

社会责任投资与“三高”企业 市场价值关系的实证研究

徐凤菊(博士生导师), 张怀进, 杜运潮, 陶冶

(武汉理工大学管理学院, 武汉 430070)

【摘要】以我国“三高”企业为样本,利用 **evIEWS 6.0** 进行数据处理,通过相关性分析和回归分析确立变量指标和社会责任投资与企业市场价值关系,进而研究企业市场价值提升的新路径。研究表明:企业社会责任投资在当年对企业市场价值有负作用,但是随着时间的增长,前期企业社会责任投资对后期企业市场价值起到明显的正作用,且正作用效果随着时间的延长在增加。进一步研究得出:在短期内企业社会责任投资 **SRI** 与企业市场价值 **MV** 是呈现负相关的,即企业社会责任投资对企业市场价值 **MV** 产生负的影响效果;在中长期企业社会责任投资 **SRI** 对企业市场价值 **MV** 将由负作用转变为正作用,并且随着时间的增长,正作用效果增加明显。企业社会责任投资已经成为提升企业市场价值的新路径。

【关键词】 社会责任; 企业价值; 相关关系; “三高”企业

一、引言

国际化和全球化不仅带来经济快速发展,而且使得一些社会和环境问题日益显现,企业社会责任 **SRI** (**Social Responsibility Investment**) 问题越来越受到人们的重视。伴随着经济形势的变化,人们对社会责任的认识也发生了变化,企业关注社会责任不再仅仅为了提高绩效,更重要的是将其培育为企业的一个竞争优势。本文在我国的制度背景下通过建立数学模型来考查“三高”(高能耗、高排放、高污染)企业社会责任投资与企业市场价值之间的关系,从而为企业进行社会责任投资提供相关理论和实证依据。

近年来,国内外学者纷纷关注和研究企业社会责任问题,这表明企业社会责任履行与否已经成为了一项衡量其价值的重要标准,研究社会责任投资与企业市场价值具有极其重要的理论意义和实践意义。在我国,企业社会责任投资处于成长阶段,企业社会责任的履行存在较多的问题,如其系统性、自觉性、战略性和成效性等存在较大不足。在此背景下,本文结合我国实际情况,通过国内最新上市公司数据,探索两者之间深层次的关系,一方面具有较好的数据支撑,另一方面具有较好的使用价值,从而系统地了解我国企业环境责任投资现状和企业市场价值评估状况,最终对两者关系开展实证研究,为我国企业自愿履行社会责任,积极进行社会责任投资,提升企业价值提供依据。

二、社会责任投资与企业市场价值关系文献综述

中外学术界对企业社会责任、社会责任投资与企业

市场价值关系等的研究已经在理论和实证方面有相当的成果问世。但是因为样本选择和研究方法上的差异,研究结果也不尽相同。

Griffin 和 **Mahon** (1997) 认为 **Bragdon** 和 **Marlin** (1972) 等是企业经营绩效与企业社会责任关系问题最早的研究者。**Bowman** 和 **Haire** (1975)、**Heinze** (1976)、**Sturdivant** 和 **Ginter** (1977) 的研究结果表明企业社会责任与企业绩效是正相关的。

许多学者也从实证分析的角度研究股市收益和企业社会责任之间的关系,得出了不一致的结论。**Vance** (1975) 对企业社会责任与企业市场价值研究证明两者是负相关关系。但是,同样采用股价变动率对财务行为衡量,**Folger** 和 **Nurt** (1975) 研究发现企业社会责任对财务绩效间并没有关系。**Cochran** 和 **Wood** (1984) 对社会责任与公司绩效的研究时通过分别对 1970~1974 年 29 行业 39 家公司和 1975~1979 年 28 个行业 36 家公司为样本的,给出了二者存在相关关系的结论。而 **Preston** 和 **O'Bannon** (1997) 则选取了美国 67 家大企业作为样本发现了同样的结论。**Griffin** 和 **Mahon** 则进一步发实证研究现二者是正相关的。**Waddock** 和 **Graves** (1997) 也得出同样的结论。**G.Moore** (2001)、**Simpson** 和 **Kohers** (2002) 均在研究中发现财务绩效与企业社会责任正相关。而 **Mc Williams** 和 **Siegel** (2000) 等也给出了二者之间负相关或不相关的证据。

我国学者陈玉清、马丽丽 (2005) 的实证研究给出企业市场价值与企业社会责任信息相关性不强的结论。李正 (2006) 选取了 2003 年的上证企业数据样本实证分析得

出了社会责任与企业绩效当期负相关但未来变为正相关的结论。孔晓婷、刘长翠(2006)回归分析的样本选取了2002~2004年沪市上市公司,得出了企业社会责任代理变量以社会贡献率为代理变量的企业社会责任与企业市场价值存在相关关系的结论。姚海鑫(2006)则从利益相关者时间对2005年上市公司数据进行分析得出了企业社会责任对股东财富提升的结论。沈洪涛通过实证分析认为企业越具有成长潜力越愿意披露社会责任信息。

王怀明、宋涛(2007)在对上证180指数上市公司的研究中给出了与其他学者不同的观点,他们认为企业对职工的社会责任对企业绩效产生了负面影响,而在对投资者、公益事业和国家的投资时则促进了企业业绩的成长。马连福、赵颖(2007)研究结论认为上市公司社会责任信息的披露与公司规模、行业类型和公司绩效情况有着很大的关系。

温素彬、方苑(2008)则在对46家上市公司5年的面板数据的研究发现,在短期内社会责任会减少当期财务绩效,而从长期角度却表现除了正相关效用。

王建琼、何静谊(2009)分别研究了供应商和政府的所得贡献率与每股收益关系,发现前者与每股收益负相关,而后者却是正先关的。

通过以上综述可知,一方面,近几年关于社会责任投资与企业市场价值关系的研究文献并不多,且研究结论存在较多的质疑,因此相关研究内容和方法需要进一步升华。另一方面,国内研究以检验国外学者已经建立的社会责任投资与企业市场价值相关理论为主,实证研究较少,社会责任投资与企业市场价值关系研究仍然具有重要研究意义。

三、理论及假设

(一)社会责任投资与企业市场价值关系理论

1. 代理理论。简森和麦克林(1976)认为代理关系就是“一种契约”,在契约论下,委托人通过聘用代理人来代表其履行各种服务,其中就包括决策权委托。在代理理论视角下,企业是被视作契约联结点,而其中管理者与股东间的委托代理就是最典型的契约关系。他们认为代理人的保证支出、委托人的监督支出和剩余损失构成了代理成本。然而,包括外部股东在内的更多的利益相关者无法直接监督代理人行为,所以契约则在代理人与股东间直接产生了。但同时代理成本的存在使得管理当局更愿意降低监督成本来保证奖金和分红等的额度。

在企业社会责任投资与企业市场价值关系方面,代理理论提供了一种有力的解释,即管理当局会为了降低监督成本而自愿披露社会责任信息从而提高企业及自身的价值。

2. 利益相关者理论。关于利益相关者理论本文在前面已经介绍。但在企业社会责任投资与企业市场价值关

系解释方面,利益相关者理论的作用是所有其他理论所无法替代的。主要表现在两方面:

在理论上,利益相关方理论为企业履行社会责任的动因和路径提供了分析思路;在实践上,利益相关者理论提供了一种切实可行的量化企业履行社会责任的影响及其报告框架的方法。

3. 信号传递理论。1977年,罗斯(L.A.Ross)提出了信号理论,认为信息不对称现象存在与交易双方的交易过程中。其主要是因为内部管理者有明显的关于公司内部信息的优势,而投资者则只能被动的获取公司信息,可能导致其对公司价值的误判。所以在证券市场中,一种逆向选择被投资者用来选择企业进行投资,他们利用市场平均价格来认知所有公司的市场价值。但是对公司未来现金流量信息全面了解的管理当局会因为公司未来乐观的信息而主动披露更多的信息来吸引投资者,他们的股票价格是被低估的,从而对企业自愿性信息披露的动机进行了科学解释。

在企业社会责任与企业市场价值的关系上,信息传递理论也同样适用于分析。企业如果希望吸引更多的投资者,只有通过披露更多的信息并报告企业社会责任履行情况信息,从而促进企业社会责任的履行。

(二)提出假设

国内外的研究集中在对社会责任投资(SRI)活动与财务业绩之间的相关性上,例如,SRI与资产净利率、SRI与销售回报率等之间的相关性问题,但是相关研究得出的结果却并不是一致的,本文通过文献分析总结了SRI活动与财务业绩的正的相关关系和负的相关关系。夏立军等(2005)认为,由于财务绩效具有易控制性,很难准确反映企业的长期业绩能力,从而可以从SRI与企业市场价值关系角度对SRI对企业的影响进行研究。

国内外关于SRI与企业市场价值关系的研究中,一种观点认为企业承担社会责任会损害企业市场价值,例如Friedman(1989)、Aupperle et al.(1985)等。另一种观点认为企业承担社会责任会提高公司价值,例如Cornell and Shapiro(1987)、Freeman(1991)等。国内也有很多对SRI于企业价值关系的研究,存在SRI与企业价值正相关、负相关和不相关三种观点。

在理论研究及文献研究基础上,本文认为企业进行社会责任投资具有时间的延后性,即社会责任投资需要一定的时间才能真正给企业带来具有正面价值的影响作用。所以,本文提出如下假设:

H1:企业社会责任投资与企业市场价值正相关。

H2:企业社会责任投资与企业市场价值负相关。

H3:企业社会责任投资与企业市场价值不相关。

H4:企业社会责任投资与企业市场价值之间的关系在投资初期负相关,中长期则正相关。

四、实证分析

(一) 样本选择

本文选取了中国领先的企业社会责任评级机构润灵环球责任评级 **RKS 2011** 年对中国上市公司社会责任报告中“三高”(高污染、高耗能、高排放)企业作为样本,样本中包含了石油/化学/塑料业、电/煤气/水供应业、金属/非金属制造业、造纸业在内的 **94** 家上市公司(如表 1)。润灵环球责任评级 (**Rankins SRI Ratings, RKS**) 成立于 **2007** 年,是中国企业社会责任权威第三方评级机构,致力于为责任投资 (**SRI**) 者、责任消费者及社会公众提供客观科学的企业责任评级信息。

本文的数据来源于润灵环球上市公司社会责任报告和国泰安数据库。其中:上市公司社会责任评级分数来源于润灵环球 **2011** 年上市公司社会责任报告,企业市场价值、公司规模、净资产收益率、财务杠杆、净资产负债率、国有控股比例均通过来自于国泰安上市公司 **2011~2013** 年财务数据的计算结果。

表 1 样本公司行业分布表

| 行业分类 | 电/煤气/水供应业 | 金属/非金属制造业 | 石油/化学/塑料业 | 造纸业 | 总计 |
|------|-----------|-----------|-----------|-----|----|
| 企业数量 | 19 | 37 | 31 | 7 | 94 |

(二) 变量选取

根据国内外文献的研究成果和结论,结合“三高”企业特征,本文对我国企业社会责任投资与企业市场价值关系的研究选取了多个变量(如表 2)。表 3 给出了各变量样本描述性统计数据。

表 2 模型变量表

| 变量类型 | 变量名称 | 变量符号 | 变量含义及选择依据 |
|------|----------|-------------|--|
| 自变量 | 企业社会责任指数 | SRI_i | 代表样本公司 i 的企业社会责任指数。本文对上市公司社会责任履行情况的衡量将采用润灵环球 (RKS) 对各上市公司社会责任报告的评分结果,该评分间接衡量了企业社会责任报告中反映的社会责任履行以及信息披露情况。 |
| 因变量 | 企业市场价值 | MV_{it} | 本文中取样本公司 i 在第 t 年的 TobinQ 来评价该样本的市场价值。 $TobinQ = \frac{\text{企业的市场价值}}{\text{企业的重置成本}} = \frac{\text{流通股价值} + \text{非流通股价值} + \text{债务价值}}{\text{总资产}} = \frac{\text{年末每股净资产} \times \text{年末非流通股数量} + \text{年末每股价格} \times \text{年末流通股数量} + \text{年末债务账面价值}}{\text{年末总资产}}$ |
| 控制变量 | 公司规模 | $SIZE_{it}$ | 大多数学者采用样本公司 i 在 t 年的总资产的自然对数,以此控制公司规模影响因素。 Fohster (1986) 总结认为公司规模是显著性最一致的变量。 |
| | 上年企业市场价值 | MV_{it-1} | 表示样本公司 i 在 $t-1$ 年的企业市场价值。本文通过研究发现上一年度的企业市场价值基础对社会责任投资与本年企业市场价值关系有影响作用。 |

续表 2

| 变量类型 | 变量名称 | 变量符号 | 变量含义及选择依据 |
|------|--------|--------------|--|
| 控制变量 | 净资产收益率 | ROE_{it} | 表示样本公司 i 在 t 年的净资产收益率,控制盈利能力影响。 Roberts (1992) 认为,盈利能力越高企业社会责任活动的支持力度越高。 |
| | 财务杠杆 | LEV_{it} | 表示样本公司 i 在 t 年的财务杠杆系数,以此控制财务风险因素。 简森和麦克林 (Jensen & Meckling, 1976) 代理理论认为财务杠杆会影响企业代理成本。 |
| | 国有控股比例 | $STATE_{it}$ | 表示样本公司 i 在 t 年的国有控股比率。 陈晓等 (2000) 认为国有股比率与公司价值负相关。 |
| | 资产负债比率 | ALR_{it} | 表示样本公司 i 在 t 年的资产负债比率,其中资产负债比率 = 该年负债总额 / 该年资产总额。 李正 (2006) 在对企业社会责任与企业市场价值关系研究时,将资产负债比率作为控制变量。 |
| | 随机误差项 | μ_{it} | 随机误差项 μ_{it} 具有给定自变量条件下的零均值、同方差以及不序列相关性。 |

表 3 2011~2013 年各变量描述性统计

| | | SRI_i | MV_{it} | $SIZE_{it}$ | ROE_{it} | LEV_{it} | ALR_{it} | $STATE_{it}$ |
|------|-----|---------|-----------|-------------|------------|------------|------------|--------------|
| 2011 | 最大值 | 71.50 | 2.66 | 26.26 | 0.62 | 37.03 | 0.94 | 0.61 |
| | 最小值 | 18.55 | 0.80 | 20.09 | -0.36 | -16.52 | 0.05 | 0.00 |
| | 平均值 | 33.13 | 1.32 | 23.01 | 0.08 | 2.49 | 0.55 | 0.07 |
| | 标准差 | 10.83 | 0.38 | 1.43 | 0.12 | 5.96 | 0.19 | 0.15 |
| 2012 | 最大值 | 71.50 | 3.60 | 26.33 | 0.28 | 17.00 | 0.95 | 0.61 |
| | 最小值 | 18.55 | 0.63 | 20.22 | -0.87 | -66.71 | 0.01 | 0.00 |
| | 平均值 | 33.13 | 1.27 | 23.11 | 0.03 | 1.19 | 0.57 | 0.06 |
| | 标准差 | 10.83 | 0.46 | 1.45 | 0.14 | 8.08 | 0.19 | 0.15 |
| 2013 | 最大值 | 71.50 | 3.25 | 26.40 | 0.30 | 29.61 | 1.03 | 0.66 |
| | 最小值 | 18.55 | 0.51 | 20.32 | -2.97 | -233.70 | 0.10 | 0.00 |
| | 平均值 | 33.13 | 1.27 | 23.20 | -0.01 | -0.40 | 0.58 | 0.07 |
| | 标准差 | 10.83 | 0.53 | 1.47 | 0.36 | 25.58 | 0.20 | 0.16 |

(三) 模型构建

通过模型研究,本文发现社会责任投资与企业市场价值简单线性回归效果并不理想。结合“三高”企业性质与特征以及回归分析探索结果,本文认为社会责任投资与企业市场价值关系应该用非线性模型拟合。具体模型建立过程如下:

本文模型建立过程采用逐步回归法,以企业市场价值为解释变量,企业社会责任投资为自变量,逐个引入控制变量,构成回归模型,进行模型回归估计。根据拟合优度等指标的变化决定新引入变量是否可以用其他变量的线性组合代替。如果拟合优度变化明显,则说明新引入的变量是一个独立的控制变量;如果拟合优度变化很不明显,则说明新引入的变量不独立。

表 4 逐步回归结果表

| 模 型 | F 值 | P 值 | R ² 值 | 修正 R ² 值 | D.W. 值 |
|---|----------|----------|------------------|---------------------|----------|
| ls lmv c lsr | 6.453 36 | 0.012 75 | 0.065 55 | 0.055 39 | 1.887 87 |
| ls lmv c lsr lmv2010 | 6.453 36 | 0.000 00 | 0.672 98 | 0.672 98 | 1.633 33 |
| ls lmv c lsr lmv2010 lszr lroe | 58.714 2 | 0.000 00 | 0.745 92 | 0.733 21 | 1.664 38 |
| ls lmv c lsr lmv2010 lszr lroe llev | 43.293 7 | 0.000 00 | 0.766 35 | 0.748 64 | 1.612 58 |
| ls lmv c lsr lmv2010 lszr lroe llev lalr | 36.572 7 | 0.000 00 | 0.771 48 | 0.750 38 | 1.608 39 |
| ls lmv c lsr lroe llev lalr lstate | 6.564 83 | 0.001 22 | 0.645 84 | 0.547 46 | 1.661 06 |
| ls lmv c lsr lszr lroe lstate | 12.007 0 | 0.000 03 | 0.695 78 | 0.637 83 | 1.089 27 |
| ls lmv c lsr lszr lroe llev lalr lstate | 14.312 5 | 0.000 01 | 0.834 75 | 0.776 43 | 0.385 43 |
| ls mv c lsr lszr lroe llev lalr lstate | 15.463 1 | 0.000 01 | 0.845 14 | 0.790 49 | 0.595 06 |
| ls mv c lsr lszr lmv 2010 lroe llev lalr lstate | 29.878 8 | 0.000 00 | 0.928 94 | 0.897 85 | 1.598 89 |
| ls lmv c lsr lszr lmv 2010 lroe llev lalr lstate | 32.813 0 | 0.000 00 | 0.934 88 | 0.906 39 | 1.136 32 |

表 4 给出了模型建立逐步回归过程及结果(以 2011 年为例)。可以看到,引入变量 **mv2010** 拟合优度提高,由 **0.065 55** 到 **0.672 98**,通过 **t**、**F** 检验,**D.W.** 检验也表明不存在 1 阶序列相关性;同理分别引入变量 **size**、**roe**、**state**、**lev** 和 **alr**,拟合优度均有所提高,各变量通过 **t**、**F** 检验,**D.W.** 检验也表明不存在 1 阶序列相关性。

当同时去掉变量 **mv2010** 和 **size** 时,拟合优度有所下降,且 **D.W.** 值有所下降;当在模型中去掉变量 **mv2010**,以及进行偏相关分析时,拟合优度虽然有多上升,但是 **D.W.** 值下降明显,且存在变量无法通过 **t** 检验现象。

当对模型(1)进行偏相关分析时,拟合优度提升明显(**0.928 94**),**F** 检验及 **D.W.** 值效果较好,但是存在变量无法通过 **t** 检验。

最后,对模型(1)回归结果最为理想拟合优度及修正拟合优度均有所提高,且通过 **t**、**F** 检验,**D.W.** 检验也表明不存在 1 阶序列相关性。可得:

$$\ln MV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln SRI_{it} + \alpha_2 \ln SIZE_{it} + \alpha_3 \ln MV_{it-1} + \alpha_4 \ln ROE_{it} + \alpha_5 \ln LEV_{it} + \alpha_6 \ln STATE_{it} + \alpha_7 \ln ALR_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

其中 **i** 代表第 **i** 个样本公司,**t** 代表第 **t** 年度,各变量名称及含义见表 2。

(四) 回归分析

利用 **eviews 6.0** 软件对 **94** 家样本企业 **2011~2013** 年数据根据模型(1)进行回归分析,各年数据回归结果分别见表 5、表 6、表 7。

表 5~表 7 企业社会责任投资 **SRI** 与 **2011~2013** 年企业市场价值自然对数 **LMV** 回归分析结果所示,本文设定

的模型中的企业社会责任投资自然对数 **LSRI** 与市场价值自然对数 **LMV** 的相关性在各年的回归分析结果较好,各变量包括常数项均在 **0.10** 或 **0.05** 的水平上显著地通过了 **t** 检验,并且 **F** 检验效果也较好,**Durbin-Watson** 统计量均在 **2** 附近,说明模型线性状况良好。并且作为截面数据,我们可以看到在三年的回归中可决系数 **R²** 和修正后的可决系数已经很好。

表 5 企业社会责任投资与 2011 年企业市场价值回归分析

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---------------------|-------------|-----------------------|-------------|-------------|
| C | 3.547 554 | 2.055 834 | 1.725 603 | 0.100 0 |
| LSRI | - 0.110 311 | 0.061 091 | - 1.805 684 | 0.069 03 |
| LSIZE | - 1.098 754 | 0.624 513 | - 1.759 377 | 0.097 6 |
| LMV2010 | 0.410 552 | 0.082 775 | 4.959 849 | 0.000 1 |
| LROE | 0.111 636 | 0.055 823 | 1.999 828 | 0.062 8 |
| LLEV | 0.303 745 | 0.138 453 | 2.193 856 | 0.043 4 |
| LALR | - 0.229 804 | 0.068 690 | - 3.345 512 | 0.004 1 |
| LSTATE | - 0.039 415 | 0.024 504 | - 1.608 530 | 0.06180 |
| R- squared | 0.934 877 | Mean dependent var | | 0.227 976 |
| Adjusted R- squared | 0.906 386 | S.D. dependent var | | 0.276 262 |
| S.E. of regression | 0.084 526 | Akaike info criterion | | - 1.842 312 |
| Sum squared resid | 0.114 315 | Schwarz criterion | | - 1.449 627 |
| Log likelihood | 30.107 74 | F- statistic | | 32.812 96 |
| Durbin- Watson stat | 1.136 319 | Prob(F- statistic) | | 0.000 000 |

由表 5 可得:

$$\ln MV = 0.35 - 0.11 \ln SRI - 1.10 \ln SIZE + 0.41 \ln MV_{2010} + 0.11 \ln ROE + 0.30 \ln LEV - 0.04 \ln STATE - 0.23 \ln ALR \quad (2)$$

表 6 企业社会责任投资与 2012 年企业市场价值回归分析

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---------------------|-------------|-----------------------|-------------|-------------|
| C | 1.937 468 | 3.801 192 | 1.509 700 | 0.062 03 |
| LSRI | 0.417 643 | 0.174 992 | 2.386 639 | 0.036 1 |
| LSIZE | - 1.043 655 | 1.214 429 | - 0.859 379 | 0.040 85 |
| LMV2011 | 1.498 052 | 0.288 919 | 5.185 027 | 0.000 3 |
| LROE | 0.178 999 | 0.108 006 | 1.759 052 | 0.075 3 |
| LLEV | 0.316 238 | 0.181 380 | 1.743 509 | 0.047 28 |
| LALR | 0.830 551 | 0.536 840 | 1.547 11 | 0.072 95 |
| LSTATE | - 0.109 734 | 0.050 086 | - 2.190 908 | 0.025 88 |
| R- squared | 0.872 483 | Mean dependent var | | 0.064 758 |
| Adjusted R- squared | 0.791 335 | S.D. dependent var | | 0.358 694 |
| S.E. of regression | 0.163 851 | Akaike info criterion | | - 0.484 158 |
| Sum squared resid | 0.295 318 | Schwarz criterion | | - 0.086 500 |
| Log likelihood | 12.59 951 | F- statistic | | 10.751 83 |
| Durbin- Watson stat | 1.351 091 | Prob(F- statistic) | | 0.000 382 |

由表 6 可得:

$$\ln MV = 1.94 + 0.42 \ln SRI - 1.04 \ln SIZE + 1.50 \ln MV_{2011} + 0.18 \ln ROE + 0.32 \ln LEV + 0.83 \ln STATE - 0.11 \ln ALR \quad (3)$$

表7 企业社会责任投资与2013年企业市场价值回归分析

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| C | 5.088 772 | 2.837 460 | 1. 793 425 | 0.072 60 |
| LSRI | 0.269 552 | 0.139 976 | 1.925 702 | 0.055 30 |
| LSIZE | - 1.620 971 | 0.915 372 | - 1.770 834 | 0.040 43 |
| LMV2012 | 0.810 413 | 0.133 898 | 6.052 467 | 0.000 10 |
| LROE | - 0.203 001 | 0.117 019 | - 1.734 769 | 0.060 35 |
| LLEV | - 0.454 417 | 0.215 248 | - 2.111 134 | 0.038 180 |
| LALR | 0.579 580 | 0.238 944 | 2.425 588 | 0.033 70 |
| LSTATE | - 0.060 114 | 0.032 195 | - 1.867 190 | 0.050 650 |
| R- squared | 0.860 923 | Mean dependent var | - 0.040 453 | |
| Adjusted R- squared | 0.772 419 | S.D. dependent var | 0.302 213 | |
| S.E. of regression | 0.144 172 | Akaike info criterion | - 0.740 057 | |
| Sum squared resid | 0.228 641 | Schwarz criterion | - 0.342 398 | |
| Log likelihood | 15.030 54 | F- statistic | 9.727 524 | |
| Durbin- Watson stat | 2.162 574 | Prob(F- statistic) | 0.000 598 | |

由表7可得:

$$\ln MV = 5.09 + 0.27 \ln SRI - 1.62 \ln SIZE + 0.81 \ln MV_{2012} - 0.12 \ln ROE + 0.22 \ln LEV + 0.3 \ln STATE + 0.23 \ln ALR \quad (4)$$

五、实证结果及结论

(一)从数据分析角度

综合三年的回归结果,我们不难发现企业社会责任投资自然对数SRI与2011~2012年与企业市场价值自然对数LMV2011负相关,2012、2013年回归结果显示企业社会责任投资自然对数与2013企业市场价值自然对数正相关,验证了假设H4:企业社会责任投资与企业市场价值之间的关系在投资初期是负相关的,中长期是正相关的。同时拒绝假设H1、H2、H3。

此外,我们可以发现:2011年、2012年和2013年企业社会责任投资自然对数的回归系数分别为-0.11、0.42和0.27,仅在2011年即投资当年为负,到了2012年回归系数开始转正。并且2011年、2012年及2013年回归系数显示:如果在2011年企业社会责任投资减少0.11%时,那么2011年的企业市场价值将提升1%;如果在2011年企业社会责任投资提升0.42%时,那么2012年的企业市场价值将提升1%;如果在2011年企业社会责任投资提升0.27%时,那么2013年的企业市场价值将提升1%。由此可见,2011年企业社会责任投资在当年对企业市场价值副作用,但是随着时间的增长,2011年的企业社会责任投资对2012年和2013年企业市场价值起到明显的正作用,且正作用效果2013年大于2012年。

进一步研究得出:在1~2年内企业社会责任投资SRI对企业市场价值MV是呈现负作用,即企业社会责任投资SRI对企业市场价值MV产生负的影响效果;在3~5年内企业社会责任投资SRI对企业市场价值MV将由负作用转变为正作用,并且随着时间的增长,正作用效果增加明显。

(二)从本文样本选择特征角度

本文样本选择为“三高”企业,是因其高污染、高能耗、高排放特点而命名的企业。通过分析“三高”企业的社会责任投资我们不难发现:①“三高”企业社会责任投资力度较大。“三高”企业带来的高污染、高能耗、高排放注定了其必须进行一定社会责任投资(特别是环境责任投资)。②“三高”企业在社会责任投资初期对企业市场价值的影响是负面的。这一方面与“三高”企业社会责任投资力度较大有关,因为社会责任投资力度较大必然带来企业账面价值的减少;另一方面,“三高”企业社会责任投资对企业市场价值提升作用具有延后性,并不能在投资初期就作用显著,需要经历延后期后才能表现出企业市场价值提升的作用。这也间接说明了企业社会责任投资是一种持续性投资。

(三)从企业市场价值提升路径角度

企业社会责任投资是企业市场价值提升的新路径,原因是多方面的:①在消费者方面,企业社会责任投资必然带来企业声誉的提升,从而提升企业知名度与口碑,间接提升企业市场价值。②在政府方面,企业社会责任投资是政府所鼓励的行为,虽然在投资过程中企业需要投入人力、物力,在财务账面价值上不利于增加企业市场价值,但是政府通过在财政上补助,在行政上政策优惠,辅以补偿、激励措施,从而可以从另一个角度提升企业的价值。③在差异化竞争力方面,企业社会责任投资带来的差异化提升是其他投资和企业活动所不能替代的。企业社会责任投资可以在新产品的开发、品牌效应和美誉度方面最大程度的提升企业及产品形象,吸收更多的投资者与消费者。从而实现企业差异化竞争战略。④在企业商誉上,企业社会责任投资所带来的商誉的提升,本身就是一种企业市场价值的提升。⑤在利益相关者关系上,企业社会责任投资可以帮助企业很好地解决包括消费者、股东、员工等在内的利益相关者关系,使各利益相关者关系融洽,从而通过提升企业被利益相关者认知度,间接提升企业市场价值。

主要参考文献

Preston, L. E. and D. P. O'bannon. The corporate social- financial performance relationship[J]. Business and society, 1997(4).

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).

夏立军, 方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济研究, 2005(5).

刘建秋, 宋献中. 社会责任与企业价值创造研究: 回顾与展望[J]. 中南财经政法大学学报, 2010(3).

张兆国, 靳小翠, 李庚秦. 企业社会责任与财务绩效之间交互跨期影响实证研究[J]. 会计研究, 2013(8).