

# 企业社会责任对企业价值的影响实证分析

陈煦江

(重庆工商大学 会计学院,重庆 400067)

**摘要:**运用广义最小二乘法和主成分分析方法对 2003—2006 年沪深 A 股市场公司组成的面板数据进行分析,结果表明:企业社会责任的主要指标与当期企业价值正相关或负相关,企业社会责任的主要维度与当期企业价值负相关或不相关,企业社会责任的综合值及其一阶滞后值与当期企业价值负相关,企业社会责任的综合值与企业价值之间存在长期的 U 形相关关系。

**关键词:**企业社会责任;企业价值;主成分分析

中图分类号:F275.5

文献标识码:A

文章编号:1008-6439(2009)01-0098-07

## An empirical analysis of the effect of corporation value on corporation society responsibility in China

CHEN Xu-jiang

(School of Accounting, Chongqing Technology and Business University, Chongqing 400067, China)

**Abstract:** This paper selected the parallel data of the sample including A-share corporations during 2003-2006 from the stock market in Shanghai and Shenzhen, then drew several conclusions after using the cross-section weights and principal component analyses: there is a positive or negative connection between the idiographic effect factors of corporation society responsibility and current corporation value, there is a negative or absence connection between the principal dimensionalities of corporation society responsibility and current corporation value, and there is a negative connection between the integration or the first rank lag integration of corporation society responsibility and current corporation value, and it is a "U" shape long-term connection between the integration of corporation society responsibility and corporation value.

**Key words:** corporation society responsibility; corporation value; principal component analyses

企业社会责任近年来在我国产生着广泛的影响,在四川抗震救灾中不少企业积极履行了社会责任,但在奶品行业又发生了“三聚氰胺”事件,不少奶品生产经营企业严重违背了社会责任。什么是企业社会责任?企业为什么会履行或违背社会责任?是否因为企业社会责任与财务绩效之间存在着某种相关关系引导着企业的行为?这些问题亟待探索,笔者以企业价值度量财务绩效,分析企业社会责任对企业价值的影响。

### 一、文献综述

关于企业社会责任与财务绩效关系的实证研究尚未取得一致结论,目前有正相关、负相关和不相关三种结论。负相关论者认为,高额的社会责任投入会增加企业的额外成本,这些额外成本是因慈善捐献、推行社区发展计划、保护环境等行动发生的,这将使企业相对于那些未承担社会责任的企业处于经济劣势(Vance S. C<sup>[1]</sup>, 1975)。正相关论者认为,企业承担社会责任发生的成本与收益相比是很

\* 收稿日期:2009-01-04

作者简介:陈煦江(1973—),男,土家族,重庆黔江人,重庆工商大学会计学院,副教授;西南财经大学,博士研究生,从事环境与社会责任的会计研究。

小的,企业承担更多的社会责任将会化解劳资矛盾、鼓舞员工士气、扩大市场份额、提高企业声誉、改善企业与各利益相关者的关系,这些都将最终为企业带来可观的经济收益(Spicer B. H<sup>[2]</sup>,1978)。不相关论者认为,尽管企业承担社会责任的成本是高昂的,但通常被由此节约的其他成本(如经济成本)所抵消,表现为企业社会责任与财务绩效不相关(Aupperle K, Carroll A, Hatfield I<sup>[3]</sup>,1985)。Ullmann(1985)认为造成上述研究结论不一致的主要原因在于研究者采用的计量方法和研究方法不同<sup>[4]</sup>。

已有研究主要采用两种方法计量企业社会责任:声誉评价法和内容分析法。声誉评价法是让具备专业知识和熟悉企业情况的参与者从多个维度评价企业的社会责任表现,其优点是能够使评价者对不同企业的评价标准保持一致,但不同评价者对同一企业的评价结果差异可能很大。最具代表性的声誉评价法是由 Moskowitz(1975)提出的,他根据对样本企业进行多年问卷调查的结果将其社会责任表现分为优秀、良好、最差三个等级,研究企业社会责任与财务绩效之间的关系<sup>[5]</sup>。内容分析法是在全面分析企业公开出版物(主要为年度财务报告)中有关社会责任活动记录的基础上,从性质和数量两方面对企业社会责任活动进行评价。该法具有分析程序规范、计算结果客观、分析技术适用于大样本等优点,但也有研究变量的选择易带主观性、披露的内容与实际活动未必相符等缺点。Bowman 和 Haire(1975)最先采用内容分析法,他们以美国食品加工行业的企业为样本,对年度财务报告中涉及企业社会责任的内容以文字行数为基础计算企业社会责任指数<sup>[6]</sup>。

已有研究采用两种方法计量企业财务绩效:资本市场基础法和会计基础法。资本市场基础法的优势是不受企业会计政策选择和盈余管理的影响,能代表投资者对企业未来盈利能力的估价,但不能代表其他利益相关者对企业的评价,目前以该法计量的企业财务绩效与社会责任的关系研究结论尚不一致。Moskowitz(1972)选择了67家公司对其社会责任表现进行了赋值,研究发现社会责任水平越高的公司其平均股票回报越高,二者正相关<sup>[7]</sup>。但 Vance(1975)选取 Moskowitz(1972)研究样本中的一个子样本,以纽约证券交易所的部分上市公司为对照样本,研究发现社会责任水平较高的公司其股票

市场表现低于对照样本,其企业社会责任与财务绩效负相关。以上两个研究都未对股票市场回报进行风险调整<sup>[117]</sup>。Alexander 和 Bucholtz(1978)仍以 Moskowitz 选取的67家公司为样本,发现经过风险调整后的股票市场回报与企业社会责任不相关<sup>[8]</sup>。会计基础法的可靠性高,但只能反映企业的历史财务业绩,且受会计政策选择和盈余管理的影响,以该法计量的企业财务绩效与社会责任的关系研究得到的结论通常是正相关的。代表性研究是由 Cochran 和 Wood(1984)进行的,他们在控制了企业资产的持有年限后,发现以会计基础计量法计量的企业财务绩效与社会责任正相关<sup>[9]</sup>。考虑到企业财务风险和财务绩效受行业的影响较大,Sturdivant 和 Ginter(1977)选取 Moskowitz(1972)所用的67家公司中的子样本与行业平均水平进行比较研究,并按 Moskowitz(1972)的方法将企业社会责任分为优秀、良好和最差三个等级,发现社会责任为“良好”的公司财务绩效最佳,而社会责任为“优秀”的公司财务绩效一般<sup>[7][10]</sup>。

国内相关研究较晚较少。沈洪涛(2005)以1997—2003年沪深股市非金融行业的A股公司为样本,设置了社会责任、市场业绩、会计业绩、公司风险四组研究变量,控制了公司规模、行业、地区和年份,研究发现当期公司社会责任与财务业绩显著正相关<sup>[11]</sup>。李正(2006)以我国沪市2003年521家上市公司为样本研究了企业社会责任活动与企业价值的相关性,发现当期承担社会责任越多的企业,当期企业价值越低<sup>[12]</sup>。陈玉清、马丽丽(2005)抽样分析了我国沪深股市上市公司的社会责任会计信息披露现状,设置了社会责任贡献指标体系,发现公司的社会责任贡献与公司价值不相关,但不同行业之间的差异显著<sup>[13]</sup>。刘长翠、孔晓婷(2006)分行业随机选取沪市20%的A股上市公司为样本,研究发现企业的主营业务收入增长率、资产负债率与社会责任贡献率不相关,但净资产收益率与社会责任贡献率显著正相关<sup>[14]</sup>。

已有研究在取得上述进展的同时存在以下不足:(1)对企业社会责任的主要构成因素考虑不全面,也未解析企业社会责任的主要维度,所构建的指标信度和效度不足;(2)控制变量不够全面,不能较为准确地反映企业财务绩效对企业社会责任的影响程度;(3)对企业社会责任的计量普遍采用了主观性

较强的声誉评价法和内容分析法,未尝试运用主成分分析、聚类分析等客观性更强的分类与计量方法;(4)研究方法多限于选取横截面数据进行普通最小二乘法回归分析,未选取效果更好的面板数据进行多方法回归分析。

## 二、研究设计

### 1. 企业社会责任的含义与研究变量的设定

对企业社会责任含义的认识有唯经济责任观、非经济责任观、多元责任观三种观点。前者认为企业社会责任仅是对投资者的经济责任;中者认为企业社会责任是除企业经济责任之外的促进社会法制进步与公益改善的行为;后者认为企业社会责任是多元的,包括经济责任、法律责任、道德责任和慈善责任四个方面。北京大学民营经济研究院(2006)将企业社会责任指标分为经济关系类指标、社会关系类指标、自然关系类指标三类,其中经济类指标

包括股东权益责任和社会经济责任,社会关系类指标包括员工权益责任、法律责任、诚信经营责任和公益责任,自然关系类指标即为环保责任<sup>[15]</sup>。这三类企业社会责任指标体现了多元责任观,其中社会关系类指标、自然关系类指标也体现了非经济责任观。目前,唯经济责任观不能适应利益相关者理论导向下的现代企业社会责任要求,多元责任观将经济责任包括在内又泛化了企业社会责任的范围,非经济责任观则可以弥补这两点不足。笔者基于非经济责任观,以北京大学民营经济研究院设置的社会关系类指标、自然关系类指标为基础设置研究变量,同时,结合资本市场基础法和会计基础法对企业财务绩效计量的优点,克服采用传统单一财务指标计量企业财务绩效的片面性,选取修正的托宾 Q 值及其对数计量企业价值,选取的研究变量见表 1。

表 1 研究变量的代码、名称及定义

	变量代码	变量名称及定义
被解释变量	TOB	托宾 Q 值=(年末流通股市值+年末非流通股价值+年末负债账面价值)/年末总资产
	LNTOB	托宾 Q 值的自然对数
解释变量	TAXR	每元总资产纳税额=当年上缴的税收总额/当年末总资产
	ENVR	环保投入比率=当年各种环保投入费用/当年销售收入总额
	PAGE	应付账款账龄(年数),代理供应商满意度
	RAGE	应收账款账龄(年数),代理顾客满意度
	PENR	罚款支出比率=当年的罚款支出/当年销售收入总额
	DONR	捐赠支出比率=当年的慈善捐赠/当年销售收入总额
	SWPR	人均工资福利增长率=当年人均工资和福利增长率/当年利润增长率
	EMR	就业增长率=职工当年人数较上年增长数/上年职工人数
控制变量	FMB	哑变量,食品、医药、生物制品行业(食品卫生行业)=1,否则=0
	OCP	哑变量,石油、化学、塑胶、塑料行业(重污染行业)=1,否则=0
	LNTA	年末总资产的自然对数,控制企业规模
	ALR	年末资产负债率,控制资本结构
	BETA	取沪市和深市的年 Beta 值,控制企业风险

### 2. 样本选取与相关性分析

笔者选取的样本为 2003—2006 年沪深 A 股市场的公司,剔除了金融类公司和数据不全的公司,得到 370 家公司共 1 480 个样本观测值构成的平衡面板数据,其中食品、医药、生物制品行业 61 家,石油、化学、塑胶、塑料行业 62 家,其他行业 247 家。

样本公司的所有数据是从 CSMAR “年报财务数据库”等 9 个分类数据库中查阅整理取得的。经检验,解释变量的 VIF 最小值为 1.004,最大值为 1.115,表明回归不受多重共线性的限制;经过 LLC 检验、IPS 检验、ADF 检验、PP 检验,发现各解释变量和被解释变量均在 1%水平上,拒绝了存在单位根的原

表2 解释变量间的 Pearson 和 Spearman 相关性分析

	SWPR	TAXR	PAGE	RAGE	PENR	DONR	ENVR	EMR
SWPR	1.000	-0.028	-0.024	0.000	-0.000	0.000	-0.008	-0.011
TAXR	0.049	1.000	-0.007	-0.073**	-0.021	-0.020	0.061*	0.006
PAGE	0.025	-0.004	1.000	0.240*	-0.025	-0.026	0.001	-0.016
RAGE	0.037	-0.145**	0.271**	1.000	-0.001	-0.009	-0.005	-0.025
PENR	0.040	-0.112**	0.014	0.071**	1.000	0.997**	-0.006	-0.001
DONR	-0.012	0.024	-0.063*	-0.014	0.353**	1.000	-0.006	-0.001
ENVR	-0.054	0.095**	0.029	-0.049	0.120**	0.086**	1.000	-0.001
EMR	0.018	0.142**	-0.024	-0.044	-0.063*	0.038	0.046	1.000

注:\*\*、\*、分别表示相关性在 1%、5%水平上显著(双尾),对角线右上、左下区域分别为 Pearson 和 Spearman 相关性分析

假设,表明该面板数据是平稳的。解释变量之间的相关性检验结果见表 2。

### 3. 实证分析方法与回归模型

样本面板数据具有时期(4年)小于截面成员(370家)特征,应按以下步骤进行估计:首先,由 Chow 检验的 F 统计量进行模型设定检验,选择采用混合回归模型(OLS),还是个体固定效应模型(Fixed effects)或个体随机效应模型(Random effects);其次,如果检验表明应选用个体固定效应模型或个体随机效应模型时,再根据 Hausman 检验进行选择确定。在使用混合回归模型、个体固定效应模型或个体随机效应模型进行估计时,由于面板数据可能存在截面成员异方差和时间序列自相关问题,高效的估计方法是采用能够同时消除这两种影响的广义最小二乘(Cross-section SUR),但因样本受时期数小于截面成员数的限制,使用 Cross-section SUR 会无效(残差的相关性系数矩阵退化为奇异阵),因此采用能够消除截面成员异方差的广义最小二乘法(Cross-section weights)进行估计,使用的软件为 EViews5.1。设定的两个基本模型为:

$$TOB = \alpha_0 + \alpha_1 CSR + \alpha_2 CON + \varepsilon$$

$$LNTOB = \beta_0 + \beta_1 CSR + \beta_2 CON + \omega$$

其中,  $TOB$  和  $LNTOB$  分别为企业的托宾  $Q$  值及其自然对数,  $CSR$  为企业社会责任解释变量,  $CON$  为控制变量,  $\alpha_0, \beta_0$  为截距,  $\alpha_1, \alpha_2, \beta_1, \beta_2$  为待估系数,  $\varepsilon, \omega$  为随机误差项。  $\beta_1, \beta_2$  度量了  $CSR, CON$  对  $TOB$  影响的半弹性,即  $CSR$  或  $CON$  每变化一个

单位引起  $TOB$  变化的百分比。

### 三、实证结果与分析

以下从企业社会责任的主要指标、主要维度、综合值和滞后值等方面分析企业社会责任对企业价值存量和增量(半弹性)的影响。

#### 1. 企业社会责任的主要指标对企业价值的影响

对企业社会责任的主要指标进行 F 检验表明应选用混合回归模型,回归结果见表 3 中的模型 1 和模型 2。模型 1 中每元总资产纳税额、环保投入比率、捐赠支出比率、职工人均工资福利增长率与企业价值显著负相关,表明企业当期在纳税、环保、捐赠、职工福利等方面消耗了大量的经济资源,降低了当期企业价值;应付账款账龄、应收账款账龄与企业价值显著负相关,可能是因为应付账款账龄和应收账款账龄越长,供应商和顾客对企业的满意度越低,越易对企业价值产生不利影响;罚款支出比率却与企业价值显著正相关,可能是因为企业选择了经济收益高于违法成本的项目进行违法活动,引起当期企业价值的增加;就业增长率与企业价值在 10%水平上正相关,表明新增职工对企业价值的贡献在当期不明显。控制变量中,企业规模、资本结构、市场风险与企业价值显著负相关;食品、医药、生物制品行业的企业价值与其他行业差异不显著,而石油、化学、塑胶、塑料行业的企业价值显著高于其他行业。模型 2 中环保投入比率对企业价值影响的半弹性是负向显著的,应付账款账龄对企业价值影响的半弹性是正向显著的。

表 3 企业社会责任的主要指标对企业价值影响的回归模型

变量	模型 1	模型 2	变量	模型 1	模型 2
被解释变量	TOB	LNTOB	被解释变量	TOB	LNTOB
截距	2.541 350*** (0.000 000)	0.174 220*** (0.000 000)	EMR	0.001 732* (0.072 300)	0.000 307 (0.208 400)
TAXR	-0.553 198*** (0.000 000)	-0.058 389 (0.100 200)	LNTA	-0.128 282*** (0.000 000)	-0.008 101** (0.016 900)
ENVR	-127.805 600*** (0.000 000)	-31.684 840*** (0.000 000)	ALR	-0.029 205*** (0.001 500)	-0.002 007 (0.208 400)
PAGE	-0.020 990*** (0.000 000)	0.003 594** (0.024 500)	BETA	-0.051 678** (0.011 000)	-0.024 071*** (0.000 000)
RAGE	-0.005 838** (0.041 800)	-0.001 169 (0.193 800)	FMB	-0.007 125 (0.582 400)	0.009 466** (0.028 200)
PENR	4.905 023** (0.026 600)	0.570 529 (0.300 500)	OCP	0.111 611*** (0.000 000)	0.000 945 (0.820 300)
DONR	-3.847 493** (0.026 500)	-0.446 153 (0.301 700)	R <sup>2</sup>	0.239 281	0.097 940
SWPR	-0.001 108*** (0.000 700)	-0.000 009 (0.317 600)	F 统计量	26.421 860 (0.000 000)	9.120 149 (0.000 000)

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示相关性在 1%、5%、10%水平上显著 (均为双尾);圆括号中的值为 P 值。

2.企业社会责任的主要维度对企业价值的影响

表 3 中的模型 1 和模型 2 仅能显示企业社会责任各主要指标对企业价值的影响,不能分析由这些指标构成的企业社会责任主要维度与企业价值的关系,以下通过主成分分析实现,使用的软件为 SPSS11.5。经 Pearson 相关性检验表明各解释变量之间的相关系数较小,而 Bartlett Sphericity 检验也表明相关系数矩阵不是单位阵,因此样本适合进行主成分分析。以特征根大于 1 为条件得到四个主成分因子  $F_1, F_2, F_3, F_4$ , 累计解释总变差的 80.67%。其中,  $F_1$  代表罚款支出比率、捐赠支出比率,为企业的法律与公益责任维度;  $F_2$  代表应付账款账龄、应收账款账龄,为企业的诚信经营责任维度;  $F_3$  代表每元总资产纳税额、环保投入比率,为企业的纳税与

环保责任维度;  $F_4$  代表职工人均工资福利增长率、就业增长率,为企业维护职工权益责任维度。对企业社会责任的主要维度进行 F 检验表明应选用混合回归模型,回归结果见表 4 中的模型 3 和模型 4。模型 3 中企业的诚信经营、纳税与环保、维护职工权益三个维度与当期企业价值显著负相关,可能是因为企业从事这三个维度的社会责任活动所发生的成本未能得到足够补偿;企业的守法与公益责任维度与当期企业价值不相关,可能是因为企业从事违法经营活动所取得的经济利益较高,抵消了罚款支出和捐赠支出。模型 4 中纳税与环保、维护职工权益与企业价值的半弹性显著为负。控制变量中,企业规模、资本结构、市场风险与企业价值显著负相关,食品、医药、生物制品行业的企业价值与其他

表 4 企业社会责任的主要维度对企业价值影响的回归模型

变量	模型 3	模型 4	变量	模型 3	模型 4
被解释变量	TOB	LNTOB	被解释变量	TOB	LNTOB
截距	2.529 144*** (0.000 0)	0.164 027*** (0.000 0)	ALR	-0.026 370*** (0.003 8)	-0.001 840 (0.260 6)
$F_1$	0.002 233 (0.875 3)	0.001 136 (0.689 4)	BETA	-0.057 441*** (0.003 7)	-0.026 169*** (0.000 0)
$F_2$	-0.017 822*** (0.000 4)	0.001 590 (0.315 8)	FMB	-0.003 715 (0.774 8)	0.097 409** (0.014 5)
$F_3$	-0.033 944*** (0.000 0)	-0.005 770*** (0.000 1)	OCP	0.110 123*** (0.000 0)	0.000 639 (0.893 8)
$F_4$	-0.035 023*** (0.000 0)	-0.008 172*** (0.000 0)	R <sup>2</sup>	0.241 332	0.075 831
LNTA	-0.132 889*** (0.000 0)	-0.007 159** (0.034 4)	F 统计量	38.737 56 (0.000 0)	9.992 276 (0.000 0)

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示相关性在 1%、5%、10%水平上显著 (均为双尾);圆括号中的值为 P 值

行业无显著差异,石油、化学、塑胶、塑料行业的企业价值显著高于其他行业。

### 3.企业社会责任的综合值、滞后值与二次项对企业价值的影响

表4中的模型3和模型4显示了企业社会责任四个维度对企业价值的单独影响,未能反应其综合影响。国外一般用企业声誉调查法或内容分析法计量企业社会责任的综合值,易产生主观性与片面性,笔者以企业社会责任各主成分的计分值按其占总变差的百分比为权重计算的加权平均得分作为企业社会责任的综合值(FT)。对企业社会责任综合值进行F检验表明应选用混合回归模型,回归结果见表5中的模型5和模型6。模型5中企业社会责任的综合值与企业价值显著负相关,即企业当期履行各种社会责任的综合效应是抵减当期的企业价值。模型6表明这一抵减半弹性在10%水平上是负

向显著的。

当期企业社会责任的综合值与企业价值显著负相关是否受到企业社会责任滞后效应的影响?对企业社会责任的综合值取一阶滞后值(FTH),通过F检验表明应选用个体固定效应或个体随机效应模型;再通过Hausman检验,表明应选择个体随机效应模型,回归结果见表5中的模型7和模型8(截距的随机效应值略)。模型7中企业社会责任的当期综合值、一阶滞后值与当期企业价值显著负相关,可见企业履行社会责任发生的成本在至少两年的时间内未能得到充分补偿,即企业社会责任成本的补偿周期至少为两年,其原因可能是我国资本市场对公司社会责任信息反映的时滞较长、公司社会责任投入的回收期较长等。模型8中企业社会责任的一阶滞后值对企业价值影响的半弹性是负向显著的。由于样本时间跨度仅为四年,不能取更长的滞

表5 企业社会责任的综合值、一阶滞后值、二次项对企业价值影响的回归模型

变量	模型5	模型6	模型7	模型8	模型9	模型10
被解释变量	TOB	LNTOB	TOB	LNTOB	TOB	LNTOB
截距	2.484 250*** (0.000 0)	0.185 606*** (0.000 0)	3.710 675*** (0.000 0)	0.287 665*** (0.000 0)	2.664 393*** (0.000 0)	0.203 504*** (0.000 0)
FT	-0.140 455*** (0.000 0)	-0.011 720* (0.059 8)	-0.089 596*** (0.000 0)	-0.000 842 (0.909 3)	-0.245 771*** (0.000 0)	-0.035 416*** (0.000 0)
FTH			-0.443 695*** (0.000 0)	-0.057 090*** (0.000 0)		
FTS					0.028 468*** (0.000 0)	0.004 572*** (0.002 9)
LNTA	-0.127 199*** (0.000 0)	-0.009 447*** (0.003 5)	-0.243 490*** (0.000 0)	-0.017 803*** (0.000 0)	-0.147 649*** (0.000 0)	-0.011 359*** (0.000 4)
ALR	-0.018 704** (0.017 9)	-0.001 711 (0.233 7)	-0.077 784*** (0.000 0)	-0.001 366 (0.430 9)	-0.032 643*** (0.000 3)	-0.001 396 (0.369 7)
BETA	-0.074 267*** (0.000 0)	-0.026 610*** (0.000 0)	-0.090 043*** (0.000 0)	-0.041 799*** (0.000 0)	0.049 002** (0.011 1)	-0.002 313 (0.162 1)
FMB	0.423 179 (0.723 5)	0.008 899** (0.034 2)	-0.099 317*** (0.000 0)	0.001 609 (0.742 4)	-0.008 511 (0.509 1)	0.010 688** (0.011 7)
OCP	0.109 322*** (0.000 0)	0.000 817 (0.871 5)	0.043 928 (0.253 6)	0.001 803 (0.756 3)	0.112 720*** (0.000 0)	0.001 515 (0.763 3)
R2	0.167 514	0.028 593	0.710 142	0.211 226	0.246 698	0.049 492
F 统计量	36.857 13 (0.000 0)	5.391 406 (0.000 0)	254.795 9 (0.000 0)	27.850 22 (0.000 0)	51.368 99 (0.000 0)	8.167 421 (0.000 0)

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示相关性在 1%、5%、10%水平上显著(均为双尾);圆括号中的值为 P 值

后期作进一步分析。

企业社会责任综合值的当期值、一阶滞后值均与当期企业价值显著负相关,但其长期趋势是否为线性关系?计算企业社会责任综合值的二次项(FTS),通过F检验表明应选用混合回归模型。回归结果见表5中的模型9和模型10。模型9中企业社会责任综合值的一次项系数显著为负,二次项系数显著为正,表明企业社会责任的综合值与企业价值之间存在显著的U形关系,拐点为4.3166,当企业社会责任综合值低于4.3166时,企业社会责任与企业价值负相关,即企业承担的社会责任越大,企业价值越低;当企业社会责任综合值高于4.3166时,企业社会责任与企业价值正相关,即企业承担的社会责任越大,企业价值越高。模型10表明,这种U形关系中一次项对企业价值影响的半弹性显著为负,二次项对企业价值影响的半弹性显著为正。根据该U形关系解释,已有研究得出企业社会责任与企业价值存在负相关、正相关和不相关三种结论,可能与所选样本分别位于U形曲线的左侧区间、右侧区间和拐点附近有关,笔者所选样本的企业社会责任综合值大多低于拐点4.3166,结论是负相关的。

#### 四、主要结论与政策建议

主要结论:在企业社会责任的八个主要指标中,每元总资产纳税额、环保投入比率、捐赠支出比率、职工人均工资福利增长率、应付账款账龄、应收账款账龄与当期企业价值显著负相关;罚款支出比率、就业增长率与当期企业价值显著正相关。在企业社会责任的四个主要维度中,诚信经营、纳税与环保、维护职工权益三个维度与当期企业价值显著负相关,守法与公益责任与当期企业价值不相关。企业社会责任的综合值及其一阶滞后值与当期企业价值显著负相关;企业社会责任的综合值与企业价值具有显著的U形关系。主要不足:样本为2003—2006年370家公司组成的平衡面板数据,时间跨度仅为四年,限制了滞后分析,平衡面板又减少了部分样本数。此外,在F检验中部分模型的F值小于但十分接近临界值,文中仅按精确的检验结果列示了混合回归模型,未列示出个体固定效应模型或个体随机效应模型以供比较。

政策建议:拓宽企业社会责任成本的补偿渠道,增强补偿力度和及时性,缩短补偿周期,为企业

能够持续承担社会责任提供保障;企业社会责任的各指标、各维度对企业价值有正向或负向影响,因此企业在其整体战略框架中应合理筹划履行社会责任类型、结构、时间等;鼓励企业持续高效地参与社会责任活动,尽快越过企业社会责任综合值与企业价值之间U形关系的拐点进入右侧正相关状态。

#### 参考文献:

- [1] Vance S C. Are socially responsible corporations good investment risks? [J]. *Management Review*, 1975, 64(8): 19-24.
- [2] Spicer B H. Corporate social performance, and information disclosure: An empirical study [J]. *Accounting Review*, 1978, (53): 94-111.
- [3] Aupperle K, Carroll A, Hatfield I. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability [J]. *Academy of Management Journal*, 1985 (28): 446-463.
- [4] Ullmann A. Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance [J]. *Academy of Management Review*, 1985(10): 540-577.
- [5] Moskowitz M. Profiles in corporate social responsibility [J]. *Business and Society*, 1975(13): 29-42.
- [6] Bowman E, Haire M. A strategic posture towards CSR [J]. *California Management Review*, 1975, 18(2): 49-58.
- [7] Moskowitz M. Choosing socially responsible stocks [J]. *Business and Society*, 1972(1): 71-75.
- [8] Alexander G, Bucholtz R. Corporate social responsibility and stock market performance [J]. *Academy of Management Journal*, 1978(21): 479-486.
- [9] Cochran P, Wood R. Corporate social responsibility and financial performance [J]. *Academy of Management Journal*, 1984(27): 42-56.
- [10] Sturdivant F D, Ginter J L. Corporate social responsiveness [J]. *California Management Review*. 1977, 19(3): 30-39.
- [11] 沈洪涛. 公司社会责任与公司财务业绩关系研究[D]. 厦门: 厦门大学博士论文, 2005: 155-180.
- [12] 李正. 企业社会责任与企业价值相关性研究[J]. *中国工业经济*, 2006(2): 77-83.
- [13] 陈玉清, 马丽丽. 我国上市公司社会责任会计信息市场反映实证分析[J]. *会计研究*, 2005(11): 76-81.
- [14] 刘长翠, 孔晓婷. 社会责任会计信息披露的实证研究[J]. *会计研究*, 2006(10): 36-43.
- [15] 单忠东, 厉以宁. 中国企业社会责任调查报告(2006)[R]. 北京: 经济科学出版社, 2006.