

社会责任承担与企业投资效率： 基于利益相关者理论的解释

徐光伟¹,殷皓洲¹,刘星²

(1.常州大学商学院,江苏常州213164;2.重庆大学经济与工商管理学院,重庆400030)

摘要:企业社会责任承担的经济后果是理论界与实务界关注的重要话题。基于利益相关者理论解析社会责任承担对企业投资效率的作用机制,采用主成分分析法构建社会责任综合指数实证检验发现:社会责任指数与投资效率显著负相关,表明企业社会责任承担抑制了过度投资和投资不足问题,并在投资不足企业中作用更显著;企业短期社会责任变化对投资效率作用不显著;在内部利益相关者、非国有企业、非发达地区样本中社会责任承担对投资效率的影响更显著;企业可持续发展能力与独立董事声誉在其中起到部分中介作用,盈余管理程度对企业投资效率产生直接影响。研究丰富了企业社会责任承担经济后果研究,拓展了企业投资决策前置因素,为当前企业积极履行社会责任、提升投资效率提供了有意义的借鉴。

关键词:企业社会责任;投资效率;利益相关者

中图分类号:F275.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—980X(2021)10—0162—11

一、引言

新常态下中国经济正面临高速增长向高质量发展转变。创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念正在从理论共识向实际行动转化。在新发展理念的指引下,企业更加关注环境保护、共享发展成果、协调各方权益。在改革开放后的30年间,虽然经济发展平均增速超过两位数,但先发展后治理的理念越来越多地带来股东与员工、债权人、供应商、消费者及社区等之间的利益冲突。

目前,关于企业社会责任的研究主要集中在两个方面:一是企业承担社会责任的动因。企业如何承担社会责任、承担多少社会责任等问题,管理者拥有极大的决定权。因此,管理层对企业社会责任承担的影响是一个主要的研究领域。已有研究关注高管团队行为整合、高管变更、高管海外经历、chief executive officer (CEO)为女性或高管团队女性比例、高管胜任力、高管团队异质性和高管晋升激励等对企业社会责任承担的影响。此外,也有部分学者研究媒体关注与舆论压力对企业社会责任履行的正向促进作用;二是企业承担社会责任的后果。已有研究分别从企业社会责任承担对增加市场评价和提高会计盈余质量、提升求职者吸引力、促进公司长期可持续发展、减少持现行为、降低企业风险并增加企业价值的影响。权小锋等(2015)研究发现推行社会责任会加剧股价崩盘风险,但在自愿披露和经过鉴证的企业中并不存在,且非效率投资在其中起完全中介作用。徐细雄和李摇琴(2018)证实了第三方鉴证可以显著改善企业社会责任信息披露的质量。同时,也有学者从融资角度评价企业社会责任承担具有正面积效用。何贤杰等(2012)发现披露社会责任报告的公司面临的融资约束更低,且能够带来融资便利有利于股权再融资。李姝和谢晓嫣(2014)使用雇员平均工资和捐赠额来衡量社会责任,研究发现社会责任的履行有助于民营企业获得贷款,且有助于增强企业的政治关联。钱明等(2016)发现社会责任能够缓解融资约束,且在民营企业中效果更显著。王建玲等(2016)发现发布企业社会责任报告有助于降低债务资本成本,其在非国有和非环境敏感行业中更为显著。陈益云和林晚发(2017)发现企业承担更多的社会责任,发债时的评级更高,且不受股权性质影响。

已有研究从为什么承担社会责任逐步深入到承担社会责任的经济后果。从企业内部经济活动和最终企

收稿日期:2021—01—18

基金项目:国家自然科学基金重点项目“制度环境、公司财务政策选择和动态演化研究”(71232004);国家自然科学基金青年项目“区域一体化与企业异地投资:空间偏好、进入模式与经济后果”(72103026)

作者简介:徐光伟,博士,常州大学商学院副教授,硕士研究生导师,研究方向:公司财务与公司治理;殷皓洲,常州大学商学院硕士研究生,研究方向:公司财务与公司治理;刘星,博士,重庆大学经济与工商管理学院教授,博士研究生导师,研究方向:资本市场财务与会计问题。

业价值角度,解析企业承担社会责任的经济后果。但对社会责任承担如何影响企业重要的资本配置决策及内在作用机理的研究不足。同时,利用利益相关者理论解析社会责任承担对企业投资决策的影响尚需进一步阐释和实证检验。再者,企业社会责任承担的测度问题尚存在不同的计量思路和计量方法。基于此,本文利用主成分分析法构建了一个企业社会责任综合指数,以此反映企业社会责任承担水平。再利用Richardson(2006)、Biddle et al(2009)和Chen et al(2011)三个具有代表性的模型测度企业投资效率。选择2008—2018年持续上市的公司为样本实证检验发现:企业社会责任承担抑制了投资过度和投资不足,提升了企业投资效率;企业短期社会责任变化对企业投资效率影响不显著,应更加关注企业长期社会责任承担;社会责任变化对企业投资效率的影响存在内外部利益相关者异质性、企业性质异质性和地区异质性;企业可持续发展能力与独立董事声誉在其中具有中介效应,盈余管理程度则对企业投资效率产生直接影响。

本文可能的贡献在于:①与企业投资效率的内外部因素研究不同,本文基于利益相关者理论解析企业社会责任承担对投资效率的影响。拓展了企业战略对资本配置决策影响的研究内容,为打开企业投资决策的内部“黑箱”提供了新的经验证据;②与企业社会责任前置动因与经济后果研究不同,本文更进一步分析企业社会责任承担对企业重要的价值来源资本配置决策的影响,为企业社会责任承担的经济后果提供了更为直接的经验证据;③提升实体经济投资效率、促进经济高质量发展是当前微观企业面临的现实问题。本文研究为企业提高投资质量、积极履行社会责任提供了借鉴。

二、理论分析与研究假设

围绕企业和管理者是否应当承担社会责任曾引起长期的争论。Levitt(1958)认为企业只有追求利润的责任,没有履行社会责任的义务。如果企业承担了社会责任、参与处理社会问题就会获得权力而演变成有害的极权体制。Friedman(2007)认为公司的管理者应当在遵守规则的情况下尽可能为公司赚钱,而不是出于社会责任去花掉公司的钱。企业社会责任伴随着财务管理目标“利润最大化”“股东价值最大化”“企业价值最大化”的演进而不断向前发展。在“利润最大化”目标下,大多数观点是站在股东的角度提出批评企业承担社会责任。而随着财务管理目标的演进,支持企业应当承担社会责任的声音占据了主流。Manne和Wallich(1972)认为现代公司应当追求长期的存续,而利润最大化的短期行为会损害长期的发展。Drucker(1984)支持企业承担社会责任,认为应将企业放置到社会整体中考考虑,企业为了社会而存在。随着经验的不断总结及理论不断完善,人们对社会责任的理解逐渐深入,从企业长远发展角度各大公司开始自觉履行社会责任。例如刺激消费、慈善捐赠、产学研合作、为特定地区投资创造就业等。利益相关者理论的成熟也为企业承担社会责任提供了一个理论框架、发展方向和评判依据。无论是出于扩张企业知名度还是追求企业长期存续,承担社会责任已经成为当代公司管理人员的基本认知与共识。

近年来,已有研究开始关注企业社会责任承担对投资决策的影响。曹亚勇等(2012)较早研究证实了企业社会责任承担可以提升投资效率,但使用的数据期间较少。曹亚勇和于丽丽(2013)发现社会责任承担产生的抑制作用在地方政府干预强地区表现的更明显,因而似乎无法改善投资不足的情况。刘岚和王倩(2016)证实社会责任承担的抑制作用存在滞后性,同时也发现社会责任对于投资不足的问题影响较弱。钟马和徐光华(2017)发现在公司财务信息质量较差的公司中,社会责任信息披露对投资效率的提升效应更为显著,能够抑制企业过度投资行为。已有研究在变换社会责任指标和计量方法后得出结论一致,并且进一步揭示了其中的传导机理,如政治关联、政府控制、银行信贷、公司治理水平和媒体关注等在社会责任承担与企业投资决策之间的作用机制。

可持续发展能力是基于可持续发展战略提出的量化概念。企业承担社会责任是可持续发展战略的必然要求,只有切实履行了社会责任,可持续发展战略才能得以实施(石友蓉,2002)。尽管已有研究发现社会责任与可持续发展正相关(王建琼和侯婷婷,2009;刘健和刘然,2012;王海兵和韩彬,2016),但也有研究发现社会责任与可持续发展是不显著的负相关(杨汉明和邓启稳,2011)。王茂林等(2014)认为在自由现金流一定的情况下,盲目追求并扩大偏离主业的投资通常会影响到企业的可持续发展,导致企业投资不足。企业如果重视并提高可持续发展能力,提高投资效率是必然的路径。因此,理想状态下可持续发展能力必然要求投资效率的提高。

宋岩等(2017)对制造业的研究发现,社会责任与真实盈余呈显著负相关关系。李姝等(2019)研究发现

社会责任履行越好的企业,盈余管理程度越高。尽管对于盈余管理行为持批判态度,但也有研究认为合理的盈余管理行为可以降低非效率投资(刘斌等,2015)。陈艳等(2016)研究发现盈余管理对外部融资需求导致的投资不足具有缓解作用。蒋勇和马亚明(2017)发现股权稳定可以抑制非效率投资,并进一步考察盈余管理的交互影响,结果表明盈余管理抑制了非效率投资行为。通过盈余管理行为,社会责任的承担可以提升企业的投资效率。

独立董事本地任职显著降低了投资现金流敏感度,具体表现为促进投资效率的提升(周泽将和刘中燕,2016)。独立董事利用其专业性提高了企业在投资过程中应对环境不确定性的能力。随着不确定性的提高,企业面临的信息不对称和代理冲突加剧,较强的独董决策咨询能力和独立性有助于降低企业的非效率投资行为。郑立东等(2013)研究发现独立董事在性别、年龄及财务专业背景等方面与企业总体投资效率、投资不足和投资过度呈显著的相关关系。因而,如果企业拥有完善的社会责任概念,力图保障股东的利益,自然会聘请有较高声誉的独立董事。如果独立董事能够很好地履行职务,自然能够提升企业的投资效率。

社会责任承担会显著增加企业的投资支出,从而很可能产生过度投资行为(赵天骄等,2019)。公司履行社会责任更大程度满足了公司所有利益相关者的不同愿景,调动了他们的积极性,推动了公司治理的有效改善与良性发展。因而,由利益相关者组成的多元共同治理结构能够凝聚各方力量,出于保障自身利益而对企业实际管理人员进行监督,从而提高了公司投资效率。基于前文上述分析,提出如下假设:企业社会责任承担与投资效率正相关,企业承担社会责任越多,企业越不会出现过度投资或投资不足行为(H)。

三、研究设计

(一)样本选择

2007年企业会计准则发生重大变化,为避免会计准则变动影响,选择2008—2018年连续上市公司为初始观测值,并按以下原则筛选样本:①剔除证监会2012版行业代码为J的金融行业样本;②在国泰安上市公司基本信息子库“重大变更”披露项目的基础上,综合考虑股票简称、地区、行业和经营范围等基本信息的变化情况,手工剔除连续三个年度内基本信息同时变更或变更频繁的样本,并保留至少一项基本信息未发生变更的样本;③如国泰安(CSMAR)数据库下载数据存在缺失则根据前后年度情况和公开信息手工补充,经过计算得到的数据存在缺失值则不作处理。经过以上数据筛选,最终得到1349家上市公司连续10年平衡面板数据。

(二)变量说明

1. 企业投资效率

已有研究衡量企业投资效率有Richardson、Biddle和Chen三个具有代表性的模型。Richardson模型在国内研究中使用较为广泛,但国际上以Biddle模型为主,并且Richardson模型本土适用性可能存疑(钟马和徐光华,2015)。Chen模型是在Biddle模型基础上引入一个哑变量考虑收入上升或下降时的影响。综上,主要选择Biddle模型度量企业投资效率,以Richardson模型和Chen模型作为稳健性检验。Biddle模型只以销售增长率替代企业投资机会预测之后一期企业投资规模,当企业实际投资偏离模型预期投资时为非效率投资。

$$Invest_B_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中: $Invest_B_{i,t}$ 表示企业投资水平; $Growth_{i,t-1}$ 表示企业销售收入; ε 表示随机误差; β_0 表示常数项; β_1 表示各变量的系数; i 表示横截面; t 表示时间。

Richardson模型在计量投资效率中使用较为广泛,模型包括投资机会,多数研究以托宾Q值或销售收入增长率替代。其余变量分别表示资产负债率、现金持有量、上市年限、资产规模、股票收益率和滞后一期新增投资支出。

$$Invest_R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 V/P_{i,t-1} + \beta_2 Leverage_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 Age_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 StockReturn_{i,t-1} + \beta_7 Invest_R_{i,t-1} + \beta_8 Year + \beta_9 Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中: $Invest_R_{i,t}$ 表示企业投资水平; $V/P_{i,t-1}$ 表示投资机会; $Leverage_{i,t-1}$ 表示杠杆水平; $Cash_{i,t-1}$ 表示现金持有; Age 表示企业上市年龄; $Size_{i,t-1}$ 表示企业规模; $StockReturn_{i,t-1}$ 表示公司股票收益; $Invest_R_{i,t-1}$ 表示企业滞后一期投资水平; $Year$ 表示年度; $Industry$ 表示行业; ε 表示随机误差; β_0 表示常数项; $\beta_1 \sim \beta_9$ 表示各变量的系数; i 表示横截面; t 表示时间。

Chen模型是在Biddle模型上加入一个NEG哑变量,考虑了收入上升或下降不同情况下投资与销售收入增长率之间的关系可能不同。当销售收入增长率下降时NEG取值1,否则为0。通过对模型进行分行业、分年度回归得到残差来反映企业投资效率。

$$Invest_C_{i,t}=\beta_0+\beta_1NEG_{i,t-1}+\beta_2SalesGrowth_{i,t-1}+\beta_3NEG_{i,t-1}\times SalesGrowth_{i,t-1}+\varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中: $Invest_C_{i,t}$ 表示企业投资水平; $NEG_{i,t-1}$ 表示企业销售收入增长率是否下降; $SalesGrowth_{i,t-1}$ 表示企业销售收入增长率; ε 表示随机误差; β_0 表示常数项; $\beta_1\sim\beta_3$ 表示各变量的系数; i 表示横截面; t 表示时间。

2. 社会责任承担

综合考虑数据客观性、可获得性及方法科学性,本文基于利益相关者理论从存量与增量两个角度设计指标,并采用主成分分析法构建社会责任综合指数(CSR)。根据利益相关者理论,本文将利益相关者分为内部(股东、董监高、员工)与外部(供应商、消费者、贷款人、政府与社区)两类,共计7个模块18个子指标。在指标选取方面,综合借鉴了基于利益相关者理论研究企业社会责任问题的指标。在考虑数据的可得性后,从存量与增量两个维度对利益相关者的利益进行量化。为了克服没有派发现金股利而导致的数据缺失,在“股东”角度添加了独立董事指标。已有研究表明,企业出于自利动机进行慈善捐赠以掩盖本企业存在的问题,在“政府与社区”中仅考虑了纳税因素。具体指标定义见表1。

表1 社会责任承担指标维度

利益相关者	指标名称	指标定义	指标计算公式
股东	Sta	现金股利支付	现金股利税后派息比
	ΔSta	现金股利变化	$(Sta_t - Sta_{t-1})/Sta_{t-1}$
	Ind	独立董事人数占比	独立董事人数/董事会总人数
	ΔInd	独立董事人均薪酬	Δ 独立董事薪酬/ Δ 独立董事人数
董监高管理人员 (除独立董事)	Man	高管人均薪酬	董监高薪酬总额/领取薪酬总人数
	ΔMan	高管人均薪酬变化	$(Man_t - Man_{t-1})/Man_{t-1}$
员工	Emp	员工人均薪酬	为员工支付的工资及福利费/员工总人数
	ΔEmp	员工人均薪酬变化	$(Emp_t - Emp_{t-1})/Emp_{t-1}$
供应商	Sup	应付周转率	主营业务成本/(平均应付账款+平均应付票据)
	ΔSup	存货变化	$(存货_t - 存货_{t-1})/存货_{t-1}$
消费者	Cus	应收周转率	主营业务收入/(平均应收账款+平均应收票据)
	ΔCus	销售费用变化	$(销售费用_t - 销售费用_{t-1})/销售费用_{t-1}$
	Rat	营业收入成本率	营业成本/营业收入
债权人	Len	外部借款规模	$(短期借款+长期借款)/平均总资产$
	ΔLen	外部借款量变化	$(Len_t - Len_{t-1})/Len_{t-1}$
	Sec	利息保障倍数	息税前利润/财务费用
政府与社区	Gov	企业纳税规模	$(缴纳税费-税收返还)/平均总资产$
	ΔGov	企业纳税规模变化	$(Gov_t - Gov_{t-1})/Gov_{t-1}$

3. 其他变量

在社会责任综合指数(CSR)测度中已考虑了多个指标影响,为避免可能存在的多重共线性问题,计量分析中还控制了委员会设置个数(Com)、第一大股东持股比例(Top)、企业所有权性质($State$)、企业所在地区(Reg)及年度和行业的影响。参考已有研究,建立以下计量模型:

$$Inv_abs_{i,t}=\beta_0+\beta_1CSR_{i,t-1}+\beta_2Com_{i,t-1}+\beta_3Top_{i,t-1}+\beta_4State_{i,t-1}+\beta_5Reg_{i,t-1}+\beta_6Year+\beta_7Industry+\varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中: $Inv_abs_{i,t}$ 企业投资水平; $Com_{i,t-1}$ 表示企业设置委员会个数; $Top_{i,t-1}$ 表示第一大股东持股比例; $State_{i,t-1}$ 表示是否为国有性质企业; $Reg_{i,t-1}$ 表示企业所在地区; $Year$ 表示年度; $Industry$ 表示行业; ε 表示随机误差; β_0 表示常数项; $\beta_1\sim\beta_7$ 表示各变量的系数; i 表示横截面; t 表示时间。

其中,企业投资效率的测度是模型回归残差绝对值。在分组回归检验中使用企业投资过度(Inv_over)和企业投资不足(Inv_under)具体分析企业投资效率情况。限于篇幅,未报告Richardson、Biddle、Chen模型回归结果。

社会责任承担对企业投资效率影响可能存在多种作用路径。选择可持续增长率(Sgr)反映企业可持续发展能力、真实盈余管理(REM)反映企业盈余管理水平及独立董事声誉(Rep)三个变量,分别检验其是否存在中介效应或调节效应。具体变量定义见表2。

表 2 变量定义

名称	变量符号	变量说明
企业投资	<i>Inv</i>	(构建固定资产、无形资产和其他长期性资产所支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他资产所收到的现金)/平均总资产
投资效率	<i>Inv_abs</i>	Richardson、Biddle、Chen 模型的回归残差绝对值
投资过度	<i>Inv_over</i>	Richardson、Biddle、Chen 模型的回归残差 > 0
投资不足	<i>Inv_under</i>	Richardson、Biddle、Chen 模型的回归残差 < 0
企业社会责任	<i>CSR</i>	利用利益相关者计算指标采用主成分分析法构建的综合指数
可持续增长率	<i>Sgr</i>	净资产收益率×收益留存率/(1-净资产收益率×收益留存率)
盈余管理程度	<i>REM</i>	真实盈余管理=异常生产成本-异常经营现金流量-异常酌量成本
独立董事声誉	<i>Rep</i>	独立董事人均兼任公司数量
委员会设置	<i>Com</i>	设置的专业委员会个数
股权集中度	<i>Top</i>	第一大股东持股比例
公司性质	<i>State</i>	虚拟变量,国有为 1,非国有为 0
地区变量	<i>Reg</i>	根据公司所在省份分为发达地区和其他,发达地区为 1,其他为 0
行业变量	<i>Ind</i>	行业虚拟变量
年度变量	<i>Year</i>	年度虚拟变量

四、实证结果及分析

(一)描述性统计

表 3 是主要变量描述性统计结果。指标观测值不一致是剔除部分缺失数据对整体样本较少的影响。Biddle 模型的回归残差 *Inv_ε* 最小值-10.0723,中值-0.0073,最大值 0.6787。残差绝对值 *Inv_abs* 均值 0.0325,最小值 0,中值 0.0209。投资过度 *Inv_over* 均值 0.0409,最小值 0,中值 0.0228。投资不足 *Inv_under* 均值-0.0270,中值-0.0202,最大值 0。总体上,样本期间投资不足样本占比 60.21%,但投资过度程度大于投资不足程度。分别从存量与增量、内部与外部利益相关者维度详细统计了根据主成分分析法计算的社会责任综合指数。在存量指标方面,外部利益相关者得分区间大于内部利益相关者;在增量指标方面的得分区间差异不大。

表 3 主要变量描述性统计结果

变量	均值	最小值	中值	最大值	标准差	观测值
<i>Inv_ε</i>	0	-10.0723	-0.0073	0.6787	0.1062	13477
<i>Inv_abs</i>	0.0325	0	0.0209	10.0723	0.1010	13490
<i>Inv_over</i>	0.0409	0	0.0228	0.6787	0.0560	5363
<i>Inv_under</i>	-0.0270	-10.0723	-0.0202	0	0.1217	8114
<i>CSR</i>	0	-12.3361	-0.1006	17.1227	2.8559	13475
ΔCSR	0	-5.5407	-0.3684	18.5020	1.9817	13271
<i>CSR_in</i>	0	-5.3319	-0.0974	8.1112	1.9341	13484
ΔCSR_{in}	0	-3.1928	-0.1740	7.0087	1	13274
<i>CSR_ex</i>	0	-12.6410	0.1959	10.8427	2.0738	13481
ΔCSR_{ex}	0	-2.5624	-0.2131	10.5018	1	13486

(二)单变量分析

表 4 将投资效率变量 (*Inv_abs*) 分别按企业社会责任 (*CSR*)、内部利益相关者 (*CSR_in*)、外部利益相关者 (*CSR_ex*)、企业性质 (*State*) 和地区变量 (*Reg*) 分为两组。在高 *CSR* 组, *Inv_abs* 均值为 0.0330, 在低 *CSR* 组, *Inv_abs* 均值为 0.0267, 均值 *T* 检验在显著差异。同时, 在内部利益相关者 (*CSR_in*)、外部利益相关者 (*CSR_ex*) 不同组中, *Inv_abs* 均值 *T* 检验均在显著差异。在国有企业组, *Inv_abs* 均值为 0.0292, 在非国有企业组, *Inv_abs* 均值为 0.0307, *T* 检验值-2.709。在发达企业地区组, *Inv_abs* 均值为 0.0282, 在其他地区组, *Inv_abs* 均值为 0.0320, *T* 检验值-6.865。据此可以初步判断: 社会责任承担可能抑制了企业投资过度 and 不足, 社会责任承担指数越大, 企业过度投资或投资不足程度越小; 相比国有企业, 非国有企业过度投资或投资不足程度大; 相比发达地区, 其他地区的企业过度投资或投资不足程度大。

表4 单变量分析结果

分组	Inv_abs			分组	Inv_abs		
	样本数	均值	T检验		样本数	均值	T检验
低 CSR组	6745	0.0330	11.749***	低 ΔCSR组	6843	0.0308	3.668***
高 CSR组	6732	0.0267		高 ΔCSR组	6634	0.0288	
低 CSR_in组	6744	0.0330	11.833***	低 ΔCSR_in组	6844	0.0305	2.354**
高 CSR_in组	6733	0.0266		高 ΔCSR_in组	6633	0.0292	
低 CSR_ex组	6741	0.0320	7.890***	低 ΔCSR_ex组	6738	0.0318	7.361***
高 CSR_ex组	6736	0.0277		高 ΔCSR_ex组	6739	0.0278	
State=1	7934	0.0292	-2.709***	Reg=1	7732	0.0282	-6.865***
State=0	5543	0.0307		Reg=0	5745	0.0320	

注：***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

(三)多元回归分析

表5报告了CSR和ΔCSR对企业投资效率的影响。表5还报告了全样本、投资过度和投资不足分组回归结果。模型(1)中CSR变量回归系数显著为负,模型(2)中ΔCSR变量回归为负但不显著。在过度投资样本中,CSR和ΔCSR变量回归系数为负但不显著。在投资不足样本中,CSR和ΔCSR变量回归系数均显著为负。这一结果表明,企业承担社会责任对降低非效率投资的影响是长期的,加大社会责任承担在短期内的影响并不显著。总体上,有证据表明企业承担社会责任越多,降低了企业非效率投资程度。即企业社会责任承担降低了投资扭曲程度提升了企业投资效率。在投资过度样本中,无论是增量还是存量,承担社会责任对投资效率的提高都不显著。但在投资不足样本中正好相反,CSR和ΔCSR都在1%的水平上与投资效率显著负相关。这说明企业社会责任承担对投资效率的提升在投资不足的情境下更为显著。此时,CSR变量系数为-0.0010高于ΔCSR变量系数-0.0003,说明社会责任承担是一项需要长期坚持的任务。表5结果与单变量分析基本是一致的。

表5 社会责任对投资效率影响的分样本回归结果

变量	Inv_ε	Inv_over	Inv_under	Inv_ε	Inv_over	Inv_under
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constant	0.0438*** (11.28)	0.0631*** (7.63)	0.0277*** (9.56)	0.0462*** (11.82)	0.0656*** (7.77)	0.323*** (11.14)
CSR	-0.0004*** (-3.73)	-0.0003 (-1.31)	-0.0010*** (-11.25)			
ΔCSR				-0.0001 (-0.74)	-0.0000 (-0.05)	-0.0003*** (-2.79)
Com	-0.0021*** (-3.76)	-0.0040*** (-3.36)	-0.0007* (-1.77)	-0.0021*** (-3.84)	-0.0041*** (-3.42)	-0.0006 (-1.51)
Top	-0.0050*** (-2.92)	-0.0067* (-1.81)	-0.0011 (-0.88)	-0.0059*** (-3.45)	-0.0076** (-2.04)	-0.0028** (-2.18)
State	-0.0037*** (-6.07)	-0.0070*** (-5.29)	-0.0004 (-0.91)	-0.0039*** (-6.31)	-0.0069*** (-5.20)	-0.0011** (-2.50)
Reg	-0.0021*** (-3.54)	-0.0037*** (-2.91)	0.0006 (-1.38)	-0.0025*** (-4.35)	-0.0036*** (-3.08)	-0.0017*** (-3.98)
行业和年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.0930	0.0985	0.1777	0.0920	0.0986	0.1630
F	15.12***	7.03***	18.81***	14.73***	6.96***	16.80***
N	12119	4862	7257	11931	4792	7139

注：***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%；括号内为t值。

(四)分组检验

1. 内部利益相关者与外部利益相关者

表6和表7中列(1)和列(2)是利用内、外部利益相关者指标进行主成分分析而得到CSR_in和CSR_ex指数为自变量进行了的回归分析结果。在CSR_in组中,CSR变量回归系数显著为负。在CSR_ex组中,CSR变量回归系数显著为正。在表7中,ΔCSR变量回归系数则不显著。与基本回归结果一致,短期内改变企业社会责任承担对投资效率影响不显著。内外部利益相关者的利益对企业投资效率有着截然相反影响。内部利益相关者有助于降低企业投资扭曲程度,外部利益相关者却提高了企业投资扭曲程度。注重稳定提升内部利益相关者的利益会提高企业投资效率,但提升外部利益相关者的利益会导致企业非效率投资行为,并且短期提升内外部利益相关者的利益也会导致非效率投资。

2. 国有企业与非国有企业

表6和表7中列(3)和列(4)分别是国有企业组与非国有企业组样本回归结果。在表6中,CSR变量回归系数均显著为负,并且非国有企业组回归系数大于国有企业组。说明在社会责任承担对国有企业与非国有

企业均有显著影响,在非国有企业中社会责任承担影响程度更大。在表 7 国有企业组中,ΔCSR 变量回归系数均显著为负。在表 7 非国有企业组中,ΔCSR 变量回归系数为负但不显著。企业社会责任变化对国有企业影响显著。

3. 发达地区与其他地区

制度环境是影响公司行为的重要因素,制度环境与经济发达程度存在着关联。往往制度越健全的地区,经济也更发达;经济较不发达的地区,制度环境也较为落后。本文参照了徐细雄和李摇琴(2018)的研究,按照王小鲁和樊纲(2004)的方法将样本按照地区划分为发达地区(Reg=1)和其他地区(Reg=0)。表 6 和表 7 中列(5)和列(6)分别是发达地区组与其他地区组样本回归结果。在表 6 发达地区组中 CSR 变量回归系数为负但不显著,其他地区组中 CSR 变量回归系数显著为负。在表 7 中,ΔCSR 变量回归系数则不显著。表 6 和表 7 回归结果基本保持一致。结果表明,社会责任承担对企业投资效率的影响在非发达地区更为显著。

表 6 CSR 对投资效率影响的分组检验结果

变量	利益相关者		所有制		地区	
	CSR_in (1)	CSR_ex (2)	State=1 (3)	State=0 (4)	Reg=1 (5)	Reg=0 (6)
Constant	0.0433*** (11.16)	0.0458*** (11.89)	0.0411*** (9.39)	0.0414*** (5.39)	0.0385*** (5.47)	0.0458*** (8.22)
CSR	-0.0008*** (-4.76)	0.0009*** (6.08)	-0.0003** (-2.29)	-0.0004** (-2.06)	-0.0002 (-0.15)	-0.0006*** (-3.16)
Com	-0.0020*** (-3.63)	-0.0022*** (-3.97)	-0.0018*** (-2.7)	-0.0025** (-2.47)	-0.0018*** (-2.60)	-0.0031*** (-3.11)
Top	-0.0047*** (-2.74)	-0.0050*** (-2.93)	-0.0020 (-0.99)	-0.0116*** (-3.61)	-0.0056*** (-2.62)	-0.0028 (-0.98)
State	-0.0038*** (-6.25)	-0.0042*** (-6.85)			-0.0043*** (-5.59)	-0.0027** (-2.59)
Reg	-0.0021*** (-3.60)	-0.0025*** (-4.31)	-0.0030*** (-4.07)	-0.0010 (-0.97)		
行业和年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.0936	0.0947	0.1077	0.948	0.1026	0.0921
F	15.23***	15.52***	11.80***	7.41***	10.46***	7.63***
N	12122	12125	7158	4961	6954	5165

注:***、**、*分别表示显著性水平为 1%、5%、10%;括号内为 t 值。

表 7 ΔCSR 对投资效率影响的分组检验结果

变量	利益相关者		所有制		地区	
	CSR_in (1)	CSR_ex (2)	State=1 (3)	State=0 (4)	Reg=1 (5)	Reg=0 (6)
Constant	0.0462*** (11.81)	0.0455*** (11.79)	0.0441*** (10.01)	0.0429*** (5.58)	0.0401*** (5.30)	0.0489*** (8.77)
ΔCSR	0.0000 (0.02)	0.0002 (0.63)	-0.0003* (-1.69)	0.0001 (0.72)	-0.0002 (-1.35)	0.0006 (0.25)
Com	-0.0021*** (-3.84)	-0.0020*** (-3.64)	-0.0019*** (-2.86)	-0.0025** (-2.48)	-0.0018*** (-2.65)	-0.0032*** (-3.23)
Top	-0.0058*** (-3.39)	-0.0054*** (-3.17)	-0.0028 (-1.40)	-0.0125*** (-3.89)	-0.0063*** (-2.95)	-0.0039 (-1.35)
State	-0.0040*** (-6.29)	-0.0040*** (-6.52)			-0.0044*** (-5.71)	-0.0027** (-2.65)
Reg	-0.0025*** (-4.34)	-0.0026*** (-4.48)	-0.0033*** (-4.63)	-0.0013 (-1.30)		
行业和年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.0919	0.0920	0.1069	0.937	0.1038	0.0904
F	14.72***	14.96***	11.54***	7.41***	10.35***	7.38***
N	11931	12128	7049	4882	6854	5077

注:***、**、*分别表示显著性水平为 1%、5%、10%;括号内为 t 值。

五、拓展性检验

上文分析结果从不同角度和利用不同方法证实社会责任承担可以提高企业投资效率。权小锋等(2015)研究发现企业承担社会责任通过非效率投资增加了股价崩盘风险,在社会责任和投资效率之间是否也存在着中介和调节变量呢?表 8 报告了是否存在中介效应回归结果。首先将可能的中介变量作为因变量,衡量社会责任对其的影响。再检验社会责任承担、中介变量对投资效率的影响。表 9 报告了是否存在调节效应回归结果。考虑到中介效应的传递可能存在时间性,分析中将社会责任变量滞后两期,将被选变量滞后一期进行回归。

(一)可持续发展能力

表 8 中列(2)和列(3)报告了企业社会责任承担(CSR_{t-1})对可持续发展能力(Sgr)的影响及社会责任承担(CSR_{t-1})

和可持续发展能力(Sgr_{t-1})对企业投资效率的影响(Inv_abs)。表8中列(2) CSR_{t-1} 回归系数显著为正,说明社会责任承担提升了可持续发展能力。综合比较列(1)和列(3) CSR_{t-1} 回归系数及计算Sobel值为5.578,表明可持续发展能力(Sgr)存在部分中介作用。表9中列(2) CSR_{t-2} 与 Sgr_{t-1} 交乘项回归系数为负,但未通过显著性检验。因此,可持续发展能力可能不存调节效应,在社会责任承担与企业投资效率之间存在部分中介效应。

(二) 盈余管理程度

现有研究主要从应计盈余管理和真实盈余管理两个方面刻画盈余管理能力。应计盈余管理指通过改变确认期间和政策操纵利润。真实盈余管理指通过构建交易安排来影响当期利润。本文选择真实盈余管理(REM_{t-1})检验其在企业社会责任承担与投资效率之间是否存在中介或调节效应。表8中列(4) CSR_{t-1} 回归系数显著为负,说明社会责任承担降低了企业真实盈余管理程度。综合比较列(1)和列(5) CSR_{t-1} 回归系数发现, CSR_{t-1} 回归系数显著性提升并且无法计算Sobel值,表明真实盈余管理(REM)不存在中介作用。表9中列(2) CSR_{t-2} 与 REM_{t-1} 交乘项回归系数为负,但未通过显著性检验。因此,盈余管理在在社会责任承担与企业投资效率之间并非起到中介和调节作用。表8和表9回归结果显示,真实盈余管理可能直接抑制了企业投资扭曲。

(三) 独立董事声誉

独立董事以其独立地位和专业能力为公司决策提供监督与咨询,并起到替代股东尤其是广大中小股东监督经理层是否存在“内部人控制”问题。独立董事制度是缓解两权分离导致的代理问题的重要制度设计。在前文构建社会责任指标时,已将独立董事因素纳入“股东”利益范畴。现有关于独立董事声誉的研究较少,且通常采用复杂的赋值法衡量。出于数据的可操作性,我们采用独立董事的兼职公司数的均值来衡量独立董事声誉(Rep)。如果企业拥有完善的社会责任概念,力图保障股东的利益,自然会聘请有较高声誉的独立董事。表8中列(6) CSR_{t-1} 回归系数显著为正,说明社会责任承担提高了独立董事声誉。综合比较列(1)和(7) CSR_{t-1} 回归系数及计算Sobel值为-3.258,表明企业独立董事声誉(Rep)存在部分中介作用。表9中列(2) CSR_{t-2} 与 Rep_{t-1} 交乘项回归系数为正,但未通过显著性检验。因此,独立董事声誉在社会责任承担与企业投资效率之间起到部分中介作用。

表8 中介效应检验结果

变量	Inv_abs	Sgr	Inv_abs	REM	Inv_abs	Rep	Inv_abs
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Constant	0.0438*** (11.28)	0.0977*** (6.78)	0.0442*** (11.36)	-0.0094(-0.95)	0.0437*** (11.24)	0.5751*** (6.08)	0.0441*** (11.35)
CSR_{t-1}	-0.0004*** (-3.73)	0.0121*** (23.77)	-0.0004*** (-3.05)	-0.0009*** (-2.60)	-0.0004*** (-3.76)	0.0472*** (14.05)	-0.0004*** (-3.44)
Sgr_{t-1}			-0.0037* (-1.77)				
REM_{t-1}					-0.0059** (-2.08)		
Rep_{t-1}							-0.0008** (-2.51)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.0930	0.0876	0.0932	0.0720	0.0932	0.0729	0.0934
F	15.12***	14.85***	14.99***	12.20***	15.00***	12.34***	15.03***
N	12119	12126	12119	12126	12119	12126	12119

注:***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%;括号内为t值。

表9 调节效应检验结果

变量	可持续增长能力		真实盈余管理		独立董事声誉	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constant	0.0477*** (11.54)	0.0477*** (11.54)	0.0474*** (11.48)	0.0474*** (11.49)	0.0478*** (11.57)	0.0477*** (11.57)
CSR_{t-2}	-0.0005*** (-3.96)	-0.0005*** (-3.52)	-0.0005*** (-4.31)	-0.0005*** (-4.31)	-0.0005*** (-3.95)	-0.0006*** (-3.64)
Sgr_{t-1}	-0.0022(-1.01)	-0.0025(-1.02)				
$CSR_{t-2} \times Sgr_{t-1}$		-0.0002(-0.31)				
REM_{t-1}			-0.0063** (-2.12)	-0.0067** (-2.20)		
$CSR_{t-2} \times REM_{t-1}$				-0.0008(-0.78)		
Rep_{t-1}					-0.0009** (-2.54)	-0.0008** (-2.58)
$CSR_{t-2} \times Rep_{t-1}$						0.0001(0.78)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.0903	0.0902	0.906	0.906	0.0908	0.0907
F	13.16***	13.01***	13.06***	13.06***	13.22***	13.08***
N	10778	10778	10778	10778	10777	10777

注:***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%;括号内为t值。

(四) 稳健性检验

为了检验分析结果是否稳健,本文还进行了如下检验:①为克服内生性问题,考虑时间因素,重新使用滞后一期变量进行回归,结果没有变化;②本文采用三种方式度量投资效率,基本结果不存在重大差异,但Biddle模型的整体平稳性优于Richardson模型;③通过主回归结果和拓展性检验可以发现,无论是否添加变量,也无论滞后一期还是两期,社会责任承担指标对企业投资效率在1%水平上显著的影响几乎没有变化。总体上,社会责任承担对企业投资效率影响是稳健的。

六、研究结论

随着新发展理念逐步贯彻落实,企业应承担更多的社会责任逐渐在理论界和实务界达成广泛共识。与已有研究探讨企业社会责任承担的经济后果研究不同,本文基于利益相关者理论分析社会责任承担对企业投资决策的影响。研究发现:①企业承担社会责任可以提高投资效率,而短期内社会责任承担变化总体上无益于投资效率的提升,企业社会责任承担的作用具有长期性;②短期承担社会责任在投资不足情境下可以显著地改善投资效率;③内部利益相关者具有更显著的提升作用,注重外部利益相关者的利益很可能会降低投资效率;④总体而言,社会责任承担对企业投资效率的提升存在区域异质性,但不存在显著的所有制异质性。在非发达地区社会责任承担对企业投资效率的提升更显著;⑤有证据表明可持续发展能力和独立董事声誉在社会责任承担影响企业投资效率中存在部分中介效应,并且可持续发展能力、盈余管理程度和独立董事声誉均不存在显著的调节效应。

本文的政策启示有:①中国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段,提升微观经济主体投资效率是实现宏观经济高质量发展的基础。企业承担社会责任对于企业投资效率提升具有正向传导作用。这主要可能源于兼顾利益相关者利益提高了企业科学投资决策的必要性。企业承担的社会责任越多越有助于企业投资效率的提升;②社会责任承担对企业的影响可能具有长期性。引导企业从可持续发展视角持续不断的履行社会责任,兼顾企业内外部利益,改善企业内外部投资环境。这也正是新常态下新发展理念的内在要求。改变传统微观经济主体单一的股东利益最大化目标,从社会长远利益出发引导企业做出战略投资决策;③社会责任承担对企业投资效率的影响具有异质性。总体上,其他因素不变化的情况下,社会责任承担对企业投资效率具有正向影响。但影响企业投资效率的因素具有复杂性,需要综合考虑企业个体特征与外部环境特征。同时,社会责任承担对企业投资效率的影响机理与路径也具有复杂性。提升企业投资效率需要综合考虑不同因素及其作用路径,切实提高微观经济主体投资质量。

本文可能的不足之处在于:①采用主成分分析法构建社会责任综合指数需要理论与实证支撑。CSR指数能否精确衡量企业社会责任承担有待未来进一步验证;②企业投资效率的测度一直存在争议。因此,尚需进一步明晰效率投资与非效率投资的概念与内涵,构建适合中国国情的企业投资效率测量指标;③社会责任承担对企业投资效率的影响机理与路径需要进一步阐释其中的内涵与机制,提炼根植于本地实践的企业社会责任理论与企业投资决策理论。

参考文献

- [1] 曹亚勇,王建琼,于丽丽,2012.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(12):183-185.
- [2] 曹亚勇,于丽丽,2013.政府控制、社会责任与投资效率:2009—2011年上市公司样本[J].改革(7):127-135.
- [3] 陈艳,李佳颖,李孟顺,2016.盈余管理、外部融资需求与公司投资不足——基于上市公司数据的实证分析[J].宏观经济研究(9):106-117.
- [4] 陈益云,林晚发,2017.承担社会责任越多,企业发债时信用评级就越高吗?——中国上市公司数据的检验[J].现代财经(天津财经大学学报),37(6):101-113.
- [5] 何贤杰,肖土盛,陈信元,2012.企业社会责任信息披露与公司融资约束[J].财经研究,38(8):60-71,83.
- [6] 蒋勇,马亚明,2017.股权稳定、盈余管理与非效率投资——来自中国A股上市公司的经验证据[J].经济体制改革(6):139-145.
- [7] 李姝,柴明洋,狄亮良,2019.社会责任偏重度、产权性质与盈余管理——道德行为还是机会主义?[J].预测,38(6):1-8.
- [8] 李姝,谢晓嫣,2014.民营企业的社会责任、政治关联与债务融资——来自中国资本市场的经验证据[J].南开管理评论,17(6):30-40,95.
- [9] 刘斌,张倩,王雷,2015.会计弹性视角下盈余管理与我国上市公司投资效率关系的实证研究——来自于深沪两市A

- 股上市公司的证据[J]. 中国软科学(10): 111-124.
- [10] 刘健, 刘然, 2012. 企业社会责任对可持续发展的影响——基于钢铁类上市公司的实证研究[J]. 软科学, 26(10): 104-106.
- [11] 刘岚, 王倩, 2016. 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, 24(S1): 398-404.
- [12] 钱明, 徐光华, 沈弋, 2016. 社会责任信息披露、会计稳健性与融资约束——基于产权异质性的视角[J]. 会计研究(5): 9-17, 95.
- [13] 权小锋, 吴世农, 尹洪英, 2015. 企业社会责任与股价崩盘风险：“价值利器”或“自利工具”?[J]. 经济研究, 50(11): 49-64.
- [14] 石友蓉, 2002. 企业承担社会责任成本与可持续发展战略[J]. 武汉大学学报(社会科学版)(5): 549-554.
- [15] 宋岩, 滕萍萍, 秦昌才, 2017. 企业社会责任与盈余管理：基于中国沪深股市A股制造业上市公司的实证研究[J]. 中国管理科学, 25(5): 187-196.
- [16] 王海兵, 韩彬, 2016. 社会责任、内部控制与企业可持续发展——基于A股主板上市公司的经验分析[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 31(1): 75-84.
- [17] 王茂林, 何玉润, 林慧婷, 2014. 管理层权力、现金股利与企业投资效率[J]. 南开管理评论, 17(2): 13-22.
- [18] 王建玲, 李玥婷, 吴璇, 2016. 企业社会责任报告与债务资本成本——来自中国A股市场的经验证据[J]. 山西财经大学学报, 38(7): 113-124.
- [19] 王建琼, 侯婷婷, 2009. 社会责任对企业可持续发展影响的实证分析[J]. 科技进步与对策, 26(18): 94-96.
- [20] 王小鲁, 樊纲, 2004. 中国地区差距的变动趋势和影响因素[J]. 经济研究(1): 33-44.
- [21] 徐细雄, 李摇琴, 2018. 高管性别、制度环境与企业CSR决策[J]. 科研管理, 39(3): 80-89.
- [22] 杨汉明, 邓启稳, 2011. 国有企业社会责任与业绩研究——基于可持续增长视角[J]. 中南财经政法大学学报(1): 120-127, 144.
- [23] 赵天骄, 肖翔, 姜钰羨, 2019. 企业社会责任与企业投资水平——基于企业生命周期的视角[J]. 北京理工大学学报(社会科学版), 21(6): 107-115.
- [24] 郑立东, 程小可, 姚立杰, 2013. 独立董事背景特征与企业投资效率——“帮助之手”抑或“抑制之手”?[J]. 经济与管理研究(8): 5-14.
- [25] 钟马, 徐光华, 2015. 强制型社会责任披露与公司投资效率——基于准自然实验方法的研究[J]. 经济管理, 37(9): 146-154.
- [26] 钟马, 徐光华, 2017. 社会责任信息披露、财务信息质量与投资效率——基于“强制披露时代”中国上市公司的证据[J]. 管理评论, 29(2): 234-244.
- [27] 周泽将, 刘中燕, 2016. 独立董事本地任职提升了企业投资效率吗——基于中国资本市场A股上市公司2007—2013年的经验证据[J]. 山西财经大学学报, 38(6): 64-74.
- [28] BIDDLE G C, HILARY G, VERDI R S, 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency?[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 48(2-3): 112-131.
- [29] CHEN S, SUN Z, TANG S, WU D, 2011. Government intervention and investment efficiency: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 17(2): 259-271.
- [30] DRUCKER P F, 1984. Converting social problems into business opportunities: The new meaning of corporate social responsibility[J]. *California Management Review*, 26(2): 53-63.
- [31] FRIEDMAN M, 2007. The social responsibility of business is to increase its profits[M]. New York: Corporate Ethics and Corporate Governance.
- [32] LEVITT T, 1958. The dangers of social responsibility[J]. *Harvard Business Review*, 36(5): 41-50.
- [33] MANNE H G, WALLICH H C, 1972. The modern corporation and social responsibility [M]. Washington: American Enterprise Institute for Public Policy Research.
- [34] RICHARDSON S, 2006. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 11(2-3): 159-189.

Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency: An Explanation Based on Stakeholder Theory

Xu Guangwei¹, Yin Haozhou¹, Liu Xing²

(1. Business School, Changzhou University, Changzhou 213164, Jiangsu, China;

2. School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China)

Abstract: The economic consequences of corporate social responsibility (CSR) is an important topic in theory and practice. Based on the stakeholder theory, the mechanism of CSR on investment efficiency was analyzed. Principal component analysis was used to build a comprehensive index of CSR. The CSR index is significantly negatively correlated with investment efficiency, which indicates that CSR can restrain over-investment and under-investment, and plays a more significant role in under-investment enterprises. The change of short-term CSR has no significant effect on investment efficiency. In the samples of internal stakeholders, non-state-owned enterprises and undeveloped areas, the impact of CSR on investment efficiency is more significant. The ability of sustainable development and the reputation of independent directors play an intermediary role, and the degree of earnings management has a direct impact on the investment efficiency. The research enriches the research on the economic consequences of CSR, expands the pre factors of corporate investment, and provides a meaningful reference for current enterprises to actively fulfill their CSR and improve investment efficiency.

Keywords: corporate social responsibility; investment efficiency; stakeholder theory