

社会责任指数事件的股价效应研究

摘要

在我国积极践行科学发展观和全面构建和谐社会的时代大背景下，企业社会责任理念日益受到各方的广泛关注。为鼓励上市公司积极履行社会责任，上海证券交易所于2009年8月5日正式推出了上证社会责任指数，并于每年定期对责任指数样本股进行调整。上证社会责任指数样本股的变动是否向市场传递了社会责任信息？所传递的社会责任信息是否具有信息含量？是否能为上市公司带来股价效应？

本文选取上证社会责任指数样本股的变化为研究事件。按性质的不同将上证社会责任指数事件分为进入事件、调入事件和调出事件三类。并采用事件研究法分别对三类事件的股价效应进行了检验。检验结果显示，进入事件的平均异常收益率(AAR)和累计平均异常收益率(CAAR)均通过了显著性检验，表现出较强的股价效应；而调入事件的平均异常收益率和累计平均异常收益率均未通过显著性检验，市场对其未表现出显著反应；调出事件仅有公告日后的第一日、第三日和第五日的平均异常收益率及事件窗(-5, 5)内的累计平均异常收益率通过了检验，表现出较弱的股价效应。经过对实证结果的分析得到本文的研究结论：我国的资本市场能对社会责任信息作出显著反应。

在检验了上证社会责任指数事件的股价效应后，本文还讨论了公司规模与进入事件产生的累计异常收益率之间的关系。研究结果显示公司规模与

进入事件产生的累计异常收益率之间存在负相关关系，即公司规模越小，进入事件产生的累计异常收益率就越大；公司规模越大，进入事件产生的累计异常收益率则越小。

关键词： 上证社会责任指数 股价效应 事件研究法

IMPACT OF THE SSE SOCIAL RESPONSIBILITY INDEX ON STOCK PRICE

ABSTRACT

Under the background of that actively practicing the scientific concept of development and constructing a Harmonious Society, the concept of corporate social responsibility increasingly wide attention by all parties. To encourage listed companies to actively fulfill their social responsibilities, the Shanghai Stock Exchange officially launched the SSE Social Responsibility index on August 5, 2009, and responsibility for the annual index constituents on a regular basis to adjust. Whether samples of the SSE Social Responsibility Index's change would give some information to the capital Markets? Whether the social responsibility of information is passed with information content? Whether the information of the social responsibility impact on listed company's stock price?

The study event of this paper is the change of the the SSE Social Responsibility index's sample. This paper will divide SSE Social Responsibility index event into three categories which are the into event ,the transferred event and the recall event according to the difference of nature. And then we will examine the stock price effects in three types of events respectively, by using event study methodology. The results show that the average abnormal returns (AAR) and cumulative average abnormal returns (CAAR) of the into event both

passed the test of significance, showing a strong price effect; and the average abnormal returns and the cumulative average abnormal returns of the transferred event did not pass the significance test, the market did not show significant reaction for it; Only the average abnormal returns of the first day, third day and fifth day after the publication date and the cumulative average abnormal returns of the event window (-5,5) passed the test, showing a weak share price effect. After analyzing the results of the Empirical, we conclude that China's capital market can make a significant response to the information of social responsibility.

After examined the stock price effects of the SSE Social Responsibility index event, this article also discusses the relationship between the company's size and the cumulative abnormal returns which generated by the into event. The results show that company's size has a negative influence on stock returns. That is the smaller company has a greater cumulative abnormal returns generated by the into event , whereas the larger one has smaller.

KEY WORKS:SSE social responsibility index;stock price effects;event study

第一章 绪论

1.1 研究背景

企业社会责任这一理念最早由美国学者 Clark 于二十世纪初期提出。企业社会责任思想一经提出，便成为了国际理论和实务界关注的焦点，并于二十世纪六七十年代在西方发达国家得到了更为深入的完善和发展。虽至今国际上仍未对企业社会责任的概念达成统一的认识，但这并不影响社会责任观在世界范围内的流行，企业必须对它们所处的社会及环境承担相应的责任这一理念已深入人心。

西方发达国家对企业社会责任领域进行了长期的实践和探索，并取得了丰硕的成果。法国政府于 1977 年颁布法律强制要求雇用员工人数超过贰佰五十人的企业，需在其资产负债表中以货币计量的方式详细披露其当年的社会责任履行情况；据统计，至二十世纪末，英国大型公司会在其年度财务报告中花费平均四页的篇幅以披露其本财务年度在社会及环境方面所承担的责任。企业社会责任的履行及披露不仅受到了国家和企业的关注，研究表明其也会对投资者的投资决策产生重要的影响。Corporate Social Responsibility Monitor 2003 年对欧洲资本市场投资者进行的一项研究表明，投资者在选择公司股票进行投资时会考虑到该公司社会责任的履行情况，他们认为公司承担社会责任长期来看将会给企业带来收益。投资者在选择公司股票时考虑企业承担社会责任情况的占样本总量的比例在 1999 年仅为 35%，而到了 2001 年这一比例则达到了 62%。

与西方发达国家相比，我国对企业履行社会责任的研究和实践起步较晚。但在积极践行科学发展观和全面构建和谐社会的时代大背景之下，企业对社会责任的承担日益成为理论界和实务界关注的焦点，国家也颁布了相关的法律法规，以鼓励企业积极履行社会责任，并规范其对履行情况的披露行为。

2006 年 1 月 1 日，国家颁布实施了新《公司法》。新《公司法》规定：“公司从事经营活动，必须遵守法律、行政法规，遵守社会公德、商业道德，诚实守信，接受政府和社会公众的监督，承担社会责任。”新《公司法》首次以国家法律的形式明确规定了，公司在从事经营活动过程中必须承担社会责任，这一规定标志着我国企业社会责任的实践迈上了一个新的台阶。同年，国家电网发布了我国首份中央企业社会责任报告。随着

首份社会责任报告的面世，我国掀起了社会责任报告的发布热潮。2006 年全年共有 23 家企业发布了社会责任报告，其数量超过了 2000 年至 2005 年六年间发布的社会责任报告的总和；2007 年国内企业发布社会责任报告共计 77 份；2008 年报告数量再度大幅增加，达到了 169 份。

2008 年 12 月，上海证券交易所和深圳证券交易所共同发布公告，强制要求在上海证券交易所上市交易的“上证公司治理板块”样本公司、金融类公司、发行境外上市外资股的公司及在深圳证券交易所上市交易的“深证 100 指数”样本公司披露年度社会责任报告，并鼓励其他有条件的上市公司自愿披露年度社会责任报告。

为了进一步鼓励和促进上市公司积极履行社会责任，同时促进社会责任投资的发展，上海证券交易所于 2009 年 6 月 18 日推出了上证社会责任指数（SSE Social Responsibility index），简称责任指数。该指数以上证公司治理板块中披露社会责任报告的 A 股样本公司为样本空间，以每股社会贡献值^[1]为社会责任履行情况的评价标准，选取排名最高的前 100 位作为样本公司编制，并定期进行调整。由此可见，进入责任指数成为样本公司，是对上市公司在履行社会责任方面良好表现的一种认可，然而，这种认可是否给企业带来效益？是否能提升公司价值？亦即是说，进入责任指数向资本市场传递了上市公司积极承担社会责任的信息，而这种信息能否得到投资者的认可，从而影响投资者的决策，影响资本市场的资源配置？本文将试图通过事件研究法检验上市公司进入、调入或调出责任指数的市场反应，以考察上证社会责任指数样本股的变动是否对上市公司的公司价值产生影响。并在此基础上采用横截面分析，以求找出公司规模对股价异常收益的影响。

1.2 研究意义及研究目的

1.2.1 研究意义

本文对社会责任指数的股价效应进行研究具有重大的理论和实践意义，主要体现在：

(1) 促进上市公司积极履行社会责任。本文通过采用事件研究法检验上市公司进入、调入或调出社会责任指数的市场反应，以观察社会责任指数的认证是否给上市公司

^[1] 以上海证券交易所 2008 年 5 月发布的《关于加强上市公司社会责任承担工作的通知》中关于每股社会贡献值的计算方法定义。

带来效益，增加上市公司价值，从而揭示企业履行社会责任与公司价值之间的关系，促进上市公司积极主动的履行社会责任；

(2) 本文研究成果为投资者利用信息进行决策提供一定参考。本文拟采用事件研究法检验上证社会责任指数样本股变动是否会引起市场反应，也就是说上市公司进入、调入或调出责任指数实际上向资本市场传递了其在履行社会责任方面的表现情况，若这种信息传递能引起上市公司股价的异常波动，那么，投资者在利用上市公司披露信息进行决策时，社会责任信息将成为一种不可忽视的信息；

(3) 充实国内关于企业社会责任领域的研究。虽然，与西方发达国家相比，我国对于企业社会责任的研究起步较晚，但这一理念一经引入便引起了学术界的广泛关注，并进行了大量的研究。在前人对企业社会责任信息的价值相关性的研究成果中，存在着两种不同的观点：一种观点认为，企业社会责任信息不具有价值相关性或虽具有价值相关性但相关性较弱，如陈玉清、马丽丽（2005），王秀丽（2009）等；而另一种观点则认为，企业社会责任信息具有价值相关性，如沈洪涛、杨熠(2008)等。因此，本文将借助前人研究成果，采用事件研究法检验上证社会责任指数事件传递的社会责任信息是否具有信息含量，并在此基础上进行横截面分析，检验公司规模对进入事件产生的累计异常收益率的影响。

1.2.2 研究目的

本文以上证社会责任指数样本公司及其股票价格为研究对象，采用事件研究法检验企业社会责任信息与上市公司股票市场表现的关联性，试图证明企业社会责任信息具有信息含量，从而促进企业积极主动的履行社会责任，同时引起投资者对社会责任信息的充分关注。并将在研究社会责任信息的市场反应基础上采用横截面分析，试图找到公司规模因素对上市公司累计异常收益的影响，从而为规范我国企业社会责任披露提供有益建议。

1.3 文章结构及创新点

1.3.1 文章结构

本文将采用事件研究法检验上证社会责任指数事件对样本公司股价的影响，即上证社会责任指数事件的股价效应，以证实我国的资本市场是否能对社会责任信息作出显著反应、社会责任信息是否具有信息含量。在检验了上证社会责任指数事件的股价效应后，本文将进一步检验公司规模对上市公司进入责任指数事件产生的累计异常收益率的影响。本文分为六个部分：

第一章绪论介绍了本文进行研究的背景、研究目的和研究意义，以及本文结构和创新点；

第二章文献综述。本章主要分为两部分，第一部分对国内外关于社会责任的研究进行了回顾，第二部分则对与社会责任指数股价效应相关的理论进行了综述。第一部分在回顾了国内外学者关于企业社会责任的研究之后，本文发现：（1）无论是国外的研究还是国内的研究，对社会责任信息的价值相关性均存在着两种不同的观点，一部分学者认为社会责任信息是具有价值相关性的；而另一部分学者则认为社会责任信息没有价值相关性或价值相关性较弱；（2）发达国家学者已经开始关注各式社会责任可持续指数对资本市场的影响；第二部分社会责任指数股价效应相关理论综述。与本文研究相关的理论主要有有效市场理论和信号传递理论。本部分对上述两个理论进行了简介；

第三章社会责任指数股价效应的研究设计。本部分主要分为五部分介绍了本文将如何进行研究：一首先对上证社会责任指数进行了简介；二交待了本文的研究前提，并提出了本文的研究假设；三定义了本文的研究事件及时间窗口；四说明了本文研究的样本选择及数据来源；五简要介绍了本文将采用的事件研究法和回归模型；

第四章社会责任指数股价效应的实证结果。本部分首先将上证社会责任指数事件按性质不同分为进入事件、调入事件和调出事件三类。并分别对这三类事件的股价效应进行检验。检验结果显示，市场对进入事件做出了显著的反应，进入事件表现出较强的股价效应；而调入事件未产生股价效应；调出事件产生的股价效应较弱。其次，讨论了出现这一实证结果的原因。最后，本部分还检验了公司规模与进入事件产生的累计异常收益率之间的关系。

第五章研究结论及展望。在第六章中，首先总结得出了本文的研究结论，并在此结

论上提出了规范我国社会责任信息披露的建议；其次讨论了本文研究的不足并对未来研究的改进进行了展望。

1.3.2 创新点

(1) 以上证社会责任指数样本股变动作为事件进行研究。前人在对企业社会责任信息的信息含量进行研究时多以年度财务报告中社会责任信息的披露或社会责任报告的披露为事件进行研究。而本文则选取了上证社会责任指数样本股的变动作为事件进行研究。上证社会责任指数是选取上证治理板块中在履行社会责任方面表现良好的公司为样本编制的指数，并每年根据样本公司在履行社会责任方面的表现进行调整。事实上，被调入责任指数相当于上市公司在社会责任履行方面得到认可，向资本市场传递了其积极承担社会责任的信息；而被调出责任指数则传递了其在承担社会责任方面表现欠佳的信息。因此，本文选择社会责任指数样本的变动为事件，研究社会责任信息是否具有信息含量；

(2) 本文以进入、被调入或调出上证社会责任指数的所有上市公司为研究样本，研究社会责任信息引起的市场反应。在前人对社会责任信息的研究中，研究样本多为选择某个或某几个行业的上市公司为研究样本，本文认为不同行业的上市公司存在着差异，这些因素可能会对研究产生一定影响，使研究结果不具有普遍性。因此，本文以进入、被调入或调出上证社会责任指数的所有上市公司为研究样本，扩大样本量以期提高研究结果的普遍性；

(3) 本文将在检验社会责任信息是否具有信息含量的基础上，利用横截面数据观察公司规模对累计异常收益率的影响。虽已有学者采用了事件研究法对上市公司社会责任信息披露的市场反应进行研究，但数量并不多。且前人的研究都集中于检验社会责任信息披露带来的股价异常收益，并未进一步研究引起不同公司之间异常收益差异的原因。本文拟在检验了资本市场对社会责任信息披露反应之后进行进一步的横截面分析，以期揭示上市公司公司规模对股价累计异常收益的影响程度。

第二章 文献综述

2.1 国内外企业社会责任相关研究综述

2.1.1 国外相关研究综述

企业社会责任在西方发达国家一经提出就受到了广泛关注,当今社会对企业积极承担社会责任的要求则更是日益强烈。因此,企业将大量的时间和资本用于满足各种利益相关者对其道德行为的要求。并且这些公司相信,他们在履行社会责任方面的努力是值得的,这些努力最终将提升公司的价值。然而,西方研究学者对企业社会责任进行了广泛深入的研究,由于研究样本、指标计量方法及研究方法的不同,对于企业社会责任的研究一直未得到一致的结论。Capon 等(1990)在回顾了前人的研究成果后发现,在关于企业社会责任履行水平与企业经营业绩之间的关系问题的研究上,前人得到了两种不同的结论:一部分学者认为企业社会责任履行水平与企业经营业绩之间存在正相关关系;另一部分学者研究成果则表明其两者间不存在显著相关关系,甚至存在负相关关系。

一些学者研究发现在社会责任方面的投资会增加公司的成本,但是这些成本将对公司的价值产生积极的作用,资本市场将对企业社会责任信息作出积极反应从而增加企业价值。

Bird, Hall, Momente and Reggianni(2007)研究发现承担特定类型的社会责任将增加企业的价值,从而增加股东的价值。例如,一个为提高能效而节约成本的投资,将会减少温室气体的排放,这将能预防政府或其他监管主体要求企业承担未来行为的风险。另外,如公益捐赠等行为能提升公司声誉,树立公司良好社会形象。以上研究表明,公司社会责任信息的披露将会在资本市场上产生积极的反应。

Bosch et al. (1998)对美国环境保护署(EPA)污染防治执法活动和公司的应对策略进行了研究,研究发现当公司被环保署列为重点监管对象的消息被资本市场感知时,资本市场做出了消极的反应,这将消耗股东大量的财富。

Burke and Logsdon(1996)研究发现虽然在实证上缺乏一致的证据证明公司社会责任行为和财务表现之间存在某种特定的关系,但是公司承担社会责任确实能增加公司价

值。与直接计量社会责任和短期利润从而研究两者之间的关系不同, Burke 和 Logsdon 采用公司的社会责任行为将为企业带来战略性利益的思路进行研究。研究认为企业社会责任应该包括在公司的整个战略中, 以创造价值。当企业社会责任被包含在企业整体战略中时, 企业社会责任活动将同时为社会和公司利益服务, 社会福利和公司利益并不是相互矛盾的。

虽然一部分的研究表明公司在承担社会责任方面的努力得到了包括雇员 (Brammer, Millingeon and Rayton, 2007; Klein, 2007) 和顾客 (Du, Bhattacharya and Sen, 2007) 的认可, 但是股东则表现出比较弱的反应。由于股东为公司提供了资本, 作为公司的所有者, 股东被认为是公司最为重要的利益相关者。如果投资者对公司的表现不满意, 他们可以出售公司的股票, 或者当他们拥有足够数量的投票权, 则可以通过积极行使投票权改变公司的行为以满足他们对公司的要求。迄今为止, 关于投资者对公司社会责任行为的反应, 学术界进行了广泛的研究, 但研究结论未能达成共识。股东投资于公司的最终目的是为了尽可能多的获得投资回报, 因此, 他们更为关心的是公司的获利能力。资本市场对公司承担社会责任的行为未作出反应或作出消极反应的一个可能的解释是公司在承担社会责任方面的改进将影响其获利能力。

Becchetti, Ciciretti and Hasan (2007) 的研究表明, 在投资者理性且充分知情的假设下, 资本市场对公司承担社会责任信息的反应取决于其对股票基本价值的影响。由于公司履行社会责任会使得企业成本增加, Becchetti 等 (2007) 进一步研究发现企业社会责任理念使得公司的经营目标发生了转变, 从“股东利益最大化”向“满足利益相关者”转变。因此, 当公司披露在承担社会责任方面改进的信息时, 在资本市场上会产生消极的反应。

Lopez Garcia and Rodriguez (2007) 研究发现在短期内, 将重新分配的资产投资于承担社会责任行为上会对公司的财务表现产生消极的影响。不过, 上述研究者也发现, 随着研究期间的延长, 公司承担社会责任的成本将被消化, 其对公司盈利能力的消极影响将逐渐消失。

目前, 西方发达国家旨在评价企业社会责任的可持续发展指数日益增多, 如多米尼 400 社会指数 (Domini 400 Social Index)、富时社会责任指数 (FTSE4Good) 和道琼斯可持续发展指数 (DJSI World) 等, 这些指数采用先进的筛选方法在可持续性和社会责任领域寻找全球领先的企业, 并将之称为“可持续领袖”。从投资者的角度看, 公司进入某个可持续发展指数都可以被合理的认为其为履行某种程度上的社会责任而投入了资源, 向资本市场传递了积极履行社会责任的信号。而那些未能列入指数的公司则被认为

在履行社会责任方面未进行足够投入。学者们进行了大量研究,试图证明是否这些所谓的“可持续领袖”在财务表现上更优于那些普通公司。高盛(Goldman Sachs Global Investment Research,2007)在其一项研究计划中,将可持续领袖公司的财务业绩和他们的竞争对手进行了比较。然而,研究结果表明,可持续领袖公司并未在财务方面表现更优秀。

M.Martin Curran and Dominic Moran(2007)通过研究上市公司被选入或调出富时社会责任指数的市场反应发现,当上市公司被选入指数时,资本市场做出了积极的反应,而当公司被从指数中剔除时,资本市场则做出了消极的反应。但研究结果未能通过显著性检验,作者认为公司在社会责任方面的表现所传递的信息未能给其带来有价值的财务回报。

Josefin Karlsson and Yana Chakarova(2007)研究发现,以上市公司进入或离开道琼斯社会责任指数所产生的平均异常收益来计量企业社会责任行为,在短期内没有发现企业承担社会责任能为企业价值带来显著的影响。

对西方发达国家相关研究文献进行回顾我们可以看出,首先,西方学者以发达资本市场为背景对企业社会责任进行了广泛研究,但由于研究样本、研究方法等的不同,未能得到学术界一致认可的研究成果;其次,用以评价企业社会责任的可持续发展指数日益增多,并引起了西方研究学者的广泛关注,然而,我国资本市场对类似指数的反应如何?目前进行此方面研究的学者还较少。因此,本文将借鉴西方学者研究成果,采用事件研究法检验我国上市公司进入、被调入或调出上证社会责任指数的股价效应,并进一步探讨公司规模对股价异常变动程度的影响,以期规范我国社会责任信息披露提供有益建议,并帮助管理者和投资者正确评估社会责任信息带来的异常收益。

2.1.2 国内相关研究综述

与西方发达国家相比,我国关于企业社会责任的研究起步较晚,但近年来我国学者以本国资本市场为背景对企业社会责任展开了积极的讨论研究。目前,国内学者对我国企业社会责任的实证研究主要集中在披露现状研究和企业社会责任信息价值相关性两方面上。

(1) 企业社会责任披露现状研究回顾

阳秋林,黄珍文,曹钻(2002)选取了五家企业为样本,采用了访谈和问卷相结合的方式,对其人力资源、职工保障措施、对社会的贡献、对社区的贡献等方面的社会责任

信息披露情况进行了调查, 调查结果表明, 我国企业承担社会责任的水平不高; 与财务业绩差的企业相比, 业绩好的企业承担更多的社会责任; 国有企业和集体企业在承担社会责任方面的表现优于私营企业。

黎精明(2004)选取了六个具有行业代表性的公司为案例, 从披露形式和披露工具两方面分析其社会责任信息的披露情况。分析结果表明, 我国企业社会责任信息披露内容不全面, 在形式上倾向于采用非会计基础型披露; 而在工具上主要借助年报和网站进行披露。作者将我国社会责任信息披露现状总结为: “理论上急需, 实务上空白”。

李正, 向锐(2007)在回顾了前人关于企业社会责任的研究的基础上, 对企业社会责任的内涵和外延进行了重新界定。并选取上海证券交易所的642家上市公司为样本, 采用指数法计量样本公司2003年年度财务报告中社会责任信息的披露程度, 其研究结果表明, 在我国自愿披露社会责任信息的背景下, 样本公司对不同种类社会责任信息的披露程度各有不同, 对于公益捐赠、产品质量、员工福利等类型的信息披露程度较高, 而对社区、环境等问题的关注程度则较低。

(2) 企业社会责任价值相关性研究回顾

我国的学者以本国的资本市场为背景对企业社会责任信息的价值相关性进行了积极的研究, 但学者们均未能在研究结论上达成一致共识。

一部分学者认为, 我国企业社会责任信息不具有价值相关性, 或虽具有价值相关性, 但相关性较弱。

陈玉清, 马丽丽(2005)以四个修正的社会贡献率指标计量上市公司披露的社会责任信息, 并检验了2003年上市公司年度财务报告披露社会责任信息与年报公布一个月内的平均股价之间的相关关系。检验结果表明, 从总体上看, 上市公司披露的社会责任信息与股价之间的相关关系不显著; 而分行业上看, 仅在公共事业中, 四个指标表现出对股价较强的解释能力。作者认为, 现阶段我国上市公司社会责任信息价值相关性较弱的原因主要在于“信息使用者对社会责任会计信息不关注, 资本市场对此类信息的需求不强”。

刘长翠, 孔晓婷(2006)对2002年至2004年沪市171家上市公司的社会贡献率和主营业务收入增长率、资产收益率、资产负债率进行了回归分析, 分析结果表明样本公司的社会责任信息和其财务业绩及经营理念之间的相关关系不显著。

宋献中, 龚明晓(2007)以上海证券交易所上市交易的510家上市公司2004年年度

财务报告为研究样本,采用内容分析法和信息质量特征概念框架对这些公司年度财务报告中披露的社会责任信息的质量水平进行了研究。研究结果表明,样本公司年报中披露的社会责任信息在相关性、可靠性、可比性及充分披露上均显示出较低的质量水平,从总体上说,年报中披露的社会责任信息质量较低,决策价值较低。

邓德军,肖文娟(2011)以2008年深圳证券交易所公布社会责任报告的104家制造业上市公司为研究样本,采用事件研究法检验了社会责任报告公布所引起的市场反应。研究结果表明,与参照组公司相比,样本组公司的股票异常收益不存在显著差异,没有证据表明上市公司社会责任报告公布引起了资本市场反应,投资者在决策过程中关注了企业社会责任信息。

另一部分学者则认为,我国企业社会责任信息具有价值相关性。

李正(2006)采用内容分析法和TOBIN'S Q值分别计量上市公司年报中披露的企业社会责任信息和公司价值。在控制了企业规模、资产负债比率、获利能力和行业等因素后,以2003年上海证券交易所上市的521家公司为样本,检验了企业社会责任信息与企业价值之间的关系。研究结果表明,在短期内,无论是盈利能力强的企业还是盈利能力弱的企业,社会责任与企业价值表现出负相关关系,即企业承担社会责任越多,其价值越低。但是,作者也认为,根据社会资本理论和关键利益相关者理论,承担社会责任从长期上看不会降低企业价值。

沈洪涛,金婷婷(2006)对1999年至2003年间,在上海证券交易所和深圳证券交易所上市的石油、化学、塑胶、塑料业公司的年度财务报告中社会责任信息披露情况进行了描述性统计分析。其分析结果表明,(1)在年度财务报告中披露社会责任信息的样本公司与未披露样本公司相比,具有更大的规模和更强的盈利能力;(2)上海证券交易所上市公司年度财务报告中社会责任信息的披露程度明显高于深证证券交易所上市公司;(3)以《上市公司治理准则》的出台为分界点,准则出台后,上市公司对企业社会责任信息的披露逐渐增多,但在质量上未见明显改善。

沈洪涛,杨熠(2008)选取1999年至2004年沪深两市石油塑料行业上市公司为样本,对衡量企业社会责任信息披露的社会责任信息指数和个股市场收益率进行了回归分析发现,两者之间存在显著正相关关系,即是说,企业披露的社会责任信息越多,其个股市场收益率越高,从而证明了企业社会责任信息具有较强的价值相关性。同时,作者在研究中还发现,以2002年《上市公司治理准则》的颁布为分界点,我国企业社会责任信息的价值相关性显著程度逐年增强,这表明,企业社会责任信息在投资者决策过程中所

发挥的作用日益重要。

通过对国内相关研究文献的回顾,我们发现:(1)在对企业社会责任信息价值相关性进行研究时,大部分学者采用了回归分析法。因此,对因变量和自变量选择的准确性变得相当重要。但遗憾的是国内学者在因变量和自变量的计量上未能达成一致。在企业社会责任的计量上,有的学者采用的社会贡献率计量,如陈玉清,马丽丽(2005)、刘长翠,孔晓婷(2006)等,而有的学者则选择了内容分析法以计量企业社会责任信息,如宋献中,龚明晓(2007);而在财务业绩的计量上学者们也存在分歧,有的采用了TOBIN'S Q计量企业财务表现,如李正(2006),有的则选取了市场收益率以计量,如沈洪涛,杨熠(2008)。因变量和自变量的选择口径不一可能是造成研究界未能就企业社会责任信息价值相关性研究达成一致共识的重要原因之一。为避免因变量和自变量的选择准确性问题,本文将采用事件研究法对企业的社会责任信息的价值相关性进行进一步研究;(2)前人研究的社会责任信息主要来源于企业的年度财务报告中的分散披露,也有少部分学者关注了企业社会责任报告的信息含量。本文认为,上证社会责任指数样本公司的调整同样也向资本市场传递了企业社会责任信息,亦即,当一个上市公司被选入责任指数是向资本市场传递了其积极承担社会责任的信息;而当社会责任指数调整时,一个上市公司被调出样本则说明其在特点时期内在社会责任方面的表现欠佳。因此,本文选取上证社会责任指数样本公司变动为事件,研究该事件向资本市场传递的社会责任信息所具有的信息含量,亦即,上市公司被选入或者剔除社会责任指数样本是否对投资者决策产生了影响。

2.3.1 小结

本部分在对国内外关于社会责任的研究进行回顾后发现:(1)国内外学者关于社会责任信息价值相关性的研究均未取得一致的实证证据,一部分学者认为社会责任信息具有价值相关性,而另一部分学者则认为社会责任信息没有价值相关性或价值相关性较弱;(2)发达国家的学者已经开始关注各式社会责任可持续指数对资本市场产生的影响;(3)我国学者对社会责任的研究多采用回归分析法,也有少部分学者采用了事件研究法,而社会责任信息则主要来源于上市公司年报或社会责任报告。国外学者对社会责任的研究无论是方法上,还是信息来源上都呈现出多元化的趋势。

2.2 社会责任指数股价效应相关理论综述

2.2.1 有效市场理论

为了寻找价格变化的周期规律，Kendall(1953)对美国纽约、芝加哥商品交易所交易的棉花、小麦的价格和19种英国工业价格指数进行了研究。其研究结果表明价格的变化并不存在一个周期变化的规律，而更像是上周的价格加上一个随机的数而得到下一周的价格，表现出极强的随机性。Kendall进一步研究发现，美国股票价格的时间序列也表现出强烈的随机性，从而其得出结论，在竞争激烈的市场上股票价格呈现一种“随机游走”(Random Walk)状态，也就是说股票价格变化不存在周期可循的规律。即使假设随机游走是无效的，股票价格变动遵循一个可预测的周期规律，为了适应投资者对未来的预期，股票价格会进行自我调整，从而导致价格周期规律遭到破坏。

Fama(1965)在对股票价格进行了深入系统的研究后，在股票价格随机游走理论的基础上提出了有效市场理论的概念。有效市场理论认为，在一个资本市场上的证券价格能够反映所有可获得的、可利用的信息，且反映了所有投资者关于公司未来价值的预期时，这个资本市场上的每一种证券价格都等于其投资价值，这个资本市场是均衡且有效的。Fama等学者1969年对股票分割的市场反应进行了研究，研究结果进一步证明了市场的有效性。

有效市场按其效率程度的不同可以分为弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场三类(Fama,1970)。当股票价格仅仅只反映了价格历史信息时，称为弱式有效市场。在弱式有效市场上，投资者无法通过对股票价格历史数据的分析来获得超额利润。半强式有效市场被认为是其价格不仅反映了历史信息，同时还反应了公开信息的市场。在这样的市场上，投资者无法通过分析一家公司的历史价格数据和财务报告等公开信息来获得超额收益，因为这些信息已经包含在股票价格中。然而，在半强式有效市场上，内部知情人却可以通过其所掌握的内部信息牟取超额利润。第三种市场被称为强式有效市场。在强式有效市场上，股票价格反映了包括历史、公开和私人信息在内的所有可获得、可利用的信息。从而使得在这样的市场条件下，包括掌握内部信息的内部知情人在内的任何人都无法获得超额利润。

市场有效理论已经得到了学术界的普遍认可，但是强式有效市场作为一种完美的资本市场形态未被研究证实其存在于任何一个国家的资本市场上。在美国一些学者的市场

有效性实证研究中,内部知情人能够凭借内部信息赚取超额利润。因此,在研究中通常假设发达国家的资本市场已趋于半强式有效。那么,我国的资本市场是否有效的呢?国内许多学者对我国资本市场有效性问题展开大量的研究。虽然关于我国资本市场已达到半强式有效的观点未得到统一的认可,但国内学者普遍认为我国资本市场已呈现出弱式有效的形态。因此,根据有效市场理论,在有效市场上,所有与公司未来盈利能力相关的信息将立即反映在公司当前的股票价格上,我们便可以合理的假设一个能影响公司未来盈利能力的社会责任信息能立即反映在公司的股票价格上。即,上市公司进入或离开社会责任指数样本向市场传递了其社会责任履行情况的信息,本文认为这种信息能通过影响公司的整体声誉或形象等对公司未来盈利能力产生影响,所以,上市公司进入或离开社会责任指数会引起资本市场的反应,带来股价效应。

2.2.2 信号传递理论

信号传递理论在七十年代引起了学术界的广泛关注。乔治·阿科洛夫在1970年发表了论文《柠檬市场:质量不确定性与市场机制》。阿科洛夫在论文中阐述了二手车上场上交易双方的信息不对称问题,虽然买方知道交易商品的质量分布,但是具体每辆车的性能买方却并不清楚。与买方相比,卖方则掌握了每辆二手车性能的确切情况。商品交易市场上的这种信息不对称最终将会导致劣质商品驱除优质商品的结果,亦即信息不对称导致了逆向选择行为。

Spence (1973) 在阿科洛夫研究的基础之上进行了更进一步的实证研究。Spence通过研究就业市场找到了解决逆向选择问题的办法,并解释和定义了信号传递理论的概念。他认为雇用一个新劳动力就相当于投资者在不确定的环境下进行投资。因为,用人单位在雇用员工时并不十分确定劳动力的工作能力,处于信息的劣势方。而劳动力对自身拥有的工作能力却十分清晰,处于信息优势方。此时,处于信息优势地位劳动力就会采取各种行为向用人单位传递信号,以展示自身的工作能力,而用人单位也会收集并利用这些信号以对劳动力进行甄别,防止逆向选择问题的出现。研究还发现,劳动力受教育的年限可以作为评估其工作能力水平的信号之一。

信号传递理论是与有效市场理论密切相关的理论,信号传递理论源于市场的信息不对称。一般来说,市场信息不对称是指在市场中,一组参与者具有比其他群体更优越更及时的信息。而信号传递理论则是指处于信息劣势的一方通过观察信息优势的一方所传递的信号以帮助其在不确定的环境下做出决策。在资本市场上,信息不对称表现为企业

的经营者与投资者或股东相比，更了解公司的前景、风险和价值，处于信息优势地位。而处于信息劣势的投资者只能通过估计优劣企业的分布概率来选择企业进行投资。资本市场上的信息不对称使得投资者不能准确的区分高品质的企业与低品质的企业，因此，投资者不愿意以证券内在价值进行交易，而是以平均价格进行交易。在这种情况下，投资者购入劣质证券所产生的损失可能被以平均价格购入优质证券带来的收益而抵消，但是却导致在资本市场上发行高品质证券无法获利的局面，最终导致劣质证券留在市场上而高品质证券退出市场的逆向选择问题。资本市场表现出低效率，资源得不到最优配置。而且在信息不对称的资本市场上，由于投资者和信贷者缺乏信息，使得其投资不确定性增大，他们会要求更高的投资报酬率以弥补其承担的高风险。这将使得企业的融资难度增加的同时资本成本也大大提高。然而，解决逆向选择最好的办法就是消除信息不对称。为达到更好的交易结果，处于信息优势的一方应采取各种行动，以信号的方式向缺乏信息的一方传递信息。

根据信号传递理论，上证社会责任指数实际上是向投资者传递了企业在承担社会责任方面表现的信息。当一个上市公司因为在承担社会责任上的积极表现而进入责任指数样本时，相当于向市场传递了好消息，这将使它与那些坏消息公司区分开来，市场应对这一事件作出积极的反应，进入责任指数样本应使该公司的股票价格上升。而一个公司由于在承担社会责任方面表现欠佳而被剔除出样本时，则相当于向市场传递了坏消息，市场应对剔除事件做出消极的反应，其股票价格将下降。

第三章 社会责任指数股价效应的研究设计

3.1 上证社会责任指数简介

为了促进和鼓励上市公司积极承担社会责任,促进社会责任方面投资的发展,同时,也为了丰富投资者的投资标的指数,上海证券交易所决定选取上证公司治理板块中在承担社会责任方面表现良好的上市公司作为样本公司编制并推出上证社会责任指数(SSE Social Responsibility index),简称责任指数(Responsibility index)。

上证社会责任指数的样本空间由上证公司治理板块中自愿披露社会责任报告的A股公司构成。但最近一年内有明显违反社会责任事件的公司将不被列入样本空间。确定样本时,首先剔除ST、*ST公司股票及在上一年度中日均成交金额在沪市A股市场上排名后20%的公司股票。然后,根据上海证券交易所2008年5月发布的《关于加强上市公司社会责任承担工作的通知》中对上市公司每股社会贡献值的定义,计算样本空间中剩余上市公司股票的每股社会贡献值,并据其计算结果进行排名,最终选取排名前100位的上市公司股票构成上证社会责任指数的样本股。上证社会责任指数的基日为2009年6月30日,以1000点为基点。

上证社会责任指数实行定期调整与临时调整相结合的制度。上海证券交易所定期于每年的五月到六月对上证社会责任指数样本股进行重新评选,评选结果由中证指数有限公司于每年七月初公布并对社会责任指数进行调整。原则上每次调整样本数不超过样本总数的10%。在对上证社会责任指数样本股进行定期调整的同时,上海证券交易所也对样本股进行临时调整,以保证责任指数中的样本公司均为在承担社会责任方面的“领导者”,从而保证进入上证社会责任指数样本成为对公司在社会责任方面做出卓越贡献的认证。当上证社会责任指数样本股不再符合上证公司治理板块申报条件而临时被从上证公司治理板块中剔除;或在上证社会责任指数运行期间样本股发生明显违背社会责任的特殊事件时,上海证券交易所将对样本股进行临时调整。因上证社会责任指数进行临时调整而剔除了样本的,在下次定期调整前,上证社会责任指数将不再考虑加入新股票以替代临时调整时被剔除的样本股。

上海证券交易所和中证指数有限公司已于2009年8月5日正式公布了首次进入上证

社会责任指数样本股的100家公司。并于2010年6月8日对上证社会责任指数样本股进行了第一次重新评选,根据重新评选结果于2010年7月1日调整了指数样本股。在此次定期调整中共有10家上市公司被剔除样本股,与此同时,有10家新上市公司被选入指数以替代被剔除的样本股。

3.2 研究前提及假设的提出

3.2.1 研究前提

有效市场理论认为,有效市场能反映所有可获得、可利用的信息。信息在资本市场上的披露,将通过影响投资者对公司未来盈利能力及风险水平的预期来对公司股价产生影响。Fama(1970)根据有效市场所表现的效率不同,将有效市场分为弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场三类。虽然,强式有效市场未被实证证明存在于任何一个国家的资本市场上,但是在国外的研究中普遍认为发达国家的资本市场已趋于半强式有效市场,并且这些国家的学者在对本国资本市场进行研究时,通常将市场假设为半强式有效市场(Brealey等,2006)。

我国资本市场虽起步较晚,但近几年在科学发展观的指引下表现出积极蓬勃的发展势头。我国学者也对本国资本市场的有效性展开了激烈的讨论。虽然关于我国资本市场已趋于半强式有效的观点未得到统一的实证证据的支持,但国内很多学者的研究成果表明我国资本市场已呈现出弱式有效的形态。如宋颂兴,金伟根(1995)以1992年为临界点将研究区间分为两个阶段检验了沪市股价的随机游走特性和正态分布规律,研究结果表明1992年后的沪市表现出弱式有效市场的特征。胡畏,范振龙(2000)采用单位根和方差比的方法检验了1995年2月17日至1999年11月19日上海股票市场的指数和股票价格后发现,除部分小公司股票价格行为不服从单位根过程外,指数和大多数公司股票价格的行为均服从随机游走过程并呈现出一定程度弱式有效市场的特征。周四军(2003)对沪深两市的股指进行了游程检验、灵敏性检验和序列相关性检验,实证检验结果表明我国资本市场已经具备弱式有效性。因此,本文研究前提为:假设我国资本市场具有弱式有效性,能对社会 responsibility 信息作出相应的市场反应。

3.2.2 研究假设的提出

(1) 选入、调入或调出责任指数样本股的股价效应

前人关于社会责任信息价值相关性的研究存在着两种不同的观点。一种观点认为社会责任信息具有价值相关性,能为企业带来超额收益。有效市场假说认为,在有效市场上股票价格能反映一切可获得、可利用的信息,并且能反映投资者对一个公司未来经营情况的预期。信号传递理论认为,处于信息优势一方的公司内部管理人员可以通过向处于信息弱势一方的投资者传递信号,来改变投资者对公司未来现金流的预期,进而影响资本市场上公司股票的价格,最终影响公司的价值。本文认为,上市公司被选入或调入上证社会责任指数样本股向市场传递了公司在生产经营活动中积极承担社会责任、在社会责任方面表现良好的信息。积极承担社会责任能树立企业良好社会形象从而增强企业未来的盈利能力。同时,公司积极的承担社会责任也可能会为企业带来生产能力的提高和经营成本的降低,例如公司积极承担环保责任而采用先进环保设备,能在提高了生产能力的同时减少了因为污染而带来的监管成本,从而提高企业的盈利能力。这些在资本市场上将会表现为股价的上升。

而当上市公司被剔除出上证社会责任指数时,将被市场认为其在承担社会责任上表现消极,相当于向资本市场传递了坏消息。这些坏消息被投资者获取并消化后,将会影响投资者对这些公司未来盈利能力的预期,从而导致其股票价格的下降。

综上所述,本文提出研究假设H1、H2和H3:

H1:上市公司被选入上证社会责任指数样本股时,股票市场会产生正的异常收益率;

H2:上市公司被调入上证社会责任指数样本股时,股票市场会产生正的异常收益率;

H3:上市公司被调出上证社会责任指数样本股时,股票市场会产生负的异常收益率;

关于前人研究中的另一个观点——社会责任信息不具有价值相关性或虽具有价值相关性,但价值相关性较弱。即企业承担社会责任只是迫于公众压力,并不会增强企业未来的盈利能力。积极承担社会责任有时甚至会增加企业成本,导致企业盈利能力的下降。

因此,本文提出假设H4:

H4:上市公司被选入、调入或调出上证社会责任指数样本股不会产生异常收益率。

(2) 公司规模对股票异常收益的影响

由于对样本充足率的考虑,本文只检验了公司规模对上市公司被选入责任指数样本股产生的异常收益的影响。社会责任信息对公司价值的贡献受到很多因素的影响,而公司规模是影响其贡献程度的重要因素之一。

一般认为,从投资者到监管部门对于大公司的关注往往更多,与小公司相比,大公司面临着更大的监管成本。在社会责任信息披露上亦是如此。在上证社会责任指数样本股公告之前,一些大公司被选入样本股的信息可能已被部分投资者所知。该部分投资者将利用所获取的信息提前做出决策,使得股票市场提前做出反应,提前释放了部分信息含量,而当样本股正式公布时,大公司的股价则表现出较弱的反应。而小公司由于受到的关注较少,其入选责任指数样本股的信息可能只有在公告正式发布后才被市场所获知,因此,对于小公司而言,在公告日其股价反应较为强烈。亦即是说,小公司被选入责任指数样本股所产生的异常收益大于大公司。因此本文假设:

H5: 被选入责任指数产生的异常收益率与公司规模呈负相关关系。

3.3 研究事件及时间窗的确定

3.3.1 研究事件

本文研究的事件为上海证券交易所2009年8月5日首次公布上证社会责任指数样本股公司,及2010年6月8日对样本股公司进行首次定期调整。本文将采用事件研究法检验上证社会责任指数样本股首次公布和首次定期调整前后公司股票价格(或公司价值)的反应。在下文的研究中本文将上海证券交易所首次公布上证社会责任指数样本股公司简称为进入事件,而首次进行定期调整时调入或调出样本股分别简称为调入事件或调出事件。同时本文将所研究事件统称为社会责任指数事件。

3.3.2 研究时间窗的确定

(1) 事件窗口的选择

本文主要研究上海证券交易所首次公布上证社会责任样本股及首次对样本股进行定期调整的市场反应。事件窗长度的准确选择在事件研究法中是一个十分重要的问题,过窄的事件窗可能导致由于时滞的存在而未将市场对事件的反应包括在事件窗之内;而

过宽的事件窗则又会导致事件窗内信息噪音太多。因此,本文在考虑了信号传递的时滞及保证样本量充足的基础上对事件窗口进行了选择。对于首次公布样本股事件,本文选取2009年8月5日正式发布样本股公告当日为公告日(第0日),选取事件日前后两日(-2, 2)作为事件窗进行考察;对于首次定期调整样本股事件,本文选取2010年6月8日发布调整公告当日为公告日(第0日),并选取前后5日(-5, 5)为事件窗进行研究。

(2) 估计窗口的选择

Campbell等(1997)研究发现,对于事件窗长度为(-30, 30)或之内的事件进行研究,估计窗的长度选择为120日或120日以上是适合的。因此,本文选取事件窗前150个交易日作为估计窗的长度,以估算期望回报率模型。

3.4 研究样本的选择及数据的来源

3.4.1 研究样本的选择

2009年8月5日,上海证券交易所正式公告进入上证社会责任指数100家样本股公司。2010年6月18日,上海证券交易所对上证社会责任指数样本公司进行首次定期调整,调出10家样本股公司同时调入10家新样本股公司,共计120个观察对象。为了排除其他信息对样本公司股票价格的干扰,本文剔除了在事件窗内发布公司财务公告的观察对象。同时,剔除了不能收集到完整数据的观察对象,最终获得79个观察对象,其中,用于观察首次进入责任指数事件影响的为66个观察对象(见表3-1);用于观察调出事件影响的有7个观察值(见表3-2);用于观察调入事件影响的有6个观察值(见表3-3)。

3.4.2 研究数据的来源

本文进行实证检验所需要的数据主要有上证社会责任指数样本股名单,上市公司公告及样本公司市场数据、财务数据等。其中上证社会责任指数样本股名单主要来源于上海证券交易所公告;上市公司公告来源于巨潮信息网;样本公司市场数据、财务数据则主要来源于北京聚源锐思数据科技有限公司的锐思数据库和深圳市国泰安信息技术有限公司的国泰安数据库。

本文主要采用Microsoft Excel 2003和SPSS 11.5 for windows统计分析软件对研究数据进行处理。其中,Microsoft Excel 2003主要用于估算样本公司股票的异常收益率;而

SPSS 11.5 for windows统计分析软件主要用于进行数据的T检验及对研究数据进行回归分析以检验公司规模对进入事件产生的累计异常收益率的影响程度。

表3-1 首次进入上证社会责任指数样本公司

股票代码	简称	股票代码	简称	股票代码	简称	股票代码	简称
600000	浦发银行	600153	建发股份	600456	宝钛股份	600690	青岛海尔
600016	民生银行	600166	福田汽车	600495	晋西车轴	600717	天津港
600019	宝钢股份	600188	兖州煤业	600496	精工钢构	600718	东软集团
600022	济南钢铁	600195	中牧股份	600497	驰宏锌锗	600750	江中药业
600031	三一重工	600196	复星医药	600500	中化国际	600755	厦门国贸
600033	福建高速	600219	南山铝业	600511	国药股份	600761	安徽合力
600036	招商银行	600246	万通地产	600528	中铁二局	600835	上海机电
600050	中国联通	600261	阳光照明	600531	豫光金铅	600962	国投中鲁
600056	中国医药	600267	海正药业	600535	天士力	600970	中材国际
600058	五矿发展	600269	赣粤高速	600549	厦门钨业	601088	中国神华
600060	海信电器	600271	航天信息	600550	天威保变	601328	交通银行
600062	双鹤药业	600303	曙光股份	600557	康缘药业	601699	潞安环能
600068	葛洲坝	600325	华发股份	600580	卧龙电气	601857	中国石油
600100	同方股份	600332	广州药业	600596	新安股份	601898	中煤能源
600111	包钢稀土	600337	美克股份	600611	大众交通	601919	中国远洋
600118	中国卫星	600362	江西铜业	600616	金枫酒业		
600123	兰花科创	600439	瑞贝卡	600685	广船国际		

表3-2 定期调整调出样本公司

股票代码	简称
600019	宝钢股份
600022	济南钢铁
600270	外运发展
600389	江山股份
600432	吉恩镍业
600456	宝钛股份
600962	国投中鲁

表3-3 定期调整调入样本公司

股票代码	简称
600048	保利地产
600469	风神股份
600508	上海能源
600525	长远集团
600561	江西长运
600993	马应龙

3.5 研究方法

3.5.1 事件研究法

事件研究法通常用于检验在特定的市场条件下,市场、投资者等对特定事件的反应。通常来说,当有效市场感知到特定公司的信息时,市场倾向于做出相应的反应,这种反应将表现在特定公司的股价上。当市场感知到的是关于特定公司的好的信息时,股价通常会上升;而当市场感知到坏消息时,股价通常会下降。然而,这种市场的反应通常持续的时间较短,所以,事件研究法常用于检验特定事件对公司股价(或公司价值)短期内的影响。在运用事件研究法对特定事件的市场反应进行研究时,关键是对期望收益率和异常收益率的计算确定。

(1) 期望收益率的确定

Brenner(1979)通过研究发现,在采用事件研究法对特定事件的市场反应进行研究时,在估算期望收益率上,较为简单的市场模型能达到与其他复杂的模型同样好的估算效果。因此,本文将采用市场模型对期望收益率进行估算。市场模型的公式为:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \times R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i \times R_{m,t} \quad (2)$$

其中 $R_{i,t}$ 表示第*i*种公司股票第*t*日的实际收益率,其数值由[第*i*种公司股票第*t*日的收盘价-第*i*种公司股票第(*t*-1)日的收盘价]/第*i*种公司股票第(*t*-1)日的收盘价计算得到; $R_{m,t}$ 代表第*t*日的市场报酬率,其数值由[第*t*日市场收盘指数-第(*t*-1)日市场收盘指数]/第(*t*-1)日市场收盘指数计算得到; $E(R_{i,t})$ 代表的是第*i*种公司股票第*t*日的期望收益率; α_i 和 β_i 分别表示的是进行回归后所得到的第*i*种公司股票的截距和斜率; $\varepsilon_{i,t}$ 为残差项。本文在计算个股实际收益率时采用的是个股每日收盘价进行计算,而市场报酬率是选取了上证综指(000001)收盘指数进行计算得到。

79个观察样本共得到79个回归方程,将事件窗前150个交易日的市场数据代入方程(1)估算得到每种股票的 α_i 和 β_i ,再将估算出的 α_i 和 β_i 代入方程(2),便可以计算出事件窗(-2, 2)、(-5, 5)内每支公司股票的期望收益率 $E(R_{i,t})$ 。

(2) 异常收益率的计算确定及分析

实际收益率与期望收益率之间的差额即为异常收益率 (abnormal return), 用 $AR_{i,t}$ 表示第 i 支股票第 t 天的异常收益率。计算公式为:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (3)$$

按照以上步骤, 我们便可以计算得到事件窗内每支公司股票的日异常收益率。为了进一步分析社会责任指数事件对市场的影响, 还需要计算平均异常收益率 AAR (average abnormal return) 和累计平均异常收益率 CAAR (cumulative average abnormal return)。平均异常收益率和累计平均异常收益率的计算公式为:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum AR_{i,t} \quad (4)$$

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t=t_2} AAR_t \quad (5)$$

通过检验事件窗内的平均异常收益率 (AAR) 和累计平均异常收益率 (CAAR), 我们可以对社会责任事件产生的市场反应进行研究, 从而, 验证我们的假设 H1、H2、H3 和 H4。AAR 的数值代表的是事件窗内每天的平均异常收益率, 平均异常收益率 (AAR) 通过了显著性检验, 则说明社会责任指数事件对公司股价的影响是显著的, 亦即是说社会责任事件引起了市场显著的反应; 如果平均异常收益率 (AAR) 未能通过显著性检验, 我们则需要对累计平均异常收益率 (CAAR) 进行进一步的检验。平均异常收益率 (AAR) 未能通过显著性检验的原因可能是在公告日之前, 社会责任指数事件的信息已经泄漏, 导致社会责任事件的影响不能集中体现在事件窗内的股价上, 而是逐步的反应在股价上, 因此, 累计平均异常收益率 (CAAR) 可能是显著的。累计平均异常收益率 (CAAR) 通过了显著性检验同样也能说明社会责任指数事件对公司股票产生了影响。

另外, 从时间分布来看, 如果在公告日之前的事件窗内, 平均异常收益率 (AAR) 或累计平均异常收益率 (CAAR) 表现出较强的显著性, 可能从一定程度上说明社会责任指数事件信息在公告日前发生了泄漏; 平均异常收益率 (AAR) 或累计平均异常收益率 (CAAR) 如果是在公告日后的事件窗内表现出较强的显著性, 则可能说明社会责任指数事件与市场对其做出反应之间存在一定的时滞。

3.5.2 公司规模对社会责任指数股价效应的影响

在检验了社会责任事件对市场产生的影响后,本文将采用回归模型进一步探究公司规模对社会责任事件产生的异常收益率的影响。由于,调入事件和调出事件未能提供充足的样本量,本文仅检验了公司规模因素对进入事件产生的累计异常收益率的影响。

本文将累计异常收益率作为被解释变量,将公司规模作为解释变量建立单变量回归模型,从而检验公司规模因素对进入事件产生的累计异常收益率的影响。研究建立如下单变量回归模型:

$$CAR_i = \alpha + \beta \times LNSIZE_i + \epsilon_i \quad (6)$$

其中,(1) CAR_i 表示第*i*种股票事件窗(-2, 2)内的累计异常收益率。由于可能存在进入事件信息的泄露,或者市场对进入事件做出反应存在一定的时滞性,进入事件对公司股票价格的影响可能不是集中的体现在公告日当日,而是分散的反映在事件窗(-2, 2)内的股价上,因此本文选取了进入事件窗内的累计异常收益率作为被解释变量,以观察公司规模对进入事件产生的异常收益率的影响。(2) $LNSIZE_i$ 表示第*i*种股票的公司规模。本文将选用样本公司每日市场价值的对数来衡量公司规模。因为, CAR_i 表示的是进入事件窗内的累计异常收益率,所以,为与被解释变量相匹配, $LNSIZE$ 不能使用某一日样本公司市场价值的对数来表示。本文使用进入事件窗内(2009年8月3日-2009年8月7日)样本公司的平均日市场价值的对数来衡量样本公司的规模大小。(3) α 表示回归截距, β 表示回归斜率。(4) ϵ_i 表示回归残差项。

如果模型(6)回归结果显示 $LNSIZE$ 系数为负,且通过显著性检验,本文假设 H_5 得到检验,即公司规模与进入事件产生的异常收益率呈负相关关系,公司规模越小,进入事件对其股票价格影响越大。

第四章 社会责任指数股价效应的实证结果分析

4.1 样本公司的描述性统计

本部分将对研究样本的行业分布情况进行描述性统计分析。首次进入上证社会责任指数样本股的上市公司为100家，2010年6月18日在进行首次定期调整中，调出10家样本股公司的同时调入了10家新样本股公司，总共可得到120家观察对象。在剔除了事件窗内发布公司财务公告和不能收集到完整信息的观察对象后，进入本文研究样本的观察对象为79个，其中，进入事件观察对象66个，调入事件观察对象6个，调出事件观察对象7个。

表4-1列示了研究样本79个观察对象的行业分布情况。从表中我们可以看到79个观察对象包括了证监会《中国上市公司分类指引》分类标准12个行业中的10个行业，研究样本中没有包括农林牧渔业和电力、煤气及水的生产供应业。

从行业分布数量来看，无论是在可全部观察样本中还是首次进入事件样本中，制造业上市公司的数量都居于首位。在全部可观察样本中有44家制造业上市公司，占全部研究观察对象的55.70%。而在首次进入事件的研究样本中，制造业上市公司也达到了35家，占全部研究样本53.03%。由此可见，制造业企业在承担社会责任上作出了积极的贡献。

另外，除了制造业公司在样本中的数量比较突出外，其他行业在观察样本中所占比重相差不大。由全部可观察样本和首次进入事件样本的行业分布我们可以看出，在上证社会责任指数中行业的分布并不是均衡的，其表现为，其中制造业上市公司占据超过半数以上的份额。且制造业上市公司的数量与其他行业进入指数的上市公司的数量相差悬殊。

表4-1 观察对象按行业分类

证监会门类行业名称	证监会门类行业代码	数量	首次进入	调入	调出
采掘业	B	8	7	1	
制造业	C	44	35	3	6
建筑业	E	1	1		
交通运输、仓储业	F	6	4	1	1
信息技术业	G	4	4		
批发和零售贸易	H	6	6		
金融、保险业	I	4	4		
房地产业	J	3	2	1	
社会服务业	K	1	1		
综合类	M	2	2		
合计		79	66	6	7

由前文可知，制造业上市公司在上证社会责任指数中占据了重要的地位，我们将进一步讨论制造业中的次类行业分布情况（见表4-2）。由表4-2我们可以看出上证社会责任指数中包括了八个制造业次类行业。其中，数量在首次进入事件中占据前三名的次类行业分别是机械、设备、仪表，金属、非金属和医药、生物制品三个次类行业。进一步分析可知，在进行了首次上证社会责任指数定期调整后金属、非金属次类行业的数量明显下降，在定期调整中调出了四家，而未有新公司样本股调入。而机械、设备、仪表和医药、生物制品次类行业均分别调入一家新公司样本股，且未有原公司样本股被调出。由此可知，在上证社会责任指数运行第一年中，制造业中机械、设备、仪表和医药、生物制品次类行业的上市公司表现出更为积极承担社会责任的趋势，而金属、非金属次类行业则在承担社会责任方面的表现欠佳。

从向来被列为重污染行业重点监管的石油、化学、塑胶、塑料次类行业看，只有一家上市公司进入了上证社会责任指数样本股。在首次定期调整中有一家新公司调入替换了被调出的一家原样本公司。即是说，经过上证社会责任指数一年的运行后，石油、化学、塑胶、塑料次类行业仍在社会责任指数中保持了一家上市公司，表明了定期调整考察期间，石油、化学、塑胶、塑料次类行业在承担社会责任方面的表现相对稳定。本文认为，作为高污染、高能耗的行业，石油、化学、塑胶、塑料次类行业应该承担更多环保、社区等方面的社会责任。然而，只有一家石油、化学、塑胶、塑料次类行业的上市公司进入了上证社会责任指数，说明了此类行业的上市公司承担社会责任的意识还相

对淡薄。本文认为应强化石油、化学、塑胶、塑料次类行业承担社会责任意识，加强监管，使其积极承担相应的社会责任。

表4-2 制造业观察对象分布

证监会门类 行业代码	证监会门类 行业名称	证监会次类 行业代码	证监会次类行业 名称	数量	首次 进入	调入	调出
制造业	C	C0	食品、饮料	2	1		1
		C2	木材、家具	1	1		
		C4	石油、化学、塑 胶、塑料	3	1	1	1
		C5	电子	1	1		
		C6	金属、非金属	13	9		4
		C7	机械、设备、仪 表	14	13	1	
		C8	医药、生物制品	9	8	1	
		C9	其他	1	1		
合计				44	35	3	6

4.2 社会责任指数股价效应实证结果分析

本文将采用事件研究法检验社会责任事件对样本公司股票价格的影响。为使研究结论更具科学性，本文将社会责任事件按照性质的不同分为三类：进入事件、调入事件和调出事件，并分别对这三类事件引起的市场反应进行检验，以期证明上证社会责任所传递的社会责任信息是具有信息含量的。在分别检验了三类事件的市场反应后，本文还进一步采用了回归模型检验进入事件所引起的股价异常收益率与样本公司规模之间的关系，为公司规模在社会责任指数事件股价效应中的影响找到经验证据。本部分将对本文研究实证结果进行讨论。

4.2.1 进入事件股价效应实证结果

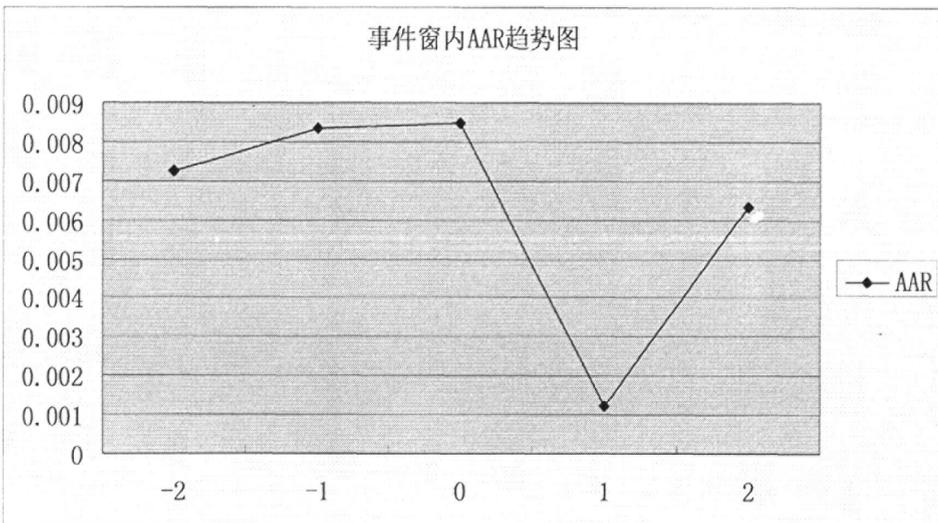
进入事件的股价效应是指上海证券交易所公布上证社会责任指数样本股公司所引起的样本公司股价变动的效应。本文认为，进入上证社会责任指数相当于对样本公司在承担社会责任方面表现的认可，向市场传递了企业积极承担社会责任的信息，在有效市场上社会责任信息的披露将会引起市场对之做出积极的反应，从而引起股价向上的波动。

本部分将对进入事件为样本公司带来的异常收益率进行检验分析。

(1) 平均异常收益率 (AAR) 检验实证结果

平均异常收益率体现了进入事件对样本公司日股票价格的平均影响。图4-1反应了进入事件窗内平均异常收益率 (AAR) 的趋势。我们可以看到在公告日前两日平均异常收益率均表现为上升的趋势。但在公告日前一天 ($t=-1$) 时, 平均异常收益率上升幅度趋缓。公告日的平均异常收益率达到了事件窗内的最高值。公告日后一天 ($t=1$) 平均异常收益率发生的大幅下降, 达到了事件窗内的最低谷。而在 $t=2$ 时, 平均异常收益率大幅回升, 但未达到公告日前水平。虽然在事件窗内平均异常收益率表现为上下波动的趋势, 但是平均异常收益率均为正值, 说明进入事件为样本公司带来了正的平均异常收益率。

图4-1 进入事件窗内平均异常收益率 (AAR) 趋势图



为使研究更为严谨, 我们进一步对平均异常收益率进行了T检验, 检验结果见表4-3。从表中我们可以看出, 平均异常收益率从 $t=-2$ 时开始上升, 直到公告日达到了事件窗内的最高值0.85%, 而在公告日后的第一日 ($t=1$) 发生巨幅下降, 公告日后第二日再度上升。其中, 公告日 ($t=0$), 公告日前第二日 ($t=-2$) 和公告日后第二日 ($t=2$) 的平均异常收益率通过了5%水平上的T检验 (T值分别为2.695、2.014和2.150)。公告日前第一日 ($t=-1$) 的平均异常收益率在10%水平上显著 (T值=1.930)。而公告日后第一日 ($t=1$) 的平均异常收益率未通过显著性检验。检验结果说明, 进入事件对公告日 ($t=0$), 公告日前第二日 ($t=-2$), 公告日后第二日 ($t=2$) 的股票价格产生了较强影响, 为样本公司带来

了正的异常收益率。而进入事件对公告日前第一日的股价影响则较为微弱，且事件未对公告日后第一日的股票价格产生影响。为了进一步获得实证证据以证实假设H1，即，上市公司被选入上证社会责任指数样本股时，股票市场会产生正的异常收益率，本文还需要对进入事件给样本公司带来的累计平均异常收益率进行检验。

表4-3 进入事件平均异常收益率（AAR）及其检验结果

日期	平均异常收益率 (AAR)	T值	P值 (双边检验)
-2	0.007244**	2.014	0.048
-1	0.00834*	1.930	0.058
0	0.008472**	2.695	0.009
1	0.00124	0.394	0.695
2	0.006326**	2.150	0.035

*表示双边T检验在10%的水平上显著；

**表示双边T检验在5%的水平上显著。

(2) 累计平均异常收益（CAAR）检验实证结果

本文进一步对进入事件引起的累计平均异常收益率（CAAR）进行了检验，检验结果见图4-2和表4-4。

累计平均异常收益率（CAAR）体现的是进入事件对样本公司股价的累计影响。图2显示了进入事件窗内累计平均异常收益率的变化趋势。从图中我们可以看到，累计平均异常收益率（CAAR）在整个事件窗内呈现出上升的趋势。只是在不同的时间段上上升的幅度略有不同。在公告日前第一、第二日（ $t=-1$ 、 -2 ）累计平均异常收益率上升的幅度较大。而在经过了公告日后，第一日（ $t=1$ ）累计平均异常收益率的上升幅度明显趋缓。当研究时间段进入公告日后的第二日（ $t=2$ ）时，累计平均异常收益率又以较大幅度表现出上升的趋势。在整个事件窗内，累计平均异常收益率均表现为正值。

图4-2 进入事件窗内累计平均异常收益率 (CAAR) 趋势图

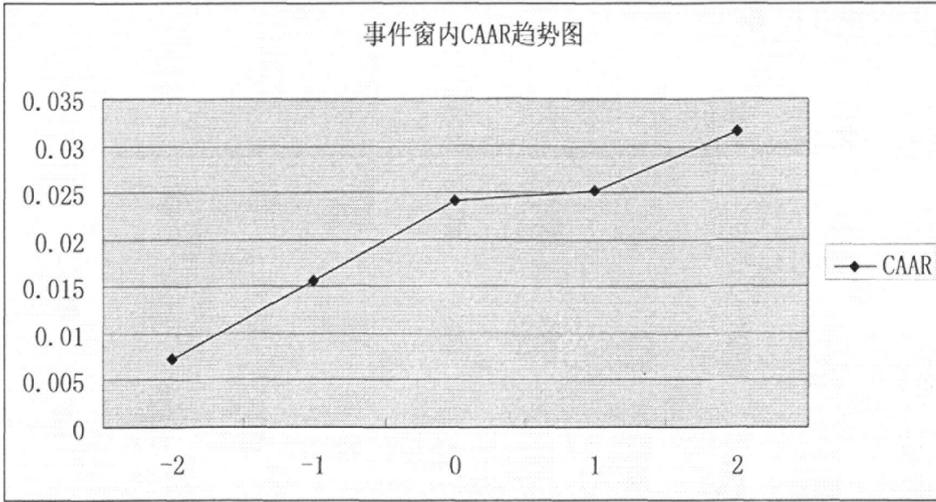


表7显示了对进入事件为样本公司带来的累计异常收益率进行T检验的结果。累计平均异常收益率 (CAAR) 在整个事件窗 (-2, 2) 区间内均为正值, 且在t=-2至t=2时间段内达到了事件对股价累计异常影响的最大值。累计平均异常收益率均通过了显著性检验, 并且显著性随时间的推移不断提高。实证结果表明, 进入事件对样本公司股票价格产生了明显的正的累计影响。

表4-4 进入事件累计平均异常收益率 (CAAR) 及其检验结果

日期	累计平均异常收益率 (CAAR)	T值	P值 (双边检验)
(-2, -2)	0.007244	2.014	0.048
(-2, -1)	0.015584	2.486	0.015
(-2, 0)	0.024056	3.508	0.001
(-2, 1)	0.025296	3.672	0.000
(-2, 2)	0.031622	4.146	0.000

由上述实证结果表明, 进入事件对样本公司公告日、公告日前第二日 ($t=-2$) 和公告日后第二日 ($t=2$) 的股票价格产生的显著影响, 而对公告日前第一日 ($t=-1$) 的股票价格影响微弱。本文认为造成这一研究结果的原因可能是在公告日前进入事件的信息已泄露, 并被市场感知使市场提前做出了反应, 表现在股价上为从公告日前第二日 ($t=-2$) 平均异常收益率开始上升。进入事件对股价的影响在公告日前的两日内逐渐释放, 且影响强烈程度逐渐减缓, 直到公告日达到对股票价格的最大影响。而在公告日后的第一日 ($t=1$) 实证结果表明, 进入事件没有对股价产生影响, 本文认为进入事件对样本公司股价的影响存在一定的时滞性, 投资者接收到进入事件传递的社会责任信息后需要一定的时间对信息进行分析处理, 然后再做出投资决策, 这就造成了进入事件信息公布到信息反映在股价上之间存在一定的时滞。进入事件对样本公司股价的显著影响在公告日后的第二日 ($t=2$) 才反映在市场上。

从进入事件对样本公司股价的累计影响来看, 在整个事件窗内进入事件都表现出对股价显著的正的影响, 且其显著性随事件窗的推移逐渐增强。累计平均异常收益率在公告日前后均通过了显著性检验同样证明了, 进入事件信息在公告日前提前被市场感知和进入事件传递的信息对股价的影响存在时滞性的可能。

综上所述, 实证结果支持了本文的假设H1: 上市公司被选入上证社会责任指数样本股时, 股票市场会产生正的异常收益率。

4.2.2 调入事件股价效应实证结果

调入事件的股价效应是指在上证社会责任指数进行第一次定期调整时调入新样本公司以取代原样本公司的事件对样本公司股价所产生的影响。本文认为, 调入事件实际上是上海证券交易所对上一个指数运行年度中调入样本公司在社会责任方面表现的褒奖, 显示了调入样本公司在此期间在承担社会责任方面的积极进步。因此, 本文认为调入事件与进入事件相似, 同样向市场传递了样本公司在履行社会责任方面的“好消息”, 本文提出了假设H2, 上市公司调入上证社会责任指数样本股时, 股票市场会产生正的异常收益率。本部分将讨论对调入事件股价效应进行检验的结果。

(1) 平均异常收益率 (AAR) 检验实证结果

从图4-3我们可以看到, 在调入事件窗 (-5, 5) 内平均异常收益率 (AAR) 并没有表现出单一变化的趋势, 而是呈现出上下波动的状态。公告日前, 平均异常收益率表现为较为剧烈的上下波动, 在公告日前第三日 ($t=-3$) 达到了事件窗内的最大正值。平均

异常收益率在公告日为负值，且达到了事件窗内平均异常收益率的最低谷。但在公告日后的第一日（ $t=1$ ）平均异常收益率开始呈现出上升的趋势，并最终上升为正值。而在公告日后的第二日（ $t=2$ ）平均异常收益率仍保持较大幅度的上升趋势。经过公告日后第二日，平均异常收益率则开始呈现波动下降的趋势。

虽然从调入事件窗内异常收益率的趋势图中我们看到在公告日后的第一、第二日平均异常收益率表现为较大幅度的上升趋势，且均为正值。但这两日的平均异常收益率均未通过显著性检验，不能为调入事件将为样本公司带来正的平均异常收益率的假设提供有效实证证据。由表4-5的调入事件平均异常收益率T检验结果显示，除了公告日后第五日（ $t=5$ ）外，其他事件日的平均异常收益率均未通过显著性检验。然而，即使公告日后第五日的平均异常收益率通过的5%水平上的T检验，但其平均异常收益率却为负值，不能与本文的假设相应证，本文认为这可能是由其他原因所致，而非调入事件引起的股价效应。调入事件将对样本公司日股价产生正的平均异常收益率未得到实证证据证实。

图4-3 调入事件窗内平均异常收益率（AAR）趋势图

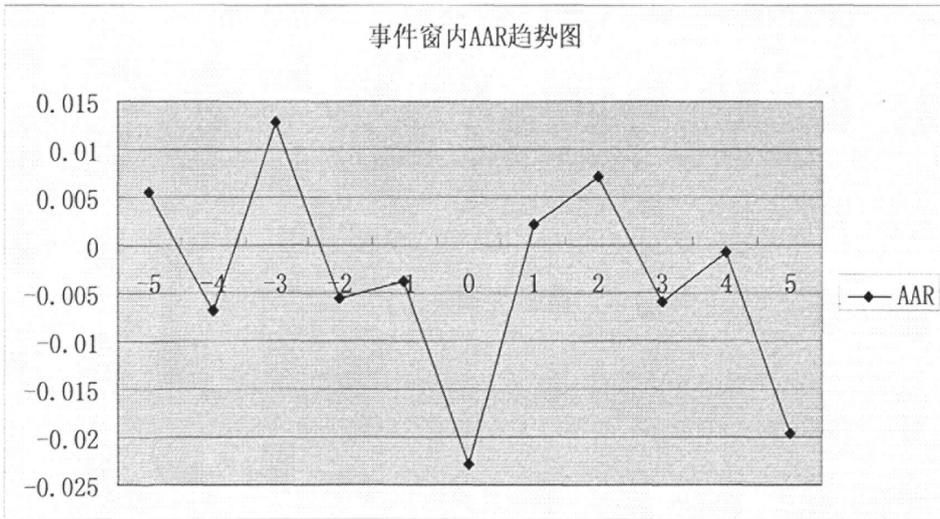


表4-5调入事件平均异常收益率 (AAR) 及其检验结果

日期	平均异常收益率 (AAR)	T值	P值 (双边检验)
-5	0.005505	1.940	0.110
-4	-0.00671	-0.934	0.393
-3	0.012884	0.980	0.372
-2	-0.00549	-1.107	0.319
-1	-0.00382	-0.425	0.689
0	-0.02279	-1.809	0.130
1	0.002122	0.159	0.880
2	0.007212	0.980	0.372
3	-0.00587	-1.181	0.291
4	-0.00073	-0.185	0.860
5	-0.01968**	-2.724	0.042

**表示双边T检验在5%的水平上显著。

(3) 累计平均异常收益 (CAAR) 检验实证结果

对平均异常收益率 (AAR) 的检验结果未能证实进入事件将对样本公司的股价产生影响。因此, 本文将进一步对累计平均异常收益率进行检验, 以讨论进入事件是否对样本公司的股价产生了累计影响。

累计平均异常收益率 (CAAR) 检验结果图4-4和表4-6显示, 在事件窗内, 调入事件的累计平均异常收益率整体上呈现波动下降的趋势, 且均未通过显著性检验, 其中T值最大为1.940 (与其相对应的P值为0.110)。调入事件将对样本公司的股价产生累计影响未得到实证结果支持。

图4-4 调入事件窗内累计平均异常收益率 (CAAR) 趋势图

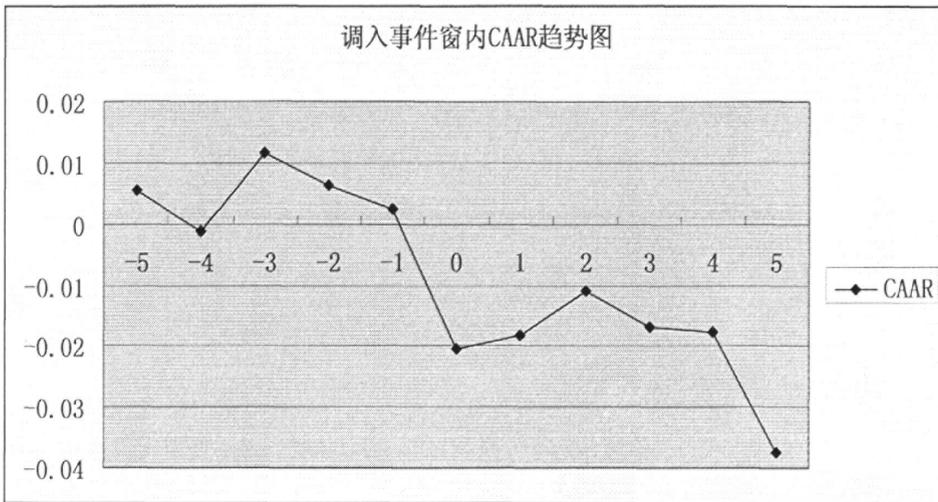


表4-6 调入事件累计平均异常收益率 (CAAR) 及其检验结果

日期	平均累计异常收益率 (CAAR)	T值	P值 (双边检验)
(-5,-5)	0.005505	1.940	0.110
(-5,-4)	-0.0012	-0.161	0.878
(-5,-3)	0.01168	1.020	0.355
(-5,-2)	0.006192	0.502	0.637
(-5,-1)	0.002371	0.136	0.897
(-5, 0)	-0.02042	-0.855	0.431
(-5, 1)	-0.01829	-0.648	0.546
(-5, 2)	-0.01108	-0.395	0.709
(-5, 3)	-0.01695	-0.648	0.546
(-5, 4)	-0.01768	-0.636	0.553
(-5, 5)	-0.03736	-1.114	0.316

进入事件产生的平均异常收益率 (AAR) 和累计平均异常收益率(CAAR)均未通过显著性检验的实证结果表明调入事件未对样本公司的股价产生影响, 本文的假设H2: 上市公司被调入上证社会责任指数样本股时, 股票市场会产生正的异常收益率未得到证实。同时, 实证结果为假设H4提供了部分实证证据, 即市场不会对调入事件做出相应的反应, 调入事件不能为样本公司带来正的异常收益率。

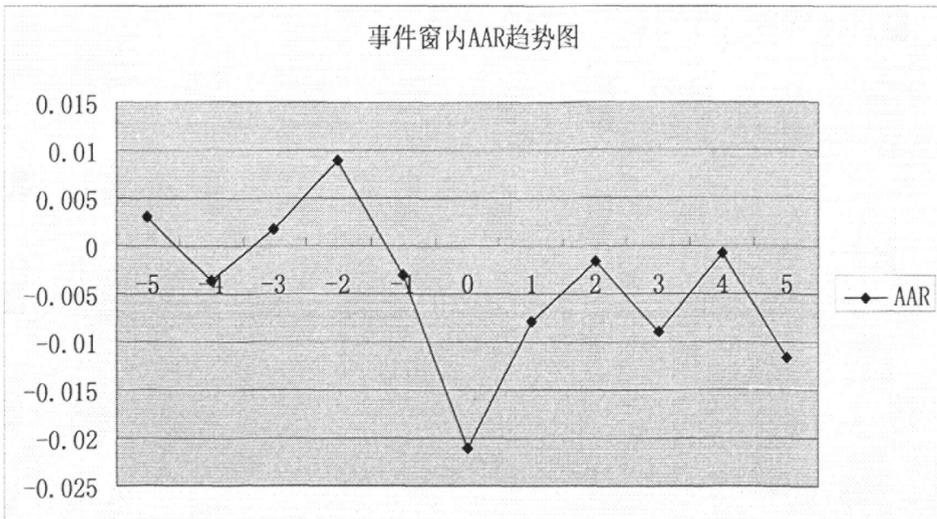
4.2.3 调出事件股价效应实证结果

调出事件的股价效应指的是上海证券交易所首次定期调整中将上一指数运行年度中在社会责任方面表现欠佳的样本公司剔除出上证社会责任指数事件对样本公司股价所产生的影响。本文认为, 样本公司被调出责任指数与选入或调入指数传递的好消息不同, 其传递了样本公司在承担社会责任方面努力程度的下降, 传递的是“坏消息”。因此, 本文假设被调出上证社会责任指数将对样本公司股票价格产生负的异常收益率。

(1) 平均异常收益率 (AAR) 检验实证结果

本部分将对调出事件产生的平均异常收益率 (AAR) 进行实证研究。由图4-5可以看到, 调出事件窗内, 从公告日前第二日 ($t=-2$) 开始, 平均异常收益率表现出明显的下降趋势, 其在到达公告日前第一日 ($t=-1$) 是变为负值。平均异常收益率在公告日当日 ($t=0$) 达到了事件窗内平均异常收益率的最低谷。虽然在经过公告日后, 第一、第二日 ($t=1、2$) 平均异常收益率表现为上升的趋势, 但均为负值。公告日后的第三、第四和第五日 ($t=3、4$ 和 5) 平均异常收益率表现为在零之下上下波动的趋势。

图4-5 调出事件窗内平均异常收益率 (AAR) 趋势图



从平均异常收益率的T检验结果来看（表4-7），公告日后的第一日、第三日和第五日（ $t=1、3$ 和 5 ）通过了显著性检验，且这三日的平均异常收益率分别为-0.786%、-0.898%和-1.163%，一定程度上验证了本文对调出事件将为样本公司股价带来负的异常收益率的假设。而公告日当日虽平均异常收益率表现出了事件窗内的最低值，但未通过T检验，亦即是说调出事件未对公告日的样本公司股价产生影响。

表4-7 调出事件平均异常收益率（AAR）及其检验结果

日期	平均异常收益率 (AAR)	T值	P值 (双边检验)
-5	0.003053	0.862	0.422
-4	-0.00358	-1.617	0.157
-3	0.001739	0.438	0.676
-2	0.008867	0.847	0.430
-1	-0.00296	-0.805	0.451
0	-0.02102	-1.873	0.110
1	-0.00786**	-2.998	0.024
2	-0.00161	-0.512	0.627
3	-0.00898**	-2.781	0.032
4	-0.00067	-0.139	0.894
5	-0.01163**	-2.972	0.025

**表示双边T检验在5%的水平上显著。

(2) 累计平均异常收益（CAAR）检验实证结果

本文进一步对调出事件产生的累计平均异常收益率（CAAR）进行讨论。图4-6显示，从公告日前第二日（ $t=-2$ ）起，累计平均异常收益率表现为稳定的下降趋势，并在公告日后第五日（ $t=5$ ）时达到了事件窗内的最小值。尽管累计平均收益率表现为这样的趋势，但从显示T检验结果的表4-8看，仅有 $t=-5$ 至 $t=5$ 时段内的累计平均异常收益率通过了10%水平下的显著性检验。实证结果表明调出事件表现出的对样本公司的累计股价效应较弱。

图4-6 调出事件窗内累计平均异常收益率 (CAAR) 趋势图

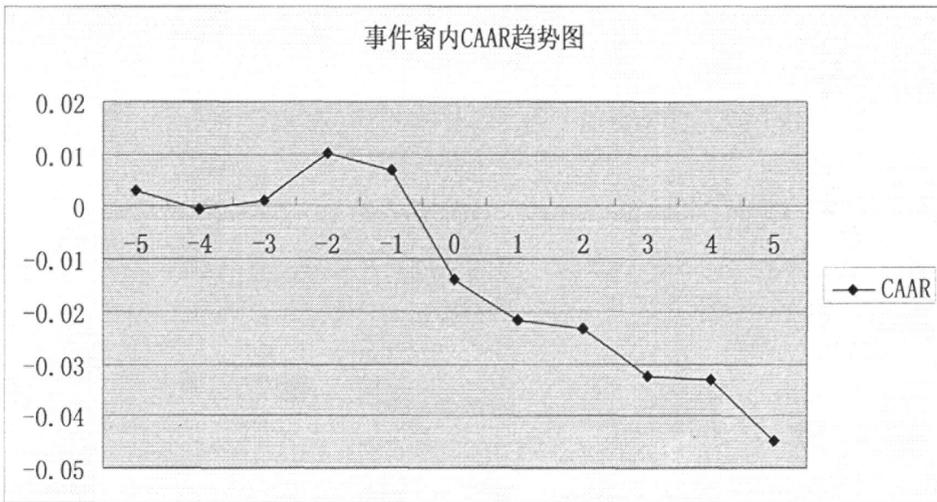


表4-8 调出事件累计平均异常收益率 (CAAR) 及其检验结果

日期	平均累计异常收益率 (CAAR)	T值	P值 (双边检验)
(-5,-5)	0.003053	0.862	0.422
(-5,-4)	-0.00053	-0.148	0.888
(-5,-3)	0.001212	0.187	0.858
(-5,-2)	0.010079	1.012	0.350
(-5,-1)	0.007121	0.855	0.426
(-5, 0)	-0.0139	-0.914	0.396
(-5, 1)	-0.02176	-1.295	0.243
(-5, 2)	-0.02338	-1.260	0.254
(-5, 3)	-0.03235	-1.925	0.103
(-5, 4)	-0.03302	-1.601	0.160
(-5, 5)	-0.04465*	-1.994	0.093

*表示双边T检验在10%的水平上显著。

综上所述,调出事件对样本公司公告日后的第一日、第三日和第五日的股价产生了显著的负的影响,但对整个事件窗内股价的累计影响则显现出较弱的显著性,因此,本文认为实证结果在一定程度上支持了前文假设H3:上市公司被调出上证社会责任指数样本股时,股票市场会产生负的异常收益率,但公告日当日的股价效应较为微弱。

4.2.4 进入事件与股票累计异常收益率关系中公司规模的影响

本文在检验了上市公司进入、调入和调出上证社会责任指数三类事件的股价效应后,在本部分将讨论公司规模对进入事件所产生的累计异常收益率的影响。本文将采用单变量回归模型,以进入事件窗内产生的累计异常收益率为被解释变量,以事件窗公司内日平均市价的对数衡量的公司规模为解释变量进行回归,以期找到公司规模对进入事件产生的累计异常收益率的影响。

本文认为,相比于规模小的公司,规模较大的公司可能受到市场更多的关注,其进入事件的信息可能在公告日之前就被市场部分感知,并且开始释放在事件窗内对样本公司股价的影响,从而导致事件窗内的股价效应减弱。而规模相对较小的公司却恰恰相反,因为缺乏关注,小公司的进入事件信息可能在公告日后才会被市场感知,并在事件窗内表现出较强的股价效应。因此本文假设,与规模较大公司相比,进入事件将为规模较小的公司带来更多的累计异常收益,即假设H5:被调入责任指数产生的异常收益率与公司规模呈负相关关系。

(1) 样本的描述性统计

由表4-9我们可以看到,在进入事件的66个样本公司中事件窗(-2, 2)内的累计异常收益率最大值为0.22,最小值为-0.08,均值为0.0316。这一描述性统计结果可看出,虽然同是进入事件对市场产生的影响,但在不同公司之间产生的累计异常收益率却存在较大的差异。在有的公司的累计异常收益率达到22%时,有的公司的累计异常收益率却是负值(-8%)。是什么因素影响了不同公司间进入事件的累计异常收益率的差距呢?本部分将对公司规模这一因素对公司间累计异常收益率差距的影响进行讨论。

同时,以事件窗内的平均日市值的对数计量的66家样本公司的规模在21.57到28.56的范围内波动,均值为23.67。公司间的规模差距是明显的。

表4-9 CAR和LNSIZE描述性统计结果

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAR	66	-0.08	0.22	0.0316	0.06196
LNSIZE	66	21.57	28.56	23.6704	1.40526
Valid N (listwise)	66				

(2) 回归结果

对进入事件产生的累计异常收益率与公司规模进行单因素回归后，回归结果（表4-10）显示公司规模系数为负值，且通过了显著性检验。实证结果支持了本文的假设H5：被选入责任指数产生的异常收益率与公司规模呈负相关关系。这表明，公司规模越小，其受到的关注会较少，进入事件为公司带来的异常收益率就越大，事件将引起越强烈的股价效应。而公司规模越大，其受到市场的关注就越多，其进入信息可能比规模较小的公司更早被市场预测到，从而导致其在事件窗内的股价效应会被削弱。

表4-10 回归结果

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	0.446	0.120		3.721	0.000
	LNSIZE	-0.018	0.005	-0.397	-3.463	0.001

a. Dependent Variable: CAR

4.2.5 实证结果分析

本文实证结果显示，进入事件的平均异常收益率和累计平均异常收益率均通过了显著性检验，假设H1上市公司被选入上证社会责任指数样本股时，股票市场会产生正的异常收益率得到了实证证据的支持，证明了我国的资本市场会对社会责任信息作出积极的反应，进入事件会为样本公司带来正的股价效应。然而，实证结果同时也表明，调入事件的平均异常收益率和累计平均异常收益率均未通过显著性检验，即进入事件未为样本公司带来正的股价效应，市场未对调入事件做出反应，本文假设H2上市公司被调入上证社会责任指数样本股时，股票市场会产生正的异常收益率未得到支持。而调出事件也只有公告日后的第一日、第三日和第五日的平均异常收益率通过了显著性检验， $t=-5$ 至 $t=5$ 的累计平均异常收益率通过的10%水平上的显著性检验，在一定程度上验证了本文的假

设H3上市公司被调出上证社会责任指数样本股时，股票市场会产生负的异常收益率。总体来说，本文研究结果表现为市场对进入事件做出了显著反应，对调出事件反应较弱，而未对调入事件做出相应反应。

分析这一研究结果，可能由以下几个原因造成：首先，对调入、调出事件进行研究的样本量较小。上证社会责任指数编制方案规定，每次对样本进行定期调整时，调整比例一般不超过10%。而上证社会责任指数首次定期调整时，调出原样本公司10家，调入新样本公司10家以代替原样本公司。本文取样时剔除了在事件窗内发布了公司财务信息的样本公司和不能收集到完整数据的样本公司后，调入事件的研究样本为6家，而调出事件的研究样本为7家。样本量过小可能导致不能消除个别样本的极端影响，从而导致研究结果存在偏差，未能正确反映调入事件和调出事件对样本公司股价产生的影响。其次，可能存在别的原因掩盖了调入事件和调出事件对股价的影响。在有效资本市场上，股价除了受到信息披露的影响外，还受到许多其他因素的影响。而这些其他因素的影响可能掩盖了调入、调出事件信息的披露对股价产生的影响，从而使得调入、调出事件未产生相应股价效应（调入事件在 $t=5$ 时产生负的异常收益率，且通过了显著性检验）或产生较弱的股价效应。

第五章 研究结论及展望

5.1 研究结论及建议

本部分将对上文中的研究进行总结，得出本文的研究结论，并针对本文的研究结论提出相应的建议。

5.1.1 研究结论

在全球可持续发展备受关注的当今社会，要求企业积极承担社会责任的理念也日益受到重视。该理念要求企业应当兼顾自身利益与社会经济的全面均衡可持续，兼顾股东利益与员工、社会、环境等利益相关者的利益。国内外学者对企业社会责任展开了积极地研究。发达国家已有学者开始关注各种交易所的社会责任可持续指数对股价的影响，但这些研究均以发达国家资本市场为背景，缺乏发展中国家资本市场背景的经验证据。国内学者对社会责任的研究起步相对较晚。在社会责任信息的价值相关性问题的研究上，我国学者得出了两种不同的结论，一部分学者认为我国的社会责任信息具有价值相关性；而另一部分学者则认为我国的社会责任信息不具有价值相关性或价值相关性较弱。因此，本文选取上证社会责任指数对样本股的公布及调整作为研究事件，采用事件研究法讨论上证社会责任指数样本变动所传递的社会责任信息对市场产生的影响。在研究了上证社会责任指数的股价效应后，本文进一步采用回归模型检验了进入事件股价效应中公司规模的影响。通过上述实证研究得到如下研究结论：

(1) 上证社会责任指数能为企业带来股价效应，社会责任信息能引起市场显著的反应。研究结果显示，进入事件的平均异常收益率和累计平均异常收益率均通过了显著性检验，说明进入事件产生了股价效应，为样本公司股价带来了正的异常收益，同时也说明我国资本市场是能对进入事件传递的社会责任信息作出显著反应的。虽然研究结果也显示，调入事件的平均异常收益率和累计平均异常收益率均未通过检验，说明调入事件未产生股价效应，市场未对调入事件做出反应。而调出事件也只有公告日后第一日，第三日和第五日的平均异常收益率及事件窗(-5, +5)内的累计平均收益率通过了显著性检验，说明虽调出事件产生了股价效应，但效应较弱，市场对调出事件反应较为微弱。本文认为导致市场未对调入事件做出反应，而对调出事件做出较弱反应主要是因为研究

样本量的不充足和可能存在其他影响股价的原因。这并不影响本文得出上证社会责任指数为企业带来股价效应，社会责任信息能引起市场显著反应的结论。

(2) 上证社会责任指数传递的社会责任信息产生的累计异常收益率与公司规模间存在负相关关系。通过对进入事件产生的累计异常收益率与公司规模进行回归，回归结果显示公司规模系数为负，且通过了显著性检验。因此，本文得出结论：社会责任信息的披露对规模越小的公司产生越强的股价效应；公司规模越大，社会责任信息所带来的股价效应就越弱。同时，这一实证结果也印证了世界各国资本市场上普遍存在的小公司效应。

5.1.2 启示及建议

通过本文研究结论可知，我国资本市场能对社会责任信息作出显著反应。且公司规模与社会责任信息产生的股价效应之间存在负相关关系。因此，本部分将根据本文研究结论提出一些规范社会责任信息披露的建议。

(1) 政府加强监管，逐步形成完善的社会责任信息披露制度

信号传递理论说明资本市场上的信息不对称可能导致投资者不能正确的区分投资对象，从而出现逆向选择的问题。逆向选择的出现将使得资本市场的资源配置功能失效，资本市场不能达到交易的帕累托最佳。同时，信号传递理论也为我们提供了解决逆向选择问题方法：信息处于优势的一方向信息处于劣势的一方传递信息，处于信息劣势的一方利用处于优势一方传递的信息从而做出正确的决策以避免逆向选择问题的出现。本文研究结论表明市场能对社会责任信息作出显著反应，说明市场对社会责任信息是存在需求的。因此，在社会责任信息方面处于优势地位的企业管理者应向市场披露信息，以满足市场对信息需求，帮助投资者做出正确的投资决策，防止逆向选择问题的出现。然而，我国目前并未有相关法律规定上市公司披露社会责任信息的格式、内容范围及方式等，使得我国上市公司社会责任信息披露存在较强随意性，且可信度未能得到保证，从而不能满足市场对社会责任信息的需求。

深圳证券交易所2006年9月25日公布了《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》，上海证券交易所也于2008年5月14日发布了《关于加强上市公司社会责任承担工作通知》，暨发布《上海证券交易所上市公司环境信息披露指引》的通知。两个指引的公布对规范我国社会责任信息的披露起到了积极的推动作用，但两个指引只是鼓励上市公司通过社会责任报告或在年报中自愿披露社会责任信息，且未提供统一的披露内容及格

式。本文认为国家应根据不同行业特征，制定并颁布相关法律强制上市公司按指定的格式、能容及方式披露社会责任信息，从而消除上市公司披露的随意性，增强同类企业间社会责任信息的可比性，从而帮助投资者做出正确的投资决策。

同时，政府还应推行社会责任审计。引入社会审计力量，对上市公司所公布的社会责任信息进行审计，以保证上市公司披露社会责任信息的真实性及可靠性。

通过制定颁布社会责任信息披露相关法律、积极推行社会责任审计，并逐步建立、完善社会责任信息披露机制，改善我国当前社会责任信息披露随意性强和可靠性不高的现状，使得我国社会责任信息披露朝着制度化和规范化方向大步迈进。

(2) 加强上市公司积极承担社会责任的意识

在积极践行科学发展观和全面构建和谐社会的当今时代背景下，虽然有些上市公司已经意识到积极承担社会责任的重要性，但是仍有一些上市公司的社会责任意识淡薄。从对研究样本的描述性统计我们可以看出，在上证社会责任指数进行首次定期调整时调出了四家金属、非金属次类上市公司而未有新的该行业的上市公司调入，本文认为这表现了该行业上市公司积极履行社会责任意识的淡薄。作为高污染、高耗能的石油、化学、塑胶、塑料行业应承担更多的社会责任，但该行业仅有一家上市公司进入了社会责任指数的研究样本，说明了该行业在履行社会责任方面的表现不佳，而造成其表现不佳的主要原因正是社会责任意识的缺失。

本文认为应加强上市公司积极承担社会责任的意识，使上市公司真正认识到虽然承担社会责任会增加企业的当前成本，然而这种成本将通过改善企业的形象、提高效率等途径增加企业未来的盈利能力。同时，企业积极承担社会责任的信息将被投资者正确解读，从而将其与那些在社会责任方面表现差的公司区分开来。社会责任信息将为企业带来正的股价效应，使得企业在资本市场上融资更容易，降低企业的资本成本。

只有企业形成积极承担社会责任的意识，其才会主动的履行相应的社会责任并披露社会责任信息，兼顾股东利益和利益相关者利益、兼顾自身利益与社会经济协调可持续发展。

(3) 加强宣传，进一步提高投资者对社会责任信息的处理能力

本文研究结论显示市场对社会责任信息作出了显著的反应，亦即是说投资者在做出投资决策时考虑到了社会责任信息的影响。但是大多数投资者进行投资决策主要还是依

据公司的每股盈余及对盈余的分配等利润指标,社会责任信息虽然在决策过程中产生了影响,但影响程度相对较小。因此,有关部门应当加强宣传教育,提高投资者对社会责任信息的解读处理能力,提升社会责任信息在其投资决策中的重要程度。使得投资者利用其在资本市场上的“投票权”迫使上市公司积极履行社会责任并主动披露相关信息。

5.2 研究局限及研究展望

5.2.1 研究局限

(1) 研究样本量的不足。上证社会责任指数在对样本公司进行首次定期调整时,调入新样本公司10家以代替调出的10家原样本公司,本文剔除了在事件窗内发布公司公告和不能收集到完整数据的公司后,用于检验调入、调出事件股价效应的样本公司分别为6家和7家。本文认为研究样本量过小是造成调入事件未显示出股价效应和调出事件股价效应较弱的重要原因之一。

(2) 研究只考虑了公司规模对进入事件产生的累计异常收益率的影响。进入事件的股价效应可能会受到很多因素的影响,如样本公司所处的行业、盈利能力、资本结构等,但本文只考虑了公司规模的影响。且在研究累计异常收益率与公司规模关系时,未控制其他因素的影响,从而使得研究成果可能包含了其他因素的干扰。

(3) 假设公司规模与进入事件产生的累计异常收益率之间为简单的线性关系。本文假设公司规模与进入事件产生的累计异常收益率之间为线性关系,因此,采用了线性回归模型进行单因素回归。然而,公司规模与累计异常收益率之间可能存在非线性关系,选用线性回归模型可能影响回归结果的准确性。

5.2.2 研究展望

(1) 研究样本量的扩展。上证社会责任指数每年都会定期对样本股进行调整,在今后的研究中可以收集几年的调整数据,以保证研究样本的充足性,从而,真正反映调入事件和调出事件的股价效应。

(2) 影响因素的扩展。影响累计异常收益率的因素很多,而本文只考虑了公司规模对进入事件产生的累计异常收益率的影响。可以进一步的研究如上市公司的盈利能力、资本结构等与其累计异常收益率之间的关系。同时,由于不同行业的特征不同,在

研究中可以分行业进行检验。在研究某一因素对累计异常收益率的影响时，应当控制其他影响因素，以保证研究结果不被干扰。

(3) 研究模型的扩展。累计异常收益率与其影响因素之间的关系尚未十分确定，因此，在进行进一步研究时，应同时选用线性模型与非线性模型，选择解释程度较高的模型结果。

参 考 文 献

- [1] M. Martin Curran, Dominic Moran. Impact of the FTSE4Good Index on firm price: An event study [J], *Environmental Management*, 2007(82): 529-537.
- [2] Alexis Cellier, Pierre Chollet. The Impact of Corporate Social Responsibility on Stock Prices: An Event Study of Vigeo Rating Announcement [J], 2010.4.30: 1-16.
- [3] Sepideh Parsa, Leo Xiaobing Deng. Capital markets' reactions to social information announcements [J], *Accounting and Finance*, 2008.1(1): 107-120.
- [4] Josefin Karlsson, Yana Chakarova. Does Corporate Social Responsibility Pay Off? [J], *Goteborg January*, 2008.14: 2-63.
- [5] Alan Murray, Do Markets Value Companies' Social and Environmental Activity? An Inquiry into Associations among Social Disclosure, Social Performance and Financial Performance [D]. Submitted in fulfilment of the requirements for the Degree of PhD, University of Glasgow. 2010. P300.
- [6] Allouche, J., Laroche, P.. The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: A Survey [J]. *Palgrave MacMillan, New York*. 2006: 3-40.
- [7] Galema, R., Plantinga, A., Scholtens, B., The stocks at stake: Return and risk in socially responsible investment [J]. *Journal of Banking & Finance*
- [8] Klassen, R.D., McLaughlin, C.P. The impact of environmental management on firm performance [J]. *Management Science*. 1996(42): 1199-1214.
- [9] Ron Bird, Anthony D. Hall, F.M., Reggiani, F. What corporate social responsibility activities are valued by the market? [J]. *Journal of Business Ethics*. 2007(76): 189-206.
- [10] Al-Tuwaijiri, S.A., Christensen, T. and Hughes, K.E. The Relations among Environmental Disclosure, Environmental Performance, and Economic Performance: A Simultaneous Equations Approach [J]. *Accounting, Organizations and Society*. 2004(29): 447-471.
- [11] Blacconiere, W.G. and Northcut, W.D. Environmental Information and Market Reaction to Environmental Information [J]. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. 1997, 12(2): 149-178.
- [12] Blacconiere, W.G. and Patten, D.M. Environmental Disclosures, Regulatory Costs, and Changes in Firm Value [J]. *Journal of Accounting and Economics*. 1994(18): 357-377.
- [13] Boutin-Dufresne, F. and Savaria, P. Corporate Social Responsibility and Financial Risk [J]. *Journal of Investing*. 2004(Spring): 57-66.
- [14] Mahoney, L. and Roberts, R. Corporate Social and Environmental Performance and Their Relation to Financial Performance and Institutional Ownership: Empirical Evidence on Canadian Firms. 2002.

- [15] Marquez,A.and Fombrum,C.J. Measuring Corporate Social Responsibility. Corporate Reputation Review.2005. 7(4):304-308.
- [16] Mc Millan,G.S. Corporate Social Investments:Do They Pay?.Journal of Business Ethics.1996,15(3):309-314.
- [17] McGuire,J.B.,Sundgren,A.and Schneeweis,T. Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance.Academy of Management Review.1988,31(4):854-872.
- [18] Richardson,A.,Welker,M.and Hutchinson,I. Managing Capital Market Reactions to Corporate Social Responsibility.,International Journal of Management Reviews.1999,1(1).17-43.
- [19] Roman,R.M.,Hayibor,S.and Agle,B.R. The Relationship between Social and Financial Performance:Repainting a Portrait.,Business and Society.1999,38(1):109-125.
- [20] Shane,P.and Spicer,B. Market Response to Environmental Information Produced Outside the Firm. The Accounting Review.1983(July):521-538.
- [21]郭锐. 辽宁上市公司社会责任贡献会计信息及市场反应实证研究.东北大学硕士学位论文.2006.
- [22]屠嘉.社会责任与公司股票市场表现——来自中国上市公司的经验证据.西南交通大学硕士研究生学位论文.2008.
- [23]王帆.石化行业上市公司社会责任信息披露传递效应的实证研究.江苏大学硕士学位论文.2008.
- [24]王立彦,袁颖.环境和质量管理认证的股价效应[J].经济科学.2004,6.59-71.
- [25]魏志华,李常青,王毅辉.中国上市公司年报重述公告效应研究[J].会计研究.2009,8.31-39.
- [26]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[J]. 会计研究.2007,7.3-11.
- [27]沈洪涛,杨熠.公司社会责任信息披露的价值相关性研究——来自我国上市公司的经验证据[J].当代财经.2008,3(280).103-107.
- [28]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[J]. 中国工业经济.2006,2(215).77-83.
- [29]刘长翠,孔晓婷.社会责任会计信息披露的实证研究——来自沪市2002年—2004年度的经验数据[J].会计研究.2006,10.36-43.

- [30]宋献中,龚明晓.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[J]. 会计研究.2007,2.37-43.
- [31]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[J].会计研究.2005,11.76-81.
- [32]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[J].审计与经济研究.2006,5(21).84-87.
- [33]胡畏,范龙振.上海股票市场有效性实证检验[J].预测.2000,2.61-64.
- [34]宋颂兴,金伟根.上海股市市场有效实证研究[J].经济学家.1995,4.107-128.
- [35]赵春光.现金流量价值相关性的买证研究—兼评现金流量表准则的实施效果[J].会计研究.2004,2.29-35.
- [36]周四军.中国股市的弱式有效性检验[J].统计与信息论坛. 2003,3.42-44.
- [37]陆静.我国资本市场制度缺陷剖析[J].上海经济.2002,7.58-60.
- [38]邓德军,肖文娟.社会责任报告信息含量研究—基于深市制造业公司的经验数据[J].财会月刊.2011.3.10-14.
- [39]林清泉,黄建军.上海股市政策效应的“事件研究”[J].货币金融评论.2004,7.18-25.
- [40]陈晓,陈淑燕.股票交易量对年报信息的反应研究—来自上海、深圳股市的经验证据[J].金融研究. 2001,7(253).98-105.
- [41]张月飞,陈耀光.沪深港股市有效性的检验比较—基于事件研究法[J].浙江学刊.2006,3.193-196.
- [42]赵林海.基于事件研究法的股权分置改革与股票IPO超额收益实证研究[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版).2008,6(103).87-98.
- [43]朱永永.上市公司股权分置改革效应实证研究—基于事件研究法角度[J].中国管理信息化.2008,6.46-49.
- [44]刘冬荣,毛黎明,李世辉,颜敏.基于企业价值的上市公司社会责任信息披露实证分析[J].系统工程.2009,2(182).69-72.
- [45]傅祖林.我国上市公司社会责任信息披露绩效研究综述[J].商场现代化.2008,5(540).366.
- [46]上海证券交易所网站.<http://www.sse.com.cn/>.
- [47]中证指数有限公司网站.<http://www.csindex.com.cn/sseportal/csiportal/indexquery.do>.
- [48]巨潮资讯网. <http://www.cninfo.com.cn/>.

致谢

转眼间，在广西大学三年的硕士研究生学习生活就要结束即将结束。回首三年的求学时光，有许许多多值得深藏记忆的事，也有许许多多需要真心感谢的人。

真诚的感谢广西大学商学院的老师，正是你们无私的教诲和引导，使我在专业知识与为人处世方面都受益匪浅，为我的人生积攒了一笔巨大的财富；真诚的感谢我的同学们，感谢你们在学习生活中给我的无私帮助，有你们陪伴的每一天校园生活都值得铭记；真诚的感谢我的师姐们，感谢你们不厌其烦的解答我的疑问，当我遇到困惑时给我安慰并为我提供可行的建议；真诚的感谢我的父母在攻读研究生期间给我的默默的支持。

特别感谢我的两位导师——程李梅副教授和邓德军副教授，使我在攻读研究生期间得到了双倍的关爱。真诚的感谢程老师教会了我研究生应该如何学习。从研一开始，程老师就给我们指定阅读书籍并每周定期召集同门开会讨论一些案例及文献，不仅深化了我们的专业理论知识，也提升了我们运用专业知识解决实际问题的能力。在更换导师后，程老师仍经常关心我们的学习情况及找工作的进展。真诚的感谢邓老师教会了我如何做研究。邓老师严谨的治学态度和认真负责、诲人不倦的风范使我终身受益。感谢邓老师在本论文从选题、写作到最终定稿过程中的悉心指导。同时也感谢邓老师在我找工作那段迷茫和焦躁的日子里给予的理解与真诚的指引。

最后，真诚的感谢所有帮助过我的人。

攻读学位期间发表论文情况

- [1]梁华钧, 兰素英.全流通背景下对审计的思考.时代金融.2010,5.27-29.
- [2]邓德军, 刘志福, 梁华钧.国有企业比非国有企业更具社会责任吗.会计之友.2010,6.78-80.
- [3]兰素英, 梁华钧.房地产上市公司经营业绩评价模型及其实证分析.今日财富.2010,11.10-11.
- [4]兰素英, 梁华钧.公司内部治理对公司信息透明度影响的研究综述.企业技术开发.2010(22).3-4.