

doi:10.3969/j.issn.1674-117X.2020.03.007

# 社会责任信息披露与产品市场竞争 对权益资本成本的影响研究

张德容, 张 婷

(湖南工业大学 经济与贸易学院, 湖南 株洲 412007)

**摘 要:** 为研究社会责任信息披露与产品市场竞争对权益资本成本的影响, 选取2014—2017年沪深A股上市公司数据进行实证分析。结果表明, 企业社会责任信息披露与产品市场竞争都能降低权益资本成本; 产品市场竞争的激烈程度影响社会责任信息披露与权益资本成本之间的关系, 产品市场竞争越激烈, 社会责任信息披露降低权益资本成本效果越明显; 上述变量特征关系在非国有企业中比在国有企业中更加显著。根据研究结果, 对企业与相关监管机构提出建议: 企业应更加注重内外部治理机制的协调发展, 在不断提升社会责任信息披露质量的同时, 完善自身市场竞争机制, 以达到降低权益资本成本的目的; 监管机构应加强社会责任信息披露立法, 规范我国资本市场发展。

**关键词:** 社会责任信息披露; 产品市场竞争; 权益资本成本

**中图分类号:** F270; F832.5      **文献标志码:** A      **文章编号:** 1674-117X(2020)03-0047-09

**引用格式:** 张德容, 张 婷. 社会责任信息披露与产品市场竞争对权益资本成本的影响研究[J]. 湖南工业大学学报(社会科学版), 2020, 25(3): 47-55.

## On the Impact of Social Responsibility Information Disclosure and Product Market Competition on the Cost of Equity Capital

ZHANG Derong, ZHANG Ting

(College of Economics and Trade, Hunan University of Technology, Zhuzhou Hunan 412007, China)

**Abstract:** In order to study the impact of social responsibility information disclosure and product market competition on the cost of equity capital, this paper selects the data of Shanghai and Shenzhen A-share listed companies for empirical analysis from 2014 to 2017. The empirical results show that both CSR information disclosure and product market competition can impose have impact on reducing the cost of equity capital. The fierce degree of product market competition affects the relationship between social responsibility information disclosure and equity capital cost, and the more fierce the product market competition is, the more obvious the effect of social responsibility information disclosure to reduce equity capital cost is; the above variable characteristic relationship is more significant in non-state-owned enterprises than state-owned enterprises.

**收稿日期:** 2020-01-16

**基金项目:** 湖南省社会科学成果评审委员会基金资助项目“企业社会责任报告印象管理行为误区及其规制研究”(XSP20YBC210)

**作者简介:** 张德容(1964—), 男, 重庆人, 湖南工业大学教授, 硕士生导师, 研究方向为财务与会计;

张 婷(1995—), 女, 浙江嘉兴人, 湖南工业大学硕士研究生, 研究方向为财务与会计。

According to the research results, the enterprises should pay more attention to the coordinated development of internal and external governance mechanism, improve their own market competition mechanism while constantly strengthening the quality of social responsibility information disclosure, and achieve the purpose of reducing the cost of equity capital; At the same time, the regulatory agencies should strengthen the legislation of social responsibility information disclosure and standardize the development of China's capital market.

**Keywords:** social responsibility information disclosure; product market competition; the cost of equity capital

在我国资本市场中, 股权融资作为企业获取资金的重要来源, 在满足企业发展需求的同时, 也给企业带来了融资成本偏高的问题, 一定程度上限制了企业发展, 因此, 如何有效降低权益融资成本一直是理论界与实务界关注的焦点。傅柳熠<sup>[1]</sup>指出, 目前有较多学者从管理层薪酬、董事会治理和市场监管等角度研究权益资本成本的影响因素, 而在众多因素中, 公众对企业社会责任的关注度越来越高。对于外部投资者而言, 先天存在的信息劣势在一定程度上限制了其投资行为, 而企业积极履行社会责任信息披露则能为外部投资者提供更多的决策有用信息, 弥补因信息缺失带来的投资预期风险。相应地, 投资者能接受的最低报酬率也会有所降低, 从而降低企业权益融资成本。张军华<sup>[2]</sup>指出, 我国产品市场发展两级分化严重, 行业发展现状差别巨大: 有些行业内现存企业数量众多, 又易进难退造成竞争激烈; 有些行业由于产品的特殊性垄断或者政府垄断, 造成产品市场竞争不足。卿锋等人<sup>[3-4]</sup>研究指出, 产品市场竞争作为企业需要面临的最直接的外部因素, 影响着企业经营政策和风险的同时, 也影响着企业股权融资成本。

本文突破传统研究角度, 结合我国企业产权性质, 从投资者信息需求和我国市场行情出发, 探讨社会责任信息披露与权益资本成本的关系, 以及不同市场竞争激烈程度对社会责任信息披露与权益资本成本关系的影响, 以期为我国上市公司降低权益资本成本提供一定的理论参考。

## 一 理论分析与假设

### (一) 社会责任信息披露与权益资本成本

根据信号理论和利益相关者理论, 企业管理层具有信息优势, 其为了自身利益, 会有选择地将

利己信息向投资者公布, 而投资者只能被动接受披露信息, 并根据已披露信息进行投资决策, 这就导致了管理层与投资者之间的代理问题与信息不对称问题。同时, 当投资者对企业缺乏了解时, 为弥补未知的投资风险, 会相应地提高报酬率的期望值, 从而造成权益资本成本增高。相反, 企业更全面有效地进行社会责任信息披露, 则能为投资者提供更多更直观的投资决策信息, 帮助投资者了解企业发展现状, 预测企业发展前景, 为投资者进行投资或以多少报酬率进行投资提供信息支撑, 降低投资失败风险, 相应地, 投资者能接受的最低报酬率也有所降低。Cheng 等人<sup>[5]</sup>选取截面数据, 探究企业社会责任信息披露与权益资本成本的关系, 结果表明, 良好的社会责任信息披露可以有效提高企业信息透明度, 降低代理成本, 从而使企业更容易筹资。黄建元等人<sup>[6]</sup>实证研究发现, 较好履行社会责任信息披露的公司更能为外部投资者所接受, 相应地, 其权益融资成本更低。赵良玉等人<sup>[7]</sup>研究表明, 企业社会责任越好, 越容易从资本市场获得资金, 且融资成本越低; 企业社会责任信息披露情况的改善, 在吸引外部投资者的同时又增强了投资者信心, 从而降低权益资本成本。徐珊等人<sup>[8]</sup>研究发现, 与国有企业相比, 非国有企业的权益资本成本对社会责任信息披露的敏感程度更高, 即社会责任信息披露能够更有效地降低其权益资本成本。对于国有企业而言, 其股权融资的成本通常比非国有企业要低, 这一方面是由于同属国有性质, 国有银行对国有企业的借款政策相较于非国有企业更为宽松, 这致使国有企业借款融资成本较低; 另一方面, 政府的扶持使得国有企业的信用评级比非国有企业的更高, 这也使得国有企业在非国有金融机构的融资成本更低。由于上述原因, 公众

股权融资在非国有企业中的地位更高, 从而社会责任信息披露降低权益资本成本的作用也会更明显。基于此, 本文提出假设 1 和假设 2。

假设 1: 企业社会责任信息披露有助于降低权益资本成本。

假设 2: 在非国有企业中, 社会责任信息披露与权益资本成本负相关比国有企业更显著。

## (二) 产品市场竞争与权益资本成本

产品市场竞争作为企业持续经营面临的最直接外部环境, 通过发挥其外部治理效应缓解企业代理问题, 从而有助于降低权益资本成本。Kovenock 等人<sup>[9]</sup>通过大量案例研究发现, 激烈的产品市场竞争可以充分发挥其外部治理效应, 提高企业生产效率以及管理水平, 降低其生产成本, 保持市场份额, 而良好的企业发展形态更易筹得低成本的投资资金。张军华<sup>[2]</sup>以中国沪深 A 股上市公司 2002—2013 年数据进行实证研究, 结果表明, 产业集中程度越高, 越能降低特质性风险, 进而降低投资者的期望报酬率。魏卉等人<sup>[10]</sup>以沪深 A 股上市公司作为样本, 以 GLS 计量权益资本成本, HHI 计量产品市场竞争程度, Salary 代表管理层薪酬, 分析三者关系, 结果表明, 产品市场竞争能有效降低权益资本成本。激烈的市场竞争环境促使企业更加重视自身形象以及资源配置效率, 以期获得更高的利润率和更强的生存能力, 在一定程度上也提升了企业对资本市场的议价能力, 权益资本成本得以降低。Campello<sup>[11]</sup>通过实证研究发现, 垄断企业普遍具有较强的技术创新意识, 在不断的改革创新中获取技术优势, 占据行业领先地位, 从而获取垄断经济, 也能有效降低其股权资本成本。罗思<sup>[12]</sup>研究表明, 在非国有企业中, 产品市场竞争降低权益资本成本的效果更显著。相对于非国有企业来说, 当激烈的市场竞争冲击到国有企业时, 政府为了保全国家利益, 会出台相应的保护政策, 即政府这双“看得见的手”会对市场进行一定的干预, 以保护国有企业利益不受市场竞争的过度侵蚀。基于此, 本文提出假设 3 和假设 4。

假设 3: 产品市场竞争将有助于降低权益资本成本。

假设 4: 在非国有企业中, 产品市场竞争与权益资本成本负相关比国有企业更显著。

## (三) 社会责任信息披露、产品市场竞争与权益资本成本

企业社会责任作为重要的内部因素, 在很大程度上发挥着治理效应, 能降低权益资本成本; 激烈的产品市场竞争作为重要的外部治理途径同样能降低融资成本。但是, 产品市场竞争是否对社会责任信息披露与权益资本成本之间的关系产生影响呢? 站在企业发展的视角看, 随着外部竞争环境越来越激烈, 企业需要更多的资金来支撑发展需求, 以提高自身竞争能力。此时, 企业为了能以更低的成本获取权益资金, 会倾向于更有效地进行社会责任信息披露, 缓解信息不对称问题, 从而达到吸引投资的效果。站在投资者角度看, 投资者对投资的风险预期受到投资对象社会责任信息披露质量的影响, 而激烈的产品市场竞争环境使得外部投资者有了更多的投资决策选择, 企业良好的社会责任信息披露质量一定程度上折射出公司的良好发展实景, 投资者会更愿意将资金投入社会责任高的企业, 也愿意以牺牲一部分投资报酬为代价来换取投资资金的安全。Grullon 等人<sup>[13]</sup>在研究产品市场竞争与权益资本成本时发现, 产品市场竞争能有效缓解企业与投资者之间信息不对称问题, 可以使投资者更好地了解企业的经营状况, 进一步促进权益资本成本的降低。综上, 处于激烈竞争环境中的企业会更倾向于进行社会责任信息披露, 进而使其降低权益资本成本的效果更加显著。同样, 国有企业在市场竞争激烈、急需资金支持时, 政府会利用相应渠道帮助其获得低成本融资, 因此, 其社会责任信息披露对权益资本成本的影响不如非国有企业显著。基于此, 本文提出假设 5。

假设 5: 产品市场竞争越激烈, 社会责任信息披露与权益资本成本之间的负相关越显著, 且在非国有企业中更显著。

## 二 研究设计

### (一) 样本选取与数据来源

本文选取 2014—2017 年沪深 A 股市场上市公司数据作为初始样本, 其中涉及的财务数据搜集自 CSMAR 以及 RESSET 数据库, 社会责任信息披露来自润灵环球社会责任评级报告。本文对获取样本进行如下筛选: 剔除数据缺失样本, 剔除 ST 公司, 剔除金融公司, 处理异常数据, 最



终得到 1580 个观测值。数据处理及实证研究采用 Excel 和 Stata15 软件分析工具。

## (二) 变量选取

### 1. 被解释变量——权益资本成本(R)

权益资本成本是企业普通股筹资所付出的代价,现行主要计量模型有 OJ 模型、GLS 模型和 PEG 模型等。结合我国资本市场的特征,本文借鉴任汝娟等人<sup>[14]</sup>的做法,采用 PEG 模型计量权益资本成本,该模型从无套利假设开始,即:

$$P_0 = \frac{P_1 + DPS_1}{1+r} \quad (1)$$

通过加上和减去下一期会计盈余贴现值,计算未来两期的盈余,计算公式如下:

$$P_0 = \frac{EPS_1}{r} - \left( \frac{EPS_1}{r} - \frac{P_1 + DPS_1}{1+r} \right), \quad (2)$$

$$P_1 = \frac{EPS_2}{r} - \left( \frac{EPS_2}{r} - \frac{P_2 + DPS_2}{1+r} \right). \quad (3)$$

式中:  $P_0$  为当期每股价格;  $P_1$  为预测下一期每股价格;  $P_2$  为预测后两期的每股价格;  $EPS_1$ ,  $EPS_2$  分别为分析师对该企业后一期和后两期的预测每股收益平均值;  $r$  为预期收益率;  $DPS_1$ ,  $DPS_2$  分别为预测后一期和后两期每股股利。

将公式(3)代入公式(2),且假设仅考虑两年盈余预测,可得公式(4)。

$$P = \frac{EPS_1}{r} + \frac{AGR_1}{(r \times (r - \Delta AGR))}, \quad (4)$$

其中,  $AGR_1 = EPS_2 + r \times DPS_1 - (1+r) \times EPS_1$ ,  $\Delta AGR = \frac{AGR_2}{AGR_1} - 1$ ;  $AGR_1$ ,  $AGR_2$  分别为本期和下一期预期非正常盈余增长。

假设  $\Delta AGR=0$ , 且  $DPS_1=0$ , 则得到 PEG 模型表示的权益资本成本:

$$R_0 = \frac{\sqrt{EPS_2 - EPS_1}}{P_0} \quad (5)$$

### 2. 解释变量

社会责任信息披露(CSR)。企业社会责任信息披露是指企业利用特定载体,将企业履行社会责任的情况以及相关财务经营状况进行披露的过程。本文借鉴权小锋等人<sup>[15]</sup>的做法,采用润灵环球企业社会责任报告评分数据,来表示企业社会责任信息披露情况。评分为百分制,数值越大,说明企业社会责任信息披露越好。

产品市场竞争(HHI)。目前,计量产品市场竞争的方法较多,主要有企业市场份额、赫芬达尔指数、纳勒指数等。本文借鉴姜付秀等人<sup>[16]</sup>的做法,采用赫芬达尔指数来衡量产品市场竞争,该数值越小,表明企业在所处行业中的竞争越激烈。其计量方式为目标主体总收入占其所处行业总收入比值的平方和,具体公式如下:

$$HHI = \sum_{i=1}^n \left( \frac{x_i}{x} \right)^2 \quad (6)$$

式中:  $x_i$  表示某一行业企业收入总额;  $x$  表示该行业收入总额。

### 3. 控制变量及虚拟变量

综合借鉴叶康涛等人<sup>[17-18]</sup>的做法,选取股权集中度、资产负债率、企业规模、营收增长率、净资产收益率以及系统风险作为控制变量。另外,选取行业、年份作为虚拟变量。本文变量具体定义如表1所示。

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量说明
权益资本成本	R	PEG模型计算得出
社会责任信息披露	CSR	润灵环球社会责任报告评分数据
产品市场竞争	HHI	以赫芬达尔指数表示(以营业收入为计算口径)
股权集中度	HFD	前十大股东持股比例
资产负债率	LEV	年末总负债/年末总资产
企业规模	SIZE	总资产取对数
营收增长率	GROWTH	(本年营收-上年营收)/上年营收
净资产收益率	ROA	净利润/资产总额
市场风险	BETA	股市系统风险
行业	IND	控制行业影响
年份	YEAR	控制年份影响

## (三) 模型设计

本文实证模型设计如下:

(1) 验证社会责任信息披露与权益资本成本之间的关系;

(2) 验证产品市场竞争与权益资本成本之间的关系;

(3) 验证产品市场竞争对社会责任信息披露与权益资本成本关系的影响。

根据上述设计(1)(2), 分别设计模型一、模型二。

$$R_1 = \alpha_0 + \alpha_1 \times CSR + \alpha_2 \times HFD + \alpha_3 \times LEV + \alpha_4 \times SIZE + \alpha_5 \times GROWTH + \alpha_6 \times ROA + \alpha_7 \times BETA + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon; \quad (\text{模型一})$$

$$R_2 = \beta_0 + \beta_1 \times HHI + \beta_2 \times HFD + \beta_3 \times LEV + \beta_4 \times SIZE + \beta_5 \times GROWTH + \beta_6 \times ROA + \beta_7 \times BETA + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon。 \quad (\text{模型二})$$

根据上述设计(3), 将样本以 HHI 为分组依据, 分为高竞争组和低竞争组, 在模型一的基础上检验产品市场竞争对社会责任信息披露与权益资本成本关系的影响。

在进行上述实验的同时, 按我国企业产权性质将样本分类, 对比探讨不同产权性质对上述实验结果带来的影响。

### 三 实证分析

#### (一) 描述性统计

表2为描述性统计结果。由表2可知, 因变量权益资本成本(R)的平均值为0.101 0, 其最大值为0.306 3, 最小值为0.002 7, 标准差为0.039 6, 可见各企业权益资本成本差距较大, 这也说明企

业还有较大降权益资本成本的空间, 权益成本管理有待提高。社会责任信息披露(CSR)的平均值为43.044 5, 其最大值为87.947 8, 而最小值仅为17.109 4, 标准差为11.735 4, 这表明我国企业社会责任信息披露情况存在较大差距。这一方面可能是由不同行业企业自身对社会责任的高度重视程度不同造成的, 另一方面可能是由不同行业企业投资者对社会责任信息披露的偏好不同造成的。产品市场竞争(HHI)平均值为0.265 6, 标准差为0.075 0, 最小值为0.200 1, 最大值为0.914 0, 说明我国各行业竞争程度差距较大, 这也符合我国市场经济特征。其他控制变量之间也存在较大差距, 说明我国各行业发展情况都存在差异。除社会责任信息披露和企业规模外, 标准差都小于1, 平均值和中位数都相对较小, 说明整体样本数据分布较为均匀合理。

表2 描述性统计结果

变量	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值
R	0.101 0	0.096 3	0.039 6	0.002 7	0.306 3
CSR	43.044 5	40.139 3	11.735 4	17.109 4	87.947 8
HHI	0.265 6	0.246 7	0.075 0	0.200 1	0.914 0
HFD	0.601 2	0.599 8	0.160 5	0.127 2	1.011 6
LEV	0.507 4	0.522 9	0.197 5	0.034 1	1.037 3
SIZE	23.519 4	23.403 6	1.489 0	20.134 7	28.508 7
GROWTH	0.131 8	0.080 8	0.374 5	-0.862 5	5.985 0
ROA	0.039 3	0.032 3	0.058 3	-0.690 7	0.481 9
BETA	1.079 3	1.096 6	0.309 3	0.265 1	2.477 8

#### (二) 相关性分析

为初步检验本文的假设和变量选择是否合理, 进行变量间相关性分析, 结果如表3所示。

表3 相关性分析结果

变量	R	CSR	HHI	HFD	LEV	SIZE	GROWTH	ROA	BETA
R	1.000 0								
CSR	-0.083 2*** (0.000 9)	1.000 0							
HHI	0.167 1*** (0.000 0)	-0.085 8*** (0.000 6)	1.000 0						
HFD	-0.086 1*** (0.000 6)	0.330 1*** (0.000 0)	0.151 5*** (0.000 0)	1.000 0					
LEV	0.215 4*** (0.000 0)	0.111 1*** (0.000 0)	-0.168 2*** (0.000 0)	0.100 1*** (0.000 1)	1.000 0				
SIZE	0.131 7*** (0.000 0)	0.433 7*** (0.000 0)	0.248 2*** (0.000 0)	0.404 9*** (0.000 0)	0.550 6*** (0.000 0)	1.000 0			
GROWTH	0.085 2*** (0.000 7)	-0.036 5 (0.147 4)	-0.006 2 (0.806 8)	0.019 2 (0.444 8)	0.028 1 (0.264 1)	-0.023 7 (0.347 2)	1.000 0		
ROA	-0.015 3 (0.544 4)	0.015 1 (0.547 6)	-0.121 1*** (0.000 0)	0.071 6*** (0.004 4)	-0.411 9*** (0.000 0)	-0.076 2** (0.002 4)	0.189 5*** (0.000 0)	1.000 0	
BETA	-0.054 4* (0.030 6)	-0.034 8 (0.167 0)	0.036 6 (0.146 1)	-0.100 8*** (0.000 1)	0.100 0*** (0.000 1)	-0.046 6* (0.064 3)	0.089 2*** (0.000 4)	-0.179 2*** (0.000 0)	1.000 0

注: \*\*\*, \*\*, \* 分别表示在 0.01、0.05 和 0.1 的水平上显著, 下同; 括号内为显著性。

由表3可知:(1)社会责任信息披露(CSR)与权益资本成本(R)相关系数为-0.083 2,并且在0.01置信水平上呈显著相关,表示企业社会责任信息披露越好,权益资本成本越低,与假设1相符;(2)赫芬达尔指数(HHI)与权益资本成本(R)相关系数为0.167 1,并在0.01水平上通过显著性检验,初步证明产品市场竞争越激烈、权益资本成本越小的假设;(3)赫芬达尔指数(HHI)与社会责任信息披露(CSR)呈负相关关系,并在0.01水平上通过显著性检验,说明产品市场竞争能提高企业社会责任信息披露程度;(4)其他控制变量与被解释变量的相关性见表3。

### (三)回归分析

#### 1. 社会责任信息披露与权益资本成本回归分析

考虑到其他控制变量的影响作用,进行变量回归分析,结果如表4所示。由表4可知,社会责任信息披露(CSR)与权益资本成本(R)回归系

数为-0.011 6,并在0.01置信水平上呈显著相关。回归结果表明,企业社会责任信息披露能够有效降低权益资本成本,符合假设1。企业社会责任信息披露能够弥补投资者的信息劣势,使其建立投资信心,相应地,投资者降低报酬预期,能使企业降低权益融资成本。

将样本根据产权性质分为国有企业和非国有企业进行模型一的回归分析,结果如表4所示。由表4可知,国有企业社会责任信息披露(CSR)与权益资本成本(R)在0.05置信水平上呈负相关;非国有企业社会责任信息披露(CSR)与权益资本成本(R)在0.01置信水平上呈负相关。两者显著性水平的高低说明在非国有企业中,社会责任信息披露与权益资本成本负相关性比国有企业更显著,与假设2相符。国有企业拥有强大的政治背景,相较于非国有企业,其权益融资的灵活性更大,权益资本成本受社会责任影响较小。

表4 社会责任信息披露、产品市场竞争与权益资本成本回归结果(一)

变量	模型一			模型二		
	全样本	国企	非国企	全样本	国企	非国企
CSR	-0.011 6*** (-4.01)	-0.006 5** (-2.00)	-0.011 5*** (-3.71)			
HHI				0.120 5*** (3.16)	0.068 4* (1.77)	0.129 1*** (6.05)
HFD	-0.062 8*** (-2.86)	-0.024 5 (-0.96)	-0.070 0*** (-2.94)	-0.064 9*** (-3.06)	-0.038 4* (-2.46)	-0.065 6*** (-2.86)
LEV	0.012 8 (-0.69)	0.017 1 (0.76)	0.005 0 (0.25)	-0.008 9 (-0.50)	0.017 9 (0.65)	0.008 4 (0.45)
SIZE	-0.005 5 (-0.92)	0.005 7* (1.84)	-0.011 6 (-1.41)	-0.007 2 (-1.28)	0.003 2 (1.06)	-0.011 8 (-1.57)
GROWTH	0.006 3* (1.92)	-0.000 9 (-0.19)	0.006 6* (1.55)	0.006 9** (2.20)	0.000 1 (0.02)	0.007 0* (1.72)
ROA	-0.052 8* (-1.88)	-0.042 9 (-1.35)	-0.046 2 (-1.37)	-0.052 0** (1.93)	-0.039 6 (-0.72)	-0.048 8 (-1.60)
BETA	-0.002 2 (-0.56)	-0.006 6 (-0.82)	-0.001 9 (-0.44)	-0.002 6* (-1.67)	-0.007 5 (-0.95)	-0.001 9 (-0.44)
IND	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制
CONS	0.277 1** (2.08)	-0.018 7 (-0.26)	0.413 6** (2.18)	0.285 9** (2.38)	0.030 8 (0.50)	0.380 8** (2.21)
OBS	1 580	316	1 264	1 580	316	1 264
R <sup>2</sup>	0.062 9	0.044 8	0.066 5	0.067 6	0.042 9	0.073 8

注:括号内为t值。

#### 2. 产品市场竞争与权益资本成本回归分析

由表4模型二全样本回归分析结果可知,在控

制其他变量情况下,赫芬达尔指数(HHI)与权益资本成本(R)的回归系数为0.120 5,在0.01水

平上呈显著正相关, 表明产品市场竞争有助于降低权益资本成本, 即产品市场竞争越激烈, 企业权益资本成本越低, 验证了假设 3。激烈的产品市场竞争说明行业内竞争主体数量众多, 投资者在投资前会搜集各企业相关财务经营信息进行比较后择优投资。因此, 企业管理者为了吸引投资者, 会加倍工作, 减少代理成本, 完善企业信息, 向投资者展现更好的一面, 投资者的信赖偏爱可以降低企业权益资本成本。

分国有企业与非国有企业对模型二进行回归分析, 结果表明, 国有企业赫芬达尔指数 ( $HHI$ ) 与权益资本成本 ( $R$ ) 的回归系数为 0.068 4, 在 0.1 水平上通过显著性检验; 非国有企业赫芬达尔指数 ( $HHI$ ) 与权益资本成本 ( $R$ ) 的回归系数为 0.129 1, 在 0.01 置信水平上呈显著正相关, 这说明产品市场竞争越激烈, 企业权益资本成本越低, 验证了假设 4。我国市场经济的企业类型中, 非国有企业占比较大, 市场竞争程度与权益资本成本的关系更加密切; 样本中如电力、水利等特殊国有企业

基本垄断市场, 大多拥有相关政策优惠或资金支持, 权益资本成本也会相对较低, 其产品市场竞争程度与权益资本成本关联性较小。

### 3. 社会责任信息披露、产品市场竞争与权益资本成本回归分析

为探究产品市场竞争 ( $HHI$ ) 对社会责任信息披露 ( $CSR$ ) 与权益资本成本 ( $R$ ) 关系的影响, 本文以赫芬达尔指数 ( $HHI$ ) 作为分组变量, 将样本按照产品市场竞争程度分为三组, 取竞争程度最高组和最低组进行回归分析, 探究国有企业与非国有企业产品市场竞争对社会责任信息披露与权益资本成本关系的影响。回归分析结果如表 5 所示。

在全样本回归分析中, 高竞争组社会责任信息披露与权益资本成本在 0.05 置信水平上呈显著负相关; 低竞争组两者也呈负相关, 但没有通过显著性检验。回归分析结果表明, 激烈的产品市场竞争使社会责任信息披露降低权益资本成本的效果更显著。

表 5 社会责任信息披露、产品市场竞争与权益资本成本回归结果 (二)

变量	全样本		国企		非国企	
	高竞争组	低竞争组	高竞争组	低竞争组	高竞争组	低竞争组
$CSR$	-0.007 7** (-2.02)	-0.010 6 (-1.58)	-0.007 2 (-1.24)	-0.006 4 (-0.61)	-0.006 7*** (-2.85)	-0.005 8* (-1.65)
$HFD$	-0.005 8 (-0.14)	-0.087 7* (-1.67)	-0.031 3 (-0.79)	-0.018 6 (-0.34)	-0.031 7** (-2.28)	0.000 1 (0.01)
$LEV$	-0.013 8* (-1.16)	-0.032 1 (-0.80)	-0.023 8 (-0.64)	0.031 6 (0.59)	-0.008 0 (-0.47)	0.016 1 (0.80)
$SIZE$	-0.004 1 (-0.35)	-0.020 1 (-1.43)	0.010 0 (1.57)	0.007 6* (1.60)	0.006 7*** (2.85)	0.001 3 (0.57)
$GROWTH$	-0.006 0 (-0.89)	0.006 0 (0.96)	-0.022 6** (-2.35)	0.001 1 (0.12)	0.005 5 (1.21)	0.014 0* (1.71)
$ROA$	-0.093 6* (-1.75)	-0.071 5* (-1.86)	0.023 4 (0.27)	-0.066 6 (-1.11)	0.007 6 (0.17)	-0.061 6 (-1.11)
$BETA$	0.008 1 (1.08)	-0.008 4 (-1.01)	0.001 2 (0.11)	-0.018 6 (-0.86)	-0.005 0 (-0.77)	-0.010 3 (-1.52)
$IND$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$YEAR$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$CONS$	0.199 0 (0.50)	0.629 1* (1.88)	-0.117 0 (-0.85)	-0.051 8 (-0.39)	-0.049 3 (-0.94)	0.061 8 (1.12)
$OBS$	526	526	84	123	442	403
$R^2$	0.074 2	0.074 3	0.146 6	0.039 6	0.036 0	0.054 9

进一步研究我国经济市场中国有企业与非国有企业产品市场竞争对两者关系的影响, 得到回

归分析结果对比如下: (1) 在高竞争环境中, 国有企业社会责任信息披露 ( $CSR$ ) 与权益资本成本



( $R$ )呈非显著负相关。根据我国国情,投资者对国有企业的信赖度较高,国有企业降低权益资本成本的方式主要为完善企业内部治理以及优化外部环境。非国有企业社会责任信息披露( $CSR$ )与权益资本成本( $R$ )在0.05的置信水平上呈显著负相关。(2)在低竞争环境中,国有企业社会责任信息披露( $CSR$ )与权益资本成本( $R$ )也呈非显著负相关,根据回归系数可知,两者负相关有所减弱;非国有企业社会责任信息披露( $CSR$ )与权益资本成本( $R$ )在0.1置信水平上通过显著性检验,与高竞争环境相比,显著性有所下降。上述回归结果很好地验证了假设5。在各行各业中,非国有企业对市场竞争更敏感,筹资灵活性相对较低,受外在因素影响相较于国有企业更大;而国有企业由于其特殊的政治地位,筹资成本受市场竞争、社会责任信息披露质量等因素影响较小。

#### 四 稳健性检验

为确保实证结果的合理可靠,本文进行如下稳健性检验:(1)使用以总资产口径度量的赫芬达尔指数( $HHI2$ )代替原来的 $HHI$ 进行检验。(2)参考姜付秀等人<sup>[16]</sup>的分组方法,以 $HHI$ 中值为分界点,将样本分为高竞争组和低竞争组,以检验社会责任信息披露与权益资本成本的关系,以及产品市场竞争对两者关系影响的回归稳健性。本文以另外度量方法以及分组方式代替赫芬达尔指数进行检验,所得出的结论与上述实证结论基本一致,验证了本文对于社会责任信息披露、产品市场竞争与权益资本成本之间关系所作出假设的正确性,使本文的研究结果更加稳健。

#### 五 结论与建议

##### (一) 结论

产品市场竞争的外部治理效应发挥着监督和管控的作用,社会责任信息披露能有效解决信息不对称问题,两者都对权益资本成本具有一定影响。在不同的产权机制以及市场竞争环境下,社会责任信息披露对权益资本成本的影响是否会发生变化,本文对此进行了实证分析,得出如下结论:

(1)企业社会责任信息披露有助于降低权益资本成本;(2)产品市场竞争越激烈,权益资本成本越低;(3)产品市场竞争的激烈程度影响社会责

任信息披露与权益资本成本之间的关系,产品市场竞争越激烈,社会责任信息披露降低权益资本成本效果越明显;(4)上述变量特征关系在非国有企业中比在国有企业中更加显著。

目前中国资本市场上,随着信息化技术的不断发展,企业的社会责任信息披露越来越为投资者所关注,其对资本市场的作用逐年提高。激烈的产品市场竞争在发挥其外部治理效应的同时,也在不断促使企业提升社会责任信息披露质量,以实现降本增效的目的。这其中国有企业因其特殊的政治背景,政府的扶持使其融资渠道多样,市场竞争环境的冲击相对于非国有企业来说较小。

##### (二) 建议

(1)我国企业特别是非国有企业,应重视社会责任信息披露。企业积极履行社会责任信息披露义务能够对外部产生积极效应。企业应结合自身文化发展,不仅将社会责任信息披露作为一种义务,更应通过积极主动地披露信息来向外界展示企业自身的良好发展现状与前景,满足投资者的信息需求,降低投资者的信息不对称性,提升投资者的投资欲望,降低代理成本,以实现企业的可持续发展。

(2)企业要充分考虑行业竞争程度的影响,合理利用社会责任信息披露,降低权益资本成本。激烈的行业竞争虽然有助于社会责任信息披露降低融资成本,但企业也需关注行业竞争带来的相应风险,与同行业公司横向比较,提高盈利水平,降低财务风险,防止掠夺效应。同时企业也要不断完善市场竞争机制,提升产品市场竞争能力,充分发挥竞争的治理效应,降低权益资本成本,实现企业价值。市场份额相对集中、行业竞争程度较弱的企业更应该重视社会责任信息披露质量,增强信息透明度,以吸引投资。

(3)监管机构应加强对企业社会责任信息披露的监管工作。一方面应制定相关法律法规,促进企业更好地履行社会责任,规范企业社会责任信息披露行为,提高其信息披露质量;另一方面也需加大力度宣传企业社会责任信息披露的重要意义,制定相应的奖惩机制,规范我国企业社会责任信息披露体系,完善企业社会责任信息披露报告资料。同时,引导投资者关注社会责任信息,正确投资,理性投资,规范我国资本市场有序发展。



本文研究虽涵盖了沪深 A 股上市公司所有行业企业,具有一定的代表性,但是仍存在数据选取上的局限性。由于企业社会责任信息披露等相关数据的缺失,在整理样本过程中剔除了较多企业,最终样本量并不大,且其中国有企业的样本数量较少;同时,仅选取了 2014—2017 年的样本,由于数据计算需求以及外部股权市场影响,未能从更长时间段来研究三者关系。这些局限一定程度上影响了研究结论的精准性,但总的来说,本研究得出的结论具有一定的理论价值。在未来的研究中,也将扩大样本量及延长时间段,以得到更科学、准确的研究结论。

#### 参考文献:

- [1] 傅柳熠. 产品市场竞争、社会责任表现与股权融资成本 [D]. 杭州: 浙江财经大学, 2018.
- [2] 张军华. 产品市场竞争、制度环境与权益资本成本 [J]. 山西财经大学学报, 2014, 36(4): 58-68.
- [3] 卿 锋. 产品市场竞争与融资结构互动研究 [D]. 长沙: 湖南大学, 2005.
- [4] 杨海涛. 产品市场竞争对股权资本成本影响的分析: 基于中国制度环境视角 [D]. 马鞍山: 安徽工业大学, 2015.
- [5] CHENG Beiting, SERAFEIM George. Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans[J]. Journal of Bank and Finance, 2011(35): 1794-1810.
- [6] 黄建元, 靳 月. 企业社会责任对权益资本成本的影响研究: 基于企业社会责任报告与鉴证的视角 [J]. 产业经济研究, 2016(2): 87-95.
- [7] 赵良玉, 阮心怡, 刘芬芬. 社会责任信息披露对企业融资成本的影响: 基于我国上市公司的经验证据 [J]. 贵州财经大学学报, 2017(6): 40-52.
- [8] 徐 珊, 黄健柏. 企业产权、社会责任与权益资本成本 [J]. 南方经济, 2015(4): 76-92.
- [9] KOVENOCK D, PHILLIPS G M. Capital Structure and Product Market Behavior: An Examination of Plant Exit and Investment Decisions[J]. The Review of Financial Studies, 1997, 10(3): 767-803.
- [10] 魏 卉, 郑 伟. 产品市场竞争、管理层薪酬激励与权益资本成本 [J]. 会计之友, 2018(13): 60-66.
- [11] CAMPELLO M. Capital Structure and Product Market Interactions: Evidence from Business Cycles[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 68(3): 353-378.
- [12] 罗 思. 产品市场竞争与权益资本成本 [J]. 市场研究, 2018(3): 26-28.
- [13] GRULLON G, KANATAS G, KUMAR P. Financing Decision and Advertising: An Empirical Study of Capital Structure and Product Market Competition[J]. SSRN Electronic Journal, 2002. doi:10.2139/ssrn.314700.
- [14] 任汝娟, 何 新. 机构投资者持股、投资期限与权益资本成本 [J]. 财会通讯, 2017(33): 56-59.
- [15] 权小锋, 吴世农, 尹洪英. 企业社会责任与股价崩盘风险: “价值利器”或“自利工具”? [J]. 经济研究, 2015, 50(11): 49-64.
- [16] 姜付秀, 伊志宏, 秦义虎. 产品市场竞争、公司治理与信息披露质量 [J]. 管理世界, 2010(1): 133-141.
- [17] 叶康涛, 陆正飞. 中国上市公司股权融资成本影响因素分析 [J]. 管理世界, 2014(5): 127-131.
- [18] 闫志刚. 社会责任信息披露、企业风险与权益资本成本: 理论分析与实证检验 [J]. 经济经纬, 2016(5): 107-111.

责任编辑: 徐海燕