

企业社会责任表现对债券契约的影响

黄 璐, 胡 卫

(湖南大学工商管理学院, 长沙 410082)

摘要:以2011年至2015年A股上市公司发行的公司债券为样本,采用最小二乘法(ordinary least square, OLS)研究企业社会责任表现对债券契约的影响,并检验债券违约对两者关系的影响。研究结果显示,社会责任表现越好,发行的债券期限越长,规模越大,受担保的可能性越低。且相比于债券违约前,违约后社会责任表现与债券期限的正向关系更显著、与债券受担保的可能性的负向关系更显著。本研究结果支持企业社会责任表现在公司债市场中的有用性;同时,通过引入债券违约这一变量,为深入研究社会责任表现与债券契约的关系提供了新的视角。

关键词:财务管理;企业社会责任表现;债券契约;债券违约

中图分类号: C93 **文献标识码:** A **文章编号:** 1674-2850(2017)14-1663-09

Effect of corporate social responsibility performance on bond contracts

HUANG Jun, HU Wei

(Business Administration School, Hunan University, Changsha 410082, China)

Abstract: This paper uses ordinary least square (OLS) to study the effect of corporate social responsibility performance on bond contracts and tests the effect of bond default on the relationship between the two, based on the corporate bonds issued by A-share listed companies from 2011 to 2015. The results show that the social responsibility performance is better, the bond maturity is longer, the bond scale is larger, and the possibility of security is lower. Moreover, the positive relationship between the social responsibility performance and bond maturity is more significant after bond default, and the negative relationship between social responsibility performance and the possibility of security is more pronounced. The results of this paper support the usefulness of corporate social responsibility performance in the corporate bond market. At the same time, this paper provides a new perspective for studying the relationship between corporate social responsibility performance and bond covenant by introducing bond default which is a variable.

Key words: financial management; corporate social responsibility performance; bond covenant; bond default

0 引言

随着2014年“11超日债”违约、2016年东北特钢债的9次违约等债券违约事件的爆发,保护债券持有人的利益成为新的关注点。而债券契约在一定程度上赋予债权人一定的决定权,即限制管理层过度损害债权人利益。因此,在债券违约风险集中爆发的当下,研究债券契约具有现实意义。同时,近年来,企业社会责任越来越引起理论界和实务界的重视。目前,发改委、环保部、科技部、民政部等部门也在开展企业社会责任研究推广活动。基于此,本文研究企业社会责任对债券契约的影响。

以往研究债券契约的视角较为丰富,如中介声誉与债券契约^[1]、债券契约与债券价格^[2]、审计意见

与债务契约^[3]、会计质量与债务契约^[4]等。但关于企业社会责任与债券契约的研究较少。SHI等^[5]研究社会责任投资与债券契约发现,企业社会责任投资与债券契约中条款的数量之间存在显著的负向关系。与研究者选取条款数量这一视角不同,本文研究社会责任表现与债券契约中的重要指标——债券期限、债券规模和是否受担保^[1]三者的关系。并以“11超日债”违约时间为截点,分别研究违约前、后发债人的社会责任表现对债券契约的影响。

本研究的贡献体现在以下几个方面。第一,本文丰富了债券契约方面的文献研究,同时验证了风险削弱观,体现了社会责任表现在公司债市场中的有用性。第二,从债券违约的视角强调了社会责任表现的重要性,从而为企业履行社会责任提供了动力,有利于深入理解社会责任表现与债券契约之间的关系。

1 理论分析与假设提出

1.1 企业社会责任表现与债券契约

以往关于企业社会责任与债券的研究集中于研究债券成本^[6-10],且多以欧美债券为研究对象,所得研究结论大多支持风险削弱观。根据风险削弱观的观点,企业从事社会责任活动能够形成良好的声誉,是一种保护企业免受负面事件过度影响的道德资本。此外,具有社会责任意识的投资者可能会将不具有社会责任的公司从投资组合中剔除,那么,具有社会责任的发债人相对更受欢迎和追捧,能够增强其在投资者心目中的存在感,扩大公司的投资者规模,从而使公司在资本市场中拥有优先权,有利于降低公司的融资约束。相比而言,以中国为代表的新兴市场国家的债券为对象,在关于企业社会责任与债券方面,尤其是债券契约的研究较少。

作为债券的购买者,债券持有人主要关注资金是否能够带有利息地最终返回。如果债权人预计企业管理者是为了债权人最佳利益进行活动,那么债权人将有较小的动力或需要去制定复杂的债务契约。债券期限、债券规模和债券是否受担保属于债券契约中的重要指标^[1]。接下来,从这3个方面分析发债人的社会责任表现对债券契约的影响。

履行社会责任能够与利益相关者构建良好的关系,使公司在经营中获得有利的条件——顾客忠诚^[11]、员工保留和高生产率^[12]、税收优惠^[13]等,从而保证发债人现金流的充足。首先,发债人积极从事社会责任活动,将受到较低的法律诉讼风险^[14],避免额外的罚款支出等,保证现金流的稳定。而充足稳定的现金流代表着公司良好的还款能力,意味着公司在债券市场上能够借得更多资金,即发行债券的规模更大。其次,公司是否从事社会责任活动较大程度上取决于额外资金的可获得性和管理者的决策^[15]。因此,在投资者看来,良好的财务绩效是支持公司从事社会责任活动的前提条件。并且,管理者将资源用于从事社会责任活动表明其对公司未来前景充满信心,而且有能力处理像社会责任这样复杂的问题,说明管理者值得信赖。因此,投资者会相信管理者能够尽他们的努力确保自己不受损失,从而对债券给出较低的评估风险。那么,投资者要求债券提供担保的可能性会随之降低;另一方面,还可以缓解长期债券所带来的高潜在违约风险^[16]。因此,相对而言,社会责任表现较好的发债人,其发行长期债券的可能性较大。基于以上理论分析,提出以下假设:

假设1 在其他条件不变的情况下,企业社会责任表现越好,债券发行期限越长。

假设2 在其他条件不变的情况下,企业社会责任表现越好,债券发行规模越大。

假设3 在其他条件不变的情况下,企业社会责任表现越好,债券受担保的可能性越低。

1.2 企业社会责任表现、债券违约与债券契约

公司债投资者作为发债企业的债权人之一，相比于股东，他们对风险更加敏感；相比于银行，他们很难通过私人渠道获取发债人的额外信息。因此，债券投资者需要更多的信息以对发债人进行全面合理的评估。那么，发债人的社会责任表现可能成为投资者评估发债人的依据之一。“11 超日债”违约后，我国债市违约风险集中爆发，公司债券自然难以幸免。投资者更加需要各种信息来克服强制性信息披露的缺陷，以作出谨慎的投资决策。因此，预期相比债券违约爆发前，违约后债券投资者对发债人的社会责任表现更加关注。故提出以下假设：

假设 4 在其他条件不变的情况下，相比于债券违约前，违约后企业社会责任表现与债券期限之间的正向关系更显著。

假设 5 在其他条件不变的情况下，相比于债券违约前，违约后企业社会责任表现与债券规模之间的正向关系更显著。

假设 6 在其他条件不变的情况下，相比于债券违约前，违约后企业社会责任表现与债券受担保可能性之间的负向关系更显著。

2 研究设计

2.1 样本选择与数据来源

从同花顺数据库获得 2011 年至 2015 年发行的公司债 615 只，并进行以下删除：1) 证券公司发行的 46 只公司债；2) 非上市公司发行的 44 只公司债；3) 没有社会责任评级数据的 4 只债券；4) 财务数据缺失的 32 只公司债。最终得到的样本为 489 只公司债。

本研究使用的企业社会责任评级数据来自和讯社会责任评级官方网站，公司债的相关数据来自同花顺数据库，同花顺公司是国内首家在创业板成功上市的综合性金融数据服务平台。其他财务数据均来自国泰安数据库，并用 Stata 对连续变量进行 1% 的缩尾处理。

2.2 模型设定与变量定义

2.2.1 模型设定

为检验本研究提出的假设，构建了如下计量模型^①：

$$\begin{aligned} \text{Maturity}_{ijt} = & \beta_0 + \beta_1 \ln \text{CSR}_{i(t-1)} + \beta_2 \text{Rating}_{ijt} + \beta_3 \text{Redeem}_{ijt} + \beta_4 \text{Put}_{ijt} + \beta_5 \text{BM}_{i(t-1)} + \beta_6 \text{ROA}_{i(t-1)} + \\ & \beta_7 \text{Lev}_{i(t-1)} + \beta_8 \text{Growth}_{i(t-1)} + \beta_9 \text{SOE}_{i(t-1)} + \beta_{10-13} \text{Year}_{1-4} + \beta_{14-20} \text{Ind}_{1-7} + \varepsilon, \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \ln \text{IS}_{ijt} = & \beta_0 + \beta_1 \ln \text{CSR}_{i(t-1)} + \beta_2 \text{Rating}_{ijt} + \beta_3 \text{Redeem}_{ijt} + \beta_4 \text{Put}_{ijt} + \beta_5 \text{BM}_{i(t-1)} + \beta_6 \text{ROA}_{i(t-1)} + \\ & \beta_7 \text{Lev}_{i(t-1)} + \beta_8 \text{Growth}_{i(t-1)} + \beta_9 \text{SOE}_{i(t-1)} + \beta_{10-13} \text{Year}_{1-4} + \beta_{14-20} \text{Ind}_{1-7} + \varepsilon, \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{Collateral}_{ijt} = & \beta_0 + \beta_1 \ln \text{CSR}_{i(t-1)} + \beta_2 \text{Rating}_{ijt} + \beta_3 \text{Redeem}_{ijt} + \beta_4 \text{Put}_{ijt} + \beta_5 \text{BM}_{i(t-1)} + \beta_6 \text{ROA}_{i(t-1)} + \\ & \beta_7 \text{Lev}_{i(t-1)} + \beta_8 \text{Growth}_{i(t-1)} + \beta_9 \text{SOE}_{i(t-1)} + \beta_{10-13} \text{Year}_{1-4} + \beta_{14-20} \text{Ind}_{1-7} + \varepsilon. \end{aligned} \quad (3)$$

变量定义如表 1 所示。

^①在模型中，Maturity、lnIS 和 Collateral 的下标 ijt 表示公司 i 在 t 年发行的第 j 只债券，CSR 及其他公司层面的控制变量的下标 $i(t-1)$ 表示公司 i 在 $t-1$ 年的社会责任表现及财务状况等。因为债券投资者会依据过去的财务信息作出投资决策，因此，本研究收集债券发行上年的社会责任表现及财务数据等

表 1 变量定义
Tab. 1 Variable definition

变量名称	符号	变量衡量
债券期限	Maturity	从债券发行至债券到期的时间（单位：年）
发债规模	IS	债券的实际发行量（单位：元）
担保	Collateral	若样本债券受担保，则 Collateral 为 1，否则为 0
企业社会责任表现	CSR	采用和讯社会责任评级数据进行衡量
信用评级	Rating	样本债券的信用评级为 CC、C、A+、AA-、AA、AA+、AAA 7 个等级，故将其按顺序定义为 1~7
可赎回性	Redeem	若样本债券可赎回，则 Redeem 为 1，否则为 0
可回售性	Put	若样本债券可回售，则 Put 为 1，否则为 0
账面市值比	BM	发债年度上年末的资产总额与公司市值之比
资产净利率	ROA	发债年度上年度的净利润与总资产之比
资产负债率	Lev	发债年度上年末负债总额与资产总额之比
成长性	Growth	发债年度上年度的营业收入增长率
产权性质	SOE	若发行人为国有企业，则 SOE 为 1，否则为 0
年份	Year	因研究 2011 年至 2015 年发行的债券，故选取 4 个虚拟变量，分别为 Year1、Year2、Year3 和 Year4
行业	Ind	将发债的样本企业分为八大行业（选取 7 个虚拟变量 Ind1, Ind2, ..., Ind7，对八大行业进行定义）

2.2.2 被解释变量

债券期限（Maturity）、发债规模（lnIS）和债券是否受担保（Collateral）是以上模型中的被解释变量。研究将债券期限、发债规模和债券是否受担保作为对债券契约的衡量。在数据处理中，对发债规模 IS（单位：元）进行了对数化处理。

2.2.3 解释变量

本研究的解释变量是企业社会责任表现，用 CSR 表示。数据来源于和讯社会责任评级官方网站。和讯网采用专业的评测体系对社会责任进行全面评价，包括股东责任，员工责任，供应商、客户和消费者权益责任，环境责任和社会责任五项内容。专业服务机构的评分能克服手工打分主观性强、不具有说服力、工作量大和不易评估的缺点^[7]。社会责任评级得分越高，说明发债公司的社会责任表现越好。并且，本文对 CSR 进行对数化处理。

3 实证结果与分析

3.1 描述性统计与相关性分析

表 2 列示了样本企业相关变量的描述性统计结果，债券期限的 Q1 和 Median 均为 5 年，且 Mean 为 5.343 年，说明样本债券期限为 5 年的居多，大部分样本公司债为长期债券；担保的 Mean 为 0.460，这说明将近一半的样本公司债受担保。债券信用评级的 Q1、Median 和 Q3 分别为 5、6、7，说明绝大部分样本债券的信用评级为 AA 级及以上（其中 AA 级取值为 5）；由 CSR 的 Q3 为 55.510 可知，大部分样本企业的 CSR 得分处于及格分以下（在和讯评级体系中，满分为 100 分）；资产净利率的 Mean 约为 0.047，说明样本企业整体而言盈利；资产负债率的 Q1、Median 和 Q3 分别为 0.404、0.540 和 0.665，说明发行人在资产结构中的负债占有较大比重；产权性质的 Mean 为 0.560，说明样本中国有企业发行人与非国有企业发行人分布较为均衡。

表 2 描述性统计
Tab. 2 Descriptive statistics

变量	Mean	SD	Q1	Median	Q3
债券特征					
Maturity	5.343	1.694	5	5	6
IS	12.836	15.823	5	8	15
Collateral	0.460	0.499	0	0	1
Rating	5.660	0.997	5	6	7
Redeem	0.050	0.220	0	0	0
Put	0.680	0.467	0	1	1
公司特征					
CSR	35.936	19.348	19.925	26.380	55.510
BM	0.697	0.246	0.520	0.714	0.883
ROA	0.047	0.034	0.023	0.038	0.063
Lev	0.526	0.173	0.404	0.540	0.665
Growth	1.315	18.248	-0.041	0.082	0.342
SOE	0.560	0.496	0	1	1

注：Mean、SD、Q1、Median 和 Q3 分别表示平均数、标准差、一分位数、中位数和三分位数

由表 3 可知，Maturity 和 lnIS 与 lnCSR 均在 1%的水平上显著正相关，初步支持了假设 1 和假设 2。同时，本研究模型中的其他自变量与因变量基本在 1%的水平上显著相关，表明模型的变量选取合理。各自变量间相关系数的绝对值均小于 0.600，且绝大部分小于 0.400；同时，各变量间的方差膨胀因子^①最大值为 2.170，远远小于 10，进一步说明模型的各自变量间不存在严重的多重共线性问题。

表 3 变量相关系数
Tab. 3 Variable correlation coefficient

变量	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Maturity	1											
lnIS	0.238**	1										
Collateral	0.126**	0.011	1									
lnCSR	0.229**	0.316**	0.019	1								
Rating	0.155**	0.519**	0.215**	0.342**	1							
Redeem	-0.009	-0.067	-0.101*	0.017	-0.052	1						
Put	0.124**	-0.318**	-0.193**	-0.231**	-0.399**	0.139**	1					
BM	0.123**	0.398**	0.088	0.124**	0.362**	-0.016	-0.262**	1				
ROA	-0.014	-0.027	-0.093*	0.219**	0.030	0.040	0.015	-0.512**	1			
Lev	0.114*	0.350**	0.076	0.038	0.210**	-0.061	-0.109*	0.485**	-0.574**	1		
Growth	-0.062	0.054	-0.072	-0.009	0.000	0.017	0.002	0.002	-0.042	0.171**	1	
SOE	0.219**	0.310**	0.216**	0.294**	0.452**	0.054	-0.274**	0.366**	-0.060	0.239**	0.066	1

注：**、*分别表示 1%和 5%的显著性水平

① 自变量的方差膨胀因子从上至下依次为：1.349、1.638、1.052、1.453、2.009、2.170、1.936、1.157、1.487，因此，最大值为 2.170

3.2 回归结果分析

由表4列(1)的结果来看, $\ln\text{CSR}$ 与 Maturity 在 1%的水平上显著正相关。并且, 当 $\ln\text{CSR}$ 增加 1 个单位时, 债券期限 Maturity 可延长 0.546 年。由列(2)的结果来看, $\ln\text{CSR}$ 与 $\ln\text{IS}$ 在 1%的水平上显著正相关。并且, 当 $\ln\text{CSR}$ 增加 1 个单位时, $\ln\text{IS}$ 可增加 0.1747 个单位。参考 GONG 等^[10]的研究, 当 CSR 从一分位数增加至三分位数时, 债券发行规模可增加 19.52%^①。由列(3)的结果来看, $\ln\text{CSR}$ 与 Collateral 在 10%的水平上显著负相关。说明发债人的社会责任表现越高, 其发行的债券受担保的可能性越低。由此可见, 回归结果支持了本研究的假设 1、假设 2 和假设 3。发债人良好的社会责任表现, 具有延长债券期限、增大发债规模和降低债券受担保可能性的效应。

表 4 企业社会责任表现与债券契约

Tab. 4 Corporate social responsibility performance and bond contract

变量	(1) DV=Maturity	(2) DV=lnIS	(3)DV=Collateral
$\ln\text{CSR}$	0.546***	0.174***	-0.083*
Rating	0.200**	0.273***	0.092***
Redeem	-0.290	-0.093	-0.160
Put	0.899***	-0.162**	-0.114**
BM	0.394	1.106***	-0.247**
ROA	-2.049	5.551***	-2.664***
Lev	0.371	1.149***	-0.062
Growth	-0.052	0.012	0.083
SOE	0.479***	-0.121*	-0.178***
Year	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes
Adj- R^2	0.174	0.435	0.118
F	6.132***	19.763***	4.275***
N	489	489	489

注: **、*、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著; Yes 表示在回归模型中已经对年份和行业这两个虚拟变量进行了控制

为验证社会责任表现与债券契约之间的关系是否受到债券违约的影响, 以我国首只违约债券——“11 超日债”的违约时间为截点对总样本进行分组, 分为违约前和违约后两组子样本。表 5 列(1)的结果显示, 相比于违约前, 违约后社会责任表现与债券期限间的正向关系更显著, 支持假设 4。列(3)的结果显示, 违约前, $\ln\text{CSR}$ 的系数不显著; 违约后, $\ln\text{CSR}$ 的系数在 1%的水平上负向显著, 支持了假设 6。列(2)的结果显示, 违约前, $\ln\text{CSR}$ 与 $\ln\text{IS}$ 在 5%的水平上显著正相关; 违约后, $\ln\text{CSR}$ 的系数不显著, 与假设 5 恰好相反。这可能与债券违约风险爆发后, 我国公司债市场总体融资额减少有关。

① 计算过程如下: $\ln\text{IS} \ln(\text{CSR score 3rd}) / \ln\text{IS} \ln(\text{CSR score 1st}) = 0.174 \times (\ln 55.510 / \ln 19.925) = 0.17835$ 。因此, $\text{IS} \ln(\text{CSR score 3rd}) / \text{IS} \ln(\text{CSR score 1st}) = e^{0.17835} = 1.1952$ 。这一比例表明, 当 CSR 从一分位数增加至三分位数时, IS 增加为原来的 119.52%, 即增加了 19.52%

表 5 企业社会责任表现、债券违约与债券契约

Tab. 5 Corporate social responsibility performance, bond default and bond contract

变量	(1) DV=Maturity		(2) DV=lnIS		(3) DV=Collateral	
	违约前	违约后	违约前	违约后	违约前	违约后
lnCSR	0.430**	0.704***	0.159**	0.138	-0.056	-0.214***
Rating	0.230**	0.235*	0.302***	0.211***	0.063*	0.209***
Redeem	-0.269	-0.171	-0.158	0.074	-0.261*	0.033
Put	0.666*	1.326***	-0.197**	-0.097	-0.153**	0.010
BM	-0.052	1.121**	0.884***	1.516***	-0.274*	-0.166
ROA	-4.426	3.791	5.014***	6.498***	-3.344***	-0.0368
Lev	0.634	-0.393	1.235	1.006***	-0.220	0.067
Growth	-0.077	-0.017	-0.032	0.021	-0.066	0.015
SOE	0.637***	0.174	-0.147	-0.057	0.226***	0.026
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj-R ²	0.115	0.278	0.425	0.429	0.104	0.129
F	3.202***	4.711***	13.546***	8.239***	2.968***	2.425***
N	324	165	324	165	324	165

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著

4 稳健性检验

4.1 采用 CSR 等级替换 lnCSR

本研究采用和讯社会责任评级数据作为对社会责任表现的衡量，而和讯社会责任评级数据不仅包括具体的 CSR 评分，还将 CSR 评分依据分数区间划分为 A、B、C、D、E 5 个等级。因此，按社会责任评分高低分组研究的思路^[17]，以 CSR 等级代替具体的 CSR 评级数据，重复模型（1）~模型（3）的检验，结果如表 6 所示。

表 6 稳健性检验一

Tab. 6 Robustness test I

变量	(1) DV=Maturity	(2) DV=lnIS	(3) DV=Collateral
lnCSR	0.364***	0.150***	-0.091***
Rating	0.198**	0.267***	0.098***
Redeem	-0.308	-0.105	-0.150
Put	0.901***	-0.155**	-0.121*
BM	0.494	1.139***	-0.262**
ROA	-0.834	5.796***	-2.701***
Lev	0.407	1.146***	-0.052
Growth	-0.026	0.022	-0.021
SOE	0.496***	-0.129*	0.166***
Year	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes
Adj-R ²	0.170	0.439	0.127
F	6.005***	20.092***	4.548***
N	489	489	489

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著

4.2 重新筛选样本

考虑到研究样本公司债中，绝大部分债券信用评级属于 AA 级及以上（见描述性统计），因此，将获得 AA 级以下信用评级的样本债券删去，共删去 35 只（其中，CC 级为 1 只、C 级为 1 只、A+ 级为 8 只、AA 级为 25 只）。将剩余的 454 只债券重复模型（1）～模型（3）的检验，结果如表 7 所示。

表 7 稳健性检验二
Tab. 7 Robustness test II

变量	(1) DV=Maturity	(2) DV=lnIS	(3) DV=Collateral
lnCSR	0.550***	0.174***	-0.090**
Rating	0.285**	0.375***	0.138***
Redeem	-0.384	-0.136	-0.221**
Put	0.949***	-0.093	-0.107*
BM	0.456	1.140***	-0.295**
ROA	-2.177	5.698***	-2.910***
Lev	0.312	1.103***	-0.062
Growth	-0.044	0.014	-0.016
SOE	0.440**	-0.168**	-0.116**
Year	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes
Adj-R ²	0.161	0.436	0.136
F	5.348***	18.498***	4.563***
N	454	454	454

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著

由表 6 和表 7 的稳健性检验结果可知，Maturity、lnIS 与 lnCSR 显著正相关，Collateral 与 lnCSR 显著负相关，与回归结果一致，说明本研究的实证结果稳健有效。

5 结论

研究给出了发债人社会责任表现与债券期限和债券规模之间存在正向关系，与债券受担保之间存在负向关系这一结论。说明债券投资者在债券契约的设计中考虑了发债人的社会责任表现。进一步的研究表明，社会责任表现与债券契约之间的关系受到债券违约的影响。

研究验证了社会责任表现对债券契约的影响，说明债券投资者已经关注并识别发债人的社会责任表现。1) 对政策制定者而言，应引导和鼓励企业履行社会责任；另外，在债券违约爆发的当下，政策制定者应努力营造良好的信息环境，使承担社会责任、拥有良好社会责任表现的企业能够为投资者所知晓。2) 对企业而言，从事社会责任活动不仅使社会受益，企业也能从中收获益处——宽松的债券契约。因此，企业管理者应该端正态度，不应将从事社会责任活动视为负担，而应意识到社会责任活动的潜在益处，重视履行社会责任，并充分考虑其对债券融资的影响。

[参考文献] (References)

- [1] 林晚发, 周宏. 中介声誉、债券契约与债券信用利差[C]//中国实证会计国际研讨会. 北京, 2015: 372-386.
LIN W F, ZHOU H. Intermediary reputation, bond contract and bond credit spread[C]//China International Symposium on Empirical Accountancy. Beijing, 2015: 372-386. (in Chinese)
- [2] 史永东, 田渊博. 契约条款影响债券价格吗?——基于中国公司债市场的经验研究[J]. 金融研究, 2016(8): 143-158.

- SHI Y D, TIAN Y B. Does the contract terms affect the bond price?-Empirical study based on the corporate bond market in China[J]. *Financial Research*, 2016(8): 143-158. (in Chinese)
- [3] CHEN P F, HE S, MA Z. The information role of audit opinions in debt contracting[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2016, 61(1): 121-144.
- [4] BHARATH S T, SUNDER J, SUNDER S V. Accounting quality and debt contracting[J]. *Accounting Review*, 2008, 83(1): 1-28.
- [5] SHI G, SUN J. Corporate bond covenants and social responsibility investment[J]. *Journal of Business Ethics*, 2015, 131(2): 285-303.
- [6] MENZ K M. Corporate social responsibility: is it rewarded by the corporate bond market? A critical note[J]. *Journal of Business Ethics*, 2010, 96(1):117-134.
- [7] BARAN L C, ZHANG C X. KLD 400 index inclusion and corporate bonds[Z]. Midwest Finance Association: Social Science Electronic Publishing, 2013.
- [8] OIKONOMOU I, BROOKS C, PAVELIN S. The effects of corporate social performance on the cost of corporate debt and credit ratings[J]. *Financial Review*, 2014, 49(1): 49-75.
- [9] GE W, LIU M. Corporate social responsibility and the cost of corporate bonds[J]. *Journal of Accounting & Public Policy*, 2015, 34(6): 597-624.
- [10] GONG G M, XU S, GONG X. On the value of corporate social responsibility disclosure: an empirical investigation of corporate bond issues in China[J]. *Journal of Business Ethics*, 2016, 5(6): 1-32.
- [11] 谢毅, 彭璐璐, 彭泗清. 企业社会责任对顾客忠诚度的影响机制研究[J]. *华东经济管理*, 2013(2): 85-91.
XIE Y, PENG L L, PENG S Q. A study on the mechanism of corporate social responsibility to customer loyalty[J]. *East China Economic Management*, 2013(2): 85-91. (in Chinese)
- [12] 张爱卿, 吕昆鹏, 钱振波. 企业社会责任形象与员工工作满意度及组织公民行为的关系[J]. *经济管理*, 2010(8): 86-92.
ZHANG A Q, LÜ K P, QIAN Z B. The relationship between corporate social responsibility image and employee job satisfaction and organizational citizenship behavior[J]. *Economic Management*, 2010(8): 86-92. (in Chinese)
- [13] SPRINKLE G B, MARINES L A. The benefits and costs of corporate social responsibility[J]. *Business Horizons*, 2010, 53(5): 445-453.
- [14] HONG H, KACPERCZYK M. The price of sin: the effects of social norms on markets[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(1): 15-36.
- [15] McGUIRE J B, SUNDGREN A, SCHNEEWEIS T. Corporate social responsibility and firm financial performance[J]. *Academy of Management Journal*, 1988, 31(4): 854-872.
- [16] YU F. Accounting transparency and the term structure of credit spreads[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 75(1): 53-84.
- [17] 杨艳, 兰东. 企业社会责任对公司特有风险的影响——基于利益相关者视角[J]. *软科学*, 2015(6): 60-64.
YANG Y, LAN D. The impact of corporate social responsibility on the company's specific risks: based on the stakeholder's perspective[J]. *Soft Science*, 2015(6): 60-64. (in Chinese)