**分类号：** **学校代码：10139**

**学** 号：**2012092069** **密** 级 ： 公 **开**



硕 士 学 位 论 文

**类** 别： 全日制硕士研究生

**中** 文 题 目：**企业社会责任信息披露对投资效率的影响研究**

**——基于采矿业的数据**

**英** 文 题 目：**The Influence of Corporate Social Responsibility**

**Cnformation Disclosure** on the **Investment**

**Efficiency——Research Based on Data of Mining**

**学** 科 门 类： 管 理 **学**

**学** 科 名 称： 会 计 **学**

**研** 究 方 向： 财务管理理论与实务

**研** 究 生： 牟 玉

**指** 导 教 师： 晓 芳

**二 ○ 一 五 年 六 月**

**独创性（或创新性）声明**

本人声明所呈交的论文是本人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。除了文中特别加以标注和致谢中所罗列的内容以外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。申请学位论文与资料若有不实之处，本人承担一切相关责任。

学位论文作者签名： 日期：

**关于论文使用授权的说明**

学位论文作者了解内蒙古财经大学有关保留和使用学位论文的规定，即：研究生在校攻读学位期间论文工作的知识产权单位属内蒙古财经大学。学校有权保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和磁盘，允许学位论文被查阅和借阅；学校可以公布学位论文的全部或部分内容，可以允许采用影印、缩印或其它复制手段保存、汇编学位论文。（保密的学位论文在解密后遵守此规定）

保密论文注释：本学位论文属于保密在 年解密后适用本授权书。非保密论文注释： 本学位论文不属于保密范围，适用本授权书。

学位论文作者签名： 指导教师签名 ：

日期： 日期：

摘要

伴随着世界经济格局不断调整，国家之间的竞争也愈来愈激烈。我国现在仍处于一个特殊的阶段，经历着结构调整带来的阵痛，面临着经济迅速增长产生的矛盾。其中，各方面的矛盾日益明显甚至不断激化，例如采矿业的安全仍是一个没有解决的问题，生态环境的持续破坏，甚至是矿工的生命健康得不到保障，这都是亟待解决的问题。在这样一个实现经济高速进步和社会协调稳定的环境下，企业更应该践行相应的社会责任，保证利益相关者的权益。

投资决策是企业三大决策之一，关系到企业的健康发展。投资决策直接决定了企业的融资决策，而且影响企业的股利支付政策。然而，近年来，我国上市公司中非效率投资问题严重，阻碍我国资本市场的健康发展。那么，如何提高公司投资效率、如何解决非效率投资问题就变得迫在眉睫。已有文献显示，信息披露可以对投资效率的提升发挥积极作用。但是，学术界关于社会责任信息披露如何影响企业投资效率，特别是从产权性质视角出发，研究采矿业上市公司的社会责任信息披露对投资效率的影响的文献特别稀少，这为本文提供了研究思路。

本文对前人的研究成果进行了梳理和归纳，以信息不对称理论、委托代理理论及利益相关者理论为基础，结合我国资本市场的实际情况，选取2011至2013年沪深两市已披露社会责任信息的采矿业上市公司，运用Richardson模型

（2006）量化投资效率，采用回归分析法探讨样本企业的社会责任信息披露是否对投资效率有影响。同时，对比不同产权性质的上市公司社会责任信息披露对投资效率产生的不同作用。本文得到如下结论：我国采矿业上市公司存在非效率投资行为；社会责任信息披露得愈充分详细，其投资效率愈能得到提升；相对于中央政府控制的上市公司，地方政府控制的上市公司中社会责任信息披露对投资效率的促进作用更加显著。

目前，虽然我国还处于自愿披露社会责任信息阶段，但由于采矿业是高污染行业，其理应承担更多的社会责任，披露更多的社会责任信息。在这样的特殊背景下，探讨该行业的社会责任信息披露能否对投资效率产生作用，有利于促进该行业企业自愿地披露社会责任信息，从而有效降低信息不对称程度，在一定程度上解决非效率投资问题，促进资本市场的信息更加公开、透明。本文的研究成果对采矿业的企业、监管机构以及其他利益相关者具有一定的启示作用，有助于政府相关部门更好地制定社会责任信息披露机制。

**关键词：社会责任信息披露； 投资效率； 投资过度； 投资不足**

Abstract

Nowadays, with the advent of deepening adjustment of the world economic pattern and the fierce international competition, China enters the important period of strategic opportunities stage where the industrialization and urbanization are continuously promoted which result in a big leeway of regional development. However, we are still in the period of structural adjustment and the shifting of developing pattern. Problems caused by economic downturn are deeply existed, especially in mining industry which has become the disaster-zone. The negative effect of mining industry may not only damage people's health and life, but also destroys the environment severely. In order to realize the healthy and continuous development of economy and the harmony and stability of society, enterprises should undertake the responsibility to guarantee the profit of stakeholders.

As one of the three important decisions of enterprises, the decision of investment is not only the key to the decision of financing, but also affects the dividend payout directly. In recent years, the phenomenon of inefficient investment, including over-investment and under-investment, is widespread in listed corporations. Thus, how to improve the efficiency of investment and decrease the inefficient investment has become an urgent problem for enterprises. Researches show that, the quality of information disclosure can affect the improvement of efficiency of investment and lower the asymmetry of information. But academic researches about how social responsibility information disclosure quality affects the efficiency of investment of listed corporations of mining industry are far more enough, which provide the research idea of this article.

Based on the previous researches, regression equation, and Richardson model (2006), this article analyzes the quantization of efficiency of investment with the listed corporations in Shanghai and Shenzhen, reveals the information of social responsibility that they should undertake from 2011 to 2013. Furthermore, applying the asymmetric information theory, principle agent theory, stakeholder theory and the basic information of capital market of China, this article aims to analyze the effect of the information disclosure of social responsibility that the listed corporations should undertake, and to compare the effect between different listed corporations of different property of right.

The conclusion may be: there is inefficiency investment in mining listed corporations in China; the disclosure of information improves the efficiency of investment, the higher quality of disclosure of information the more effective investment; compared with the central government

Control of listed companies, local government control of the listed companies in social responsibility information disclosure quality has much significant impact on investment efficiency. Up to now, China still stays in a period of information disclosure by willing. Mining industry should undertake more social responsibility and disclose more information because of their severe pollution to the environment. It is in this context that the research about the effect of mining listed corporations' social responsibility information disclosure quality on the investment efficiency, may promote enterprises to disclose the information willingly, lower the information asymmetry, solve the inefficient investment and promote the information of capital market to be open and transparent. The accomplishments of the article has an enlightenment to mining enterprises, regulatory agency and stakeholders, which facilitate the government to make better policy about

Revelation of enterprises' social responsibility information.

**KEY WORDS: Social responsibility information disclosure**; Investment **efficiency Over-investment**; Under-investment

目 录

[摘要](#_Toc686896170) 2

[Abstract](#_Toc686896171) 3

[第一章 绪论](#_Toc686896172) 4

[1.1 研究背景及意义](#_Toc686896173) 4

[1.1.1 研究背景](#_Toc686896174) 4

[1.1.2 研究意义](#_Toc686896175) 4

[1.2 研究内容及结构](#_Toc686896176) 4

[1.3 研究方法](#_Toc686896177) 5

[1.4 研究创新](#_Toc686896178) 5

[第二章 文献综述](#_Toc686896179) 5

[2.1 投资效率相关研究](#_Toc686896180) 5

[2.1.1 投资效率计量方式研究](#_Toc686896181) 5

[2.1.2 投资效率影响因素研究](#_Toc686896182) 5

[2.2 社会责任信息披露相关研究](#_Toc686896183) 6

[2.2.1 社会责任信息披露经济后果研究](#_Toc686896184) 6

[2.2.2 社会责任信息披露影响因素研究](#_Toc686896185) 7

[2.3 社会责任信息披露与投资效率的相关研究](#_Toc686896186) 7

[2.4 研究现状述评](#_Toc686896187) 7

[第三章 社会责任信息披露与投资效率的理论基础](#_Toc686896188) 8

[3.1 相关概念界定](#_Toc686896189) 8

[3.1.1 社会责任的内涵界定](#_Toc686896190) 8

[3.1.2 投资效率的概念界定](#_Toc686896191) 8

[3.2 基本理论分析](#_Toc686896192) 8

[3.2.1 信息不对称理论](#_Toc686896193) 8

[3.2.2 委托代理理论理论](#_Toc686896194) 8

[3.2.3 利益相关者理论](#_Toc686896195) 9

[3.3 社会责任信息披露对投资效率的作用机理](#_Toc686896196) 9

[3.4 社会责任信息披露的度量](#_Toc686896197) 9

[第四章 社会责任信息披露对投资效率影响的实证分析](#_Toc686896198) 10

[4.1 研究假设](#_Toc686896199) 10

[4.2 数据来源](#_Toc686896200) 10

[4.3 样本选择](#_Toc686896201) 10

[4.4 模型构建与变量定义](#_Toc686896202) 10

[4.4.1 投资效率回归模型](#_Toc686896203) 10

[4.4.2 社会责任信息披露与投资效率的回归模型](#_Toc686896204) 12

[4.5 实证分析](#_Toc686896205) 13

[4.5.1 投资效率实证分析](#_Toc686896206) 14

[4.5.2 社会责任信息披露对投资效率影响的实证分析](#_Toc686896207) 25

[4.6 实证结论](#_Toc686896208) 37

[第五章 研究结论与政策建议](#_Toc686896209) 37

[5.1 研究结论](#_Toc686896210) 38

[5.2 政策建议](#_Toc686896211) 38

[5.2.1 出台社会责任相关法规措施](#_Toc686896212) 38

[5.2.2 增强企业社会责任意识](#_Toc686896213) 38

[5.2.3 纳入地方政府考核体系](#_Toc686896214) 38

[5.2.4 转变投资者投资理念](#_Toc686896215) 38

[5.3 研究的局限性及进一步研究方向](#_Toc686896216) 38

[参考文献](#_Toc686896217) 38

[作者简介](#_Toc686896218) 40

# 第一章 绪论

本章从整体上介绍了本文的研究思路，即阐述本文的研究背景和意义、概括本文主要内容、论述文章结构和研究方法、挖掘创新点。

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

伴随着世界经济格局不断调整，国家之间的竞争也愈来愈激烈。但是，我国现在仍处在一个特殊的阶段，经历着结构调整带来的阵痛，面临着经济迅速增长产生的矛盾。其中，各方面矛盾日益明显甚至不断激化，例如采矿业的安全仍是一个没有解决的问题，生态环境的持续破坏，甚至是矿工的生命健康得不到保障，这都是亟待解决的问题。在这样一个经济高速进步和社会协调稳定的环境下，企业更应该践行相应的社会责任，使利益相关者的利益得到保证。

作为表率，大型国企认真履行社会责任义务，及时披露社会责任报告，从行动上保障利益相关者的利益。与此同时，一些行业协会意识到社会责任的深刻内涵，编制了符合行业特征的社会责任报告披露规范。2013年5月，为进一步建立完善的煤炭行业社会责任报告发布平台，煤炭工业协会作出具体要求，即每年五月上旬召开本行业社会责任报告发布会，认真确立并完善本行业的社会责任报告发布机制，从而促进该行业的各企业认真积极地履行社会责任，为早日建成我国新型煤炭工业体系而努力。

证券交易部门及相关监督管理部门也在采取行动，积极践行社会责任，监督企业认真披露社会责任报告。2006年8月及2008年5月，深圳证券交易所与上海证券交易所先后发布文件《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》、《关于加强上市公司社会责任承担工作的通知》，指导各上市公司承担各自的社会责任。

2013年12月18日，中小企业合作发展促进中心、中小企业全国理事会发布《中国中小企业社会责任指南》，2014年起在全国推广实施，这是第一份关于中小企业的社会责任践行指南，意味着社会责任进入一个新的发展时期。

越来越多的行动证明，企业认真履行并披露社会责任直接影响其财务决策、未来发展机遇及公众的可信度。投资决策是企业三大决策之一，直接关系到其生存与发展。投资决策直接决定了企业的融资决策，而且影响企业的股利支付政策。然而，近年来，我国上市公司中非效率投资问题严重，阻碍我国资本市场的健康发展。那么，如何提高公司投资效率、如何解决非效率投资问题就变得迫在眉睫。

已有文献显示，信息披露能够缩小企业的信息不对称差异，对投资效率的提升发挥积极作用。但是，学术界关于社会责任信息披露如何影响投资效率的文献特别稀少，这为本文提供了研究思路。

### 1.1.2 研究意义

#### 1. 理论意义

理论方面，本文更加丰富了关于社会责任信息披露的理论及社会责任与投资效率的相关研究成果。通过梳理、归纳已有研究成果并具体分析社会责任信息披露对投资效率的作用机理，本文论证了社会责任信息披露能够作用于投资效率，希望能够对解决非效率投资问题发挥一定的积极作用。

#### 2. 现实意义

（1）虽然我国目前仍处于自愿披露社会责任信息阶段，但是采矿业属于高污染、高风险行业，理应承担更多的社会责任，详细并真实地披露有关信息。在这样的特殊背景下，探讨该行业的社会责任信息披露能否对投资效率产生作用，能够促进该行业成员自愿披露有关信息，缩小信息不对称差异，能够解决低效率投资的问题，促进资本市场的信息更加公开、透明。

（2）本文的研究成果对采矿业的企业、监管机构以及其他利益相关者具有一定的启示作用，有助于政府相关部门更好地制定社会责任信息披露机制。

## 1.2 研究内容及结构

根据对关于社会责任信息披露和投资效率的文献进行梳理，并运用信息不对称理论、委托代理理论及利益相关者理论进行深入分析，本文拟选取2011至2013年沪深两市已披露社会责任信息的采矿业上市公司为样本，检验社会责任信息披露是否作用于投资效率。

本文主要分为五个部分，具体结构如下：

第一部分：绪论。阐述本文的研究背景和意义，概括本文主要内容，论述文章结构和研究方法，挖掘创新点。这是本文后续研究的前提和基础。

第二部分：文献综述。回顾国内外相关文献，希望通过归纳总结，熟悉已有文献结论，掌握科学的研究方法。这是本文得以继续的基本要求。

第三部分：理论基础。主要阐述本文涉及的基本概念以及运用的基本理论依据。

第四部分：实证分析。通过整理文献并进行理论分析，本文提出假设，选取

2011至2013年沪深两市已披露社会责任信息的采矿业上市公司为样本，利用

Richardson模型计算投资效率，采用润灵环球责任评级机构的社会责任评级数据衡量社会责任信息披露，并按照产权性质的不同，运用描述性统计、相关性分析与回归分析，考察社会责任信息披露是否作用于投资效率。这是本文的关键。

第五部分：研究结论与政策建议。通过前文的实证分析，本章得到最终结论并提出针对性建议。

## 1.3 研究方法

本文综合运用规范研究以及实证研究的方法。具体表现为：

规范研究方面，首先对前人的相关研究进行了梳理和归纳，以信息不对称理论委托代理理论及利益相关者理论为基础，结合我国资本市场的实际情况，按照不同的产权性质，探讨社会责任信息披露能否对投资效率产生作用。

实证研究方面，运用Richardson模型（2006）量化投资效率，选取2011至2013年沪深两市已披露社会责任信息的采矿业上市公司，采用回归分析探讨样本公司的社会责任信息披露是否作用于投资效率。同时，进一步对比不同产权性质的样本企业中该作用是不是不同及有何不同。本文主要采用描述性统计、相关性分析、回归分析等统计分析方法。采用的分析工具主要为Excel 2013和SPSS

20.0.

## 1.4 研究创新

第一，不管是社会责任信息披露相关研究，还是投资效率相关研究，现有文献大多都集中在经济后果及影响因素方面，鲜有文献从社会责任信息披露角度探讨投资效率问题。本文探讨不同产权性质的采矿业上市公司中社会责任信息披露对投资效率的作用是否不同，从而丰富该领域的相关研究。

第二，采矿业是一个高污染、高风险的行业，理应认真履行社会责任，为其他企业作示范，例如从行动上保护环境、从细节上保障职工的合法权益、从根本上促进社区和谐。鉴于行业差异会引起社会责任信息披露的差异，本文选用采矿业上市公司为样本，探讨该行业中社会责任信息披露是否对投资效率产生作用。

# 第二章 文献综述

本章分别梳理了投资效率相关研究、社会责任信息披露相关研究及社会责任信息披露与投资效率的相关研究，并以此引出本文的理论依据及研究空间。

## 2.1 投资效率相关研究

### 2.1.1 投资效率计量方式研究

Fazzari等（1988）最早系统地提出投资效率的计量方法，即用投资—现金流敏感性来度量过度投资。该模型预测，企业投资决策可能受到现金流运动的作用。Vogt（1994）创造了一个数理模型，包含投资的机会、现金流量及二者的交互变量，他通过交互项系数的正负情况来辨别非效率投资行为，如果该系数为正，为投资不足，反之为过度投资。Richardson（2006）提出“公司新增投资支出包括预期部分和非正常部分，前者与其成长机会、上一年投资支出、融资约束、行业和其他因素有关；后者如果为正，说明投资过度，反之说明投资不足。该模型计算得到预期投资支出水平，然后将实际投资支出与预期投资支出的差值作为衡量投资效率的指标。若该值为正值，则代表过度投资，且其愈大，过度投资程度愈高，若该值为负值，则表示投资不足”。①

我国学者借鉴国外已有方法度量投资效率，其中大多利用Richardson模型得到企业的残差以衡量投资效率的高低，如辛清泉，郑国坚，杨德明（2007），曹亚勇，王建琼，于丽丽（2012）等，对投资效率相关问题进行研究。本文也将运用这种方法计算投资效率。

### 2.1.2 投资效率影响因素研究

#### 1. 代理问题

Shleifer（1997）认为“管理者挑选更利于自身利益的投资决策主要因为管理者与所有者之间的利益矛盾，这就会使得公司整体的投资效率呈现低水平”。②La

①Richardson, S. Over-investment of Free Cash Flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2): 159-189.

②Shleifer A. Vishny R W. A survey of corporate governance [J]. The journal of finance, 1997, 52(2): 737-783.

Portal（1999）认为“当一项投资不能同时满足大股东和小股东的利益时，大股东的控股权远远大于小股东，因此，很多情况下，公司的投资效率低下更多地是因为舍弃了小股东的利益而尽可能最大程度地满足大股东的利益需求”。①

刘朝辉（2002）第一次建立模型并提出控股股东与关联交易的目的是私有收益，这会导致过度投资行为。刘星，窦玮（2009）认为由于控股股东追求控制权的个人欲望，被大股东拥有并控制的公司往往都会发生低效率的投资决策；如果大股东对股份形成绝对控制，那么所有权比例越大，投资不足越严重，过度投资越轻微。

陈共荣，徐巍（2011）提出“第一大股东持有股份的比例与投资效率之间表现出一种N型关系，非效率投资现象在国有企业中往往更加多见且严重，股权之间的相互制约与平衡能够降低大股东利益主导下产生的低效率投资”。②

#### 2. 内部现金流

Stulz（1990）发现自由现金流直接影响企业的投资决策，如果自由现金流较为富裕，企业常常投资过度，反之，则投资不足。Hovakimian和Titman（2003）指出现金流量愈敏感，引起过度投资的可能性就愈大。Dittmar，Smith（2007）提出存在非效率投资行为的企业中，现金流充裕的企业比例更大。王治（2008）提出“当国有控股类上市公司内部现金流短缺时，投资对现金流不敏感，没有表现为投资不足，反之，当内部现金流充裕时，投资对现金流敏感，存在过度投资现象；而无论非国有控股的上市企业产生的现金流量是充裕还是短缺，其投资都会对现金流量表现出一定的敏感度”。③

#### 3. 负债融资

Lang，Ofek，Stulz (1996), Cleary (1999) Childs, Mauer和Ott（2005）提出负债有利于抑制过度投资行为，因为负债能够制约管理层为自身利益而进行的投资行为，而且短期债务融资可以减少代理成本，财务杠杆能够制约投资的增加。童盼，陆正飞（2005）剖析了因企业举借债务引起的资产代替与投资不足问题，并发现债务能够对过度投资起到一定的制约作用。连玉君，苏治（2009）指出由于企业投资受融资约束的限制，其投资支出水平往往比最优水平降低了20%-30%。

①La Porta, Rafael. Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei shleifer, and Robert W. Vishny. Law and Finance[J], Journal of Political Economy 1998:1113-1155

②陈共荣、徐巍：《大股东特征与企业投资效率关系的实证研究》，《会计之友》，2011年第1期。

③王治：《现金流、股权结构与中国上市公司投资行为》，《当代经济管理》，2008年第12期。

#### 4. 产权性质

辛清泉，郑国坚，杨德明（2007）表明，大型企业的价值损害效应比地方政府控制的企业作用更大，而其效率的推动作用更加有限。李焰，秦义虎，张肖飞

（2011）提出“不同的产权机制下，管理者的背景特点不同，作出的投资决策也不相同，进而作用于投资效率。国有企业中的管理者年龄愈小，任期愈小，投资规模愈大，该投资往往对投资效率产生消极影响；非国有企业中，管理者年龄愈小，投资规模愈大，未对投资效率发挥显著作用，而是财经工作经历可以明显地增加投资规模，促进投资效率的提升”。①任晋（2012）指出大股东治理与负债融资是我国国有控股企业低投资效率的原因。张丁育（2013）发现“国有企业非效率投资程度较高，董事会社会资本对非效率投资的影响却显著的弱于非国有企业，对这些资本的利用效率较低。相对而言，非国有企业的董事会资本通常都能够被运用得当来促进企业不断进步”。②

## 2.2 社会责任信息披露相关研究

随着公众对社会责任的认同感持续加深，企业也更加意识到社会责任对企业形象及企业发展的重要性。学术界关于社会责任的文章逐年增多。总而言之，我国社会责任信息披露水平有待于继续提升。

### 2.2.1 社会责任信息披露经济后果研究

本部分研究主要包括价值相关性和资本成本两个方面。

#### 1. 社会责任信息披露的价值相关性研究

一些学者认为社会责任信息披露和企业价值之间具有一定的关系。早在

1978年，Ingram就采用市场反应来探讨社会责任信息披露是否能够对企业发生一定的作用，其结果显示，对于投资组合来说，是否披露非货币化信息直接关系其年收益率的高低。具体而言，披露这种信息的投资组合的年收益率较高，并且这种区别在环境信息中最明显。李正（2006）提出不同时期社会责任对公司价值的作用存在差别，在当期，二者之间是负相关关系；但从长远来看，公司价值不会随着社会责任的践行而下降。袁蕴（2009）以企业整体作为出发点，借助托宾

①李焰、秦义虎、张肖飞：《企业产权、管理者背景特征与投资效率》，《管理世界》，2011年第1期。

②张丁育：《上市公司董事会资本、产权性质与非效率投资的关联性研究》，吉林大学，2013年。

Q理论实施了实证研究，发现虽然社会责任信息披露能够对公司价值产生作用，但它不能主导企业价值的高低。

但是也有一些学者持不同观点，认为二者并没有相关关系。陈玉清，马丽丽

（2005）提出，现阶段社会责任信息和企业价值的相关性并不明显，但是行业差别也能对这种相关性产生作用。宋献中，龚明晓（2007）发现我国上市企业披露的社会责任信息及其作出的决策的价值均较小。

#### 2. 社会责任信息披露与资本成本的相关性

一些学者认为社会责任信息披露与资本成本表现出正相关关系。Richardson

和Welke（r 2001）利用Society Management Accountants of Canada和University of

Quebec at Montreal提供的1900年至1992年共700多家加拿大企业关于社会责任信息披露的有效信息，发现这些样本的社会责任信息披露得愈充分，其权益资本成本愈大。

另外一些学者认为社会责任信息披露与资本成本之间显示出负相关关系。李明毅，惠晓峰（2008）发现在502个样本公司中，366个样本选用保守盈余政策，

136个样本选用激进盈余政策。保守盈余政策组中，保守度越高，其资本成本越

低；激进盈余政策组中，激进度与资本成本的相关性并不显著。信息披露质量的提升能够减小公司的资本成本。李姝，赵颖，童婧（2013）研究表明，“企业披露社会责任信息能够作用于权益资本成本，促使其下降，而且存在首次披露效应；社会责任信息质量对其产生的作用并不十分明显，机构投资者持有股份的比例也未能对这种作用产生明显的促进效果”。①

还有一些学者认为社会责任信息披露和资本成本是相互作用的。孟晓俊，肖作平，曲佳莉（2010）认为“社会责任信息披露与公司资本成本之间存在一种相互作用的关系，即信息不对称会增加企业的资本成本，而社会责任信息披露能够缩小这种信息差异程度，进而减少资本成本，但这种作用会因为企业是否如实披露信息而大小不同，反之，低资本成本的公司发布社会责任信息的目的和真实性也会比高资本成本的公司要差”。②

### 2.2.2 社会责任信息披露影响因素研究

很多学者认为企业规模、负债比率和盈利水平影响企业社会责任信息披露。

Cowen, Ferrerir和Parker（1987）认为，企业规模能够对社会责任信息披露发

①李姝、赵颖、童婧：《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》，《会计研究》，2013年第9期。

②孟晓俊、肖作平、曲佳莉：《企业社会责任信息披露与资本成本的互动关系——基于信息不对称视角的一

个分析框架》，《会计研究》，2010第9期。

挥作用，企业规模越大，得到的社会关注度就会越高，社会责任信息就会披露得越充分。Deegan和Gordon（1996）提出不同行业的公司，其社会责任信息披露也有区别，敏感行业（如煤炭开采业、化工业）的企业规模对社会责任信息披露的作用比较明显。

Y. T. Mak和L. L. Eng（2003）提出，企业的负债程度越低，其环境信息披露得越充分。李正（2006）提出“资产规模、债务比例、属于重污染行业这三个因素与公司履行社会责任呈现显著正相关关系；ST公司中上年的盈利能力与企业承担社会责任呈现出负相关关系，并且这种负相关关系很显著”。①陈文婕（2009）认为

“企业规模、治理环境和盈利水平能够督促社会责任信息披露，行业差异也会影响社会责任披露，独立董事制度未能有效促进社会责任信息披露”。②肖胜楠

（2012）提出，在煤炭企业中，公司的规模愈大，社会责任信息披露得愈详细；其盈利能力愈强，社会责任信息披露得愈丰富；财务风险愈大，社会责任信息披露得越差。

部分学者发现其他因素也可以作用于社会责任信息披露。Amir（2006）认为，公司内部员工持有股份越少，对社会责任信息的披露越有利。李姝，曹蕊（2010）认为“公司的代理成本愈大，其往往愈愿意披露社会责任信息，代理成本能够督促公司披露社会责任信息，另外，最大程度地满足股东利益与社会责任的践行是相得益彰的”。③姜涛，王怀明（2012）研究显示，董事会设置专业委员会能够提高社会责任信息披露水平，董事会勤勉度及对其进行薪酬激励能够有效促进社会责任信息披露，但其独立性不会对社会责任信息披露产生明显作用。肖胜楠

（2012）认为流通股比例、董事会规模与煤炭企业社会责任信息披露没有显著的正相关关系。

## 2.3 社会责任信息披露与投资效率的相关研究

很多文献分析了会计信息质量是否能够对投资效率产生作用。崔伟等（2008）提出如果将公司规模、盈利能力作为控制变量时，会计信息质量越高，投资现金流敏感性就会有所降低，表明会计信息质量可以对投资效率产生积极作用。李青原（2009）认为，企业的会计信息质量越高，低效率投资越少，而且在经过严格审计的公司中，其与投资过度的这种负相关关系愈明显。袁建国等（2009）发现会计信息质量越高，企业过度投资越少，高质量的会计信息能够对过度投资产生

①李正：《企业社会责任与企业价值的相关性研究——来自沪市上市公司的经验证据》，《中国工业经济》，2006年第2期。

②陈文婕：《企业社会责任信息披露影响因素研究》，湖南大学，2009年。

③李姝、曹蕊：《基于代理成本理论的企业社会责任信息披露动因研究》，《第五届中国管理学年会——公司治理分会场论文集》，2010年。

约束作用，特别是在自由现金流比较充裕的企业中，这种负相关关系往往越发分明。何熙琼（2012）认为公司投资不足与投资过度会受到会计信息质量的作用。

部分学者探讨了内部控制信息披露是否能够对投资效率发生作用。成玲提出

（2013）“内控信息披露水平愈高，过度投资和投资不足现象愈少，而且它能够有效解决存在的投资不足问题”。①

近些年，学术界也出现关于信息披露质量和投资效率的其他研究。张伟，吕伟（2009）认为公司投资效率的提高得益于信息不对称差异的缩小，而这种信息不对称差异的缩小又源于信息中介的繁荣发展和披露水平的提升。朱礼（2010）认为信息披露的内容愈丰富，投资不足愈可得到缓解。程新生，谭有超，刘建梅

（2012）发现“作为非财务信息与投资效率的中间变量，外部融资也会被有关制度所约束，非财务信息不仅减少投资不足，而且也会引起投资过度，具有双重作用”。②刘攀（2013）提出“信息披露与投资不足和投资过度呈显著的负相关关系，如果很多条件都限制融资时，则其与投资不足的负相关关系更显著；若公司自由现金流量比较充裕，则公司信息披露质量与投资过度的负相关性更显著”。③

目前，关于社会责任信息披露与投资效率的文献较少。曹亚勇，王建琼等

（2012）提出社会责任信息披露越充分，投资效率越高，其中，其与投资过度呈显著负相关关系。喻婷（2013）指出，我国食品饮料业企业普遍存在低效率投资问题；社会责任履行与投资效率正相关，但不显著。曹亚勇（2013）实证发现地方控制的上市公司存在非效率投资问题，上市公司履行社会责任能有效抑制这种现象的发生，且该作用在地方政府干预比较强烈的地区越发清楚。

## 2.4 研究现状述评

本章对相关文献研究进行整理，得出以下结论：

第一，投资效率研究方面，国内外研究主要集中于投资效率的计量及其影响因素。我国学者大多借鉴Richardson残差模型考察我国资本市场中的投资效率行为。鉴于此，本文也将采用该模型探讨投资效率问题。

第二，社会责任研究方面，学者们发现，概而论之，我国社会责任信息披露水平还是比较低下，没有强制性要求，其经济后果主要涉及价值相关性和资本成本研究，企业规模、盈利水平、负债比率、行业因素等都会影响社会责任信息披露水平。

第三，社会责任信息披露与投资效率的相关研究方面，学者们主要研究会计

①成玲：《内部控制信息披露对上市公司投资效率的影响研究》，浙江理工大学，2013年。

②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》，《管理

世界》，2012年第7期。

③刘攀：《信息披露质量对公司非效率投资影响的实证研究》，湖南大学，2013年。

信息质量与投资效率、内部控制信息披露对投资效率的影响以及关于信息披露与投资效率的其他研究。大多学者认为高质量的信息披露能够促进投资效率的提升。很少有学者对社会责任信息披露与投资效率的关系进行研究，还未有学者比较分析不同产权性质的企业中社会责任信息披露对投资效率的影响。

因此，以上文献研究为本文研究采矿业上市公司的社会责任信息披露对投资效率的影响提供了新的空间。

# 第三章 社会责任信息披露与投资效率的理论基础

本章首先对社会责任、投资效率等相关概念进行界定，其次通过相关理论剖析社会责任信息披露对投资效率的作用机理，然后对社会责任信息披露的度量方法进行阐述，为之后的实证部分做好铺垫。

## 3.1 相关概念界定

### 3.1.1 社会责任的内涵界定

“企业社会责任”（Corporate Social Responsibility, 简称CSR）首先由美国学者Oliver•Sheldon（1924）指出，他将社会责任和企业所有者满足产业内外不同需求的责任相结合，提出道德因素应当包含在社会责任内。“企业社会责任之父”Howard•Bowen（1953）提出企业应该根据社会的目标和价值制定政策并采取措施，落实社会责任。霍华德・R•鲍恩认为公司应该主动履行社会责任。但是，概而论之，这一时期企业社会责任问题没有获得社会的广泛认可，社会责任研究也未能进入学术研究范畴。

众多学者在上世纪60年代西方社会广泛开展的社会运动的推动下开始探讨企业社会责任这一议题。起初的研究多而杂，并未有哪一个理论能够力排众议成为主流，随时间进行，最终形成了古典观和社会经济观两大阵营。前者主张企业社会责任是满足股东利益要求，也就是说，他们认为企业的首要责任就是获取足够的利润来弥补未来可能发生的成本，以米尔顿・弗里德曼为代表；而后者则要求企业在对股东和社会同时负责的前提下，要兼顾企业短期财务绩效和长期财务绩效，倘若如此，企业就要对员工、消费者、社区和环境均付出一定的行动成本。

学者们是从上世纪70到90年代开始关注企业社会责任，逐渐形成了以“三个同心圆”、“金字塔”和“三重底线”为主的研究成果。三个同心圆由内而外分别指向企业经济责任即基本责任，中间则指向经济功能与社会价值的兼顾，最后的一圈则是强调企业促进社会进步的无形的责任。金字塔则类似于马斯洛关于人类需求的金字塔，按着企业的构成、社会角色以及其发展将社会责任分为由下而上的经济责任、法律责任、伦理责任和慈善责任四个层次。最后一个理论则提出了经济、社会和环境这三个底线，与现今我国与可持续发展及和谐发展的战略相吻合。

21世纪，企业社会责任这一话题也随着经济的迅猛发展而越发受到学者们的关注。学者们对于其内涵已经逐渐形成了统一的认识，可以概括为：一方面强

调以往被忽略的客户、职员、供应商等利益相关者也应该得到企业的关注；另一方面，突出可持续发展，企业应该长远布局，作出功在当代利在千秋的谋略。社会责任的内涵也是与时俱进的，它会同社会的发展和企业的壮大而不断地推陈出新。由于研究视角、研究环境和条件的不同，学者们给出的企业社会责任内涵各有不同，但均有其存在的合理性。通过多年来各国学者们的不断深入研究，各个时期的社会责任内涵也在不断丰富与变化中。

本文之所以得出按照利益相关者理论对企业社会责任内涵进行界定是合理的结论，是建立在企业社会责任内涵的理论基础之上的。因此，企业应该主动承担并突出对利益相关者的责任，而不仅仅是寻求实现企业价值最大化。

### 3.1.2 投资效率的概念界定

经济学中的投资被界定为“为了增加企业在将来的产出而选择舍弃当前消费的经济活动”①。财务管理将投资定义为理财主体投入一些资金，期望在将来能够获取预期收入的行为。根据不同的投资对象，投资被划分成对内投资和对外投资两部分：对内投资是企业为了满足扩大再生产的需要而选择加大存货储备或采购机器设备等方式进行的投资；对外投资是将资金投放于证券市场，如在二级市场上购买股票、债券等。由于市场里的证券均有出售方和购买方，证券价值在出售时已经确定，其经济价值并未增加，所以，非金融企业在证券市场的买卖交易是一种金融交易。只有真实资本被创造出来，才能算作真实的投资。本文将投资定义为企业为了扩大再生产，将资金用于增加存货存量、购买新设备和其他长期资产而进行的经济活动过程，即实物投资行为。

由于投资过程始终面向未来，具有不确定性，因此投资不一定能增加企业未来的价值。当公司投资决策出现失误时，该决策往往导致企业未来价值下降。因此，通常以是否能够促进企业价值的增加来衡量投资效率的高低。从经济学角度分析，所谓效率是指经济资源的配置问题，即当企业所有的社会资源与技术水平确定的情况下，如何将有限的资源在各种可选择的用途上进行配置，使资源的配置效果最优。本文强调，要实现企业价值最大化就需要企业的投资决策能够实现未来有大量现金流入。因此企业要在最有效投资时投资，避免错过最有效时间而带来的非效率投资。非效率投资分为投资不足和投资过度，而界定两者的标尺是最佳投资支出，凡是与这一标尺不统一的投资都不利于公司可持续发展。

①萨缪尔森、诺德豪斯、刘保春等：《经济学》，河北科学技术出版社，2001年。

## 3.2 基本理论分析

### 3.2.1 信息不对称理论

信息不对称理论由美国经济学家迈克尔・斯彭斯、乔治・阿克尔洛夫和约瑟夫・斯蒂格利茨提出。该理论认为：市场上产品质量之所以会降低是由于卖家掌握了更多与产品相关的信息，进而将高质量的产品排挤出市场，最终信息不对称理论进入到经济管理领域，用于剖析相关经济问题。也就是说，拥有更多信息者就拥有了市场竞争更大的优势，从而出现不公平现象。

“柠檬市场”就是信息不对称最典型的例子，这不仅损害了拥有高质量产品的卖方的利益，也损害了只能买到低质量的产品，久而久之，市场会因此止步不前。信息不对称的另外一个例子就是资本市场。当所有者与经营者、投资者与经营者之间存在信息不对称时，公司的营运成本就会大大增加，从而影响公司的投资效率，阻碍公司的可持续发展。高质量的信息披露可以减轻由信息不对称导致的不良影响。如果资本市场有效，公司能够及时、真实地披露关于经营状况、融资状况等高质量的信息，就可以大大降低交易成本，减少投资者的风险。

信息不对称的影响可以体现在企业管理者利用信息优势在投资决策中进行过度投资以博取更大利益，也可能促使管理者进行投资不足来满足自己更多的休闲娱乐的需求。高质量的信息披露不仅能够降低管理者的代理成本，对企业非效率投资行为起到一定的抑制作用，而且能够降低投资风险，减少因融资成本过高导致的投资不足现象。

### 3.2.2 委托代理理论理论

早在1976年，Jensen和Meckling已经对委托代理关系进行界定，即“委托人采用契约的形式聘请代理人来履行他们应该履行的义务，并据此提出著名的委托代理理论”。①该理论认为，企业是利益相关者，如股东、管理者、债权人、客户、员工等之间缔结的一组契约的联合体，当信息对称时，委托代理双方没有隐瞒相关信息，委托人能够看到代理人的所有决策，据此判断其是否能够保障自己利益的实现。但是，这种情况在现实中几乎不可能实现。现实中，委托代理双方掌握的信息往往不是对称的，双方的利益也有所区别。而委托代理双方都是理性经济人，追求效用最大化。委托人关心如何使其拥有的资本取得更高的利润，代理人则希望自己的利益能够得到充分满足。因此，代理人为了最大化地满足自

①Jensen M C, Meckling M H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economies,1976, (10):305-36.

己的利益需求，通常会牺牲委托人的利益，这种冲突就产生了代理问题。

因此委托人在通过契约来激励和监督代理人来缓解代理问题的同时也产生了代理成本。公开披露公司信息带来的好处，如信息不对称程度的降低、代理成本的减少、对上市公司投资者与管理者之间契约关系顺利进行的促进、信息质量的提升，这些都会促成代理人最大限度的降低监督成本。换句话说，信息披露质量愈高，契约约束作用愈明显。

因此，委托代理理论为信息披露提供了理论基础，反之，信息披露制度也能够有效缓解代理冲突，降低代理成本。

### 3.2.3 利益相关者理论

Ansoff（1965）提出，企业应该在充分考虑了股东、管理层、员工、供应商等的相关利益者相互之间冲突的索取权之后再制定完美的企业目标。这是“利益相关者”第一次被引入经济管理学界。后来Freeman（1984）提出企业的利益相关者可以决定企业能否实现其经营目标或者受该经营目标实现过程影响的个人或者群体。这个理论突出强调了利益相关者的需求。利益相关者的帮助与拥护关系到企业的发展，因此企业与利益相关者的交流就显得特别关键，信息披露则为这一交流过程提供了方便，被披露的相关社会责任信息包括对员工、客户、供应商、社区、环境资源等相关者所承担的社会责任，这责任实际上就是企业与利益相关者之间关系的维系。

上世纪八九十年代，学者们从利益相关者的角度切入获得了不少的研究成果，并将其作为评估企业社会责任最相关的理论框架。这就敦促企业为获得更多利益相关者更多的支持、得到更好发展而披露高质量的社会责任信息。

## 3.3 社会责任信息披露对投资效率的作用机理

根据信息不对称理论，债权人的逆向选择与股东的道德风险会导致信贷约束问题，致使公司因融资成本的提高而被迫拒绝本来能够接受的净现值为正的项目，从而出现投资不足现象。信息不对称差异越低，投资者就更能有效地敦促企业管理者，防止管理者将资金投放于比预期风险更高的项目。因此，缩小信息差异程度可以降低股东的道德风险，对投资不足行为起到一定的约束作用，从而促进投资效率的提升。

根据委托代理理论，如果管理者自己掌控并且管理企业，那么他就占有公司的所有剩余收益索取权，这就激励着他勤奋做事，尽力完成任务。但是，如果一个企业的所有权与经营权是分开的，经营者辛勤工作后付出的代价就会越大，企业的收益很可能越高。因为经营者活动的外部性，所有者掌控着剩余收益的索取

权，其收益会随着经营者辛勤工作程度而逐渐升高。这就会导致经营者的不满情绪，从而产生利益摩擦甚至是利益矛盾。另外，与所有者相比，经营者具有更大的信息优势，致使双方产生严重的信息差异。信息差异与经营者活动的外部性的同时存在就会引发委托代理问题。所以，经营者在拥有信息优势时就有动机进行对自己有利的非效率投资。

高质量的社会责任信息披露减小信息不对称差异一般有两种途径。途径一：减少投资者获取私有信息的动机。披露高质量信息的企业往往及时向利益相关者传递出与企业未来经营情况与盈利预测相关的有用信息。这不仅增加了投资者寻找私有信息的难度和成本，而且私有信息的时效性降低，迫使投资者减少获取的私有信息，从而减少了交易频率，信息不对称程度也会下降。途径二：吸引非知情交易者参与交易。如果企业披露高质量信息，那么投资者就能够以低成本获取公开信息，从而吸引更多非知情交易者参与企业股票交易，知情交易者见到许多非知情交易者后也会加入到交易中。因为资金限制和风险规避需求，知情交易者将会慢慢退出交易，从而缩小信息不对称的差异。对于非知情交易者来说，他们会将更多资金投向其熟悉、善于辨别的企业，高质量的社会责任信息披露能够提高企业的透明度，节省投资者在信息处理方面的支出，这样，更多的非知情交易者参与交易，知情交易比例逐渐降低，信息不对称差异也会缩小。

概而言之，社会责任信息披露得越丰富，信息不对称差异就会越小，代理成本随之减少，在一定程度上遏制非效率投资行为，使投资效率得到提升。

减少投资者获取私有信息的动机

降低信息不对称

吸引非知情交易者参与交易

高质量的社会责任信息披露

降低代理成本

图 3-1 社会责任信息披露对投资效率的作用机理分析

提高投资效率

## 3.4 社会责任信息披露的度量

根据近年来国内外学者、专家所做的研究，本文将社会责任会计方法、声誉评分法、内容分析法、指数法及评级法这五种方法归结为企业社会责任信息披露的度量方法。

#### 1. 社会责任会计方法

所谓社会责任会计方法，其含义就是将一些会被企业因履行社会责任而产生影响的项目放入企业的会计系统里，然后根据一定的标准来划分企业的社会责任为以下几类：资产、负债、成本、收益四类，并对其分别进行计量与披露。当然，此法的局限性在于上述的几类社会责任信息虽已被明确，但始终无统一标准去衡量，因而导致整个数据可比性较低。所以，这种方法即社会责任会计方法在计量社会责任信息披露的文献研究中是较少被使用的。

#### 2. 声誉评分法

所谓声誉评分法，便是指通过发放问卷的形式对被调查对象进行调查，由于调查对象的差异，获取信息渠道也有所区别，如网站、报纸等，如果去调查他们对于本企业的评价的话，他们会从自己的信息渠道获取的有关于企业社会责任信息来对企业各种指标评分，最后的声誉分值就是各个企业的各种指标的分数总和。这种方法曾被宋献中、龚晓明（2006）应用过。而此方法的缺陷在于：因为被研究者所选取的不同的调查对象有着不同的甚至有较大差别的知识背景和经历，那么可能他们对于样本企业践行社会责任的情况并不能够完全熟悉，因而对同家企业的所得评分就会有所不同。另外，如果用此声誉评分法不想让研究质量降低的话，研究的样本公司数目不能够过多。

#### 3. 内容分析法

所谓内容分析法，则是将企业所发布出去的各种文件报告进行整理之后找出相关信息，计算出来的字数或句子数愈多，那么也就代表企业社会责任信息披露愈多。此法亦可应用于大样本的研究当中。Zeghal D. and Ahmed, S. A.（1990）和Guthrie，J. E.等（1989）分别采用字数和页数对社会责任信息披露进行了认真的评价与分析，Joyce van der Laan Smith等（2005）则是用字数、句子数和页数来计量的。但是，用这个方法的过程工作量是比较大的，且利用页数对信息披露数量进行计量会因主观性而稍显模糊。

#### 4. 指数法

此法曾普遍应用在对于社会责任信息披露的研究中。国内外有很多学者比如

Richardson，A. J.等（2001）、Haniffa，R. M.等（2005）、汤亚莉（2005）都采用指数法来进行探究。因存在印象管理行为，某些公司只披露有利信息，内容分析法

的可靠性值得怀疑，李正（2007）这样认为。

#### 5. 评级法

润灵环球监督资本市场社会责任及信息披露，而其本身作为民间组织、专业机构以及社会责任第三方机构，也是社会立体监督网络中的必需环节。润灵环球责任评级制定的专家评分法，其实就是社会责任报告评价体系选用结构化的一种方法，首先设立整体性、内容性、技术性和行业性四个零级指标，然后对应设立

15个一级指标和63个二级指标（不含行业性指标）。总评分CSR满分为100分，整体性评价、内容性评价、技术性评价、行业性评价的比重分别为30%、45%，、

15%、10%，即30分、45分、15分、10分。本文最终采用此方法是因为润灵环球责任评级的专业性与权威性，所以将其应用于对社会责任信息披露的计量。

# 第四章 社会责任信息披露对投资效率影响的实证分析

本章根据第三章所论述理论提出研究假设，选取2011至2013年沪深两市已披露社会责任信息的采矿业上市公司作为样本，运用Richardson模型（2006）计算样本公司的投资效率，然后通过建立数理模型，考察样本公司社会责任信息披露是否对投资效率产生作用，同时，对比剖析不同产权性质的企业中社会责任信息披露对投资效率作用的差异，为本文建议的提出奠定基础。

## 4.1 研究假设

近些年，我国经济迅猛发展，投资自然也紧跟着经济发展不断前进。由于我国资本市场还未进入成熟阶段，上市公司的股权结构也未得到进一步完善，目前，我国上市公司投资效率仍然较低。然而，飞速增长的房价、全社会固定资产投资的缓慢增长都有可能是由企业的非效率投资行为引发的。由于所有权和经营权的分离——代理问题所引发的经理人与所有者的冲突也可能导致企业经营者为了达到利己目的而做出损害企业价值的非效率投资行为。面对国内经济发展大环境，我国采矿业也不例外，投资效率较低，存在非效率投资行为。增量资本产出率，即本年投资支出与本年增量产出之比值，表示单位产出增长所必要的投资量，是衡量投资效率的重要指标。该比率越大，投资效率越低。调查表明，2010年、

2011年、2012年三年我国71家采矿业上市企业的增量资本产出率分别为0.42、

0.42、1.11，可见，这三年间，我国采矿业上市企业投资效率呈逐年降低趋势，不利于企业发展。为了考察样本公司是否存在非效率投资行为，本文提出研究假设：

H1：企业存在非效率投资行为。

企业价值的提升离不开经营者的投资活动，由于信息不对称和委托代理的问题，企业外部融资的获取往往成本较高，造成企业非效率投资。企业发布的社会责任信息可以将有利于企业发展的信息传达给投资者。高质量的社会责任信息能够减少投资者寻找私有信息的动机，有效地降低信息不对称程度，节约代理成本，抑制企业的非效率投资行为。另外，高质量的社会责任信息能够促使非知情交易者将资金投入到其熟悉并善于辨别的企业，从而降低知情交易者参与交易的比例，缩小信息不对称差异，提升投资效率。据此提出如下假设：

H2：社会责任信息披露的提高有助于企业的投资效率的提高，社会责任信息披露与投资效率正相关。

根据第三章论述的委托代理理论，非效率投资主要是由于代理问题导致的，

代理问题又涉及股东这一要素。所以，本文在探讨社会责任信息披露能否对投资效率产生作用时，不得不考查公司的股权性质问题，即产权性质。首先，产权性质直接作用于管理者做出的违背公司价值最大化目标的决策。产权性质通过影响管理层在企业行使权利的方式、管理者薪酬的制定等来影响企业投资效率行为。其次，产权性质在很大程度上也决定了股东行使权利的效果，不同的股权性质将影响大股东侵占小股东的利益的动机实现。在我国资本市场上，一般将企业划分为国有控股上市公司和非国有控股上市公司。国有上市公司又可以按最终控制人的不同进一步分为中央政府控制的上市公司和地方政府控制的上市公司。

从20世纪80年代开始至今，我国进行了一系列的分权化改革。随着权力的不断下放，地方政府也被赋予了更多的支持当地各方面发展的权利。首先，在目前我国政企尚未完全分离的制度背景下，地方政府出于政治上的目的，有强烈的动机将自身的意愿转嫁到所控制的上市公司身上，干预上市公司的投资行为，如让上市公司过多地参与地方的经济建设，通过兼并重组等方式帮助地方经营困难的国有企业脱困，解决地区就业问题等。Faccio等认为政府干涉能够使市场资源的配置效率进一步下降，影响市场资源发挥其积极作用。杨华军等（2007）和程仲鸣等（2008）以我国上市公司为研究样本，研究表明地方政府控制与干预会导致公司过度投资，降低公司的投资效率。其次，目前，我国官员考核十分注重财政收入及其增长情况，致使一些地方官员为了个人利益，对地方政府控制的上市公司的投资行为进行干涉。唐雪松等认为，为了达到当地GDP增长的预期效果，地方政府对企业投资决策的过分干涉直接引起地方国有企业的低效率投资行为。

总而观之，无论政府部门出于何种目的去干涉被其控制的企业的投资行为，这些干涉都与上市公司经济最大化原则不符，扭曲其资源配置，引起投资效率低下。与此相比，中央政府控制的企业往往是涉及到国家经济与人民生活的重要行业或者是在某一领域比较权威的垄断行业，这类企业对于国民经济的重要性或者垄断地位基本上能够保证其获得一个令人满意的经济效益，同时，中央部委也会加大对这类企业及其负责人或者领导者的监管力度，以保证整个国民经济健康、稳定发展。因此，鉴于企业对于国家经济发展的重要性以及被监管的力度之大，其投资效率自然要比地方政府控制的企业更高。而对于非国有企业，由于其私人产权的性质，也不会过多的受地方政府干预影响，其投资行为会从利益最大化原则出发，追求投资效率。据此提出如下假设：

H3：相对于中央政府控制的企业，地方政府控制的企业社会责任信息披露对投资效率的影响更显著。

## 4.2 数据来源

本文数据主要来源于中国证监会、国泰安数据库、Wind数据库及润灵环球社会责任报告评级数据库。具体而言，行业分类信息来源于中国证券监督委员会公布的《上市公司行业分类》，相关财务数据来源于国泰安数据库和Wind数据库，社会责任信息披露的数据选取自润灵环球责任评级机构。

## 4.3 样本选择

根据中国证券监督委员会发布的《上市公司行业分类》，本文选取2011年至

2013年在上海证券交易所和深圳证券交易所上市交易且披露了社会责任报告的国内采矿业上市公司为研究对象，采用润灵环球责任评级机构的社会责任评分数据来量化社会责任信息披露这一变量。采矿业是一个高污染、高风险的行业，理应认真践行社会责任，无论是以实际行动保护环境，还是保障职工的合法权益，都应该作出表率。剔除财务数据不全、公司治理结构数据不全的公司，最终得到

82个有效样本数据。

## 4.4 模型构建与变量定义

### 4.4.1 投资效率回归模型

如果公司将资金投向净现值为负的项目则称其为过度投资（Jensen and

Meckling，1976），相反，如果公司放弃投资于净现值为正（NPV> 0）的项目定义为投资不足行为（Myers, 1977）。参考Richardson、Morgad、Pindado等人的研究，首先将企业的投资支出分为两部分，第一部分为企业正常的投资支出，第二部分为损害企业价值的投资支出，而我们需要考察的非效率投资就是指后者。如何区分企业的这两部分投资支出就是我们研究的关键。

首先，本文将企业当年现金流量表中“固定资产、无形资产和其他长期资产的现金”项目定义为当年的实际投资支出。

然后，本文来确定企业的最佳投资支出。根据现代投资理论，每个企业投资一个新项目时支出的现金都会有一个最佳支出水平，该最佳投资支出往往被其成长机会决定。因为这个成长机会在一定程度上决定着企业能否作出理性的投资决策，好的成长机能够为投资决策提供物质基础。假设不考虑融资约束等其他问题，那么，公司作出的理性的投资决策所支付的现金是成长机会的增函数，公式表示为：

I\*=a+bGrowth+ε

其中，I\*表示企业的最佳投资支出，Growth表示企业的成长机会值。

最后，计算得到二者之差作为企业的非效率投资，即模型的残差。目前，

Richardson的残差度量模型逐步在越来越多的学者中得到较好的应用，如辛清泉（2007），李青原（2009），曹亚勇、于丽丽（2013）等。鉴于此，本文采用

Richardson模型度量上市公司的投资效率，并根据我国企业的特点，加入一些变量，得到适合衡量我国投资效率的模型。模型1如下：

INVt=α0+α1GROWt-1+α2LEVt-1+α3CASHt-1+α4EPSt-1+α5INVt-1+α6AGEt-1+α7SIZEt

-1+α8∑Year+ε

利用模型1对样本进行多元回归分析，如果得到的残差为正数，则表示存在投资过度，残差值愈大，投资过度程度愈大；如果最终得到的残差为负数，则表明存在投资不足，绝对值愈大，投资不足程度愈大。为了便于理解，本文将回归得到的残差取绝对数，将该绝对数视为投资效率（INVEST）的度量，INVEST值愈大，表明投资效率愈差。具体变量含义如下：

#### 1. 投资支出(INV)

本文的投资均界定为企业的实物投资，因此，本文将财务报表中现金流量表的“购建固定资产、无形资产和其他长期投资所支付的现金”减去“处置固定资产、无形资产和其他长朋投资而收回的现金净额”之后的值作为实物投资。考虑到企业规模可能对其投资支出产生一定的影响，本文将企业本年的实物投资额除以该年期初资产总额作为模型1的投资支出，以消除企业规模的影响。

#### 2. 企业成长机会(GROW)

当资本市场是完美市场的时候，公司的成长机会愈多，其投资支出额愈大。

Richardson模型假定公司拥有的成长机会决定了公司投资支出额，其成长机会愈多、愈好，公司的投资支出就会愈多。所以，本文的模型1选取成长机会作为自变量，并选取符合我国资本市场的现实条件而选择另外几个指标作为自变量，而把其他因素作为控制变量。在计算成长机会时，学者们通常选用Tobin Q和销售收入增长率(Rodrigo S. Verdi, 2006)。但是，Tobin Q理论是在完美市场假设下成立的，目前我国资本市场尚未成熟和完善，证券市场的效率较低，这些特殊的环境背景导致各个上市公司的市场价值和重置成本的数据很难获取。因此，一些学者选择另外一些变量代替Tobin Q值，如辛清泉（2007）、周春梅（2009）等使用企业资产的市场价值与账面价值之比替代Tobin Q；有些学者甚至直接舍弃Tobin Q值，采用主营业务收人增长率作为成长机会的度量（李青原，2009）。本

文也选用营业收入增长率作为因变量来衡量企业的成长机会。

#### 3. 资产负债率（LEV）

信息不对称引发了代理问题，可能使企业经营者做出尽可能增加自身利益而损害他人利益的行为。企业负债可能是制约着企业的投资行为。资产负债率反映了一个公司的长期偿债能力，恰好说明上述财务制约机制，表现了公司债权融资约束对其投资决策的作用。一方面，企业过度投资行为可能造成其资产负债率过高，当企业扩大投资时，往往会投入大量的资金，如果这时自有资金不能满足其投资需求时，通常会通过举借债务的形式筹集资金；相反，较低的资产负债率可能是因为投资不足引起的，这时的资金需求量较小，自有资金几乎可以满足资金需求，对外部融资的需求就会减少一些。另一方面，高资产负债率的企业表明其长期偿债能力可能较差，这样的企业可能会认真考察企业未来的投资方向，减小投资规模。由此可见，资产负债率可能会影响企业的非效率投资行为。

#### 4. 现金持有率（CASH）

在资产负债表中，贷款保证金包括在货币资金之内，所以，该项目并不能如实反映企业实际拥有的现金，于是，本文模型1的现金持有率选取“现金及现金等价物的余额”来计量，并将该指标除以企业期初资产总额来消除企业规模的作用。公司拥有的现金数额是衡量企业现金流的关键标准，现金持有量的高低有可能会对其投资行为发挥一定的作用。一方面，投资过度可能使得其现金持有量较小，大量资金投放于各项目，致使资金变现变得困难；反之，投资不足可能致使企业保持一个较高的现金持有量，资金得不到充分利用，从而发生大量闲置。另一方面，如果一个企业的现金持有率保持一个高水平，可能更愿意增加投资支出，扩大投资规模，加大投资力度。概而言之，现金持有量可能会影响公司的投资决策。

#### 5. 每股收益（EPS）

股东的每股收益即企业本期末净利润与流通股股数的比值。企业的每股收益反映其盈利能力的高低。一方面，高效率的投资能够为公司的盈利能力带来积极影响，反之，低效率的投资可能对其盈利能力带来消极作用。另一方面，如果公司具有较强的盈利能力，它就会有充足的资本进行投资活动，如果企业的盈利能力较弱，它就会更慎重地将资金投放于优质项目。由此可见，企业的盈利能力很有可能影响企业的投资支出。

#### 6. 上市年龄（AGE）

上市年龄用公司已经上市的年数表示。企业的上市年龄在一定程度上反映了企业所处的生命周期。如果一个公司处于发展阶段，它可能拥有较多的投资项目，往往增加投资支出并不断扩大投资规模；如果一个公司处于成长期，它的投资项目可能已经趋于稳定；如果一个企业处于成熟期，它可能会开始逐渐减少项目，减少投资支出，从而减小投资规模；如果一个公司处于衰退期，可能不会将资金投放于新项目。因此，本文将上市年龄作为模型1的一个变量，该因素可能对企业投资支出发生作用，从而影响投资效率。

#### 7. 其他变量

企业规模用企业本期末的资产总额的对数表示这主要是为了消除该解释变量所带来的异方差性。企业规模的大小不同可能会影响企业的投资支出，规模大的企业更有实力投资较多的项目，而规模较小的企业由于实力欠缺，可能会控制投资规模。所以，将企业规模作为模型的考虑因素也是合理的，上市公司规模可能会影响企业的非效率投资行为。年度哑变量由2011年至2013年按0到2赋值。具体变量定义见表4-1。

表4-1 Richardson模型变量定义

|  | 变量名 | 变量定义 |
| --- | --- | --- |
| 因变量 | INVt | （第 t 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金  -处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金）/总资产 |
| 自变量 | GROWt-1 | 第 t-1 年营业收入增长率 |
| LEVt-1 | 第 t-1 年负债总额/资产总额 |
| CASHt-1 | 第 t-1 年现金及现金等价物余额/期初总资产 |
| EPSt-1 | 第 t-1 年的（净利润-优先股股利）/流通在外普通股股数 |
| INVt-1 | （第 t-1 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金-第 t-1 年处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现  金）/总资产 |
| AGE t-1 | 第 t-1 年公司上市年数 |
| 控制变量 | SIZE t-1 | 第 t-1 年总资产的自然对数 |
| YEAR | 2011、2012、2013 分别取 0、1、2 |

### 4.4.2 社会责任信息披露与投资效率的回归模型

为了检验假设，本文设计模型2：

INVESTt=β0+β1CSR t-1+β2GROWt-1+β3CASH t-1+β4AGEt-1+β5LGC t-1+β6∑Year+

ε

#### 1. 投资效率

本文根据Richardson模型来判断样本公司的投资水平，并据此得到企业实际投资支出与最佳投资支出之间的差值，即该值在统计学上被称为残差，残差值表示企业投资效率，残差值为负表示企业投资不足，残差值为正表示企业投资过度。为了便于理解，本文取其绝对值作为投资效率INVEST的替代变量，INVEST愈大，表示投资效率愈低。

#### 2. 社会责任信息披露

鉴于润灵环球责任评级的专业性和权威性，本文采用该机构的评分对社会责任信息披露进行计量。润灵环球责任评级制定的专家评分法，其实就是社会责任报告评价体系选用结构化的一种方法，首先设立整体性、内容性、技术性和行业性四个零级指标，然后对应设立15个一级指标和63个二级指标（不含行业性指标）。总评分CSR满分为100分，其中整体性评价比重为30%，满分30分；内容性评价比重为45%，满分为45分；技术性评价比重为15%，满分为15分；行业性评价比重为10%，满分10分。根据喻婷（2013）研究显示，社会责任信息披露对投资效率的影响具有滞后性，因此，本文选取滞后一期的社会责任信息披露评分。

#### 3. 控制变量

根据采矿业行业特征并参考前人研究，本文选取以下控制变量：

由于样本公司全部为国有企业，企业产权性质仅区分地方政府控制和中央政府控制。控制人类别（LGC），若样本公司为地方政府控制取值为1，否则为0；资产负债率（LEV）为负债与资产之比；现金持有量（CASH）为现金及现金等价物余额除以期初资产总额；公司规模（SIZE）为总资产的自然对数，年度（YEAR）为哑变量，2011、2012、2013年分别为0、1、2。

表 4-2 社会责任信息披露与投资效率模型的变量定义

|  | 变量名 | 变量定义 |
| --- | --- | --- |
| 因变量 | INVESTt | 模型 1 回归方程残差的绝对值 |
| 自变量 | CSRt-1 | 第 t-1 年社会责任信息披露评分 |
| 控制变量 | GROW t-1 | 第 t-1 年营业收入增长率 |
| CASH t-1 | 第 t-1 年现金及现金等价物余额/期初总资产 |
| AGE t-1 | 第 t-1 年公司的上市年数 |
| LGC t-1 | 第 t-1 年地方政府控制为 1，否则为 0 |
| YEAR | 2011、2012、2013 分别取 0、1、2 |

## 4.5 实证分析

本部分首先对样本公司的投资效率进行实证分析，进而针对社会责任信息披露对投资效率的影响进行实证分析。

### 4.5.1 投资效率实证分析

#### 1.描述性统计

我们通过描述性统计来了解样本公司基本情况。模型1相关变量的描述性统

计结果如表4-3显示。

##### （1）被解释变量的描述性统计

本期投资支出的极小值为0.0236，极大值为0.5162，标准差为0.0702。极大值是极小值的21.87倍，这说明2011年至2013年企业本期投资支出差距较大，本期投资支出水平的差异比较大。

##### （2）解释变量的描述性统计

企业成长机会值的极小值是-0.4887，极大值是0.9209，均值是0.2547，说明企业营业收入平均增长25.19%，增幅较大。资产负债率的极小值为0.0540，极大值为0.7814，标准差为0.1804，可见资产负债率的差距较大，有些公司的负债数额较大。现金持有率的极小值为0.0084，极大值为0.5306，极大值是极小值的63.17倍，说明2011年至2013年企业现金持有率存在较大差别，个别企业持有的现金数额较大。每股收益的极小值为-0.6900，极大值为2.9900，标准差为0.6902，表明企业每股收益存在较大差异，其中极小值为负可能是因为个别企业存在亏损或者扣除优先股股利后的净利润为负值。上市年龄最小值为1，最大值为17，差距较大，可见公司发展程度各有不同。

##### （3）控制变量的描述性统计

公司规模极小值为20.9220，极大值为28.4052，表明样本公司规模差别较小。年度是哑变量，2011至2013分别取值为0、1、2。

表 4-3 投资效率模型描述性统计

|  | 极小值 | 极大值 | 均值 | 标准差 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| INVt | .0236 | .5162 | .1059 | .0702 |
| GROWt-1 | -.4887 | .9209 | .2547 | .2772 |
| LEVt-1 | .0540 | .7814 | .4547 | .1804 |
| CASHt-1 | .0084 | .5306 | .1465 | .1175 |
| EPSt-1 | -.6900 | 2.9900 | .8374 | .6902 |
| INVt-1 | .0280 | .7397 | .1251 | .0989 |
| AGEt-1 | 1.0000 | 17.0000 | 8.6092 | 4.5631 |
| SIZEt-1 | 20.9220 | 28.4052 | 23．9003 | 1.5673 |
| YEAR | .0000 | 3.0000 | 1.3563 | 1.2665 |

#### 2.相关性分析

基于此，本文通过Pearson检验对模型1的各个变量进行相关性分析，具体分析见表4-4。根据表4-4，我们可以看出，在5%的水平上，企业本期的投资支出与上期的成长机会、上期的现金持有率及年度呈显著的相关性。

具体而言，本期投资支出与上期成长机会呈正相关，说明企业上期营业收入增长率越高，企业越倾向于投资；企业本期投资支出与上期现金持有率呈负相关，这可能由于其行业特殊性，现金持有率越高，企业更愿意投资于生产环节，而不是进行实物投资。公司本期投资支出与上期投资支出在1%的水平上显著正相关，表明企业的投资支出具有连贯性，上期投资支出对本期投资支出具有一定的影响。公司的上期资产负债率、上期每股收益、上期的上市年龄、上期公司规模对本期投资支出的作用不明显，需要通过回归方程来进一步检验。

#### 3.回归分析

由于该模型涉及较多自变量，在进行多元线性回归分析时，通常都会考察各变量之间是否存在多重共线性。常见的参数标准是容差愈逼近于1，表明变量之间的多重共线性愈小；VIF大于2，被认为有共线性问题，VIF值越大，说明共线性问题越严重。从表4-5回归结果看，自变量的容差大多接近于1，VIF值全部小于2，说明各自变量之间的多重共线性较弱，不影响回归结果。下面对样

本公司的投资效率进行回归分析。

##### （1）判定系数检验

表 4-4 投资效率模型相关性分析

|  | | INVt | GROWt-1 | LEVt-1 | CASHt-1 | EPSt-1 | INVt-1 | AGEt-1 | SIZEt-1 | YEAR |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| INVt | Pearson  相关性 | 1 | .215\* | .125 | -.227\* | .101 | .767\*\* | -.297 | .203 | -.224\* |
| 显著性 |  | .042 | .240 | .032 | .343 | .000 | .004 | .055 | .034 |
| GROWt-1 | Pearson  相关性 | .215\* | 1 | .227\* | .047 | .133 | .162 | -.034\* | .121 | -.351\*\* |
| 显著性 | .042 |  | .032 | .657 | .212 | .127 | .749 | .257 | .001 |
| LEVt-1 | Pearson  相关性 | .125 | .227\* | 1 | -.449\*\* | .061 | .189 | .179 | .436\* | .097 |
| 显著性 | .240 | .032 |  | .000 | .565 | .074 | .091 | .000 | .362 |
| CASHt-1 | Pearson  相关性 | -.227\* | .047 | -.449\*\* | 1 | -.047 | -.188 | .133\* | .005 | -.114\*\* |
| 显著性 | .032 | .657 | .000 |  | .660 | .077 | .212 | .959 | .286 |
| EPSt-1 | Pearson  相关性 | .101 | .133 | .061 | -.047 | 1 | .015 | .034 | .251 | -.211 |
| 显著性 | .343 | .212 | .565 | .660 |  | .889 | .747 | .017 | .045 |
| INVt-1 | Pearson  相关性 | .767\*\* | .162 | .189 | -.188 | .015 | 1 | -.283\*\* | .144 | -.118 |
| 显著性 | .000 | .127 | .074 | .077 | .889 |  | .007 | .177 | .268 |
| AGEt-1 | Pearson  相关性 | -.297\*\* | -.034 | .179 | .133 | .034 | -.283\*\* | 1\*\* | .191 | .172 |
| 显著性 | .004 | .749 | .091 | .212 | .747 | .007 |  | .071 | .105 |
| SIZEt-1 | Pearson  相关性 | .203 | .121 | .436\*\* | .005 | .251\* | .203 | .191 | 1 | .128\*\* |
| 显著性 | .055 | .257 | .000 | .959 | .017 | .055 | .071 |  | .231 |
| YEAR | Pearson  相关性 | -.224\* | -.351\*\* | .097 | -.114 | -.211\* | -.224\* | .172\* | .128\*\* | 1 |
| 显著性 | .034 | .001 | .362 | .286 | .045 | .034 | .105 | .231 |  |

注：\*表示在5%水平上（双侧）显著，\*\*表示在1%水平上（双侧）显著

从检验结果看，回归方程调整后的R2为0.621，说明各个自变量对因变量的

解释程度为62.1%，自变量与因变量之间具有较强的线性关系。

##### （2）回归方程显著性检验

由表4-5可知，F=19.243，sig=0.000，这表明所有自变量作为一个整体与因变量之间具有显著的线性相关关系。

##### （3）回归系数显著性检验

总体来看，本期投资支出与上期投资支出、上年公司规模呈显著正相关，与上期现金持有率、上期资产负债率、年度呈显著负相关，均通过了显著性检验。而成长机会、每股收益、上市年龄未能通过显著性检验。

具体而言，本期投资支出与上期资产负债率在10%的水平上显著负相关，相关系数为-0.167，这表示企业上期资产负债率每提高1个单位，企业本期投资支

出减少0.167个单位。资产负债率是度量企业长期偿债能力的关键标准，它体现了公司融资约束对投资效率的影响。从检验结果上来看，样本公司的资产负债率对投资支出的高低较敏感，符合前人研究结论。

表 4-5 投资效率回归模型

| 模型 | 非标准化系数 | | 标准系数 | t | Sig. | 共线性诊断 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | B | 标准误差 |  | 容差 | VIF |
| （常量） | .017 | .029 |  | .573 | .568 |  |  |
| GROWt-1 | .020 | .019 | .076 | 1.033 | .305 | .778 | 1.285 |
| LEVt-1 | -.062 | .033 | -.167 | -1.858 | .067 | .524 | 1.907 |
| CASHt-1 | -.109 | .048 | -.184 | -2.293 | .024 | .661 | 1.513 |
| EPSt-1 | .001 | .007 | .007 | .103 | .918 | .854 | 1.171 |
| INVt-1 | .492 | .051 | .691 | 9.620 | .000 | .824 | 1.214 |
| AGEt-1 | -.001 | .001 | -.059 | -.806 | .423 | .796 | 1.256 |
| SIZEt-1 | .004 | .001 | .195 | 2.432 | .017 | .665 | 1.504 |
| YEAR | -.008 | .004 | -.134 | -1.789 | .077 | .763 | 1.311 |
| Adj-R2 | .621 | | | | | | |
| F | 19.243 | | | | | | |
| sig | .000 | | | | | | |

a.因变量: INVt

本期投资支出与上期现金持有率在5%水平上显著负相关。现金持有率反映了企业的自由现金流量。根据委托代理理论，当企业自由现金流量较充裕时，经营者不情愿把现金流量直接支付给企业所有者，而是更加倾向于做出违背企业利益的决策。因此，理论上，企业现金持有率越多，经营者投资的动机就越大，投

资支出也越多。但是根据本文的实证结果，企业的投资支出与企业现金持有率呈负相关，这可能是由于采矿业企业是煤、原油、天然气等自然产生的矿物的采掘，通常包含采掘和矿井的运行，以及在矿址或其附近进行的以原材料加工为目的的全部辅助性工作。当企业持有现金增多时，企业更愿意将现金投放在原材料的开采方面，因此呈现负相关。

本期投资支出与上期投资支出在1%水平上显著正相关，回归系数为0.691，即上期投资支出每增加1个单位，本期投资支出增加0.691个单位，这说明公司投资支出具有传承性。

本期投资支出与上期投资规模在5%水平上显著正相关，回归系数为0.195，即上期投资规模每增加1个单位，本期投资支出增加0.195个单位。这表明公司规模越大，企业有能力进行更多的投资，因此投资支出会更多。

年度作为控制变量，与本期投资支出在10%水平上显著负相关，即随着年度的增加，样本公司投资支出有所减少。这可能是因为近几年宏观经济形势不太乐观，导致投资支出有所减少。

通过以上回归分析，本文得到关于企业实际投资水平与企业最优投资水平之间的残差值，如表4-6所示。所得残差的极小值为0.0024，极大值为0.1391。差距较大。这说明样本公司普遍存在低投资效率的现象，所以假设1成立。

表 4-6 残差统计表

| 均值 | .0791 |
| --- | --- |
| 标准差 | .0479 |
| 方差 | .0020 |
| 极小值 | .0024 |
| 极大值 | .1391 |

### 4.5.2 社会责任信息披露对投资效率影响的实证分析

#### 1.描述性统计

我们对社会责任信息披露与投资效率进行描述性统计分析。

##### （1）被解释变量的描述性统计

作为投资效率的代理变量，INVEST的极小值为0.0024，极大值为0.1391，极大值是极小值的57.96倍，差距较大，说明样本公司普遍存在低投资效率的问题。

##### （2）解释变量的描述性统计

社会责任信息披露评分的极小值为23.78，极大值为81.70，表明样本公司社会责任信息披露水平参差不齐，有待进一步提高。

##### （3）控制变量的描述性统计

成长机会、现金持有率、上市年龄三个变量的描述性统计已在前文分析，此处不再赘述。是否为地方政府控制的均值为0.5854，说明有58.54%的样本公司为地方政府控制，大部分公司都为地方政府控制。

表 4-7 社会责任信息披露与投资效率的描述性统计

|  | 极小值 | 极大值 | 均值 | 标准差 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| INVEST t | .0024 | .1391 | .079070 | .0479129 |
| CSRt-1 | 23.7800 | 81.7000 | 45.274756 | 16.6439244 |
| GROW t-1 | -.4887 | .9209 | .2547 | .2772 |
| CASH t-1 | .0084 | .5306 | .1465 | .1175 |
| AGE t-1 | 1.0000 | 17.0000 | 8.7073 | 4.5064 |
| LGC t-1 | .0000 | 1.0000 | .5853 | .4957 |

#### 2.相关性分析

根据表4-8，我们能够看到INVEST与社会责任信息披露CSR、成长机会GROW显著负相关，与上市年龄AGE、是否为地方政府控制LGC显著正相关；INVEST与现金持有率正相关，与年度负相关，但不显著。

INVEST与社会责任信息披露CSR在1%水平上显著负相关，样本公司社会责任信息披露越好，其INVEST越低，投资效率越高，与预期结果一致，即社会责任信息披露能够促进投资效率的提升。

INVEST与成长机会在5%水平上显著负相关，即营业收入增长率越高，INVEST越低，投资效率越高。这在一定程度上说明收入增长越快的公司会更理性地进行实物投资。

INVEST与上市年龄AGE在5%水平上显著正相关，即公司上市年龄越长，

INVEST越高，投资效率越低。这表明发展越成熟的公司，其产生的非效率投资越多。

INVEST与控制人类别（LGC）在1%水平上显著正相关，说明地方政府控制的样本公司INVEST更高，投资效率更低，符合第三章的理论分析，为假设三提供依据。

INVEST与现金持有率正相关，与年度负相关，但均不显著，需要通过回归

方程进行进一步检验。

#### 3.回归分析

从表4-5回归结果看，自变量的容差都接近于1，VIF值都小于2，说明自变量与控制变量之间的多重共线性较弱，可以进行回归分析。下面对样本公司社会责任信息披露对投资效率的影响进行回归分析。

表4-8 社会责任信息披露与投资效率的相关性分析

|  | | INVEST | CSR | GROW | CASH | AGE | LGC | YEAR |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| INVEST t | Pearson  相关性 | 1 | -.804\*\* | -.240\* | .082 | .259\* | .288\*\* | -.034 |
| 显著性 |  | .000 | .030 | .465 | .019 | .009 | .760 |
| CSRt-1 | Pearson  相关性 | -.804\*\* | 1 | .226\* | -.144 | -.228\* | -.196 | .024\*\* |
| 显著性 | .000 |  | .041 | .197 | .039 | .078 | .832 |
| GROW t-1 | Pearson  相关性 | -.240\* | .226\* | 1 | .075 | -.125 | .012 | -.410\* |
| 显著性 | .030 | .041 |  | .501 | .262 | .917 | .000 |
| CASH t-1 | Pearson  相关性 | .082 | -.144 | .075 | 1 | .011 | .328\*\* | -.139 |
| 显著性 | .465 | .197 | .501 |  | .919 | .003 | .215 |
| AGE t-1 | Pearson  相关性 | .259\* | -.228\* | -.125 | .011 | 1 | .216 | .151\* |
| 显著性 | .019 | .039 | .262 | .919 |  | .052 | .174 |
| LGC t-1 | Pearson  相关性 | .288\*\* | -.196 | .012 | .328\*\* | .216 | 1 | -.021\*\* |
| 显著性 | .009 | .078 | .917 | .003 | .052 |  | .850 |
| YEAR | Pearson  相关性 | -.034 | .024 | -.410\*\* | -.139 | .151 | -.021 | 1 |
| 显著性 | .760 | .832 | .000 | .215 | .174 | .850 |  |

注：\*表示在5%水平上（双侧）显著，\*\*表示在1%水平上（双侧）显著

##### （1）判定系数检验

由表4-9的检验结果可知，调整后的R2为0.654，说明自变量对因变量的解

释程度达到65.4%，具有二者具有较强的线性关系。

##### （2）回归方程显著性检验

根据表4-9，社会责任信息披露与投资效率回归方程的F值为26.506，sig值为0.000，说明该方程通过了显著性检验。

##### （3）回归系数显著性检验

自变量方面，INVEST与社会责任信息披露评分在1%水平上呈显著负相关关系，回归系数为-0.751，即社会责任信息披露评分每提高1个单位，INVEST降低0.751个单位，投资效率提高0.751个单位。这与预期结论一致，表明样本企业的社会责任信息披露能够促进其投资效率的提升，减少低效率投资行为，假设

2成立。

表4-9 全样本社会责任信息披露对投资效率影响的回归分析

| 模型 | 非标准化系数 | | 标准系  数 | t | Sig. | 共线性统计量 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| B | 标准  误差 |  | 容差 | VIF |
| （常量） | .177 | .014 |  | 12.258 | .000 |  |  |
| CSR t-1 | -.002 | .000 | -.751 | -10.617 | .000 | .853 | 1.772 |
| GROW t-1 | -.014 | .012 | -.087 | -1.173 | .245 | .772 | 1.296 |
| CASH t-1 | -.045 | .039 | -.081 | -1.150 | .054 | .864 | 1.158 |
| AGE t-1 | .001 | .001 | .054 | .780 | .438 | .888 | 1.126 |
| LGC t-1 | .015 | .007 | .156 | 2.175 | .033 | .835 | 1.198 |
| YEAR | -.003 | .003 | -.068 | -.930 | .355 | .793 | 1.261 |
| Adj-R2 | .654 | | | | | | |
| F | 26.506 | | | | | | |
| sig | .000 | | | | | | |

a.因变量: INVESTt

控制变量方面，INVEST与控制人性质在5%水平上显著正相关，表明相对于中央政府控制的样本公司，地方政府控制的样本公司的INVEST更高，投资效率更低。现金持有率与INVEST在10%的水平上呈显著负相关关系，回归系数为

-0.081，表明现金持有率每增加1个单位，INVEST降低0.081个单位，即投资

效率增加0.081个单位。公司持有的现金有助于提高投资效率，这可能是因为企业持有充足的现金时其对投资不足的激励作用超过其引发的过度投资问题，进而在总体上促进投资效率的提高。INVEST与成长机会和年份均为负相关关系，与

上市年龄呈正相关关系，但均不显著，可能是因为加入自变量CSR后，成长机会与年份对INVEST影响程度减小。

表4-10 地方政府控制组社会责任信息披露对投资效率影响的回归分析

| 模型 | 非标准化系数 | | 标准系  数 | t | Sig. | 共线性统计量 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| B | 标准  误差 |  | 容差 | VIF |
| （常量） | .212 | .020 |  | 10.507 | .000 |  |  |
| CSR t-1 | -.002 | .000 | -.818 | -9.130 | .000 | .970 | 1.031 |
| GROW t-1 | -.011 | .015 | -.077 | -.739 | .464 | .712 | 1.404 |
| CASH t-1 | -.099 | .049 | -.185 | -1.992 | .053 | .900 | 1.111 |
| AGE t-1 | .000 | .001 | -.031 | -.343 | .734 | .954 | 1.049 |
| YEAR | .001 | .004 | .038 | .357 | .723 | .678 | 1.474 |
| Adj-R2 | .635 | | | | | | |
| F | 17.326 | | | | | | |
| sig | .000 | | | | | | |

a.因变量: INVESTt

表4-11 中央政府控制组社会责任信息披露对投资效率影响的回归分析

| 模型 | 非标准化系数 | | 标准系  数 | t | Sig. | 共线性统计量 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| B | 标准  误差 |  | 容差 | VIF |
| （常量） | .125 | .022 |  | 5.609 | .000 |  |  |
| CSR t-1 | -.001 | .000 | -.368 | -2.415 | .023 | .685 | 1.461 |
| GROW t-1 | -.042 | .021 | -.307 | -2.002 | .055 | .676 | 1.479 |
| CASH t-1 | .023 | .067 | .046 | .347 | .731 | .918 | 1.090 |
| AGE t-1 | -.001 | .001 | -.058 | -.419 | .678 | .845 | 1.184 |
| YEAR | -.019 | .004 | -.582 | -4.341 | .000 | .884 | 1.131 |
| Adj-R2 | .475 | | | | | | |
| F | 6.968 | | | | | | |
| sig | .000 | | | | | | |

a. 因变量: INVESTt

因为样本公司均为国有企业，所以本文只将样本公司分为地方政府控制组与中央政府控制组，比较不同产权性质公司的社会责任信息披露对投资效率的影响。有关回归结果见表4-10、4-11。

由表4-10、4-11我们能够看到，地方政府控制组中CSR的sig值为0.000，即CSR与INVEST在1%的水平上显著，回归系数为-0.818，即在地方政府控制组中，社会责任信息披露评分每提高1个单位，INVEST降低0.818个单位，投资效率提高0.818个单位。中央政府控制组中CSR的sig值为0.023，即CSR 与

INVEST在5%的水平上显著，回归系数为-0.368，即在中央政府控制组中，社会责任信息披露评分每提高1个单位，INVEST降低0.368个单位，投资效率提高0.368个单位。可见，相对于中央政府控制组，地方政府控制组中CSR与INVEST更加显著，假设3成立。

## 4.6 实证结论

本章首先根据Richardson的残差模型对样本公司的投资效率进行回归分析，揭示我国采矿业上市公司的投资状况，发现我国企业存在非效率投资行为，假设1成立。然后，根据模型计算出企业非效率投资的程度，为研究企业社会责任的履行对投资效率的影响奠定基础。

通过对样本公司的财务数据进行描述性统计，本文发现样本公司的社会责任信息披露水平参差不齐，有待于增强各公司的社会责任意识，不断提高披露水平。通过对投资效率与社会责任进行多元回归分析，本文研究显示采矿业上市公司社会责任信息披露与INVEST显著负相关，即社会责任信息披露与投资效率呈显著正相关关系，假设2成立。相对于中央政府控制组，地方政府控制组中CSR与INVEST更加显著，即相对于中央政府控制的企业，地方政府控制的企业社会责任信息披露对投资效率的影响更显著，假设3成立。

# 第五章 研究结论与政策建议

基于第四章得到的实证结论，本章归纳出本文的研究结论，并据此提出针对性建议，为有关部门提供政策依据。

## 5.1 研究结论

本文在借鉴国内外研究的基础上，以信息不对称理论、利益相关者理论、委托代理理论为依据，通过构建企业社会责任信息披露——投资效率的数学模型，运用SPSS20.0对我国2011至2013年29家采矿业上市公司的社会责任信息披露对投资效率的影响进行实证分析，根据实证结果分析原因，提出相关对策。

本文的研究结论如下：

1.本文首先根据Richardson的残差模型对企业的投资效率进行分析，描述我国采矿业上市公司的投资现状，并根据模型计算出企业非效率投资的程度，证实了假设1，即我国企业普遍存在非效率投资问题。该假设的成立为下文探讨企业社会责任信息披露是否对投资效率产生作用奠定基础。

2.根据第三章社会责任对投资效率的作用机理分析，理论上，企业披露社会责任履行情况，可以缩小各利益相关者之间的信息不对称差异并缓解委托代理冲突，能够对企业的投资效率产生积极影响。为了检验这一假设，本文建立多元回归模型，实证研究企业履行其社会责任时，能否对企业投资效率产生影响，最后推导出社会责任信息披露与企业投资效率呈正相关，假设2成立。这表明我国企业积极践行社会责任有助于其提升投资效率。

3.通过对样本公司的财务数据进行多元回归分析，本文发现，相对于中央政府控制的企业，地方政府控制的企业社会责任信息披露对投资效率的影响更显著，即假设3成立。这表明，地方政府控制的企业往往追求利润最大化而导致更严重的非效率投资，此时，如果地方政府控制的企业能够积极履行并披露社会责任，那么这种非效率投资就会有所缓解。

## 5.2 政策建议

本文的研究结论不仅能够给与企业领导者认真践行社会责任的动力，而且能够帮助利益相关者维护自身合法权益并制定正确的投资决策，甚至能够为相关监管部门进一步鼓励和规范企业社会责任信息的披露提供一定的科学依据。

### 5.2.1 出台社会责任相关法规措施

随着经济的迅猛发展，我国已经逐渐意识到企业承担社会责任对其长远发展的重要意义，以及对经济绿色健康发展及社会和谐稳定的重要影响。法律法规能够通过强制力来规范、限制企业行为。作为我国企业社会责任发展阶段的过渡性法规，新《公司法》明确要求公司应当承担社会责任。显然，其实行与完善仍然要求相关部门出台具体的法律法规予以明确，这不仅需要将对企业的要求具体化，也需要明确执行权力的部门，这样才能增强企业践行社会责任的强制性，才不会使履行社会责任变成一纸空文。只有法律法规的硬性要求，企业才能从根本上提高社会责任的履行水平及披露程度，有利于社会各界对其进行有效地监督。

### 5.2.2 增强企业社会责任意识

作为社会系统的重要组成部分及市场经济的主体，企业在实现其经济效益目标的同时，理应增强社会责任意识，履行社会责任义务，认真披露社会责任信息。原因如下：其一，自然环境与社会环境是企业经营活动所需要素的重要来源和可靠来源；其二，企业拥有丰富的资源，其行为会对自然与社会环境产生重要甚至是不可逆转的累积影响。可见，增强企业社会责任意识有助于促进企业社会责任履行。当然，这不能仅仅空喊口号，应该以实际行动来体现社会责任的重要意义，例如，在重污染行业将企业社会责任的践行情况与绿色信贷挂钩，直接关系到企业的融资政策。只有将社会责任与企业切身利益挂钩，才能真正地增强企业的社会责任意识。

### 5.2.3 纳入地方政府考核体系

目前，我国对地方政府官员及企业负责人的业绩考评主要涉及各项财务指标，这直接致使地方政府官员、企业负责人单纯追求经济效益，忽略职工、供应商、环境的建设，不利于企业可持续发展。因此，相关部门应该将能否认真履行社会责任作为一个指标纳入对地方政府领导和企业的考核体系中，如企业的决策对生态环境产生的不良影响，对员工的工作及生活状况的关心，对社会的贡献程度。这样，企业才能实现经济效益与生态效益的统筹兼顾。

### 5.2.4 转变投资者投资理念

企业的社会责任信息披露水平参差不齐，主要归因于投资者对社会责任信息

的需求不足，未能深刻意识到社会责任履行水平对其发展的重要性。目前，我国投资者更多地关注企业的盈利信息或者股利分配情况，忽略了企业社会责任信息的披露，这直接导致企业追求经济效益，忽略社会责任的履行，降低企业自觉、认真发布社会责任信息的积极性。因此，转变投资者的投资理念，指导投资者用发展的眼光评价企业价值，能够间接促使企业认真、及时履行企业社会责任。

## 5.3 研究的局限性及进一步研究方向

本文的局限性包括以下几个方面：

第一，本文的实证研究仅仅局限于采矿业，样本数量较少，并不能代表整个上市公司，而且选取了样本公司2011、2012、2013这三年的数据，时间跨度不长，可能会对研究结果产生影响。

第二，本文局限于对采矿业中上市企业的社会责任信息披露情况的研究，未涉及非上市企业，这是由于非上市公司的社会责任信息披露情况的相关资料难以搜集，因此这方面的问题还有待进一步的研究和完善。

第三，本文仅仅探讨了社会责任是否作用于投资效率，缺乏投资效率对践行社会责任的作用的探讨，需要学者们进一步探讨和研究。

第四，本文仅仅对社会责任信息披露是否单独作用于投资效率进行探讨，未深入研究社会责任信息披露与其他控制变量结合起来对投资效率的交互影响，今后还有待于考虑交互变量对投资效率进行深入研究。

参考文献

[1] Jensen M C, Meckling M H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economies, 1976, (10): 305-360.

[2] Stulz, R. M.,. Managerial diseretion and optimal financing policies[J]. Joumal of Financial Economics, 1987, 26: 3-27. [3] Hovakimian, G., S. Titman. Corporateinvestmentwithfinancial constraints, sensitivity of investment to funds from voluntary asset sales[J]. NBER Working Papers, 2003: 9-32.

[4] Lang, L. E, Ofek, E., and R. Stulz. Leverage. Investment and Finn Growth[J]. Journal of Financial Economics, 1996, (40): 3-29.

[5] Griffin JJ, Mahon JF. The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research. Business and Society. 1997.

[6] Shleifer A. Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. The journal of finance, 1997, 52(2): 737-783.

[7] La Porta, Rafael. Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei shleifer, and Robert W. Vishny. Law and Finance[J], Journal of Political Economy 1998: 1113-1155.

[8] Cleary S. The relationship between firm investment and financial status[J]. The Journal of Finance, 1999, 54(2): 673-692. [9] Margolis, JoshuaD, JamesP. Walsh. SocialEnterpriseSeries-Misery LovesCompanies: WhitherSocialInitiativesbyBusiness. HarvardBusinessSchoolWorkingPaperSeries. 2001.

[10] Childs P D, Mauer D C, Ott S H. Interactions of corporate financing and investment decisions: The effects of agency conflicts[J]. Journal of financial economics, 2005, 76(3): 667-687. [11] Faccio, Mara, Ronald, Masulis W, McConnell John J. PoliticalConnections and Corporate Bailouts. The Journal of Finance, 2006. [12] Richardson, S. Over-investmentofFreeCashFlow[J]. Reviewof Accounting Studies, 2006, 11(2): 159-189.

[13] 刘朝晖: 《外部套利、市场反应与控股股东的非效率投资决策》, 《世界经济》, 2002年第7期.

[14] 王雄元: 《论利益相关者责任与公司财务治理》, 《会计研究》, 2004年第3期.

[15] 黎精明: 《关于我国企业社会责任会计信息披露问题的研究》, 《武汉科技大学学报（社会科学版）》, 2004年第9期.

[16] 阳秋林: 《架构我国社会责任会计信息披露的指标体系》, 《审计与经济研究》, 2005年第4期.

[17] 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》, 《会计研究》, 2005年第3期.

[18] 沈洪涛、金婷婷: 《我国上市公司社会责任信息披露的现状分析》, 《审计与经济研究》, 2006年第5期.

[19] 刘长翠、孔晓婷: 《社会责任信息披露的实证研究——来自沪市2002年—2004年度的经验数据》, 《会计研究》, 2006年第10期.

[20] 李正: 《企业社会责任与企业价值的相关性研究——来自沪市上市公司的经验证据》, 《中国工业经济》, 2006年第2期.

[21] 宋献中、龚晓明: 《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》, 《会计研究》, 2007第2期.

[22] 连玉君、程建: 《投资－现金流敏感性: 融资约束还是代理成本》, 《财经研究》, 2007年第2期.

[23] 李正、向锐: 《中国企业社会责任信息披露的内容界定、计量方法和现状研究》, 《会计研究》, 2007年第7期.

[24] 辛清泉、郑国坚、杨德明: 《企业集团、政府控制与投资效率》, 《金融研究》, 2007年第10期.

[25] 李维安、姜涛: 《公司治理与企业过度投资行为研究——来自中国上市公司的证据》, 《财贸经济》, 2007第12期.

[26] 李明毅、惠晓峰: 《上市公司信息披露与资本成本: 来自中国证券市场的经验证据》, 《管理学报》, 2008年第1期.

[27] 陈湘舸、陈艳婷: 《企业社会责任与企业效率关系辨正》, 《理论探索》, 2008第2期.

[28] 方军雄: 《政府干预、所有权性质与企业并购》, 《管理世界》, 2008年第9期.

[29] 温素彬、方苑: 《企业社会责任与财务绩效关系的实证研究——利益相关者视角的面板数据分析》, 《中国工业经济》, 2008年第10期.

[30] 崔伟、何一峰: 《会计信息质量与公司投资行为——来自中国证券市场的经验证据》, 《财会通讯（学术版）》, 2008年.

[31] 王治: 《现金流、股权结构与中国上市公司投资行为》, 《当代经济管理》, 2008年第12期.

[32] 张伟、吕伟: 《信息披露、信息中介与企业过度投资》, 《会计研究》, 2009

年第1期.

[33] 陈文婕: 《企业社会责任信息披露影响因素研究》, 湖南大学, 2009年.

[34] 袁建国、蒋瑜峰、蔡艳芳: 《会计信息质量与过度投资的关系研究》, 《管理学报》, 2009年.

[35] 李青原: 《会计信息质量、审计监督与公司投资效率——来自我国上市公司的经验证据》, 《审计研究》, 2009年第4期.

[36] 袁蕴: 《企业社会责任信息披露的价值评价研究》, 《生态经济（学术版）》, 2009年第5期.

[37] 刘星、窦炜: 《基于控制权私有收益的企业非效率投资行为研究》, 《中国管理科学》, 2009年第10期.

[38] 阳建军: 《上市公司投资效率研究》, 中南大学, 2009年.

[39] 赵珣: 《上市公司社会责任信息披露研究——基于沪市上市公司的实证分析》, 《财会月刊》, 2009年第9期.

[40] 李青原、陈超、赵曌: 《最终控制人性质、会计信息质量与公司投资效率——来自中国上市公司的经验证据》, 《经济评论》, 2010年第2期.

[41] 袁淳、刘思淼、薛蔚、姜沙沙、吴晓彤: 《国有产权、政府干预与财务困境成本》, 《证券市场导报》, 2010年第2期.

[42] 张洪辉、王宗军: 《政府干预、政府目标与国有上市公司的过度投资》, 《南开管理评论》, 2010年第3期.

[43] 刘新东: 《上市公司社会责任信息披露研究》, 吉林大学, 2010年.

[44] 王秀梅: 《上市公司投资效率影响因素研究》, 安徽大学, 2010年.

[45] 孟晓俊、肖作平, 曲佳莉: 《企业社会责任信息披露与资本成本的互动关系——基于信息不对称视角的一个分析框架》, 《会计研究》, 2010年第9期.

[46] 朱礼: 《上市公司信息披露质量对投资效率影响的实证研究》,《湖南大学》, 2010年第10期.

[47] 李姝、曹蕊: 《基于代理成本理论的企业社会责任信息披露动因研究》, 《第五届中国管理学年会——公司治理分会场论文集》, 2010年.

[48] 陈共荣、徐巍: 《大股东特征与企业投资效率关系的实证研究》, 《会计之友》, 2011年第1期.

[49] 李焰、秦义虎、张肖飞: 《企业产权、管理者背景特征与投资效率》, 《管理世界》, 2011年第1期.

[50] 窦炜、刘星: 《债务杠杆、所有权特征与中国上市公司投资行为研究》, 《经济与管理研究》, 2011年第2期.

[51] 张功富: 《政府干预、政治关联与企业非效率投资——基于中国上市公司面板数据的实证研究》, 《财经理论与实践》, 2011年3期.

[52] 刘畅、田悦: 《上市公司会计信息披露水平与投资效率实证研究》, 《商业经济》, 2011年第7期.

[53] 潘立生、权娜娜: 《会计信息质量与投资效率的关系研究——来自我国上市公司的经验数据》, 《财会通讯》, 2011年第9期.

[54] 何熙琼: 《会计信息质量、信息不对称与企业投资效率》, 西南财经大学, 2012年.

[55] 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》, 《管理世界》, 2012年第7期.

[56] 任晋: 《中国国有控股上市公司投资效率研究》, ft西财经大学, 2012年.

[57] 曹亚勇、王建琼、于丽丽: 《公司社会责任信息披露与投资效率的实证研究》,《管理世界》, 2012年第12期.

[58] 成玲: 《内部控制信息披露对上市公司投资效率的影响研究》, 浙江理工大学, 2013年.

[59] 刘攀: 《信息披露质量对公司非效率投资影响的实证研究》, 湖南大学, 2013年.

[60] 易慧敏: 《企业社会责任信息披露的经济后果文献综述》, 《企业导报》, 2013年4月.

[61] 张丁育: 《上市公司董事会资本、产权性质与非效率投资的关联性研究》, 吉林大学, 2013年.

[62] 曹亚勇: 《政府控制、社会责任与投资效率: 2009——2011年上市公司样本》,《改革》, 2013年第7期.

[63] 李姝、赵颖、童婧: 《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》, 《会计研究》, 2013第9期.

[64] 喻婷: 《食品饮料行业企业社会责任与投资效率相关性研究》, 武汉理工大学, 2013年.

[65] 蒋晓改: 《我国社会责任会计信息披露研究综述》, 《商业会计》, 2014年第1期.

[66] 沈戈、徐光华、王正艳: 《“言行一致”的企业社会责任信息披露——大数据环境下的演化框架》, 《会计研究》, 2014年第9期.

[67] 萨缪尔森、诺德豪斯、刘保春等: 《经济学》, 河北科学技术出版社, 2001年.

# 作者简介

姓名：牟玉性别：女

出生年月：1989年11月20日户口所在地：内蒙古巴彦淖尔市

大学就读学校及攻读专业：内蒙古财经大学会计学院财务管理专业工作经验：无

实习经历：

[1] 2012.07-2012.08，内蒙古杭锦后旗农村信用合作社联合社，大堂经理助

理

[2] 2014.07-2014.09，内蒙古陕坝农村商业银行，授权中心助理获奖经历：2013-2014年度硕士研究生学业奖学金二等奖

获得成果目录清单：

[1]牟玉: 《关于中国民生银行β系数的实证研究》, 《现代营销》, 2014年 3

月。

致 谢

三年时光匆匆而过，不知不觉，我已经在这个熟悉的校园里度过了七年时光。曾经以为离我遥远的毕业季真的来了！面对即将分别的同学，我十分不舍；面对即将离开的校园，我十分留恋；面对即将结束的学生生活，我十分感慨。毕业在即，在这里记录我的心声。

首先，感谢我最敬爱的导师——晓芳老师。您的智慧与优雅都是我学习的榜样。虽然您工作繁忙，但是只要我们需要帮助的时候，您总是能抽出时间指导我们。日常生活中，您时常提点我们，鞭策我们，为我们指明奋斗的方向。在撰写论文的过程中，您总是积极地辅导我，帮助我修改文章结构，引导写作思路。能够遇到您这样一位导师，我深感荣幸！在这里，我真诚地感谢您！祝您在未来的日子里万事顺心，吉祥如意！

其次，感谢我的父母。有了你们的鼓励与支持，我才能在校园里踏实求学，毫无后顾之忧。虽然你们没有撰写一字，但是，你们为我创造了良好的条件，让我安心完成学业。感谢你们，我最爱的父亲母亲！

最后，感谢我的同学和朋友们。特别感谢给与我帮助的张川师兄，吴琦珍师姐，以及周雪娇同学，是你们热心的帮助让我得以顺利毕业，是你们让我收获颇多并享受到了友情。生活中，你们关心我、照顾我，让我在最需要帮助的时候感受到温暖与幸福。在这里，感谢你们，祝我的同学们前程似锦，平安幸福！

七年的校园生活是我一生中最美好的年华，我七年的记忆都与这个校园联系在一起，喜怒哀乐撒遍了校园的每个角落。现在要离开了，心中万般不舍。这七年的经历是我人生中最大的一笔财富，我将带着它开启人生的另一段新生活！