

# 基于资源投入视角的社会责任决策与 公司价值效应研究\*

○ 龙文滨 宋献中

**摘要** 本文从资源投入角度为企业的社会责任政策进行定位,通过设计社会责任政策的决策框架,将资源投入水平、投入集中度和投入偏重方向指标引入社会责任与公司价值的关系模型中,并借鉴资源基础理论、社会责任交易观等多个层面理论的思想,分析不同社会责任政策的经济后果,然后使用我国上市公司数据对模型进行检验。研究发现:(1)在投入集中度相同时,选择较高或较低投入水平政策的企业均能取得较高的价值回报;(2)在投入水平相同时,集中化投入企业的价值较均衡化投入企业高;(3)企业需要将资源在不同维度中权衡配置,选择合适的投入水平和集中度政策组合的企业价值较高;(4)投入偏重方向政策与价值的关系不确定,它受到企业内外部多种因素的影响。

**关键词** 社会责任政策;决策框架;资源投入;公司价值

\* 本文受国家自然科学基金项目(71372166、71272214)资助

## 引言

自从美国学者 Friedman 在 1970 年明确提出“企业社会责任违反股东价值最大化原则”以来,大量文献努力去证明或反驳他的质疑,但直到今天,不仅理论研究存在巨大分歧,以关注公司社会表现(CSP)与财务业绩(CFP)关系为主的实证研究也呈现模棱两可、矛盾和不确定的结论。<sup>[1]</sup> 根据 Margolis 等对该领域文献的综述,目前约 50% 的研究显示 CSP 与 CFP 正相关,其余的显示负相关、U 型、不相关等关系,研究者从不同角度去诠释企业社会责任的经济后果,但各持己见,未能达到一致的结果。<sup>[2]</sup> Lindgreen 等、Wood 认为,研究结论多样化的主要原因是 CSP 指标的衡量问题。<sup>[3,4]</sup> 如 Pelozo

发现,以往研究一共使用了 39 个 CSP 指标,其中既包括衡量单一维度水平的指标,如污染控制或产出、产品创新等,又包括反映总体水平的指标,如 KLD 指数、《财富》杂志评级等,<sup>[5]</sup> 不同 CSP 指标所衡量的社会责任行为不同,其激励性不同,对财务业绩的影响也会不同。<sup>[5,6]</sup>

笔者认为,指标衡量问题还在于研究者通常只关注某一维度(或总体)的社会责任行为水平,却忽略了企业社会责任的多维度特征,以及企业在不同维度的资源投入存在着明显的水平差距。例如,两家同属于食品行业的企业,一家致力于履行对消费者责任,将社会责任资源集中投放产品创新和质量保障领域,另一家则积极参加各类社区建设和慈善捐赠活动,虽然两家企业的社会责任资源投入量相当,但经济后果极有可能存在较大差异。换言之,以往研究过于平面地量化企业社会责任,难以全面地概括企业的社会责任政策,也就不能准确地捕捉社会责任行为对公司价值的影响。

本文从资源投入角度为不同企业的社会责任政策进行定位,通过设计社会责任政策的决策框架和立体化指标体系,将资源投入水平、投入集中度和投入偏重方向三类指标同时引入企业社会责任与公司价值的关系模型中,并借鉴利益相关者重要性理论、战略社会责任理论、资源基础理论、社会责任交易观等多个层面理论的思想,分析不同社会责任政策的经济后果,然后使用我国上市公司的经验数据对理论模型进行检验。通过构建社会责任政策的决策框架,探讨不同社会责任政策与结果(公司价值)的关系,本文拓展了社会责任领域的研究思路和范围,为企业正确履行社会责任提供理论支持和实践指引。

## 一、社会责任政策的决策框架

根据 Carroll、Clarkson 和 Mitchell 等学者的建议,即“针对每一个主要利益相关者群体考虑社会责任问

主题文章

题”，企业的社会责任投入可按主要利益相关者种类划分为股东、客户、员工、公益、环境等维度。<sup>①[7-9]</sup>假设管理者有一笔可权衡配置的资源（如现金）R，他面临以下选择：将其中的W比例现金投入社会责任项目，其余的1-W比例现金投入传统经营项目。对W比例的选择是社会责任投入水平决策。在W比例确定后，管理者进一步考虑如何将这部分现金在不同的社会责任维度中分配。两项极端的分配方式是管理者将所有现金RW完全集中地投放到某一维度，或将它们在总数为N的社会责任维度中完全均衡地分配，即每一维度的现金投入量为 $\frac{RW}{N}$ 。一般而言，企业在每一维度都有或多或少的投入，只是不同维度的投入水平有差别。那么，选择资源完全集中、完全均衡，还是介于两者之间的相对集中或相对均衡政策就是投入集中度决策。除非管理者选择完全均衡政策，否则他仍需要对具体的投入方向做出抉择，即资源投入应当偏重员工、股东、客户还是公益维度，这是投入偏重方向决策。因此，一个完整的社会责任政策应该包括投入水平、投入集中度和投入偏重方向三个角度的决策。

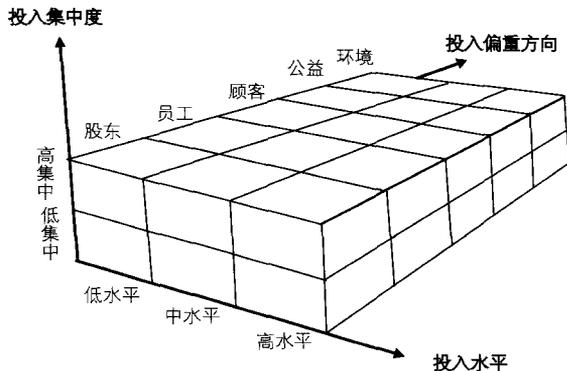


图1 社会责任政策的决策框架

具体而言，在投入水平方面，依据资源投放社会责任领域W比例的大小，可以判断企业采用的是高、中或低投入水平政策。在投入集中度方面，如果企业将资源完全或相对集中地投放于某一或某些社会责任维度，那么它采用的是集中化投入政策；反之，如果企业将资源完全或相对均衡地投放于各个社会责任维度，那么它采用的是均衡化投入政策。在投入偏重方向方面，通过比较不同社会责任维度的投入水平差异，如果企业在某一维度的投入显著高于其他任何维度，可以推断企业采用偏重该维度，或以该维度为导向的投入政策。<sup>②</sup>图1是社会责任政策的决策框架。X轴表示投入水平，Y轴表示投入集中度，Z轴表示投入偏重方向，每一节点代表企业选择的社会责任政策。本文研究不同社会责任政策（即投入水平、投入集中度和投入偏重方向组合政策）的公司价值效应。

## 二、社会责任政策与公司价值关系的理论分析

### 1. 投入水平与公司价值

根据图1的决策框架，投入水平政策是指管理者确定将资源投放社会责任项目的比例W，那么W的高低是否会造成企业间的价值差异呢？Murray等、Godfrey等的社会责任交易观认为，企业对利益相关者的社会责任投入实际上是一项企业与利益相关者间的交易，在交易的过程中，企业对某一利益相关者提供了一些有价值的资源，当利益相关者感知到资源投入信号后，这种正面信号的不断累积帮助他们形成对企业的判断，利益相关者根据判断使用认可或支持的方式回报企业。<sup>[10,11]</sup>但在实务中，企业与利益相关者的关系距离或远或近，两者的信息不是完全对称的，当资源投入量较少时，它向利益相关者发出信号的强度非常微弱，利益相关者不一定能感知到该信号，也就不会形成或改变判断和促成与企业的积极交易。只有当资源投入量达到一定水平，它所发出信号的强度足够高时，利益相关者能够感知到社会责任投入对自身价值的作用后，他们的回报交易才会发生，且感知到的价值作用越大，回报交易就会越积极。<sup>[12]</sup>

假设企业在传统经营项目的原资源量为L，收益率为i，现有可权衡投放的资源量R，若投放社会责任项目<sup>③</sup>的资源比例是W，则传统经营项目的资源比例是1-W，那么传统项目的新增收益为R(1-W)(1+i)。由于只有在资源投入量足够大时，社会责任项目才能取得利益相关者回报，假设其收益产生界限点为W=K，且社会责任项目不产生直接收益，而是间接地提升传统经营项目的收益率，<sup>[13]</sup>即当且仅当W ≥ K时，传统经营项目的收益率i开始随W的增加而上升。假设i(W)满足凹函数的特征，即i'(W) > 0, i''(W) < 0, 且i(0)=i(0)=i(K) < i(1)。总收益函数Y为：

$$Y = \begin{cases} [L + R(1-W)](1+i_0) & W < k \\ [L + R(1-W)](1+i(W)) & W \geq k \end{cases}$$

当W < K时，Y' = -R(1+i<sub>0</sub>) < 0, Y单调递减。

当W ≥ K时，

$$Y' = [L + R(1-W)]i' - R(1+i) = Li' + Ri' - RWi' - R(1+i)$$

$$Y'' = Li'' + Ri'' - Ri' - RWi'' - Ri' = (L + R - RW)i'' - 2Ri' < 0$$

存在W满足Y'=0, 令W=W<sub>H</sub>, 则W<sub>H</sub>是Y的最大值点, 说明W在区间[K, W<sub>H</sub>]内, Y是单调递增的。图2简单描绘了W与总收益Y的关系。由图2可见, Y与W间存在一个类似U型关系, 即Y随着W的增加先下降再上升, 然后达至最高点后再下降。换言之, 在W比例较大或较小时, 总收益Y相对较大。

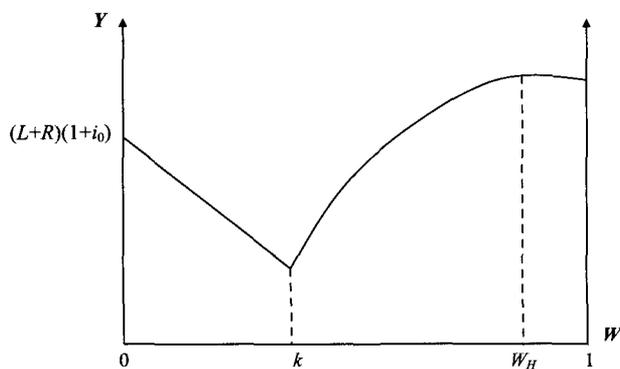


图2 总收益Y与社会责任投入比例W的关系

Porter 的竞争优势理论可以解释这种类似 U 型关系。在竞争优势理论中, 标歧立异和成本领先是竞争优势的两个基本来源, 追求差异化和低成本战略的企业业绩通常要比那些居于两者中间 (Stuck in the Middle) 的企业好。将该理论应用到社会责任决策中, 高投入水平政策意味着管理者将大量资源投向利益相关者, 在他们眼中形成差异化, 这有助于企业提高声誉、员工积极性和客户忠诚度等。如 Bhattacharya 等调查发现, 由于社会责任投入导致成本增加, 一些价格敏感的消费者不能够或不愿意以高价格购买公司的产品, 这时公司可以进一步加大投入, 形成与其他公司的差异, 一个社会责任投入高且产品质量好的公司能够吸引消费者。<sup>[14]</sup> McWilliams 等举例说明将社会责任作为差异化战略组成部分的重要性。<sup>[15]</sup> 在 1982 年芝加哥投毒案发生后, 强生公司进行了大规模的自愿性产品召回, 虽然公司为此承担约 1 亿美元的损失, 但大大提高了消费者对强生产品的信心, 提高了产品销量, 而其他公司的同期产品召回对销售的影响相当微弱。采用低水平政策的企业将大部分资源保留下来, 这些“剩余”资源或分配给其他替代性项目获取收益, 或以股利等形式归还股东, 同样能提升公司价值。而那些投入水平中等的公司, 既没有节省资源用于替代性项目, 也没能在利益相关者眼中形成差异化, 因此业绩相对较差。

综上, 由于只有当资源投入量足够大时, 利益相关者才能感知到投入信号和实施回报交易, 这说明社会责任投入的收益存在门槛效应。收益率函数  $i(W)$  的分段特征, 使得采用较低投入水平政策的企业可以通过成本优势, 而采用较高投入水平政策的企业可以通过差异化优势来获取高收益。据此, 本文提出:

假设 1: 由于社会责任投入存在收益门槛效应, 相对于投入水平中等的企业, 选择较低或较高投入水平政策的企业能够取得较高的价值回报

## 2. 投入集中度与公司价值

根据资源投放不同社会责任维度的相对水平, 即投

入集中度, 研究者可以判断企业选择集中化还是均衡化投入政策。从 Godfrey 等的社会责任交易观来看, 资源投入数量决定了利益相关者所接收信号的强度, 只有在资源投入达到一定水平后, 利益相关者才能感知到信号, 回报交易才会产生。<sup>[11]</sup> 采用均衡化投入政策的企业, 意味着它将资源  $RW$  相对均匀地分配到所有的  $N$  个维度中, 每类利益相关者只能获得大约  $\frac{RW}{N}$  的份额, 从而使得某一维度的投入比例小于该维度的收益产生界限点的可能性大大增加。也就是说, 虽然一些企业采用高投入水平政策, 但如果他们同时使用均衡化投入政策, 当维度总数  $N$  较多时, 资源投入可能也不会影响公司价值。相反, 那些将资源集中投放某一或某些维度的企业, 由于分摊资源的程度相对较轻, 使得投入某一维度的比例  $W_i$ , 高于该维度利益相关者的信号感知界限点  $K_i$  的可能性较大, 也就能够更容易且更快地对价值产生积极的作用。

从 Mitchell 等的利益相关者重要性理论来看, 虽然企业在经营中面临来自不同利益相关者的压力, 但不需要对所有压力给予同样的回应, 管理者应该使用三个筛选标准——合法性、权力和紧迫度, 对每一个利益相关者群体进行辨认, 然后根据重要性判断来决定满足利益相关者相互竞争的要求权的优先程度, 才能更有效地改善和维系与利益相关者的关系。<sup>[9]</sup> 站在企业的角度, 集中化投入意味着管理者已经选择了需要重点关注的对象, 有目的地把资源投放在他们身上, 以高或较高强度的信号来影响他们对公司的判断; 均衡化投入则说明企业很可能没有进行清晰的重要性辨认, 从而导致对某一类相对重要的利益相关者投入不足, 但对另一类相对不重要的利益相关者投入过高, 这些都将成为资源配置的低效率。站在利益相关者的角度, 在他们接收到企业针对自己的投入信号的同时, 也会通过其他方式 (如公司自愿披露、媒体宣传等) 接收到企业针对其他利益相关者的投入信号, 汇集、比较所有信号, 从不同维度投入的相对水平获取一个企业相对重视自己的判断, 该判断将进一步提高他们对企业的积极归因, 促使他们更愿意进行回报交易。

以员工投入为例, 组织行为学的支持关系理论、组织支持理论和组织支持感受概念可以解释这种相对重视知觉的形成所带来的积极后果。Likert 的支持关系理论提出, 如果员工在工作中能感知到领导是支持、重视他们和承认他们价值的, 员工会采取信任、合作的态度, 支持领导的工作。组织支持理论也强调组织对员工的支持和重视是实现目标的关键。Eisenberger 等认为, 那些感受到更多支持和重视的员工对组织有着更高的情感承诺, 他们将超过职责要求更努力地工作。<sup>[16]</sup> 影响员工组织支持感受的因素有四: 领导支持、组织公平、组织奖

## 主题文章

赏与工作条件。<sup>[17]</sup> 众多实证研究证实了员工在感知到组织支持和重视后, 以提高工作满意度、降低离职倾向、提升工作绩效等方式来回馈组织。

Hillman 和 Keim、Mattingly 和 Berman、Inoue 和 Lee 等众多学者的研究中, 都使用了美国 KLD 社会责任指数, 其中对员工责任的评价主要包括员工健康和安、工会关系、工作、生活和退休福利、管理参与度, 以及利润分享计划等项目。这些项目与影响员工组织支持感受的因素密切相关。例如, 有关员工健康和安全的制度、设施完善与工作条件有关; 工会关系、管理参与度与组织公平、领导支持有关; 工作、生活和退休福利、利润分享计划与组织公平、组织奖赏有关。可见, 当企业选择将资源相对集中地投放到员工领域时, 社会责任投入影响了员工的组织支持感受, 这种感受不仅来自企业对员工的价值认可、满意的福利和工作条件, 还来自投入水平的比较中形成的企业“以员工为本”的判断, 促使他们以更高的组织承诺和更努力的工作回馈企业。<sup>[18]</sup> 据此, 本文提出假设:

假设 2: 在投入水平相同情况下, 相对于采用均衡化投入政策的企业, 采用集中化投入政策的企业能够取得较高的价值回报<sup>④</sup>

### 3. 投入偏重方向与公司价值

在非完全均衡投入情况下, 根据企业在某一维度的资源投入量是否显著高于其他维度, 可以判断企业采用的偏重方向政策, 不同的偏重方向政策将对价值产生差异化的影响。

一方面, 采用不同偏重方向政策的企业从重要利益相关者处获取回报的主要方式不同。例如, 客户导向企业主要从销售量的增长、销售收入的增加来获益; 员工导向企业主要从劳动生产率的提升、成本优势的维持和创造来获益; 股东导向企业主要从资本成本的下降、融资容易程度的提高来获益; 公益导向企业主要从更宽松的经营环境、更有利的负面事件归因效应来获益。<sup>⑤</sup> 而且, 在不同发展阶段的企业中, 利益相关者回报方式的差异将导致不同投入偏重方向政策所产生的作用不同。例如, 对于那些处在成长期、资金需求量较大且周转困难的企业, 提高投资者的信心、建立起财务信誉相当重要, 股东导向政策能够帮助企业度过资金瓶颈期, 避免在大规模的销售到来之前陷入财务困境。而对于那些处于成熟期的企业, 虽然资金量较充裕, 但市场竞争相当激烈, 客户导向政策有助于提高消费者的忠诚度, 帮助企业尽快扭转销售劣势, 进一步扩大市场份额。

另一方面, 企业与利益相关者的关系距离也会造成不同偏重方向政策的价值创造的时点差异。<sup>[13]</sup> Godfrey 等学者提出, 社会责任的价值取决于投入行为是否能够

被利益相关者所感知, 但利益相关者对投入信号的感知快慢取决于他们与企业的信息不对称程度。<sup>[11]</sup> 在员工、客户、社区等利益相关者群体中, 员工是内部利益相关者, 他们参与企业的日常经营, 与企业的信息不对称程度相对较低, 因而能够较快地接收到投入信号, 也就会较快地和企业进行交易。客户是外部利益相关者, 他们与企业的关系距离取决于具体投入种类, 如对于产品三包、售前培训等服务类投入, 客户能够在享受服务及时接收到信号, 但对于研究开发等创新类投入, 从投入资源到将新产品推向市场的时间间隔相当长, 客户接收不到信号, 也就感知不到投入价值的存在。社区(居民)是相对次要的利益相关者, 他们以影响股东、员工和客户等主要利益相关者行为的方式间接地对企业施加影响,<sup>[25]</sup> 与企业的关系距离最远, 对信号感知相对较慢, 需要经历较长的时间才会与企业进行交易。

根据货币时间价值原理, 即使投入行为的回报金额相同, 但回报产生的时点不一致, 所导致的价值效应也会不同。然而, 一些非管理者所能控制的外部制度性因素的存在, 又使得比较结果不一定出现。例如, 在 2008 年汶川地震灾害中, 社会公众(即更宽泛的社区居民)在媒体的推动下大大提高了对慈善捐赠的感知敏感度, 一些企业的慷慨捐献获得了广泛赞誉, 另一些企业却因捐赠金额达不到预期招致公众挞伐。而且, 除了媒体压力之外, 可能影响投入偏重方向政策的创造价值能力的制度性因素还包括行业惯例、监管规则、利益相关者素质和非营利组织影响力等, 且这些因素的影响会随时间变化而变化, 在不同期间的作用不一。<sup>[26,27]</sup> 由于西方文献没有涉及不同投入偏重方向政策的经济后果比较, 本文希望使用经验数据来检验在我国目前的制度环境下, 投入偏重方向不同的企业是否会存在价值差异。据此, 本文提出假设:

假设 3: 在非完全均衡投入的情况下, 即使采用相同的社会责任投入水平和集中度政策, 偏重方向不同的企业之间仍会存在价值差异。

## 三、社会责任政策与公司价值关系的实证检验

### 1. 检验模型与变量选择

本文的基本模型<sup>⑥</sup>是:

$$\begin{aligned} TobinQ_{it} = & \alpha + \beta_1 AVECR_{it} + \beta_2 AVECR_{it}^2 + \beta_3 VARCR_{it} + \beta_4 Shfocus_{it} \\ & + \beta_5 Cusfocus_{it} + \beta_6 Empfocus_{it} + \beta_7 Phifocus_{it} \\ & + \sum_{k=8}^N \beta_k ControlVar_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

其中, TobinQ 是公司价值指标, AVECR 是投入平均水

平指标, VARCR 是投入集中度指标, Cusfocus、Shfocus、Empfocus 和 Phifocus 是分别代表客户、股东、员工和公益<sup>⑦</sup>四个维度的投入偏重方向的虚拟变量, ControlVar 是控制变量。三类投入指标的选择如下:

(1) 投入水平指标。借鉴 Wright 等、McWilliams 等学者的研究,<sup>[28,29]</sup> 本文使用外部机构对企业社会责任表现的奖项作为投入水平指标, 并运用两个控制条件来保证奖项指标的有效性: 其一, 评选机构必须是公司外部权威机构, 主要有各级政府及主管部门、行业协会、证券交易所和知名媒体, 他们是企业社会责任的外部监管者, 受关注面较广、公信度较高, 评选过程相对公平和公开, 评选结果能较真实地反映社会责任水平。其二, 奖项需要有具体的评价对象和公开的评价标准, 分别针对企业在不同社会责任维度的表现。<sup>⑧</sup>如由湖北省政府颁发的“长江质量奖”依据的是企业的产品质量水平, 而由全国总工会颁发的“全国模范劳动关系和谐企业奖”依据的是企业在员工关系的投入水平。与其他同样来自外部机构的《财富》杂志“最受尊敬公司”、道·琼斯指数等综合指数相比, 有着具体评价对象和标准的奖项能够提供更细致和更有针对性的投入信息。奖项的选择和分类借鉴了美国 KLD 数据库的各维度社会责任指数的具体评价项目, 其评选机构及奖项举例见表 1。

按评选机构级别和奖项影响力(获奖单位个数) 2 个标准, 本文将奖项划分为 3 个层级, 各层级奖项之间有着显著的水平差异。例如, 中华慈善总会的“最具爱心捐赠企业”是一级奖项, 评选标准是企业的年度捐赠金额或社会贡献水平, 候选企业需要提供捐赠明细、凭证和社会责任报告, 获奖企业从全国候选名单排名前 50 名产生。如获奖企业中恒集团在 2010 年的捐赠总额约为 10034 万元。浙江省政府的“慈善机构奖”是二级奖项, 评选标准是“积极参与和支持社会救助、社会福利和公益事业, 成绩显著”的浙江省单位, 每年有 30 家单位获奖, 如获奖企业天通股份在 2010 年为海宁市慈善总会、浙江省光彩事业促进会, 以及浙江省第十四届运动会等机构和项目捐款共达 315 万元。

本文使用以下程序对投入水平进行赋值:<sup>⑨</sup>只要公司在某一维度取得一个或一个以上一级奖项, 该公司在这一维度的赋值为 4; 若公司在某一维度取得一个或一个以上二级奖项, 但没能取得一级奖项, 该公司在这一维度的赋值为 3; 若公司在某一维度取得一个或一个以上三级奖项, 但没能取得一级或二级奖项, 该公司在这一维度的赋值为 2。若公司没能取得上述奖项, 该公司在这一维度的赋值为 1, 这主要是考虑到那些未公布奖项信息的公司可能因奖项的级别较低而选择不公布, 只要公司没有发生负面事件, 可以推测在该维度的投入能满足利益相关

者的最低要求。而且, 如果将该维度赋值为 0, 模型结果很难说明价值变化的不显著是因为价值与投入无关, 还是因为投入等于零。经上述处理后, 任何一家公司取得股东、员工、客户和公益投入水平的分值, 其取值为 1-4。然后, 本文借鉴 Hillman 等的研究<sup>[30]</sup> 使用等权重法计算 4 个分值的均值, 作为样本公司投入平均水平 VARCR。

表1 外部权威机构奖项的评选机构和奖项举例

级别	评选机构	奖项举例
一级 奖项	1.国务院及各部委	全国就业与社会保障先进企业(国家人力资源和社会保障部)、全国质量管理先进企业(国家质检总局)、中华慈善奖(民政部)、国家科技进步奖(科技部)
	2.全国性权威协会	全国模范劳动关系和谐企业(中华全国总工会)、全国用户满意企业、全国质量奖(中国质量管理协会)、中华慈善突出贡献奖(中华慈善总会)
	3.证券交易所*	优秀信息披露奖、优秀董事会奖(上海证券交易所)、信息披露优秀奖前十名(深圳证券交易所)
二级 奖项	1.省级政府及部门	湖北省长江质量奖(湖北省人民政府)、浙江省科学技术奖(浙江省科学技术厅)、云南省劳动关系和谐企业(云南省委省政府)
	2.全国性行业协会、全国性权威协会的省级分会	慈善突出贡献奖(浙江省慈善总会)、中国机械工业效益百强企业(中国机械工业联合会)、中国土木工程詹天佑奖(中国土木工程学会)、浙江投资者关系管理十佳公司(浙江上市公司协会)
	3.证券交易所	投资者关系管理百强奖(上海证券交易所)、信息披露优秀奖(深圳证券交易所)
	4.全国性知名媒体	中国最佳投资者关系管理百强奖(中国证券报, 新华社主管)、中国上市公司综合绩效百强排行榜(证券时报, 人民日报社主管)
三级 奖项	1.市县级政府及部门	鹏城慈善突出贡献奖(深圳市政府)、南通市安全生产先进单位(南通市政府)、杭州市农民工工作先进集体(杭州市劳动和社会保障局)
	2.省级行业协会、全国性权威协会的市县级分会	南京市慈善先进单位(南京市慈善总会)、广州市模范职工之家、广州市女职工工作先进集体(广州市工会)、地震抗震救灾杰出贡献奖(上海市红十字会)、上海市质量金奖(上海市质量协会)
	3.证券交易所	信息披露考核良好(深圳证券交易所)
	4.地方性知名媒体	陕西慈善贡献奖(华商报, 陕西省侨联主管)、公益创新奖(南方日报, 广东省宣传部主管)、上市公司最佳董事会(理财周报, 广东省宣传部主管)

注: \*证券交易所奖项按奖项影响力(即获奖单位个数)划分为三个层级, 一级奖项包括获奖单位在 10 名以内(含第 10 名), 二级奖项包括获奖单位在 100 名以内(含第 100 名), 其余为三级奖项

(2) 投入集中度指标。在取得 4 个社会责任维度 i 的投入水平 CR<sub>i</sub> 的分值后, 本文借鉴方差的原理设计投入集中度指标 VARCR。

$$VARCR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (CR_i - AVECR)^2$$

式中: CR<sub>i</sub> 分别代表股东投入水平 ShCR<sub>i</sub>、员工投入水平 EmpCR<sub>i</sub>、客户投入水平 CusCR<sub>i</sub> 和公益投入水平 PhiCR<sub>i</sub>; AVECR 为 N 个维度投入水平 CR<sub>i</sub> 的均值。在 AVECR 相同情况下, VARCR 越大, 说明各维度的资源投入分配越不均匀, 企业采用集中化投入政策; VARCR 越小, 说明各维度的资源投入分配越均匀, 企业采用均衡化投入政策。

(3) 投入偏重方向指标。由于投入水平分值在 1-4 之间, 而且 1 与 2、2 与 3、3 与 4 间所代表的投入水平

主题文章

差异明显,如取得一级奖项(分值为4)的公司的投入水平要显著高于取得二级奖项(分值为3)的公司,因此可以按分值大小判断投入偏重方向。例如,某一公司在客户维度的分值为4,但其他维度的分值都比4低,那么该公司选择客户导向的投入政策。按这一分类原则,本文把样本公司划分为股东导向 Shfocus、员工导向 Empfocus、客户导向 Cusfocus、公益导向 Phifocus 和无导向 Nofocus 5 个组别,分别使用 5 个虚拟变量来代表各组别公司。

模型的控制变量主要根据以往的相关研究文献选取,包括规模 Size(营业收入自然对数)、风险 Lev(资产负债率)、盈利能力 ROA(资产净利率)、年龄 Age(公司成立年数)、实际控制人性质 Gov、年份 Year 和行业 Ind,其中后 3 个变量使用虚拟变量形式。

2. 样本选择和数据来源

本文手工收集我国上市公司发布的 2008 年至 2010 年社会责任报告,<sup>⑨</sup>共计 1279 份,以这些公司为初选样本,执行以下筛选程序:(1)剔除金融公司样本(24 个);(2)剔除 B 股或 H 股公司样本(25 个);(3)剔除市场交易数据缺失的公司样本(10 个);(4)剔除实际控制人变更的公司样本(34 个);(5)剔除出现社会责任负面事件的公司样本(3 个)。经筛选后,本文共取得 481 家公司在 3 年内的 1183 个非平衡面板数据。<sup>⑩</sup>

然后,本文从以下渠道收集样本公司在股东、员工、客户和公益 4 个维度的奖项信息:(1)公司在社会责任报告(或可持续发展报告)和财务年报中自行披露的奖项;(2)公司在网络主页“成长大事记”、“荣誉和奖项”等栏目中列举的奖项;(3)使用谷歌、百度等中文引擎搜索公司的相关信息,包括正面和负面信息,<sup>⑪</sup>并将有负面信息的公司删除;(4)使用谷歌、百度等补充上述步骤取得奖项的缺失信息,如所属年份、评奖机构和标准说明等。在取得这些信息后,笔者将奖项名称、所属年份、评奖机构和标准说明汇集归类,在暨南大学、华南理工大学等高校征求 16 名财务、管理学专家的意见,按评奖机构级别和奖项影响力标准将奖项区分为 4 个级别,分别赋值 1 到 4,作为公司在各维度的投入水平指标。

因变量 TobinQ 和控制变量数据均来自于 CSMAR 数据库和上市公司年报。

3. 描述性统计

表 2 是各维度的投入水平指标在 2008-2010 年的描述性统计结果,投入水平均值按从高到低排序分别是客户投入(2.393)、员工投入(1.766)、股东投入(1.763)和公益投入(1.451)。客户投入均值最高,说明样本公司最关注那些与客户、产品有关的领域,这与企业是提供产品和服务的经济组织的性质相符,亦与贺小刚等<sup>[31]</sup>

对我国 197 家公司的调查所显示的企业履行社会责任的情况排序相一致。股东与员工投入的均值居于 4 个维度的中间,且两者数值相差非常小,说明样本公司可能把股东和员工看做重要性相似的利益相关者,在 2 个维度投入的资源量相当。公益投入的均值最小,说明与客户、员工和股东相比,社区(居民)对公司的重要性较低,这与社区与公司的关系距离较远、公益投入的回报方式和时点不确定等原因有关。由于不同维度的投入存在明显水平差异,单一的平均投入水平指标是不能准确描绘样本公司的社会责任投入政策的,这凸显了投入集中度和偏重方向指标的使用必要性。

表 2 分维度社会责任投入水平的描述性统计

年份	样本数量	股东投入 ShCR		客户投入 CusCR		员工投入 EmpCR		公益投入 PhiCR	
		均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
2008	382	1.749	1.050	2.283	1.273	1.744	1.102	1.555	0.983
2009	405	1.793	1.075	2.388	1.237	1.758	1.086	1.437	0.903
2010	396	1.748	1.015	2.505	1.209	1.796	1.150	1.364	0.798
总计	1183	1.763	1.046	2.393	1.242	1.766	1.112	1.451	0.900

为了缓解异常值的影响,对模型的连续变量在其分布的第 1 和 99 百分位上的观察值进行缩尾处理,表 3 是缩尾处理后各指标的描述性统计结果。而且,所有自变量的 Pearson 相关系数都不超过 0.6,说明模型不存在严重的多重共线性问题。

表 3 模型使用变量的描述性统计

变量简称	样本数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
TobinQ	1183	2.222	1.511	1.72	0.848	8.929
VARCR	1183	1.122	0.885	1	0	3
AVECR	1183	1.843	0.668	1.75	1	4
ROA	1183	0.059	0.057	0.048	-0.091	0.452
Lev	1183	0.504	0.187	0.515	0.077	0.857
Size	1183	21.988	1.485	21.865	18.667	25.602
Age	1183	13.051	4.260	13	3	24
Gov	1183	0.686	0.464	/	0	1

4. 统计结果与分析

由于样本符合“大 N 小 T”的非平衡面板数据特征,需要重点考虑截面相关和异方差问题,因此本文使用 Bootstrap 重复抽样技术<sup>⑫</sup>进行 Hausman 检验后,选择面板随机效应模型,再根据 Bootstrap 稳健标准误来对模型参数进行假设检验。表 4 是拟合结果。在表 4 中,模型 1 和 2 单独考察投入平均水平 AVECR 与 TobinQ 的关系。尽管加入 AVECR 平方项后,模型 2AVECR 系数的 P 值较模型 1 有了较大的下降(一次项系数的 P 值从 0.960 下降至 0.120,二次项系数的 P 值是 0.102),但仍未能达到 0.1 的显著水平。在单独考察投入集中度的影响时,模型 3 亦显示 VARCR 与 TobinQ 间不存在显著关系。然而,当模型 4 同时加入 VARCR、AVECR 和 AVECR<sup>2</sup> 3 个指标

后, 变量系数的显著性大大提高, 其中 VARCR 与 TobinQ 显著正相关 (0.05 水平), AVECR 显著负相关 (0.01 水平), AVECR<sup>2</sup> 显著正相关 (0.01 水平)。

模型 4 的结果显示, 在其他条件相同的情况下, 投入水平 AVECR 与公司价值 TobinQ 呈现明显的 U 型曲线关系: 当 AVECR 等于  $2.28 (= \frac{0.774}{2 \times 0.170})$  时, TobinQ 取得最小值; 当 AVECR 小于 2.28 时, TobinQ 随着 AVECR 增加而降低; 当 AVECR 大于 2.28 时, TobinQ 随着 AVECR 增加而增加。这表明, 与投入水平中等的企业相比, 采用较高投入或较低投入水平政策的企业能够取得相对较高的价值回报, 结果支持假设 1。投入水平与公司价值之间呈非线性 U 型关系, 这与 Brammer 等的实证研究<sup>[32]</sup> 结果相一致, 说明高投入企业能够在利益相关者眼中形成与其他企业的差异化, 增强了利益相关者对企业的正面判断, 促使他们与企业进行更积极的交易; 低投入企业可以节约资源用于传统项目, 这同样能增加公司价值; 但那些处于投入水平中间的企业, 既不能节约资源, 也不能形成差异化, 因而价值较低。

在其他条件相同情况下, 投入集中度 VARCR 与公司价值 TobinQ 显著正相关, 说明采用集中化投入政策的企业的价值要较采用均衡化投入政策的企业高。这是因为, 前者依照筛选标准选择需要重点关注的利益相关者, 有目的地将资源集中投放他们身上, 以高强度信号影响他们对企业的判断。与此同时, 利益相关者从高强度信号中形成企业对自己相对重视的感知, 促使他们更乐意、更有效地进行回报交易。而后者没有清晰区分利益相关者的重要性, 资源的较均匀分配可能会导致企业对某一类相对不重要的利益相关者投入过高, 但对另一类相对重要的利益相关者投入不足, 最终造成资源配置的低效率。结果支持假设 2。

而且, 相较于模型 1、2 和 3, 在模型 4 中, 只有当投入水平和投入集中度指标同时进入模型时, 两者才显示出与 TobinQ 的显著关系, 说明企业需要将社会责任资源在不同维度中权衡配置, 同时选择较高投入集中度和较高投入水平的企业, 或同时选择较高投入集中度和较低投入水平的企业, 其价值较高; 那些只考虑投入水平, 或只考虑投入集中度的社会责任投入政策都是不完整<sup>④</sup>的, 它们与公司价值的关系不显著。

应当注意的是, 虽然实证结果证实了采用高投入或低投入水平政策的企业价值较高, 但这并不意味着企业能够采取零投入水平政策, 也不意味着企业可以在高投入和低投入水平政策两者中作自由选择。根据利益相关者压力理论, 每一类利益相关者群体都对企业寄予特定的期望, 因此都有着对企业满足其期望的最低要求。如 Bhattacharya 等、Trudel 等的调查发现, 消费者会谴责、

严惩那些他们认为是不道德的企业行为。<sup>[14,24]</sup> 为了避免出现诸如耐克公司“血汗工厂”运动等负面事件的严重后果, 企业应当关注和及时回应不同利益相关者的期望,<sup>[15,22]</sup> 这就需要企业投入相当数量的资源。换言之, 只有在满足利益相关者期望的前提下, 低投入水平政策的成本优势才会产生作用。而且, 如前文所述, 企业需要在对外部竞争环境、利益相关者重要性和内部资源能力进行充分分析基础上, 做出应采用高投入还是低投入水平政策的决定。由于行业特征在很大程度上决定了企业面临的竞争环境、利益相关者压力和资源充裕程度, 社会责任政策应具有一定的持续性。此外, 随着企业的成长, 其资源能力逐步加强, 规模的增大进一步提升了外界能见度,<sup>[14]</sup> 促使利益相关者更加关注企业的社会责任表现, 这时高投入水平政策可能是一个较合适的选择。

模型 5 在模型 4 的基础上加入了投入偏重方向虚拟变量, 其中模型 5a-5e 分别是以 5 个不同偏重方向组别为基础组的同一个模型的 5 个表达式。模型 5a 以无导向组 Nofocus 为基础组, 4 个代表偏重方向的虚拟变量的系数都不显著, 说明采用投入偏重方向政策的公司与无偏重方向公司间不存在显著的价值差异。在模型 5b-5e 中, 只有公益导向组显示出较其他组别高且显著的价值差异, 其中公益导向组的 TobinQ 比员工导向组显著高 0.250, 比客户导向组显著高 0.215。模型结果部分支持了假设 3。

有着投入偏重方向的公司与无偏重方向公司间不存在显著的价值差异, 其中可能的原因有: 一是管理者的个人特征会影响他对利益相关者的重要性判断。陈宏辉等根据我国 22 家公司的 67 位员工的实地访谈结果和 423 份调查资料发现, 女性较男性将“社区”的排序明显靠前; 41 岁以上的员工对“社区”的排序比中青年职工靠前, 但前者将“股东”、“消费者”的排序比后者靠后; 工作不到 1 年的员工将“员工”排序靠前, 工作 20 年以上的员工对“社区”的认同感更强, 但将“股东”、“消费者”的排序明显靠后等等。<sup>[35]</sup> Ma 等发现, 中国私营企业主利用捐赠社会福利和政府项目来取得政协委员或人大代表席位, 以提高自身的社会地位。<sup>[36]</sup> Barnea 等也发现, 部分管理者将社会责任作为实现自我价值的途径, 追求“暖光效应”。<sup>[37]</sup> 可见, 管理者对利益相关者的重要性判断可能带有浓厚的个人色彩, 不完全站在企业角度来进行投入方向决策。<sup>⑤</sup> 二是部分企业在投入方向选择上存在相当大的盲目性。如徐莉萍等研究上市公司在汶川地震时期的捐赠表现, 发现许多公司没有把捐赠提升至战略高度, 往往做应付性的、拍脑袋式的定性决策, 缺乏深入细致的定量分析, 即使这些企业不断增加资源投入, 也不可能取得较高的战略利益。<sup>[38]</sup>

主题文章

表4 社会责任投入变量与公司价值关系的回归结果

TobinQ	1	2	3	4	5a	5b	5c	5d	5e	
AVECR	-0.002 [0.960]	-0.312 [0.120]		-0.774*** [0.010]	-0.780** [0.011]	-0.780** [0.011]	-0.780** [0.011]	-0.780** [0.011]	-0.780** [0.011]	
AVECR <sup>2</sup>		0.076 [0.102]		0.170*** [0.009]	0.171** [0.011]	0.171** [0.011]	0.171** [0.011]	0.171** [0.011]	0.171** [0.011]	
VARCR			0.009 [0.763]	0.099** [0.032]	0.112** [0.018]	0.112** [0.018]	0.112** [0.018]	0.112** [0.018]	0.112** [0.018]	
Shfocus					0.065 [0.502]		0.160 [0.213]	0.124 [0.229]	-0.091 [0.516]	
Empfocus						-0.094 [0.321]	-0.160 [0.213]		-0.250** [0.044]	
Cusfocus					-0.059 [0.337]	-0.124 [0.229]	0.037 [0.717]		-0.215* [0.050]	
Phifocus					0.156 [0.110]	0.091 [0.516]	0.250** [0.044]	0.215* [0.050]		
Nofocus							-0.065 [0.502]	0.094 [0.321]	0.059 [0.337]	-0.156 [0.110]
ROA	7.262*** [0.000]	7.332*** [0.000]	7.244*** [0.000]	7.262*** [0.000]	7.250*** [0.000]	7.250*** [0.000]	7.250*** [0.000]	7.250*** [0.000]	7.250*** [0.000]	
LEV	-1.245*** [0.000]	-1.219*** [0.000]	-1.249*** [0.000]	-1.231*** [0.000]	-1.231*** [0.000]	-1.231*** [0.000]	-1.231*** [0.000]	-1.231*** [0.000]	-1.231*** [0.000]	
Size	-0.288*** [0.000]	-0.292*** [0.000]	-0.289*** [0.000]	-0.293*** [0.000]	-0.299*** [0.000]	-0.299*** [0.000]	-0.299*** [0.000]	-0.299*** [0.000]	-0.299*** [0.000]	
Age	-0.039*** [0.001]	-0.038*** [0.002]	-0.039*** [0.001]	-0.038*** [0.002]	-0.038*** [0.002]	-0.038*** [0.002]	-0.038*** [0.002]	-0.038*** [0.002]	-0.038*** [0.002]	
Gov	-0.198* [0.062]	-0.192* [0.070]	-0.199* [0.059]	-0.185* [0.080]	-0.175 [0.102]	-0.175 [0.102]	-0.175 [0.102]	-0.175 [0.102]	-0.175 [0.102]	
Year <sub>2006</sub>	1.007*** [0.000]	1.010*** [0.000]	1.007*** [0.000]	1.012*** [0.000]	1.013*** [0.000]	1.013*** [0.000]	1.013*** [0.000]	1.013*** [0.000]	1.013*** [0.000]	
Year <sub>2010</sub>	1.035*** [0.000]	1.039*** [0.000]	1.036*** [0.000]	1.041*** [0.000]	1.047*** [0.000]	1.047*** [0.000]	1.047*** [0.000]	1.047*** [0.000]	1.047*** [0.000]	
Ind <sub>1-20</sub>	有	有	有	有	有	有	有	有	有	
截距	8.750*** [0.000]	9.104*** [0.000]	8.761*** [0.000]	9.492*** [0.000]	9.626*** [0.000]	9.692*** [0.000]	9.532*** [0.000]	9.568*** [0.000]	9.782*** [0.000]	
样本数	1183	1183	1183	1183	1183	1183	1183	1183	1183	
Wald Chi <sup>2</sup>	702.0***	719.3***	716.3***	722.6***	753.4***	753.4***	753.4***	753.4***	753.4***	

注：(1) 系数值的下方括号内是面板随机效应模型的回归系数的 p 值；(2) \*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 0.1、0.05、0.01 水平上显著

公益导向公司的 TobinQ 要比员工、客户导向公司高，可能的原因有两方面：一方面，随着《反垄断法》(2007)、《食品安全法》(2009)、新《劳动合同法》(2008) 等法规的陆续修订和颁布，我国消费者和劳动者权益保护的制度环境逐步完善，员工和消费者维护自身权益的意识不断提高，<sup>[39]</sup> 一些不负责任的企业遭致员工和消费者的负面回应。同时，随着消费者和员工对企业期望的提高，他们回报企业的界限点 k 也会随之提升，这意味着企业要投入更多资源才能取得和原来相同的回报。另一方面，在 2008-2010 年间，社会公众对公益捐赠的敏感度大大增加。徐莉萍等发现，舆论压力明显提高了公司的捐赠可能性，且该影响在那些产品与消费者直接接触的公司中更为显著，<sup>[38]</sup> 这说明当社会舆论把捐赠作为企业社会责任的主要表现时，增加公益投入能够提高企业信誉，缓和公众对频频爆发的负面事件的犯意归因，促使利益

相关者对公司进行积极的回报交易。在上述因素的共同作用下，公益导向公司与客户、员工导向公司间表现出显著的价值差异。

5. 稳健性检验

为了检验模型结果的可靠性，本文进行了三项稳健性检验：一是借鉴 Hillman 等<sup>[30]</sup> 等学者的研究，以样本公司的社会责任报告为依据，使用内容分析法构建各维度投入的社会责任指数，来代替本文使用的奖项指标；二是借鉴文献常用的市场集中度指标——赫芬达尔—赫希曼指数的原理构建另一个投入集中度指标，来代替本文的 VARCR 指标；三是将样本公司按行业竞争程度划分为高度和低度竞争行业组，检验模型结果在不同行业组中的稳定性。稳健性检验的结果与表 4 的结果基本一致，为本文研究提供了进一步的实证证据。<sup>⑥</sup>

四、研究结论

本文从资源投入角度构建一个全新的社会责任政策的决策框架，从投入水平、投入集中度和投入偏重方向 3 个角度为企业的社会责任政策进行定位，并设计衡量社会责任政策的立体化指标体系，借鉴资源基础理论、社会责任交易观等多个层面的理论，探讨不同社会责任政策对公司价值的影响，然后使用上市公司数据对价值效应模型进行检验。实证研究发现：(1) 在投入集中度相同时，投入水平与公司价值呈 U 型曲线关系，选择较高或较低投入水平政策的企业能取得相对较高的价值回报；(2) 在投入水平相同时，投入集中度与公司价值呈正相关关系，集中化投入企业的价值要较均衡化投入企业高；(3) 投入水平和集中度 2 个指标需要同时进入模型，才显示出与公司价值的显著关系，这说明企业需要将资源在不同社会责任维度中权衡配置，选择合适的投入水平和投入集中度政策组合的企业价值较高；(4) 投入偏重方向政策与公司价值的关系不确定，它不仅与利益相关者的回报交易方式和时点有关，还可能受到企业内部决策者的个体特征和外部制度环境等因素的影响。

上述研究结论对当前的理论研究和企业实践有以下启示：就理论研究而言，以往研究者通常只关注企业履行社会责任的行为水平高低，却忽略了资源在不同社会责任维度间的投入水平差距，过于平面化地量化企业社会责任，也就难以全面、准确地捕捉企业社会责任对价值的影响，这可能是目前企业社会责任的价值相关性研究中结论不确定的一个重要原因。本文提出使用一个立体化指标体系，将投入水平、投入集中度和投入偏重方向 3 个指标同时引入社会责任与公司价值的关系模型中，从资源投入的角度研究社会责任政策的价值效应，为未来的社会责任研究提出一个新的思路。而且，本文

结果显示,社会责任政策与公司价值关系明确且显著,是当前利益相关者工具理论和企业社会责任理论研究的一个有价值的补充。

就企业实践而言,由于社会责任投入存在收益门槛效应,收益率函数  $i(W)$  的分段特征,说明并非所有的社会责任投入都能够同比例地提升公司价值,资源投入水平、投入集中度和投入偏重方向都会对社会责任的效应产生重要的影响,这凸显了企业社会责任科学决策的必要性。在有限资源的条件下,管理者不仅需要确定资源投放社会责任领域的数量水平,而且还必须在社会责任资源的具体投入方向及各个社会责任维度的相对投入水平上进行权衡抉择,才能更有效地应对来自不同利益相关者的压力,并获取他们的交易回报。三维决策框架的构建有助于管理者主动地分析、评估企业的内外部环境和能力,选择与其经营战略相匹配的、且能够最大化公司价值的社会责任政策。

在具体操作方面,由于在不同的行业中,企业所面临的外部竞争环境、利益相关者重要性,以及所拥有的内部资源能力不同,社会责任决策的关键是在综合考虑多方因素后,找到适合企业自身、彰显差异化优势的政策定位。例如,本文的研究发现高投入水平政策不一定适合所有企业,一些企业在关注和及时回应利益相关者的期望后,将剩余资源节约用于传统投资项目,可以通过成本优势获取较高的价值回报;资源量不足的企业可以借助集中化投入政策更好地维系和改善与重要利益相关者的关系;制度环境变化会通过影响利益相关者对社会责任投入行为的感知和期望来增强或弱化社会责任政策与公司价值的关系等等。因此,管理者需要制定一套规范的决策程序,从利益相关者的重要性判断、企业的环境和能力评估,到投入方案的拟订和执行,再到方案控制和后续评估,防止模仿性和盲目性的社会责任投入行为,在回应利益相关者期望、避免负面事件发生的同时,提高社会责任政策的有效性。

## 参考文献

- [1] Melo, T., Garrido-Morgado, A.. Corporate Reputation: A Combination of Social Responsibility and Industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2012, 19(1): 11-31.
- [2] Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., Walsh, J. P.. Does It Pay to Be Good? A Meta-analysis and Redirection of Research on the Relationship between Corporate Social and Financial Performance. Working Paper, Boston: Harvard Business School, 2007.
- [3] Lindgreen, A., Swaen, V., Johnston, W. J.. Corporate Social Responsibility: An Empirical Investigation of US Organizations. *Journal of Business Ethics*, 2009, 85(2): 303-323.
- [4] Wood, D. J.. Measuring Corporate Social Performance: A Review. *International Journal of Management Reviews*, 2010, 12(1): 50-84.
- [5] Pelozo, J.. The Challenge of Measuring Financial Impacts from Investments in Corporate Social Performance. *Journal of Management*, 2009, 35(6):1518-1541.
- [6] Waddock, S. A., Graves, S. B.. The Corporate Social Performance Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*, 1997, 18(4):303-319.
- [7] Carroll, A. B.. The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons*, 1991, 34(4): 39-48.
- [8] Clarkson, M. E.. A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*, 1995, 20(1): 92-117.
- [9] Mitchell, R. K., Agle, B. R., Wood, D. J.. Toward A Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts. *Academy of Management Review*, 1997, 22(4): 853-886.
- [10] Murray, K. B., Vogel, C. M.. Using a Hierarchy-of-Effects Approach to Gauge the Effectiveness of Corporate Social Responsibility to Generate Goodwill Toward the Firm: Financial Versus Nonfinancial Impacts. *Journal of Business Research*, 1997, 38(2):141-159
- [11] Godfrey, P. C., Merrill, C. B., Hansen, J. M.. The Relationship between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis. *Strategic Management Journal*, 2009, 30(4): 425-445.
- [12] Sheth, J. N., Newman, B. I., Gross, B. L.. Why We Buy What We Buy: A Theory of Consumption Values. *Journal of Business Research*, 1991, 22(2): 159-170.
- [13] 龙文滨, 宋献中. 社会责任投入增进价值创造的路径与时点研究——一个理论分析. *会计研究*, 2013, (12):60-64.
- [14] Bhattacharya, C.B., Sen, S.. Doing Better at Doing Good: When, Why, and How Consumers Respond to Corporate Social Initiatives. *California Management Review*, 2004, 47(1):9-24.
- [15] McWilliams, A., Siegel, D.. Creating and Capturing Value: Strategic Corporate Social Responsibility, Resource-based Theory, and Sustainable Competitive Advantage. *Journal of Management*, 2011, 37(5):1480-1495.
- [16] Eisenberger, R., Huntington, R., Hutchison, S., Sowa, D.. Perceived Organizational Support. *Journal of Applied Psychology*, 1986, 71(3): 500-507.
- [17] Rhoades, L., Eisenberger, R.. Perceived Organizational Support: A Review of the Literature. *Journal of Applied Psychology*, 2002, 87(4): 698.
- [18] Stinglhamber, F., Vandenberghe, C.. Organizations and Super-

主题文章

- visors as Sources of Support and Targets of Commitment: A Longitudinal Study. *Journal of Organizational Behavior*, 2003, 24(3): 251-270.
- [19] Russell, D. W., Russell, C. A.. Here or There ? Consumer Reactions to Corporate Social Responsibility Initiatives: Egocentric Tendencies and Their Moderators. *Market Letters*, 2010, 21(1): 65 -81.
- [20] Megicks, P., Memery, J., Williams, J.. Influences on Ethical and Socially Responsible Shopping: Evidence From the UK Grocery Sector. *Journal of Marketing Management*, 2008, 24(5/6): 637-659.
- [21] Singh, J., de los Salmones Sanchez, M. D. M. G., del Bosque, I. R.. Understanding Corporate Social Responsibility and Product Perceptions in Consumer Markets: A Cross-cultural Evaluation. *Journal of Business Ethics*, 2008, 80(3):597-611.
- [22] Peloza, J., Shang, J.. How Can Corporate Social Responsibility Activities Create Value for Stakeholders? A Systematic Review. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 2011, 39(1): 117-135.
- [23] Auger, P., Burke, P., Devinney, T. M., Louviere, J. J.. What Will Consumers Pay for Social Product Features? *Journal of Business Ethics*, 2003, 42(3): 281-304.
- [24] Trudel, R., Cotte, J.. Does It Pay to be Good. *MIT Sloan Management Review*, 2009, 50(2): 61-68.
- [25] Freeman, R. E., Harrison, J. E., Wick, A. C.. *Managing for Stakeholders: Survival, Reputation, and Success*. New Haven, CT: Yale University Press, 2007.
- [26] Fineman, S., Clarke, K.. Green Stakeholders: Industry Interpretations and Response. *Journal of Management Studies*, 1996,33(6): 715-730.
- [27] Sharma, S., Henriques, I.. Stakeholder Influences on Sustainability Practices in the Canadian Forest Products Industry. *Strategic Management Journal*, 2005, 26(2): 159-180.
- [28] Wright, P., Ferris, S.P., Hiller, J. S., Kroll, M.. Competitiveness Through Management of Diversity: Effects on Stock Price Valuation. *Academy of Management Journal*, 1995, 38(1): 272-287.
- [29] McWilliams, A., Siegel, D.. Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues. *Academy of Management Journal*, 1997, 40(3): 626-657.
- [30] Hillman, A. J., Keim, J. D.. Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line? *Strategic Management Journal*, 2001, 22(2): 125-139.
- [31] 贺小刚, 陆一婷. 公司社会责任与价值创造: 基于社会调查的数据分析. *科学经济社会*, 2008, 26(3):62-69.
- [32] Brammer, S., Millington, A.. Does It Pay to be Different? An Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance. *Strategic Management Journal*, 2008, 29(1):1325 -1343.
- [33] Efron, B.. Bootstrap Methods: Another Look at Jackknife. *The Annals of Statistics*, 1979, 7(1): 1-26.
- [34] Cameron, A. C., Trivedi, P. K.. *Microeconometrics Using Stata*, College Station, TX: Stata Press. 2009.
- [35] 陈宏辉, 贾生华. 企业利益相关者三维分类的实证分析. *经济研究*, 2004, (4):80-90.
- [36] Ma, D., Parish, W. L.. Tocquevillian Moments: Charitable Contributions by Chinese Private Entrepreneurs. *Social Forces*, 2006, 85(2): 943-964.
- [37] Barnea, A., Rubin, A.. Corporate Social Responsibility as A Conflict between Shareholders. *Journal of Business Ethics*, 2010, 97(1): 71-86.
- [38] 徐莉萍, 辛宇, 祝继高. 媒体关注与上市公司社会责任之履行——基于汶川地震捐款的实证研究. *管理世界*, 2011,(3):135-143.
- [39] 钱玉文. 消费者权的确立与演变——制度变迁视角的解读. *现代法学*, 2010,32(1):74-85.

注释

- ① Clarkson 和 Mitchell 等将主要利益相关者定义为“将人力或财务资本, 或其他有价值品投入企业中, 因而承担某种风险的群体, 企业没有他们就无法生存下去”。<sup>[8,9]</sup> 一般而言, 一个企业典型的主要利益相关者包括股东(投资者)、员工、客户、社区和自然环境。<sup>[8]</sup>
- ② 在三个社会责任指标中,“投入偏重方向”指标指明公司内部社会责任资源分配的侧重维度。例如, A 公司采用高水平、集中化和偏重员工的社会责任政策, B 公司采用高水平、均衡化和偏重股东的社会责任政策, 这说明虽然 A、B 公司都将较高比例的资源投放社会责任, 但 A 公司选择将资源集中投放某一或某些少数维度, 其中员工维度获得显著高于其他任何维度的资源量, 而 B 公司选择将资源较均匀地投放各个维度, 且在上述维度中, 股东维度获得的资源量仍然较其他任何维度高。管理者在实务中可以根据实际显著性来判断企业在不同投入方向上是否存在显著的水平差异。例如, 事先确定一个偏差指标, 如绝对偏差(投入水平最高的两个维度的投入水平之差)或相对偏差(绝对偏差除以年销售收入)的界限值, 超过该界限值的为显著, 否则为不显著。界限值可以根据企业所处行业的竞争环境、利益相关者的重要性, 以及内部资源能力等因素来确定。
- ③ 为了比较和检验传统经营项目与社会责任项目的经济后果, 本文假设两类投入的界限是可以分离的。借鉴西方学者的研究, 划分社会责任项目的基本原则可设计为: 资源投入的目标或出发点是满足利益相关者的需要(Serve Stakeholder Interests)而非公司主体的经济利益(Serve The Bottom-line)。管理者在实际应用时可以根据这一原则, 并采用排除法来进行区分, 如与 KLD 指数或其他权威社会责任指数的具体构成指标相关的资源投入是社会责任项目投入, 否则为传统经营项目投入。
- ④ 由于行业特征在很大程度上决定了利益相关者的重要性, 本

文在假设 2 的论证中, 假定利益相关者在不同行业中的相对地位呈稳态。在某些特殊情况下, 如 2008 年的汶川地震, 利益相关者的相对地位可能会发生变化, 但本文认为, 这种变化带来的风险主要体现在投入偏重方向政策上。管理者可以根据利益相关者的相对地位变化调整投入偏重方向, 但仍需要使用集中化投入来获取差异化优势。

- ⑤ 尽管重要利益相关者对企业的交易回报还可能源自于企业在其他社会责任维度的投入, 如以提高客户使用安全为目的的某项技术改进因同时有利于员工的健康和福利, 能够促使员工更努力地工作, 又如企业的慈善捐赠或环境表现会正向地影响消费者的购买倾向,<sup>[19]</sup> 但笔者认为, 这种影响是辅助性的, 企业对利益相关者本身的投入才是该类利益相关者获取对企业判断的信息、形成回报交易依据的主要来源。<sup>[13]</sup> 以消费者行为为例, 尽管市场上存在社会责任偏好型消费者, 但完全依据社会责任偏好来决定实际购买行为的消费者在所有消费者群体中占据的比例较少。如 Megicks 等、Singh 等调查发现, 虽然消费者关注环境保护、慈善捐赠等社会责任, 但产品服务、质量、研发和创新等是最刺激消费者购买的因素。<sup>[20,21]</sup> 而且, 即使消费者正面看待环保、慈善等利他型的社会责任行为, 但当他们真正购买时, 会优先选择那些产品责任水平高的企业。<sup>[22]</sup> Auger 等、Trudel 等的调查甚至还发现, 消费者不会因为企业额外的社会责任投入牺牲对产品质量和性能的最低要求, 也不会因为企业使用对环境有利的生产技术而接受较高的产品溢价。<sup>[23,24]</sup>
- ⑥ 因数据来源的限制, 本文使用的非平衡面板数据只有三年时序, 不适宜进行动态面板数据模型的 GMM 估计, 因此模型设计主要考察社会责任投入政策与公司价值的同期关系。但为了避免模型出现同时性偏差和内生性问题, 笔者进行了面板 VAR 格兰杰因果检验, 结果显示, 社会责任投入是公司价值的格兰杰原因, 但公司价值不是社会责任投入的格兰杰原因, 这说明社会责任投入政策和公司价值间不存在反向或双向效应。由于篇幅关系, 本文没有列示格兰杰因果检验的结果, 可按读者要求提供。
- ⑦ 因数据来源的限制, 本文选择股东、客户、员工和公益四个维度的资源投入进行社会责任政策与公司价值关系的实证研究。根据 Carroll 等学者的观点, 对这四个重要利益相关者维度的社会责任研究, 应该能概括目前大多数企业的社会责任的基本状况。<sup>[7]</sup>
- ⑧ 根据这一条件, 本文没有将那些无明确评价对象的、综合类的奖项包含在内, 如美国《财富》杂志的“世界 500 强企业”“中国公司 100 强”“中国最受尊敬公司”;《第一财经日报》的“杰出企业奖”;《南方周末》的“上市公司企业社会责任榜”和“中国国有上市企业社会责任榜”等。
- ⑨ 本文对投入水平指标的度量主要根据公司在某一社会责任维度所取得奖项的最高层次, 而不是奖项的数量多少来确定, 这不仅是因为公司取得上一级奖项的资源投入量和难度要远大于取得下一级奖项, 而且取得上一级奖项的公司一般也会

同时取得同一维度的较低级别奖项。例如, 在本文 1183 个样本中, 所有取得一级奖项的公司都在同一年份的相应维度取得一个或一个以上的二级奖项。

- ⑩ 上市公司的社会责任报告主要来源于上海证券交易所 (www.sse.com.cn)、深圳交易所 (www.szse.cn) 和企业社会责任中国网 (www.csr-china.net), 部分附于财务年报之后的社会责任报告来源于巨潮资讯网 (www.cninfo.com.cn), 少数报告从上市公司的官方网站下载或使用谷歌、百度等中文引擎搜索获得。
- ⑪ 本文的研究样本未包含没有发布社会责任报告的公司, 主要原因是研究者很难取得这些公司的社会责任投入数据, 也就不能确定它们的社会责任投入情况, 更不能从投入情况中判断它们所采用的社会责任政策, 以及社会责任政策的价值效应。除了少数不满足上述筛选条件的公司外, 本文将发布 2008-2010 年社会责任报告的公司均包含在研究样本内, 不同样本公司所采用的社会责任政策存在相当大的差异, 如投入水平从低到高, 较好地满足了在可取得数据范围内的模型样本测试的要求。
- ⑫ 使用的搜索步骤和关键词如下: 步骤一, 使用“公司简称”“证券代码”“公司全称”为关键词进行搜索; 步骤二, 在步骤一结果的基础上, 以“奖”“称号”“表彰”“典礼”等关键词搜索正面信息; 步骤三, 重复步骤一, 在其基础上, 以“罚款”“处罚”“诉讼”“纠纷”“争议”等关键词搜索负面信息。
- ⑬ Bootstrap 重复抽样技术由 Efron 在 1979 年提出, 指“通过从原始样本中执行多次可重复抽样来计算统计量的标准误”。<sup>[31]</sup> 相对于传统的统计推断方法 (通常会假设干扰项的分布特征), 该方法只需要假设观测样本是从母体中随机抽取的即可, 可以适用于大 N 小 T 的面板数据, 且 Bootstrap 后得到的标准误是“异方差一截面相关”稳健型估计量。<sup>[34]</sup> STATA12.0 软件的回归分析命令支持 Bootstrap 选项。
- ⑭ 例如, 即使一些企业选择相同的投入水平政策 (如都选择较高投入水平政策), 但若他们的投入集中度政策不同, 价值回报也会存在差异, 即同时选择较高投入集中度的企业要比选择较低投入集中度的企业价值高。同样, 即使一些企业选择相同的投入集中度政策 (如都选择较高投入集中度政策), 但若他们的投入水平政策不同, 价值回报也会存在差异, 即同时选择较高或较低投入水平的企业要比选择中等投入水平的企业价值高。因此, 那些只考虑投入水平, 或只考虑投入集中度的社会责任投入决策都是不完整的。
- ⑮ 本文使用已有文献中其他学者的实地调查研究结论作为模型拟合结果的解释, 没有将管理者的个人特征变量加入模型中, 主要原因是社会责任决策者通常是企业的中层管理者, 而上市公司不会详细公开披露中层管理者的个人特征数据, 这限制了该类变量在经验研究中的使用。例如, 根据课题组对广东省房地产企业履行社会责任情况的实地调查, 有社会责任决策权的管理者一般是公共关系、人力资源或财务等部门的经理, 而非高级管理层。
- ⑯ 因篇幅原因, 本文没有列示稳健性检验的结果, 可按读者要求提供。

主题文章

**作者简介** 龙文滨, 广东技术师范学院会计学院副教授、博士, 研究方向为财务理论与机制; 宋献中, 暨南大学管理学院教授、博士生导师、博士, 研究方向为财务管理与资本运营、企业社会责任会计

**CSR Investment Decision-making and Its Effects on Firm Value: A Research from the Perspective of Resource Investment**

Long Wenbin<sup>1</sup>, Song Xianzhong<sup>2</sup>

1. School of Accounting, Guangdong Polytechnic Normal University; 2. School of Management, Jinan University

**Abstract** From the perspective of resource investment, this article designs an internal decision-making framework of Corporate Social Responsibility (CSR), through which a company adopts its specific CSR policies to distribute resources. Meanwhile, this paper constructs three-dimensional measurement indicators, including resource investment level, investment concentration and investment focus policy, and analyses the effects of different CSR policies on firm value on the basis of multiple theories of different levels, such as the theory of Stakeholder Salience, Resource Based View, Exchange View of CSR, and so on. By using a panel data set of 1183 samples of 481 listed companies in China, this paper examines the relationship hypothesis between the CSR policies and firm value. It finds that: (1) the relationship between investment level policy and firm value is non-linear, i.e., a higher or lower level of CSR investment policy is able to achieve a relatively high value in return; (2) the investment concentration policy is significantly positive in relation to firm value, i.e., the value of a company with a more centralized investment policy is higher than those with a more balanced investment policy; (3) managers should conduct a tradeoff when they distribute resources among different CSR fields, and select an appropriate investment level and concentration policy mix in order to create a higher firm value; (4) the relationship between the investment focus policy and firm value is uncertain, since it may be influenced by various internal and external institutional factors. The result of this paper has the following important implications: first, in theory, the traditional way of CSR measurement from a single quantity dimension may be one of the major contributions to the equivocal, contradictory and inconclusive results of current empirical studies. A three-dimensional measurement indicator system can more accurately capture the effect of CSR investment on firm value. Second, in practice, since a threshold effect exists in the revenue function of the CSR investment, the same unit of CSR resource input doesn't lead to the same percentage of value creation, which indicates the necessity of CSR investment decision-making for the managers.

**Key Words** Corporate Social Responsibility (CSR) Policy; Decision-making Framework; Resource Investment; Firm Value

(上接第 18 页)

注释

① 上市公司企业社会责任水平的相关数据来自于和讯网上市公司企业社会责任报告 <http://stockdata.stock.hexun.com/zrbg/Plate.aspx>。

**作者简介** 贾兴平, 上海交通大学安泰经济与管理学院博士研究生, 研究方向企业社会责任、渠道治理; 刘益, 上海交通大学安泰经济与管理学院教授、长江学者、博士生导师, 研究方向渠道治理、服务外包、企业社会责任

**External Environment, Internal Resource, and Corporate Social Responsibility**

Jia Xingping, Liu Yi

Antai College of Economics & Management, Shanghai Jiao Tong University

**Abstract** Despite the corporate social responsibility is a hot topic in current business practices and large numbers of research on the antecedents of the corporate social responsibility, there have been confusions on how external environment and internal resource impact on companies dealing with corporate social responsibility. Inspired by firms engaged in corporate social responsibility for different kind of motivations (i.e., economic concern, legitimacy, and altruism), based on the database of Chinese manufacturing companies listed on either the Shenzhen or Shanghai stock exchange between 2011 and 2013, this study selected 657 companies to explore how the relationship between two types of environment: institutional environment (i.e., Media exposure) and industry environment (i.e., Competitive intensity) to companies engaged in corporate social responsibility. The findings show that media exposure has a positive effect on corporate social responsibility, and competitive intensity has an inverted U-shaped relationship with corporate social responsibility. Furthermore, we find that firm's resources have significantly moderate effect on two types of environment to firms evolved in corporate social responsibility; That is, the positive effect of the media exposure to corporate social responsibility is strengthened when firms rich in political ties. And in contrast to the general suggestions that abundant resources can buffer the pressures from competitive environment to firm's activity and strategy, we find that slack resource positively moderates the effects of competitive intensity on firms engaged in corporate social responsibility. The results of this article provide specific managerial guidelines for firms dealing with external and internal environment and engaged in corporate social responsibility.

**Key Words** Corporate Social Responsibility; Media Exposure; Competitive Intensity; Political Ties; Slack Resource