(AIIDX)回归结果

变量	静态模型(2)		变量	静态模型(3)		变量	动态模型(4)	
	OLS	固定效应模型		OLS	固定效应模型		GMM 一步法	GMM 两步法
ZCSR	-0.0019484 (-4.52***)	-0.0008831 (-2.02**)	LagZCSR	-0.0006534 (-2.05**)	-0.0024424 (-4.75***)	ZCSR	-0.006925 (-4.12***)	-0.007229 (-4.42***)
LagZCSR	0.0006828 (1.64**)	-0.000708 (-1.59)	LagROA	0.292839 (2.08**)	-0.3606123 (-2.46**)	LagZCSR(t-1)	-0.000018 (-0.01)	0.0004452 (0.34)
ROA	1.023105 (7.71***)	0.3806234 (2.92***)	LagAdver	2.303019 (7.04***)	2.17718 (6.22***)	LagZCSR(t-2)	0.0006093 (0.33)	0.0007859 (0.43)
Adver	1.249707 (4.58***)	1.529532 (4.92***)	LagRisk	0.008796 (6.84***)	0.0055391 (5.29***)	LagZCSR(t-3)	0.0026012 (1.73)	0.0020729 (1.44)
Risk	0.0172556 (17.07***)	0.0170381 (23.96***)	LagLev	-0.0308093 (-0.89)	0.1082364 (1.75*)	ROA	0.0975081 (0.16)	-0.020348 (-0.03)
Lev	0.062191 (1.66*)	0.2864473 (5.24***)	LagR&DR	1.900298 (8.66***)	1.434715 (4.85***)	Adver	0.6449484 (0.35)	0.4865743 (0.28)
R&DR	1.668741 (9.85***)	1.30858 (7.46***)	LagFCFR	0.2398459 (8.69***)	0.2256404 (7.43***)	Risk	0.0102399 (5.57***)	0.0106037 (5.82***)
FCFR	0.1298902 (5.19***)	0.1464561 (5.88***)	LagSize	-0.0877211 (-10.99***)	0.1040104 (6.67***)	Lev	0.3424257 (1.43)	0.3770893 (1.61)
Size	—	-0.0618877 (-4.58***)	LagINDEP	0.6553002 (5.38**)	0.3836509 (2.12**)	R&DR	0.7217256 (1.22)	0.2975711 (0.54)
INDEP	0.5294212 (4.94***)	0.1901135 (1.23)	Lage_size_ZCSR	—	—	FCFR	0.0915827 (1.01)	0.0999338 (1.15)
e_size_ZCSR	-0.1130038 (-13.82***)	—	Lage_LR&D_ZCSR	-0.000313 (-0.01)	-0.0048032 (-1.24)	INDEP	-0.142987 (-0.29)	-0.2598099 (-0.54)
e_LR&D_ZCSR	-0.0031024 (-1.23)	-0.0082217 (-2.09**)	—	—	—	e_size_ZCSR	-0.579406 (-5.43***)	-0.5956 (-5.76**)
—	—	—	—	—	—	e_LR&D_ZCSR	0.0125813 (0.73)	0.0169269 (1.00)
—	—	—	—	—	—	AIIDX(t-1)	2.396241 (5.61***)	2.519419 (6.14***)
—	—	—	—	—	—	AIIDX(t-2)	0.960187 (3.75***)	0.9170621 (3.79***)
industry	-0.0186501 (-1.48)	-0.0920599 (-0.59)	industry	-0.026588 (-2.01**)	0.1656808 (0.95)	industry	0.6080559 (2.96***)	0.6138693 (3.03**)
截距	-0.0006397 (-0.01)	1.498487 (4.95***)	截距	2.049801 (11.95***)	-2.014823 (-5.78***)	截距	-1.530418 (-3.58***)	-1.496405 (-3.64***)
样本数	2700	2700	样本数	2700	2700	样本数	1080	1080
R ²	0.3714	0.3144	R ²	0.2350	0.1372	Sargan	$\chi^2(5)=6.6790$ P=0.2456	
调整后的R ²	0.3685	0.1385	调整后的R ²	0.2319	-0.0837			

注:①***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。②第2、3列为对模型(2)的估计结果;第5、6列为对模型(3)的估计结果;第8、9列所有参数估计值均为对模型(4)一步GMM、两步GMM估计量,括号中为t值。③Sargan $\chi^2(d)$ 表示对工具变量的合理性进行过度识别检验得到的Sargan统计量,渐进服从卡方分布,括号中为自由度,Sargan p值为对应的p值。

滞后一期和滞后二期结果作为自变量,同时也增加了ZCSR的滞后一期、滞后二期及滞后三期三个自变量。表4中的第8、9列为对公式(4)进行GMM一步法和两步法的检验,结果显示ZCSR与AIIDX在1%的水平上显著负相关,相关系数分别为-0.0069

和-0.0072,t检验值从-4.12变为-4.42。第9列显示的估计结果为两步法广义矩(GMM)估计量,由于一步法估计量在多数情况下会存在异方差问题,故Sargan检验的原假设一般会被拒绝,意味着存在模型设定偏误。表4中两步法Sargan $\chi^2(5)=6.6790$ 、

Sargan $p=0.2456$, 说明该模型没有过度识别问题, 工具变量的选择是合理的。此外, GMM 一步法和两步法估计结果再一次显示 Risk 和 AIIDX 在 1% 的水平上显著正相关。

从静态模型和动态模型的估计结果来看, 多数自变量、控制变量与因变量的相关关系和显著性都比较一致, 如中小企业社会责任履行 (ZCSR) 在各种设定下都与信息不对称指标 (AIIDX) 显著负相关, 而公司年股价波动标准差 (Risk) 则基本与信息不对称呈显著正相关, 这些结果与 Jinhua Cui 等^[30] 的结论一致。然而, 动态模型显示大多数控制变量与信息不对称指标 (AIIDX) 之间的相关关系在 GMM 估计法下不显著, 但在静态设定下两者均在不同置信水平下显著相关。具体原因可能是因变量动态变化的特征在系统广义矩估计模型中充分呈现, 自变量和因变量的滞后项作为工具变量加入模型, 克服了静态模型设定内生性问题导致的估计结果有偏的缺陷。同时也说明, 中小企业前期的社会责任履行和信息不对称对当期信息不对称程度有很大的影响。

对于这一结果的合理性, 可以从国际对比的角度来看, Jinhua Cui 等^[30] 采用两步 GMM 估计方法得到 1991~2010 年间美国 21492 家上市公司社会责任履行显著负向影响信息不对称。虽然与本文研究结论相同, 但从相关系数比较来看, 本文结论为 -0.0072 ($t=-4.42$), 该文结论为 -0.210 ($t=-2.59$), 很显然后者大于前者。主要原因是美国的市场经济已经比较成熟, 而受固有传统观念的影响, 我国中小企业社会责任履行缺乏积极性, 因此企业社会责任履行程度不高, 但也同时说明本文实证检验结果的合理性。

(五) 稳健性检验

本文参考 Jinhua Cui 等^[30] 中对企业社会责任指标计算的设定方式, 进一步对我国上市中小企业社会责任履行情况得分进行标准化处理。并且运用 OLS 和固定效应模型针对模型 (2) 和模型 (3) 实证检验了 DCSR 与 AIIDX 的相关关系 (如表 5 所示), 得到的估计值分别为 -0.0504 ($t=-3.71$, $P<0.01$) 和 -0.0233 ($t=-1.91$, $P<0.1$)。自变量和控制变量均滞后一期与 AIIDX 的回归结果依然呈现稳健, 基于 OLS 的 LagDCSR ($t-1$) 与 AIIDX 的估计系数为 -0.0638 ($t=-4.53$), 固定效应模型的估计系数为 -0.0532 ($t=-3.71$), 均在 1% 的水平上呈现显著负相关。上述分析进一步证明了本文假设。与预期相

同, 模型 (2) 与模型 (3) 的估计结果显示, 公司年股价波动风险与 AIIDX 均在 1% 的水平上显著正相关。其中模型 (2) 下 Risk 与 AIIDX 的 OLS 估计系数为 0.0172 ($t=17.05$), 固定效应模型估计系数为 0.0171 ($t=24.14$); 模型 (3) 下 LagRisk 与 AIIDX 的 OLS 估计系数为 0.0089 ($t=6.92$), 固定效应模型估计系数为 0.0054 ($t=5.17$)。

六、结论及展望

(一) 结论

本文构建社会责任业绩影响信息不对称的静态和动态模型, 控制了企业业绩、风险、广告费用、研发支出、公司治理、行业等因素的影响, 运用 OLS、固定效应模型和 GMM 方法对相关系数进行了估计和实证检验。一方面, 在思路设计上, 本文从利益相关者理论的视角描述了中小企业履行社会责任能够降低信息不对称; 另一方面, 在技术路线上, 采用中小企业社会责任总得分和标准化处理后的企业社会责任得分来反映企业社会责任履行情况。最终得到中小企业履行社会责任可以缓解信息不对称的结论, 为中小企业通过重视社会责任履行从而缓解融资约束的管理实践提供了新的思路和理论依据, 结果支持了利益相关者理论。

本文对中小企业履行社会责任提出如下建议: ①中小企业要注重产品质量、产品安全、产品信息披露和售后服务。企业应主动向消费者提供有效的申诉途径, 公正、公平地处理赔偿及退货问题。②对于公众日趋关注的商业活动对环境的影响, 中小企业可以设计环保产品或生产工序, 更有效地利用资源、减少废物的产生及污染。③中小企业应了解所在社区的需要, 处理好企业与所在社区的关系, 企业经营者、管理人员或普通员工可以抽空参与小区的义务工作, 与小区内的组织或机构 (如学校、医院) 进行合作, 促进经济发展及社会和谐。④对于企业而言, 员工是最宝贵的资源, 良好的人力资源管理可增强竞争优势, 帮助中小企业在竞争日趋激烈的市场中, 吸引经验丰富的优秀员工。良好的工作条件及制度均有助于提升员工士气, 留住优秀人才, 从而减少公司招聘及培训新员工的成本。

(二) 展望

由于我国目前没有较权威的企业社会责任评价机构, 本文所采用的企业社会责任评分来自于和讯网。其打分具有一定的客观性, 但受企业信息的限

表 5 社会责任业绩(DCSR)与信息不对称(AIDX)回归结果

模型(2)			模型(3)		
变量	OLS	固定效应模型	变量	OLS	固定效应模型
DCSR	-0.0503995 (-3.71***)	-0.0232602 (-1.91*)	LagDCSR(t-1)	-0.0637668 (-4.53***)	-0.0531939 (-3.71***)
LagDCSR(t-1)	-0.0163059 (-1.22)	-0.0221688 (-1.92*)	LagROA	0.3449245 (2.49**)	-0.2897262 (-1.83*)
ROA	1.11768 (8.34***)	0.4299568 (3.11***)	LagAdver	2.314673 (7.07***)	2.208016 (6.29***)
Adver	1.266344 (4.67***)	1.547049 (4.97***)	LagRisk	0.0088707 (6.92***)	0.005431 (5.17***)
Risk	0.0171626 (17.05***)	0.0170857 (24.14***)	LagLev	-0.0210504 (-0.61)	0.1199709 (1.94*)
Lev	0.0653441 (1.74*)	0.2849948 (5.22***)	LagR&DR	1.859047 (8.44***)	1.464976 (4.95***)
R&DR	1.662005 (9.83***)	1.31739 (7.51***)	LagFCFR	0.2262273 (8.20***)	0.2236786 (7.35***)
FCFR	0.1194046 (4.75***)	0.1429169 (5.71***)	LagSize	-0.0920403 (-11.81***)	0.1018889 (6.52***)
Size	-0.1127594 (-14.04***)	-0.0609367 (-4.50***)	LagINDEP	0.6466179 (5.33**)	0.3913762 (2.16**)
INDEP	0.5306382 (4.97***)	0.1938954 (1.25)	Lage_size_DCSR	—	—
e_size_DCSR	—	—	Lage_LR&D_DCSR	0.0002939 (0.13)	-0.0049363 (-1.27)
e_LR&D_DCSR	-0.0029958 (-1.19)	-0.0078188 (-1.98**)	industry	-0.0262201 (-1.99**)	0.1700839 (0.98)
industry	-0.0211941 (-1.68*)	-0.0919827 (-0.59)	—	—	—
截距	2.429394 (14.39***)	1.457698 (4.81***)	截距	2.155985 (12.79***)	-2.016515 (-5.75***)
样本数	2700	2700	样本数	2700	2700
R ²	0.3753	0.3147	R ²	0.2401	0.1338
调整后的R ²	0.3725	0.1389	调整后的R ²	0.2370	-0.0879

注:①***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;②第2、3列为模型(2)参数估计值,第5、6列为模型(3)参数估计值,括号中为t值。

制,非公开信息没有在打分中得以呈现,并不一定能全面公允地体现企业社会责任履行情况。

本文将下一步的研究方向初步定为对非上市中小企业融资问题和企业社会责任履行情况的探讨,针对非上市中小企业展开问卷调查和实地访谈,进一步采集数据对假设进行检验,有助于全面深入地理解非上市中小企业在利益相关者关系基础上重视企业社会责任履行与上市中小企业并无二致,从而缓解融资难题。

主要参考文献:

[1] 田祖海,叶凯. 企业社会责任研究述评[J]. 中南

财经政法大学学报,2017(1):140~147.

[2] Xu S., Yang R.. Indigenous characteristics of Chinese corporate social responsibility conceptual paradigm[J]. Journal of Business Ethics,2010(93): 321~333.

[3] Lys T., J. P. Naughton, C. Wang. Siganlig through corporate accountability reporting [Z]. Evanston:Northwestern University,2012.

[4] Spence M.. Market signaling [M]. Cambridge: Harvard Business School Press,1974:152.

[5] Campbell J., M. Lettau G. Malkiel, Y. Xu.. Have individual stocks become more volatile? An

- empirical exploration of idiosyncratic Risk [J]. Journal of Finance, 2001(56):1~43.
- [6] Linthicum C., A. Reitenga, J. Sanchez. Social responsibility and corporate reputation: The case of the Arthur Andersen Enron audit failure [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2010(2):160~176.
- [7] Kim Y., Park M. S., Wier B.. Is earnings quality associated with corporate social responsibility? [J]. Accounting Review, 2012(3):761~796.
- [8] 宋献中, 胡琚, 李四海. 社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析[J]. 金融研究, 2017(4):161~175.
- [9] 王帆. 企业社会责任的媒体负面报道影响了会计信息质量吗[J]. 财贸研究, 2016(3):148~156.
- [10] 杨宏林, 姚瀚迪. 两维度企业社会责任信息与企业绩效关系的实证研究[J]. 生态经济, 2016(8):101~105.
- [11] El Ghouli S., Guedhami O., Kwok C. C. Y., Mishra D. R.. Does corporate social responsibility affect the cost of capital? [J]. Journal of Banking and Finance, 2011(9):2388~2406.
- [12] Lombardo D., Pagano M.. Law and equity markets: A simple model [Z]. Salerno: University of Salerno, 2002.
- [13] Aspara J., Tikkanen H.. Interactions of individuals' company-related attitudes and their buying of companies' stocks and products [J]. Journal of Behavioral Finance, 2008(9):85~94.
- [14] Chava S.. Socially responsible investing and expected stock returns [Z]. Atlanta: Georgia Institute of Technology, 2010.
- [15] 彭雯, 张立民. 第三方鉴证在债务契约中的信息含量研究——基于企业社会责任评分与审计意见的经验证据[J]. 求索, 2016(8):62~67.
- [16] 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.
- [17] Freeman R.. Strategic Management: A stakeholder perspective [M]. Boston: Pitman, 1984: 190.
- [18] Eccles R., Ioannou I., Serafeim G.. The impact of a corporate culture of sustainability on corporate behavior and performance [Z]. Cambridge: Harvard Business School, 2012.
- [19] Hong H., Kubik J. D., Scheinkman J. A.. Financial constraints on corporate goodness (No. w18476) [Z]. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2012.
- [20] 徐珊, 黄健柏. 社会责任信息披露的市场有效性——基于发布社会责任报告的事件分析[J]. 财经论丛, 2014(5):45~51.
- [21] Verrecchia R. E.. Essays on disclosure [J]. Journal of Accounting and Economics, 2001(32):97~180.
- [22] Dhaliwal D. S., Li O. Z., Tsang A., Yang Y. G.. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting [J]. Accounting Review, 2011(1):59~100.
- [23] 姚玥. 企业社会责任对债务期限约束的影响 [D]. 北京: 北京交通大学, 2014.
- [24] 冉戎, 王丁, 谢懿. 非政府组织关联、责任战略延续性与融资约束 [J]. 南开管理评论, 2016(3):178~192.
- [25] 高凡雅, 田高良, 王喜. 中小企业履行社会责任能缓解融资约束吗? [J]. 科学学与科学技术管理, 2017(6):133~143.
- [26] 钟马, 徐光华. 社会责任信息披露、财务信息质量与投资效率——基于“强制披露时代”中国上市公司的证据 [J]. 管理评论, 2017(2):234~244.
- [27] Jo H., Harjoto M.. The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility [J]. Journal of Business Ethics, 2012(1):53~72.
- [28] Barnea A., Rubin A.. Corporate social responsibility as a conflict between shareholders [J]. Journal of Business Ethics, 2010(97):71~86.
- [29] Baron D., Harjoto M., Jo H.. The economics and politics of corporate social performance [J]. Business and Politics, 2011(2):1~46.
- [30] Jinhua Cui, Hoje Jo, Yan Li. Corporate social responsibility and insider trading [J]. Journal of Business Ethics, 2013(4):869~887.
- 作者单位: 1. 上海交通大学上海高级金融学院, 上海 200030; 2. 嘉兴学院商学院, 浙江嘉兴 314001