

企业社会责任、现金股利与投资效率

周雪, 马舜羿

(上海对外经贸大学 会计学院, 上海 201620)

摘要:选择2008—2016年沪深两市的A股上市公司作为研究样本,首先实证检验了其承担社会责任对企业现金股利分配的影响。研究表明,社会责任表现越好的企业更倾向于派发或连续派发现金股利,并且现金股利支付率越高。接下来对企业发放现金股利与投资效率的关系进行了研究。研究表明,企业发放现金股利通过减少企业的自由现金流抑制代理问题,缓解了自由现金流富余企业的过度投资,连续派现向市场传递出的积极信号为企业带来新的融资,缓解了自由现金流紧缺企业的投资不足。最后,进一步研究了企业社会责任在现金股利与投资效率的相关关系中发挥何种调节作用,研究结果显示企业通过履行社会责任增加现金股利的发放,进而可以显著提高现金股利对过度投资的抑制作用。研究厘清了企业社会责任、现金股利和投资效率三者的关系,验证了企业社会责任在现金股利发放与投资效率关系中的作用机制,对改善我国上市公司不愿派发现金股利的现象,增强对中小投资者利益的保护有一定的积极作用。

关键词:企业社会责任;现金股利;投资效率;自由现金流

中图分类号:F275;F830.9 **文献标志码:**A **文章编号:**1002-980X(2019)11-0022-11

企业派发现金股利是实现与投资者共享经营成果的途径之一,而由于代理问题或者是内源融资需求,我国证券市场中的部分企业多年不派发股利,使得投资者无法从这一渠道获得收益。在证监会不断完善政策和从严监管下,近年来企业的现金分红情况出现了积极的改观。派发现金股利是对自由现金流的直接减少,一方面直接抑制自由现金流过多造成的过度投资^[1],另一方面可以减少可供管理层支配的现金流从而缓解代理问题^[2],进而间接提高投资效率。因此,企业的现金股利分配政策会影响其投资决策,与投资效率紧密相关。

在众多影响企业现金股利分配政策的因素中,企业社会责任是容易被忽视但在如今的形势下重要性逐渐显现的因素。从数量来看,2009—2018年我国平均每年新增48家上市公司披露社会责任报告;从报告的类型来看,2018年自愿披露的社会责任报告的数量首次超过了强制披露,这反映了如今国内上市公司越来越重视社会责任。从近年来企业发布的社会责任报告可以看到,他们积极履行社会责任,在社会责任上投入很多资源。例如,TCL发布企业社会责任报告披露其2018年在环保上投入1.9亿元,在对外捐赠上投入1800万元。

在这一背景下,国内外学者对企业履行社会责

任这一行为的动机和产生的经济后果作了广泛的研究。在动机方面,利益相关者理论认为企业承担社会责任是为获取这些利益相关者的支持,从而实现企业价值的增加^[3];另一种对立的理论认为管理层试图通过在社会责任上的投资向外界营造良好的形象掩盖其管理失误或实现对企业掏空,因此企业在社会责任方面的支出其实是另一种形式的代理成本,是企业资源的错配^[4]。在经济后果方面,不乏有学者研究企业履行社会责任对投资效率有何种影响。现有的研究结果显示,企业履行社会责任可以显著提高投资效率。

基于前述两种理论,本文分析了企业社会责任对现金股利发放的影响。在利益相关者理论下,承担社会责任的这些企业更愿意向股东分红来保护作为利益相关者的股东的权益^[5];在代理成本理论下,企业会通过股利政策来缓解承担社会责任引起的代理问题,表现为社会责任的企业通常会支付更高的股利^[6]。本文还研究了现金股利的发放对企业投资效率的影响,进而构建企业社会责任影响现金股利并进一步影响投资效率的作用机制的理论框架,重点研究企业社会责任对现金股利与投资效率的相关关系有何种影响。本文主要解决以下三个问题:第一,企业承担社会责任是否会影响其现金股利的发

收稿日期:2019-10-29

作者简介:周雪(1996—),女,安徽宁国人,上海对外经贸大学会计学院硕士研究生;马舜羿(1993—),男,上海金山人,上海对外经贸大学会计学院硕士研究生。

放? 第二,企业发放现金股利是否影响企业内部自由现金流进而影响其投资效率? 第三,企业社会责任在现金股利与投资效率的相关关系中发挥了什么作用?

通过对 2008—2016 年沪深两市 3000 多家上市公司的实证研究发现,企业在社会责任方面表现越好,越愿意支付现金股利,支付的现金股利金额也越高。以自由现金流和非效率投资为两个维度对研究样本进行分组,对其中两个代表性组别进行研究后,本文发现在内部现金流充足且过度投资的样本中,派发现金股利可以在一定程度上抑制过度投资,在内部现金流紧缺且投资不足的样本中,连续发放现金股利可以缓解投资不足。企业社会责任的存在显著提高了现金股利发放对过度投资抑制作用和投资不足的缓解程度。

研究结果厘清了企业社会责任、现金股利和投资效率三者的关系,验证了企业社会责任在现金股利发放与投资效率关系中的作用机制;发现企业承担社会责任产生的正向经济后果可以鼓励其积极地承担社会责任;认为股利抑制过度投资提高投资效率的研究结论可以在一定程度上激励内部自由现金流多的企业增加现金股利的发放,改善我国资本市场上市公司不愿意派发现金股利的现象。

1 文献回顾与评述

企业社会责任的研究起源于西方,其作为新兴的非财务指标近年来也引起国内实务界和学术界的关注。国内对企业社会责任的评级日趋完善使得这一非财务信息得以量化。股利分配作为财务管理三大问题之一,对企业的融资和投资均有影响。在国内上市公司发放现金股利意识淡薄的情况下,相关研究可以起到正向的引导作用。投资是企业的关键活动之一,学术界通过量化非效率投资来研究投资效率的影响因素和经济后果。学者们对这三者两两之间的关系进行研究,取得了一定的研究成果。

1.1 企业社会责任与现金股利

Rakotomavo^[7]检验了企业投资于社会责任是否会占用发放现金股利的现金流。结果表明,在社会责任上投入多的企业大多盈利能力较好,不会占用现金股利的资金进行社会责任投资,企业社会责任与现金股利无关。Benlemlih^[6]提出社会责任表现好的企业会通过股利政策来缓解企业过度投资于社会责任带来的代理问题这一假设,其会更稳定地支付现金股利的实证结果证明了该假设的正确性。Cheung 等^[8]检验了 1991—2010 年 1965 家上市公司社会责任参与度与现金股利支付率之间的关系,

同样得出社会责任参与度高的企业的现金股利支付率更高的结论。Glegg 等^[9]以美国 1995—2012 年股利增长的上市公司为样本,检验企业履行社会责任的好坏对股利增长带来的财富收益高低的影响,将对社会责任与现金股利关系的研究从二者的定量研究延伸到股利增长的财富效应上。研究发现,社会责任表现差的企业在股利增长公告期的超额收益更高,后续的营运表现更好,也验证了高股利政策可以降低管理层可操纵的现金流从而降低代理成本的理论。赵燕和冯巧根^[5]将上市公司的社会责任理念与其股利政策的制定和执行联系起来,发现具有社会责任理念的上市公司的现金股利政策更加积极。

1.2 企业社会责任与投资效率

曹亚勇等^[10]首次对我国上市公司的社会责任披露与投资效率之间的关系进行了研究,实证结果显示上市公司对其承担的社会责任相关信息的披露可以降低过度投资,提高投资效率。谢赤和杨茂勇^[11]同样分析得到企业社会责任表现与非效率投资之间的反向关系,但并没有具体研究非效率投资的方向问题。刘岚和王倩^[12]研究发现企业社会责任对非效率投资的治理效应有一定的滞后性,滞后期的企业社会责任可以抑制过度投资。

1.3 现金股利与投资效率

肖珉^[13]验证了基于股利的代理模型的假设成立,即现金股利可以通过减少企业内部自由现金流来抑制自由现金流过多造成的过度投资,而在股利的信号模型下,现金股利可以缓解内部现金流紧缺的公司面临的投资不足的假设不成立。王茂林等^[14]同样发现发放现金股利可以抑制自由现金流富余且投资过度企业的过度投资,并且会加剧自由现金流紧缺且投资不足企业的投资不足程度。王小泳等^[15]从现金分红连续性角度考察了其投资效率的影响,并得出连续派现可以抑制过度投资。赵文庆和王婧^[16]研究了融资融券政策下现金股利政策与投资效率的关系。

1.4 文献述评

因为企业关注社会责任并进行相关披露的起步较晚,目前学术界对于企业社会责任与现金股利的研究主要是以国外企业为样本,基于国内上市公司数据的研究较少。研究结论验证了企业社会责任与现金股利发放的正相关关系。国内关于现金股利与投资效率关系的研究较为全面,并且基本都支持现金股利的支付可以抑制过度投资的假说,而对连续派发现金股利是否可以缓解企业的投资不足没有一致的结论。目前关于企业社会责任对现金股利与投资效率的相关关系有何种影响的研究还存在空缺,

本文意在弥补这一空缺。同时,考查企业社会责任在现金股利对投资效率的影响中发挥何种调节作用,可为相关领域提供文献补充。

2 理论分析与研究假设

从利益相关者理论来看,企业承担社会责任反映了管理层以利益相关者理论为指导进行企业的管理活动,并具有较高的道德水平,也反映了企业平衡各方利益,对各方负责的文化。投资者是企业的利益相关者之一,分配现金股利是企业与投资者共享经营收益的方式之一,积极承担社会责任的企业更愿意分配现金股利来保障投资者的利益^[5]。

委托代理理论^[17]将代理问题分为三类,其中管理层与股东之间的代理问题表现为管理层侵占股东的利益。管理层把企业资源用于承担社会责任是为了提高自己的声誉、掩盖决策失误,或者实现自己的“掏空”目的,管理层收获了承担社会责任带来的好处,但是投入和风险却由股东买单^[18]。基于这种情况,企业在社会责任上的投资其实是代理成本的一种表现方式^[19],即企业的社会责任表现越好,代理问题越严重。在这种企业承担社会责任可能伴随代理问题的背景下,企业会通过股利政策来缓解代理问题:企业稳定地支付较高的现金股利来向投资者传达其被错配到社会责任上的资源不多了,从而缓解代理问题。基于以上两种理论,本文提出如下假设。

假设 1:企业社会责任表现越好,越倾向于分配现金股利,现金股利分配越多。

自由现金流假说^[1]和代理理论认为,企业内部自由现金流过多会加剧管理层与股东和债权人之间的代理问题,管理层投资于净现值为负的项目造成过度投资是表现之一。对于自由现金流过多并且出现过度投资情况的企业来说,发放现金股利一方面可以直接减少管理层可用的自由现金流,抑制过度投资;另一方面,通过缓解代理问题来抑制自由现金流过多带来的过度投资。在假设 1 的理论基础下,企业承担社会责任可以提高现金股利的支付,进而可以增加现金股利对过度投资的抑制作用,因此本文提出了假设 2。

假设 2:自由现金流富余且过度投资的企业,发放现金股利可以缓解过度投资,并且其承担社会责任对现金股利与过度投资之间的关系具有正向调节作用。

根据信息不对称理论和股利政策的信号作用,企业当年派发或往年连续派发现金股利可以向外界传递出企业预期经营状况稳定、盈利能力佳的信号,

降低外部人与企业内部人的信息不对称程度,可以提高企业获得更多外部资金的能力,带来自由现金流的增加。对于自由现金流短缺并且已经陷入投资不足困境的企业来说,持续派现带来的融资能力提高尤为重要,可以有效缓解原本自由现金流短缺造成的投资不足,帮助企业实现投资计划。与假设 2 对企业社会责任的调节作用机制的论述一致,企业承担社会责任可以提高现金股利的发放,进而增加连续派现对投资不足的缓解程度。据此,本文提出假设 3。

假设 3:自由现金流短缺且投资不足的企业,发放现金股利可以缓解投资不足,并且其承担社会责任对现金股利与投资不足之间的关系具有正向调节作用。

3 研究设计和样本选择

3.1 样本选择与数据来源

因为评级机构“润灵环球”2009 年才开始披露上市公司 2008 年社会责任报告评分,截至目前只能获取到 2016 年的评分,所以本文研究样本的时间范围为 2008—2016 年。以 2008—2016 年沪深两市的上市公司为初始样本,运用 Stata15.0 进行以下处理:①剔除金融保险行业的样本(I 类行业);②剔除 ST、PT 的样本;③剔除创业板样本(股票代码 300 开头);④剔除同时发行 B 股或 H 股的样本;⑤剔除当年 IPO(首次公开募股)的样本;⑥剔除净利润、净资产为负,财务数据缺失的样本。本文社会责任数据来源于润灵环球责任评级机构,其他数据均来源于 CSMAR 数据库。为了剔除异常值的影响,对连续型变量在 1% 和 99% 水平上进行 Winsorize 处理。为了减少量纲差别的影响,对部分变量进行标准化处理。

3.2 变量选择与测度

3.2.1 投资效率

本文借鉴 Richardson^[20]、杨华军和胡奕明^[21]的做法,用如下的预期投资模型的拟合值作为预期投资,残差作为非预期投资(非效率投资),用非效率投资来表征投资效率:

$$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 Age_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 Ret_{i,t-1} + \beta_7 Inv_{i,t-1} + \Sigma Year + \Sigma Industry + \epsilon_i \quad (1)$$

其中: Inv_{it} 是上市公司 t 年的投资支出; $Growth_{i,t-1}$ 为期初投资机会; $Lev_{i,t-1}$ 为期初的财务杠杆; $Cash_{i,t-1}$ 为期初现金存量; $Age_{i,t-1}$ 为上市年限; $Size_{i,t-1}$ 为期初公司规模; $Ret_{i,t-1}$ 为上一年经市场调整的股票收益率; $Inv_{i,t-1}$ 为上一年度的投资支

出; $\Sigma Year$ 和 $\Sigma Industry$ 为年度和行业虚拟变量。

模型(1)主要变量的回归结果(表 1、表 2)符号与文献结果相同,且显著性较强,模型计算结果的准确性有保证。模型回归得到的残差 ϵ_i 是实际投资

与预期投资的差,表示非效率投资的大小,其绝对值越大,表示投资效率越低。当残差为正,代表过度投资,用 $Over_Inv$ 表示;当残差为负,代表投资不足,取绝对值后用 $Under_Inv$ 表示。

表 1 Richardson 模型的变量定义

变量名称	变量符号	计算方法
投资支出	Inv_{it}	(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金—处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额)/年初总资产
投资机会	$Growth_{i,t-1}$	上年末的 Tobin'Q 表示, $Tobin'Q = [(每股价格 \times 流通股份数 + 每股净资产 \times 非流通股份数 + 负债账面价值)] / 总资产$
财务杠杆	$Lev_{i,t-1}$	年初总负债/年初总资产
现金存量	$Cash_{i,t-1}$	年初货币资金/年初总资产
上市年限	$Age_{i,t-1}$	IPO 年度到上年末为止的年数
公司规模	$Size_{i,t-1}$	年初总资产的自然对数
经市场调整的股票收益率	$Ret_{i,t-1}$	上一财务年度的个股收益率—上一财务年度的市场收益率
上年的投资支出	$Inv_{i,t-1}$	$Inv_{i,t-1}$ 的上一期取值

表 2 Richardson 模型的回归结果

变量	截距	$Lev_{i,t-1}$	$Growth_{i,t-1}$	$Cash_{i,t-1}$	$Ret_{i,t-1}$	$Size_{i,t-1}$	$Age_{i,t-1}$	$Inv_{i,t-1}$
系数	0.0151	-0.00487*	0.00228***	0.0183***	0.00379***	0.000688	-0.000835***	0.474***
(t)	(1.26)	(-1.74)	(6.70)	(4.27)	(3.85)	(1.30)	(-8.91)	(71.95)
年度	控制							
行业	控制							
N	14787							
Adj. R^2	0.3460							

3.2.2 自由现金流

模型(1)回归得到的因变量拟合值代表了预期投资,参考 Richardson^[20] 及杨华军和胡奕明^[21] 的做法,用上市公司当年期末的经营活动产生的现金流量净额(CFO)与当年期初的资产总额的比值减预期投资(Exp_Inv)得到自由现金流(FCF)。FCF 为正,代表企业内部自由现金流富余;FCF 为负,代表企业内部自由现金流紧缺,取绝对值用于后续模型检验。

3.2.3 现金股利

本文选取了两个虚拟变量 Div 和 $Cont$ 与一个连续性变量 PR 作为现金股利变量。如果企业当年派发现金股利,则 Div 取值为 1,否则取值为 0。如果企业前三年连续派现,则 $Cont$ 取值为 1,否则取值为 0,考察现金股利的持续性。 PR 是现金股利支付率,用每股股利除以每股收益计算得出。

3.2.4 企业社会责任

根据润灵环球发布的社会责任评级报告,本文选取 3 个指标作为企业社会责任变量,包括润灵环球给出的社会责任评级得分(CSR)、企业发布的社会责任报告的页数($Page$)和企业每股社会贡献值

(CPS)。其中,社会责任报告的页数和每股社会贡献值用于稳健性检验。

3.2.5 控制变量

在检验假设 1 的模型中,本文借鉴王茂林等^[14]、赵玉芳等^[22]、赵燕和冯冯根^[5] 等文献,选取了盈利能力、现金存量、财务杠杆、投资机会、公司规模、产权性质、第一大股东持股比例和股权分散度作为控制变量。针对假设 2 和假设 3 的检验,本文借鉴肖珉^[13]、郭丽虹和刘婷^[23] 的研究,在检验假设 1 的模型的控制变量基础上增加了上市年限变量,删除了盈利能力和股权分散度变量。本文的主要变量定义见表 3。

3.3 模型设定

3.3.1 企业社会责任与现金股利

根据王茂林等^[14] 的研究,本文设计了以下的模型(2)用于检验假设 1。在具体进行回归分析时,考虑到 Div 和 $Cont$ 是取值只有 0 和 1 的虚拟变量,故采用二元 Logistic 回归分析。因为股利支付率 PR 一般为取值为 0~1 的连续性变量,为解决其取值集合非正态的问题,本文采用 Tobit 回归分析。若回归结果显示 β_1 显著为正,则证明假设 1 成立。

表 3 主要变量定义

变量名称	变量符号	计算方法
过度投资	<i>Over_Inv</i>	模型(1)回归残差的正值
投资不足	<i>Under_Inv</i>	模型(1)回归残差的负值的绝对值
自由现金流	<i>FCF</i>	经营活动产生的现金流量净额/总资产—模型(1)因变量的拟合值,为正表示自由现金流富余,为负表示自由现金流短缺
现金股利支付率	<i>PR</i>	每股股利/每股收益
现金股利虚拟变量	<i>Div</i>	支付现金股利取值为 1,否则取值为 0
连续派现虚拟变量	<i>Cont</i>	前三年连续派现取值为 1,否则取值为 0
社会责任评级得分	<i>CSR</i>	润灵全球的评分
现金存量	<i>Cash</i>	货币资金/总资产
盈利能力	<i>EPS</i>	归属于普通股股东的当期净利润/发行在外普通股的加权平均数
财务杠杆	<i>Lev</i>	总负债/总资产
投资机会	<i>Growth</i>	Tobin'Q=[(每股价格×流通股份数+每股净资产×非流通股股份数+负债账面价值)]/总资产
上市年限	<i>Age</i>	IPO 年度到本年末为止的年数
公司规模	<i>Size</i>	年初总资产的自然对数
产权性质	<i>SOE</i>	国企取值为 1,否则取值为 0
第一大股东持股比例	<i>First</i>	第一大股东持股数/总股数
股权分散度	<i>Power</i>	第二至第十大股东持股比之和除以第一大股东持股比

$$Div/Cont/PR = \beta_0 + \beta_1 CSR + \beta_2 EPS + \beta_3 Cash + \beta_4 Lev + \beta_5 Growth + \beta_6 Size + \beta_7 SOE + \beta_8 First + \beta_9 Power + \Sigma Year + \Sigma Industry + \epsilon。$$

3.3.2 企业社会责任、现金股利与投资效率

根据肖珉^[13]、王茂林等^[14]的研究,本文将上市公司当年的现金股利派发情况(*CD*)作为现金股利解释变量,包括 *Div* 和 *PR*,设计了模型(3)对自由现金流富余且过度投资的样本进行逐步回归以检验假设 2。*PR* 作为解释变量的回归结果放在第六部分解释。若回归结果 β_1 显著为正, β_2 、 β_4 、 β_6 显著为负,则证明假设 2 成立。

$$Over_Inv = \beta_0 + \beta_1 FCF + \beta_2 CD + \beta_3 CSR + \beta_4 FCF \times CD + \beta_5 FCF \times CSR + \beta_6 FCF \times CD \times CSR + \Sigma Controls + \epsilon。$$

而针对假设 3 的检验,在自由现金流短缺且投资不足的样本中,本文着重考察上市公司连续派现对投资不足的影响,因此将 3 年连续派现的虚拟变量 *Cont* 作为现金股利解释变量, *Div* 作为 *Cont* 的替代变量,用于稳健性检验。由于自由现金流短缺的表现为 *FCF* 是负值,为方便理解,本文取 *FCF* 的绝对值进行回归。*FCF* 绝对值越大表明资金缺口越大。将模型(3)的被解释变量 *Over_Inv* 替换为 *Under_Inv*,并将解释变量进行替换便得到模型(4),用于检验假设 3。若回归结果 β_1 显著为正, β_2 、 β_4 、 β_6 显著为负,则证明假设 3 成立。

$$Under_Inv = \beta_0 + \beta_1 FCF + \beta_2 Cont + \beta_3 CSR + \beta_4 FCF \times Cont + \beta_5 FCF \times CSR + \beta_6 FCF \times Cont \times CSR + \Sigma Controls + \epsilon。$$

4 实证分析

4.1 描述性统计

4.1.1 企业社会责任与现金股利

表 4 是针对研究企业社会责任与现金股利相关关系的模型(2)的主要变量的描述性统计。经过数据清洗,一共得到 3081 个样本。样本公司的平均股利支付率为 32.95%,存在股利支付率大于 1 的情况。样本公司现金股利的虚拟变量均值为 0.8500,表明支付现金股利的样本数多于不支付现金股利的样本数。样本中企业社会责任评级得分均值为 37.5754,方差较大,说明样本公司的社会责任水平不高并且差异明显。考虑到变量之间数量级差别过大,为了避免数量级差别过大造成的误差,本文在回归分析时将部分变量进行了标准化处理。

4.1.2 企业社会责任、现金股利与投资效率

本文以自由现金流和非效率投资为两个维度对研究样本进行分组,可以得到 4 组样本,本文重点研究内部自由现金流富余且过度投资组和内部自由现金流短缺且投资不足两组样本。经筛选,一共得到 2008—2017 年间 611 个内部自由现金流富余且过度投资的样本用于模型(3)对假设 2 进行检验,以及 953 个内部自由现金流短缺且投资不足的样本用于模型(4)对假设 3 进行检验。表 5 是相关主要变量的描述性统计。样本数量的差异说明了我国上市公司的投资不足问题比过度投资问题严重,众多上市公司面临资金短缺和投资不足的问题。过度投资公司上市年限的均值在 13 年,投资不足公司上市年限均值为 11 年,说明“年轻”上市公司更多地面临投资不足的问题。

表 4 企业社会责任与现金股利的样本描述性统计

变量名称	样本数	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
<i>PR</i>	3081	0.3295	0.2923	0.0000	12.5000	0.4760
<i>Div</i>	3081	0.8500	1.0000	0.0000	1.0000	0.3571
<i>Cont</i>	3081	0.6709	1.0000	0.0000	1.0000	0.4700
<i>CSR</i>	3081	37.5754	35.4938	13.3300	82.6476	11.0283
<i>EPS</i>	3081	0.4874	0.3400	0.0003	5.7000	0.5053
<i>Cash</i>	3081	0.1663	0.1357	0.0033	0.7079	0.1125
<i>Lev</i>	3081	0.4991	0.5128	0.0080	0.9752	0.1915
<i>Growth</i>	3081	1.7181	1.2530	0.0968	30.2413	1.8020
<i>Size</i>	3081	22.8907	22.7932	19.5809	27.9617	1.2507
<i>SOE</i>	3081	0.6388	1.0000	0.0000	1.0000	0.4804
<i>First</i>	3081	38.4651	38.1800	3.3900	89.4100	16.0930
<i>Power</i>	3081	0.6584	0.4159	0.0076	6.5626	0.6977

表 5 企业社会责任、现金股利与投资效率的样本描述性统计

组 1:内部自由现金流富足且过度投资组						
变量名称	观测值	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
<i>Over_Inv</i>	611	0.0430	0.0219	0.0001	0.3596	0.0619
<i>FCF</i>	611	0.0965	0.0511	0.0000	6.3686	0.3211
<i>PR</i>	611	0.3189	0.2991	0.0000	2.4691	0.2717
<i>Div</i>	611	0.8903	1.0000	0.0000	1.0000	0.3127
<i>CSR</i>	611	38.5765	36.6715	17.2100	80.2900	10.9616
<i>Cash</i>	611	0.1664	0.1403	0.0087	0.6332	0.1031
<i>Lev</i>	611	0.4793	0.4933	0.0091	0.9343	0.1772
<i>Growth</i>	611	1.7929	1.3645	0.1272	30.2413	1.9334
<i>Size</i>	611	22.9295	22.7530	19.7847	27.1464	1.3016
<i>Age</i>	611	12.5270	13.0000	3.0000	26.0000	5.1257
<i>First</i>	611	38.3810	37.4300	5.0200	79.7340	15.9290
组 2:内部自由现金流紧缺且投资不足组						
变量名称	观测值	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
<i>Under_Inv</i>	953	0.0273	0.0201	0.0000	0.1946	0.0271
<i>FCF</i>	953	0.0676	0.0450	0.0001	0.8569	0.0741
<i>Cont</i>	953	0.6191	1.0000	0.0000	1.0000	0.4859
<i>Div</i>	953	0.8090	1.0000	0.0000	1.0000	0.3933
<i>CSR</i>	953	36.3883	34.6505	13.3300	82.6476	10.4695
<i>Cash</i>	953	0.1497	0.1256	0.0087	0.6074	0.0985
<i>Lev</i>	953	0.5212	0.5453	0.0080	0.9752	0.1938
<i>Growth</i>	953	1.5137	1.1041	0.0968	20.3140	1.6073
<i>Size</i>	953	22.8578	22.8015	19.5809	27.3874	1.2144
<i>Age</i>	953	11.4344	12.0000	3.0000	24.0000	4.7117
<i>First</i>	953	37.9410	37.8600	6.4500	89.4100	15.8218

4.2 多元回归分析

4.2.1 企业社会责任与现金股利

为检验假设 1,本文选择了 3 个现金股利变量,包括现金股利支付率 *PR*,现金股利虚拟变量 *Div* 和连续派现虚拟变量 *Cont*。以这 3 个变量作为被解释变量分别进行回归。表 6 中模型 2.1 栏显示的是以 *PR* 为被解释变量进行 Tobit 回归的结果,模型 2.2 栏和模型 2.3 栏分别是以 *Div* 和 *Cont* 为被解释变量进行的二元 Logistic 回归的结果。3 个模型的回归结果都显示企业社会责任指标 *CSR* 的系数显著为正。其中模型 2.2 和模型 2.3 的结果表明,社会责任表现越好的企业越倾向于支付现金股利并且越有可能进行连续派现。模

型 2.1 的结果表明社会责任表现越好的企业其现金股利支付率越高。3 个模型的回归结果共同验证了假设 1 成立。其他控制变量的系数反映了货币资金多、规模大、资产负债率低的企业更愿意支付现金股利,并且现金股利支付率更高。可能是因为规模大并且财务风险小的企业有更多的留存资金用于现金股利的发放。投资机会多的企业将钱用于投资,其现金股利支付倾向和现金股利支付率较投资机会少的企业要低。盈利能力越强企业的现金股利支付倾向越明显,现金股利支付率却并没有虽盈利能力增强而增加。模型 2.1 的回归结果还表明,第一大股东持股比例高的企业的现金股利支付率相对较高。

表 6 企业社会责任与现金股利的回归结果

模型	模型 2.1		模型 2.2		模型 2.3	
变量/参数	PR		Div		Cont	
	系数	t 统计值	系数	t 统计值	系数	t 统计值
CON	-0.201	1.27	-6.725***	-4.26	-11.60***	-9.28
CSR	0.178***	2.85	1.823***	2.67	1.468***	2.94
EPS	-0.0907***	-6.42	3.006***	10.69	1.359***	9.25
Cash	0.0264	0.44	1.614***	2.46	0.484	1.03
Lev	-0.296***	-6.55	-3.197***	-7.15	-3.199***	-9.30
Growth	-0.0104 *	-1.95	-0.165***	-3.42	-0.0479	-1.22
Size	2.901***	4.01	36.85***	4.95	51.26***	8.97
First	0.114**	2.08	-0.567	-1.04	0.015	0.04
SOE	-0.0129	-0.94	0.0705	0.53	0.102	1
Power	0.00414	0.32	-0.192	-1.64	-0.0981	-1.05
Year	控制		控制		控制	
Industry	控制		控制		控制	
N	3081		2971		3068	
Pseudo R ²	0.1231		0.1941		0.1568	

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

4.2.2 企业社会责任、现金股利与投资效率

表 7 显示的是自由现金流富余且过度投资组的实证检验结果。对于假设 2,即对自由现金流富余且过度投资的样本的检验,本文选择以现金股利虚拟变量 *Div* 为解释变量对模型(3)进行逐步回归。在仅包含自由现金流 *FCF* 和控制变量的模型 3.1 中,可以看到 *FCF* 的系数显著为正,这表明在该分组下自由现金流越多,过度投资越严重。模型 3.2 和模型 3.3 在模型 3.1 的基础上考虑了现金股利的影响。模型 3.2 加入了现金股利虚拟变量 *Div*。模型 3.3 在模型 3.2 的基础上又增加了 *FCF* 与 *Div* 的交乘项。两个模型中新加入的变量系数都显著为负,表明发放现金股利可以通过降低自由现金流的富余程度来抑制企业的过度投资程度。至此,部分验证了假设 2。模型 3.4 将企业社会责任 *CSR* 纳入考虑范围,在模型 3.3 的基础上加入 *FCF* 与 *CSR* 的交乘项、*Div* 与 *CSR* 的交乘项以及 *FCF*、*Div*、*CSR* 三变量的交乘项。该模型的回归结果显示,*FCF* 的系数显著为正,*Div*、*FCF* 与 *Div* 的交乘项系数显著为负,与前两个模型得出的结论一致。*FCF*、*Div*、*CSR* 三变量交乘项的系数显著为负,说明企业社会责任变量对 *Div* 与 *Over_Inv* 之间的负向关系有正向调节作用,企业承担社会责任可以增加现金股利发放通过减少自由现金流来抑制过度投资的程度,证明了假设 2。

模型(3)的回归结果证明了假设 2,即自由现金流富余且过度投资的企业,发放现金股利可以缓解过度投资,并且其承担社会责任对现金股利与过度投资之间的关系具有正向调节作用。从其他控制变量的系数来看,上市公司当期的投资机会 *Growth* 越多,当期期末货币资金 *Cash* 的存量越少,当期过度投资程度越大;公司上市年限 *Age* 越短过度投资情况越严重。

表 7 自由现金流富余且过度投资组的回归结果

模型	模型 3.1	模型 3.2	模型 3.3	模型 3.4
变量/参数	<i>Over_Inv</i>	<i>Over_Inv</i>	<i>Over_Inv</i>	<i>Over_Inv</i>
CON	0.0491	-0.0155	0.0463	0.0106
	(0.99)	(-0.29)	(0.94)	(0.20)
FCF	0.0799***		0.101***	0.105***
	(10.39)		(7.70)	(7.97)
Div		-0.0290***	-0.0250***	-0.0285***
		(-3.61)	(-3.36)	(-3.79)
FCF×Div			-0.0383**	-0.0459**
			(-2.14)	(-2.56)
CSR				0.00906
				(1.25)
FCF×CSR				0.0819***
				(3.35)
Div×CSR				-0.0107
				(-1.40)
FCF×Div×CSR				-0.0568**
				(-1.98)
Cash	-0.108***	-0.0771***	-0.0949***	-0.0929***
	(-4.50)	(-3.00)	(-3.97)	(-3.92)
Lev	-0.0118	-0.00379	-0.0222	-0.0198
	(-0.71)	(-0.21)	(-1.33)	(-1.18)
Growth	0.00119	0.00602***	0.000288	0.00216
	(0.60)	(2.90)	(0.15)	(1.07)
Size	0.183	0.448 *	0.313	0.465 *
	(0.80)	(1.78)	(1.35)	(1.83)
Age	-0.195***	-0.186***	-0.214***	-0.217***
	(-4.07)	(-3.58)	(-4.47)	(-4.58)
First	-0.00254	0.0209	-0.000994	-0.00193
	(-0.16)	(1.23)	(-0.06)	(-0.12)
SOE	0.00549	0.00142	0.00549	0.00672
	(1.11)	(0.27)	(1.12)	(1.38)
N	611	611	611	611
Adj. R ²	0.187	0.0621	0.205	0.225

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

表 8 显示的是自由现金流短缺且投资不足组的实证检验结果。对于假设 3,即对自由现金流短缺

且投资不足组的检验,本文将计算出为负值的非预期投资 $Under_Inv$ 和内部自由现金流变量 FCF 取绝对值进行回归,此处 $Under_Inv$ 和 FCF 的数值越大,表明投资不足越严重和自由现金流缺口越大。模型 4.1 栏至模型 4.4 栏是以连续派现虚拟变量 $Cont$ 为解释变量的回归结果。模型 4.1 仅包含自由现金流 FCF 一个解释变量,该变量的系数显著为正,说明 FCF 的缺口越大,企业的投资不足越严重。模型 4.2 和模型 4.3 考虑了上市公司前三年连续派现情况的影响。模型 4.2 加入了 $Cont$,模型 4.3 在模型 4.2 的基础上加入了 FCF 与 $Cont$ 的交乘项。两个新加入变量的系数都显著为负,说明上市公司以前年度的连续派现可以通过增加当期自由现金流来缓解自由现金流短缺造成的投资不足。这也部分验证了假设 2,说明股利的信号作用是成立的。模型 4.4 在模型 4.3 的基础上考虑了企业社会责任 CSR 的影响,将 CSR 、 FCF 和 CSR 的交乘项、 $Cont$ 和 CSR 的交乘项以及 FCF 、 $Cont$ 和 CSR 三变量的交乘项加入模型进行回归。回归结果显示,三变量交乘项系数显著为负。已验证的假设 1 表明承担社会责任的上市公司更愿意连续派现,因此显著为负的系数可以解释为承担社会责任能够提高连续派现获得融资增加自由现金流进而缓解投资不足的程度,即表明企业社会责任变量对 Div 与 $Under_Inv$ 之间的负向关系有正向调节作用。模型 4.4 的其他主要解释变量与前三个模型的结果无异,因此证明假设 3 成立。

模型(4)的回归结果证明了假设 3,即自由现金流短缺且投资不足的企业,发放现金股利可以缓解投资不足,并且其承担社会责任对现金股利与投资不足之间的关系具有正向调节作用。从其他控制变量的系数来看,上市公司期末财务杠杆越大,当期投资不足程度越轻,这可能表明上市公司在面临投资不足时采用了较多的债务融资来缓解投资不足。公司上市年限 Age 越短,投资不足越严重。

5 稳健性检验

5.1 企业社会责任与现金股利的稳健性检验

5.1.1 企业社会责任的度量

参考何贤杰等^[24]研究结果,本文在稳健性检验部分用企业发布的社会责任报告的页数的自然对数($Page$)以及每股社会贡献值(CPS)作为企业社会责任评级得分的代理变量,表 9 是回归结果;更换企业社会责任的度量指标,模型(2)的主要解释变量的回归结果不变。证明了假设 1 的结论是稳健的。

表 8 自由现金流短缺且投资不足组的回归结果

模型	模型 4.1	模型 4.2	模型 4.3	模型 4.4
变量/参数	$Under_Inv$	$Under_Inv$	$Under_Inv$	$Under_Inv$
CON				-0.00193**
				(-2.45)
FCF	0.0830***		0.111***	0.00552***
	(6.62)		(6.27)	(6.55)
Cont		-0.00701***	-0.00286	-0.00332***
		(-4.05)	(-1.21)	(-4.03)
$FCF \times Cont$			-0.0559**	-0.00270***
			(-2.34)	(-3.37)
CSR				-0.00135
				(-1.58)
$FCF \times CSR$				0.00196**
				(1.99)
$Cont \times CSR$				-0.000673
				(-0.83)
$FCF \times Cont \times CSR$				-0.00193**
				(-2.45)
Cash	0.00431	0.00376	0.00533	0.00508
	(0.50)	(0.43)	(0.62)	(0.60)
Lev	-0.0201***	-0.0161***	-0.0229***	-0.0248***
	(-3.59)	(-2.86)	(-4.08)	(-4.35)
Growth	0.000285	0.00063	0.000184	0.000183
	(0.34)	(0.75)	(0.22)	(0.22)
Size	-0.187**	-0.097	-0.0968	-0.0467
	(-2.17)	(-1.06)	(-1.08)	(-0.49)
Age	-0.0676***	-0.0777***	-0.0786***	-0.0840***
	(-3.88)	(-4.35)	(-4.51)	(-4.78)
First	-0.000706	-0.00166	-0.00139	-0.00202
	(-0.13)	(-0.30)	(-0.26)	(-0.38)
SOE	0.000685	0.00046	0.0013	0.00152
	(0.39)	(0.26)	(0.74)	(0.87)
N	953	953	953	953
Adj. R^2	0.0937	0.0678	0.112	0.122

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

表 9 企业社会责任与现金股利的稳健性检验回归结果

模型	模型 2.2		模型 2.3	
变量/参数	Div		$Cont$	
	系数	t 统计值	系数	t 统计值
CON	-2.641	(-0.00)	-12.06***	(-7.63)
Page			0.1865**	(2.35)
CPS	0.708**	(2.30)		
EPS	2.524**	(2.09)	1.556**	(7.87)
Cash	-1.923	(-0.63)	0.966	(1.61)
Lev	1.323	(0.77)	-3.877**	(-9.07)
Growth	0.649*	(1.81)	-0.0904*	(-1.68)
Size	51.24**	(2.20)	56.20***	(7.77)
First	-1.179	(-0.70)	-0.427	(-0.83)
SOE	0.477	(1.02)	0.210*	(1.68)
Power	-0.928**	(-2.22)	-0.121	(-1.04)
Year	控制		控制	
Industry	控制		控制	
N	398		2095	
Pseudo R^2	0.2917		0.1744	

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

5.1.2 内生性检验

根据信号传递理论,企业现金股利支付越多会向市场传递出其盈利状况越好的信号,Rakotomavo^[7]的研究也证明盈利状况好的企业倾向于更多地履行社会责任。因此本文参考 Bouslah 等^[25]、冯丽艳等^[26]的研究,选取工具变量,一是注册地属于同一省、自治区和直辖市的企业的社会责任评级得分的均值 *ProvMean*,作为该地区的企业社会责任表现的工具变量;二是属于同一行业的企业社会责任评级得分的均值 *SicMean*,作为该行业企业的社会责任表现的工具变量。运用两阶段最小二乘法(2SLS)对模型(2)进行回归。表 10 是两阶段最小二乘法(OLS)的回归结果:第一阶段以两个工具变量作为解释变量对内生变量 CSR 进行 OLS 回归,得到 CSR 的预期值 *P_CSR*。两个工具变量的系数显著为正,说明其对 CSR 有较好的解释性。第二阶段用 CSR 预期值进行模型(2)的回归,回归结果显示 *P_CSR* 与现金股利虚拟变量 *Div* 和累计派现虚拟变量 *Cont* 都显著正相关,与股利支付率正相关但不显著,这表明在考虑内生性问题后,假设 1 的结论仍然成立,即上市公司社会责任表现越好,越倾向于分配现金股利。

表 10 两阶段最小二乘法(2SLS)检验回归结果

变量/参数	第一阶段		第二阶段	
	CSR	<i>Div</i>	<i>Cont</i>	<i>PR</i>
CON	-0.810***	0.413**	-0.00547	-0.950***
	(-13.65)	(2.00)	(-0.02)	(-2.98)
<i>SicMean</i>	0.00802***			
	(8.08)			
<i>DistMean</i>	0.00808***			
	(11.89)			
<i>P_CSR</i>		0.521**	0.38	1.873***
		(2.11)	(1.22)	(4.55)
EPS	0.0055	0.117***	-0.116***	0.151***
	(1.04)	(6.31)	(-5.72)	(5.67)
<i>Cash</i>	-0.0409*	0.137*	-0.0413	0.267**
	(-1.88)	(1.78)	(-0.49)	(2.42)
<i>Lev</i>	-0.0447***	-0.324***	-0.306***	-0.549***
	(-2.96)	(-5.89)	(-4.81)	(-6.53)
<i>Growth</i>	0.00225	-0.0351***	-0.0200**	-0.0174*
	(1.08)	(-4.81)	(-2.51)	(-1.65)
<i>Size</i>	2.352***	2.093*	2.243*	5.024***
	(9.10)	(1.83)	(1.72)	(2.91)
<i>First</i>	0.0869***	-0.0887	0.0917	-0.143
	(4.45)	(-1.23)	(1.19)	(-1.40)
SOE	0.000396	-0.0172	-0.0172	0.00746
	(0.08)	(-1.00)	(-0.92)	(0.30)
<i>Power</i>	0.0236***	-0.0174	-0.007	-0.0404
	(4.85)	(-0.96)	(-0.37)	(-1.60)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>		控制	控制	控制
<i>N</i>	2104	2104	2104	2104
Adj. <i>R</i> ²	0.258	0.130	0.170	0.0318

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

5.2 企业社会责任、现金股利与投资效率的稳健性检验

在第五部分检验假设 2 和假设 3 的回归分析中,本文分别以现金股利虚拟变量 *Div* 和连续派现虚拟变量作为解释变量。在稳健性检验部分,本文采用现金股利支付率 *PR* 作为解释变量对模型(3)进行回归以检验假设 2。同时,本文对假设 3 的检验也增加以现金股利虚拟变量为解释变量的回归分析。表 11 是省略了相关控制变量的回归结果。模型 3.5 栏至模型 3.8 栏是以股利支付率 *PR* 为解释变量的回归结果,除三变量交乘项的系数不显著外,其他相关解释变量的系数与前述一致。虽然三变量交乘项的系数不显著,但其系数为负,结合其他解释变量系数的显著性,也可以在一定程度上证明假设 2 的正确性。模型 4.5 栏至模型 4.8 栏是以现金股利虚拟变量 *Div* 为解释变量的回归结果。模型 4.5 和模型 4.6 的结果与模型 4.1 和模型 4.2 的结果一致,模型 4.7 的交乘项系数不显著,但是该交乘项系数在模型 4.8 中显著,因此对结论影响不大。模型 4.8 中各重要解释变量的系数均与预期一致,其中三变量交乘项系数显著为负再次证明了假设 3 的正确性。

替换现金股利变量后的回归结果与第五部分检验结果基本无差异,关键解释变量的系数仍然显著的符合预期,因此本文假设 2 和假设 3 的结论较为稳健。

6 结论与启示

本文以我国 2008—2016 年沪深两市的上市公司为样本,实证检验了企业承担社会责任对现金股利支付的影响,以及企业社会责任在现金股利支付与投资效率的相关关系中发挥了何种调节作用。本文得到了以下结论:第一,承担社会责任多的上市公司更倾向于派发和连续派发现金股利,并且现金股利支付率越高;第二,企业内部现金流富余会造成过度投资,且现金股利的支付会减少现金流的富余程度,从而抑制过度投资。考虑到企业社会责任对现金股利的影响,上市公司承担社会责任可以增强现金股利支付对过度投资的抑制作用;第三,企业内部现金流短缺会造成投资不足,上市公司前期的连续派现可以发挥股利的信号作用,增加本期内部自由现金流,从而缓解投资不足。承担社会责任与连续派现正相关,因此可以提高连续派现对投资不足的缓解程度。

表 11 企业社会责任、现金股利与投资效率的稳健性检验回归结果

模型	模型 3.5	模型 3.6	模型 3.7	模型 3.8	模型 4.5	模型 4.6	模型 4.7	模型 4.8
变量/参数	<i>Over_Inv</i>	<i>Over_Inv</i>	<i>Over_Inv</i>	<i>Over_Inv</i>	<i>Under_Inv</i>	<i>Under_Inv</i>	<i>Under_Inv</i>	<i>Under_Inv</i>
CON	0.0251	-0.0211	0.0169	-0.019	0.0811***	0.0832***	0.0765***	0.0685***
	(0.51)	(-0.40)	(0.34)	(-0.36)	(4.29)	(4.30)	(4.02)	(3.40)
FCF	0.249***		0.222***	0.212***	0.0830***		0.108***	0.00591***
	(10.39)		(8.79)	(8.44)	(6.62)		(4.74)	(7.07)
PR		-0.00884***	-0.00174	-0.000676				
		(-3.55)	(-0.54)	(-0.21)				
FCF×PR			-0.0931**	-0.111***				
			(-2.49)	(-2.98)				
PR×CSR				-0.00153				
				(-0.36)				
FCF×PR×CSR				-0.0481				
				(-1.00)				
FCF×CSR				0.113***				
				(3.24)				
CSR				-0.0111***				-0.00154 *
				(-3.21)				(-1.80)
Div						-0.00450**	-0.00111	-0.00177**
						(-2.12)	(-0.40)	(-2.13)
FCF×Div							-0.0326	-0.00218***
							(-1.40)	(-2.70)
Div×CSR								-0.0000527
								(-0.06)
FCF×Div×CSR								-0.00331***
								(-4.29)
Controls	略							
N	611	611	611	611	953	953	953	953
Adj. R ²	0.187	0.0615	0.207	0.228	0.0937	0.0561	0.0965	0.116

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

上市公司派发现金股利在不同样本中的作用结果不同,在内部现金流富余且过度投资组中,派发现金股利可以抑制过度投资;在内部现金流短缺且投资不足组中,前期连续派发现金股利会缓解当期投资不足。总体而言,过度投资和投资不足的上市公司采取合适的现金股利政策可以提高投资效率,并且现金股利与企业社会责任的联合作用可以进一步缓解非效率投资。这启示我国上市公司要积极响应国家的现金分红政策并积极承担社会责任。

参考文献

- [1] KALAY A. Signaling, information content, and the reluctance to cut dividends[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1980, 15(4): 855-869.
- [2] JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. *The American Economic Review*, 1986, 76(2): 323-329.
- [3] DENG X, KANG J, LOW B. Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: evidence from mergers[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 110: 87-109.
- [4] BERNEA A, RUBIN A. Corporate social responsibility as a conflict between shareholders[J]. *Journal of Business*

Ethics, 2010, 97, 71-86.

- [5] 赵燕,冯巧根. 社会责任理念与现金股利承诺制——基于 A 股上市公司的实证分析[J]. *经济与管理研究*, 2014 (5): 58-68.
- [6] BENLEMLIH M. Why do socially responsible firms pay more dividends? [R]. Working Paper, 2014. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2566876>.
- [7] RAKOTOMAVO M. Corporate investment in social responsibility versus dividends? [J]. *Social Responsibility Journal*, 2012(8): 199-207.
- [8] CHEUNGA A, HUB M, SCHWIEBERT J. Corporate social responsibility and dividend policy[J]. *Accounting and Finance*, 2018, 58: 787-816.
- [9] GLEGG C, HURRIS O, NGO T. Corporate social responsibility and the wealth gains from dividend increases [J]. *Review of Financial Economics*, 2017(2): 70-74.
- [10] 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[J]. *管理世界*, 2012(12): 183-185.
- [11] 谢赤,杨茂勇. 企业社会责任对非效率投资的影响——基于随机前沿分析方法[J]. *经济与管理研究*, 2013(5): 92-98.
- [12] 刘岚,王倩. 企业社会责任、政治关联与非效率投资——基于企业社会责任的治理效应[J]. *中国管理科学*, 2016, 24(增刊 1): 398-404.
- [13] 肖珉. 现金股利、内部现金流与投资效率[J]. *金融研究*,

- 2010(10): 117-134.
- [14] 王茂林, 何玉润, 林慧婷. 管理层权力、现金股利与企业投资效率[J]. 南开管理评论, 2014, 17(2): 13-22.
- [15] 王小泳, 孔东民, 李尚鹭. 现金分红的连续性、投资效率与公司价值——基于面板结构 VAR 模型的实证分析[J]. 中国管理科学, 2014, 22(3): 103-114.
- [16] 赵文庆, 王婧. 融资融券与上市公司现金股利政策[J]. 投资研究, 2017, 36(7): 66-78.
- [17] JENSEN M, MECKLING W. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976(3): 305-360.
- [18] FRIEDMAN M. The social responsibility of business is to increase its profits[J]. New York Times Magazine, 1970, 9.
- [19] CHENG I, HONG H, SHUE K. Do managers do good with other people's money? [R]. NBER Working Paper, 2014: 19432.
- [20] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3): 159-189.
- [21] 杨华军, 胡奕明. 制度环境与自由现金流的过度投资[J]. 管理世界, 2007(9): 99-106, 116, 172.
- [22] 赵玉芳, 余志勇, 夏新平, 等. 定向增发、现金分红与利益输送——来自我国上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2011(11): 153-166.
- [23] 郭丽虹, 刘婷. 强制分红政策、融资约束与投资效率[J]. 上海财经大学学报, 2019, 21(1): 95-106.
- [24] 何贤杰, 肖土盛, 陈信元. 企业社会责任信息披露与公司融资约束[J]. 财经研究, 2012, 38(8): 60-71, 83.
- [25] BOUSLAH K, KRYZANOWSKI L, M'ZALI B. Social performance and firm risk: impact of the financial crisis [J]. Journal of Business, 2018, 149(3): 643-669.
- [26] 冯丽艳, 肖翔, 程小可. 社会责任对企业风险的影响效应——基于我国经济环境的分析[J]. 南开管理评论, 2016, 19(6): 141-154.

Corporate Social Responsibility, Cash Dividends and Investment Efficiency

Zhou Xue, Ma Shunyi

(School of Accounting, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China)

Abstract: This paper selects listed companies in Shanghai and Shenzhen A stock markets from 2008 to 2016 as research samples and start empirical study of the impact of corporate social responsibility on corporate cash dividend distribution at first. The results of this study show that companies with better social responsibility performance tend to distribute or continuously distribute cash dividends, and have the higher the cash dividend payout rate. Then, this paper studies the impact of corporate cash dividends on corporate investment efficiency. Research shows that on the one hand, the company with surplus free cash flow can suppress agency problem by distributing cash dividends to reduce the free cash flow of the company, then alleviate the over-investment in such company. On the other hand, the positive signals sent to the market by continuous distribution of cash dividends have brought new financing to the company, alleviating under-investment by companies with limited free cash flow. Finally, this paper further studies the role of corporate social responsibility in the correlation between cash dividends and investment efficiency. The results show that companies can increase the cash dividends by fulfilling their social responsibilities, which can significantly increase the extent to which cash dividends can alleviate over-investment. Companies that fulfill their social responsibilities are more likely to distribute cash dividends continuously, thereby increasing the mitigation of under-investment. This paper clarifies the relationship between corporate social responsibility, cash dividends and investment efficiency, and verifies the role of corporate social responsibility in the relationship between cash dividend distribution and investment efficiency. This paper has a certain positive effect on improving the phenomenon that listed companies in China's capital market are unwilling to send cash dividends and enhance the protection of the interests of small and medium investors.

Keywords: corporate social responsibility; cash dividends; investment efficiency; free cash flow