

# 企业社会责任与公司价值的统计分析与实证研究

王子康, 肖斌卿

(南京大学工程管理学院, 江苏 南京 210093)

**[摘要]** 公司履行社会责任是否能提升公司价值一直都是有争议的话题, 其中一个核心难点是如何评价公司履行社会责任的水平. 本文以南京大学社会责任指数(CSRI<sup>NJU</sup>)作为上市公司履行社会责任的评价标准, 以托宾Q作为企业价值的衡量标准, 利用中国上市公司2007年数据, 实证考察履行社会责任能否提升公司价值. 研究发现, 公司履行社会责任与公司价值之间呈显著正相关关系, 且该正向关系在履行社会责任水平较高的公司体现得更为显著. 上市公司管理者只有积极提升其履行社会责任的水平, 才能有效地促进其价值效应的体现.

**[关键词]** 社会责任, 公司价值, 社会责任评价指数

**[中图分类号]** F270; F276.6 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1001-4616(2015)04-0076-06

## Corporation Social Responsibility and Corporation Value: Statistical Analysis and Empirical Study of China Stock Market

Wang Zikang, Xiao Binqing

(School of Engineering Management, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

**Abstract:** Whether the corporations perform the social responsibility can promote the corporation value has been a controversial topic. Because of the difficulty of the evaluation, there is rare domestic scholars' research this topic. We take the Nanjing University Social Responsibility Index(CSRI<sup>NJU</sup>) as the criteria to measure the corporation social responsibility and make the Tobin Q as the criteria to measure the corporation value. With the empirical test of the China's a-share market data in 2008 and 2009, this article aims to study the relationship between performing the social responsibility and corporation value of Chinese listed companies, and study whether performing social responsibility can improve the corporate value or not. The research shows that: (1) the social responsibility and the corporate value show a significant positive correlation, and the social responsibility index is proportional to the value and benefits; (2) the corporate value increment rate is proportional to the social responsibility.

**Key words:** corporate social responsibility, corporate value, Social Responsibility Index

企业社会责任(Corporate Social Responsibility, CSR)在我国正式提出相对较晚, 深圳证券交易所2006年对外发布《上市公司社会责任指引》, 倡导上市公司积极承担社会责任; 上海证券交易所2009年正式发布上证社会责任指数, 以促进上市公司积极履行社会责任; 证监会也在[2009]34号公告中强调上市公司应该增强社会责任意识, 并鼓励披露年度社会责任报告. 在2014年~2015年中国经济转型升级的关键时期中, 许多公司不约而同地选择进行公开发行上市. 目前, 在证监会和交易所的提倡下, 我国不少上市公司开始参照《可持续发展报告》的国际编制准则发布本企业的社会责任报告. 然而, 仍有大量企业认为履行社会责任没有效益甚至会有不必要的损失, 目前仅限于被动地履行社会责任.

现有大量文献关注企业社会责任与企业财务绩效(Corporate Financial Performance, CFP)之间的相关性, 而且得到的结论并不一致. 根据 Margolis 和 Walsh<sup>[1]</sup>的统计, 在将企业社会责任作为解释变量实证研究两者之间关系的80篇文献中, 有约50%得出了存在正相关性的结论, 25%认为不存在相关性, 5%得出了存在负相关性的结论, 另外20%的研究则得到了模糊的结论. 此后的一些学者<sup>[2-5]</sup>使用元分析(meta-analysis)方法进行了综述研究. 一种观点认为企业履行社会责任会增加其成本并使其财务状况恶化<sup>[6-8]</sup>. 部分学者

收稿日期: 2015-10-11.

通讯联系人: 肖斌卿, 博士, 副教授, 研究方向: 公司治理、金融安全与风险管理. E-mail: bengking@nju.edu.cn

则认为企业履行社会责任所带来的经济利益超越其额外增加的成本,因此对企业财务绩效具有积极正向作用<sup>[9-19]</sup>. 有一些研究指出企业社会责任与企业财务绩效之间不存在明显的相关关系<sup>[20-22]</sup>. 造成这种结论差异的主要原因有:①对企业社会责任以及财务绩效的衡量指标选取缺乏一致性;②对企业规模、市场风险、所处行业及地区等外部因素影响的考虑不够全面. 目前,一些学者将社会责任这一指标进行了细分,从其不同的子维度探究了企业社会责任对企业财务绩效的影响并发现不同维度的社会责任对企业绩效的影响的重要性不同<sup>[23-24]</sup>. 近些年来有研究指出企业社会责任对企业财务绩效的影响存在滞后性<sup>[25-26]</sup>.

本文以中国A股上市公司为研究对象,首创设计了南京大学上市公司社会责任评价指数(CSRI<sup>NJU</sup>)作为对企业社会责任的量化,采用托宾Q作为对上市公司价值的衡量,在控制了公司规模、资本结构、股权结构、所处行业及地区等九大类公司价值影响因素后,对社会责任与上市公司价值之间的关系进行实证研究.

## 1 研究设计

### 1.1 上市公司社会责任的评价

目前主要有3种衡量上市公司社会责任的方法:一是“声誉指数法”,主要是由一些专家和学者通过对公司各类相关政策进行主观评价后得出排序;二是“内容分析法”,主要是通过分析上市公司已公开的各类文件和数据来确定每一个特定指标的分值;三是“利益相关者法”,用公司能否满足多重利益相关者的需求来衡量公司的社会责任,最具代表性的即KLD指数法.

南京大学课题组通过3种方式的结合,设计了南京大学上市公司社会责任评价指数(CSRI<sup>NJU</sup>),主要是由3个具有相互逻辑关系的指标:每股社会贡献指标(Social Contribution per Share)、社会责任信息披露指标(Distribution on Social Responsibility)、社会责任报告定量考核指标(Evaluation of Social Responsibility Report)所构成<sup>[27]</sup>.

(1)每股社会贡献指标:从利益相关者的角度考虑,我们构建了“每股社会贡献值”,选择净利润、税收、工资、利息、对外捐赠、总股本等指标,以计算公司为社会创造的每股增值额,并参照了上海证券交易所的定义. 但基于对数据获取的难度和指标选择的难度等问题,与上证的每股社会贡献值有所不同,这里没有扣除公司因环境污染等造成的其他社会成本.

每股社会贡献值=(净利润+税收+工资+利息+对外捐赠)/总股本.

(2)社会责任信息披露指标:该指标把社会责任信息披露程度作为重点,从而对上市公司的社会责任意识进行准确的判断. 在该指标体系中,主要把社会责任信息披露分为以下6个信息点:社会责任信息、利益相关者信息(主要包括股东、债权人、供应商、竞争者等)、客户满意度、员工培训计划、环境保护、政府及社区信息. 通过对上市公司相关报告的阅读,考察上市公司这六个类型信息点披露的程度高低进行评价.

(3)社会责任报告定量考核指标:国外对企业社会责任报告的评价模式有两个理论基础:利益相关者理论和可持续发展理论. 我们综合考虑了两种理论的评价方法,通过把上市公司发布的《社会责任报告》进行细化分析,构建了一个综合的企业社会责任报告评价体系. 在评价体系的指导下,采用专家打分法,以匿名的方式征询有关专家的意见,对专家意见进行统计、处理、分析和归纳,客观地综合多数专家经验与主观判断,对各个因素进行合理的定量分析,对每一份社会责任报告进行合理的评价.

南京大学上市公司社会责任评价指数(CSRI<sup>NJU</sup>)的计算如(1)所示

$$CSRI^{NJU} = \beta_1 SCPS + \beta_2 DSR + \beta_3 ESRR, \quad (1)$$

其中, $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ 为权重系数; $SCPS$ 表示每股社会贡献值, $DSR$ 表示社会责任信息披露指标值, $ESRR$ 表示社会责任报告定量考核指标值. 目前赋予 $SCPS$ 的权重为0.5,其余两个指标的权重均为0.25.

### 1.2 模型设计与变量选择

本文使用托宾Q( $TQ$ ,公司市场价值/资产重置成本)来衡量上市公司的价值. 根据以往研究,规模、资本结构等变量都会对公司价值产生影响,因此我们根据以往文献选择了控制变量. 本文参照李心丹等<sup>[27]</sup>的研究方法构建的回归模型如(2)所示,其中各控制变量的具体描述见表1.

$$TQ_i = \alpha_0 + \alpha_1 CSRI_i^{NJU} + \alpha_2 LNA_i + \alpha_3 ALR_i + \alpha_4 TOP10_i + \alpha_5 MAN_i + \alpha_6 VOL_i + \alpha_7 \beta_i + \sum_j \gamma_j TOP1_i^j + \sum_j \gamma_j INS_i^j + \sum_j \gamma_j AREA_i^j. \quad (2)$$

表1 控制变量定义及描述

Table 1 Definitions and implications of the control variables

变量	变量定义	意义
<i>LNA</i>	总资产的自然对数	公司规模对价值的影响
<i>ALR</i>	资产负债比	资本结构对价值的影响
<i>TOP10</i>	前十大股东持股比例之和	股权结构对价值的影响
<i>MAN</i>	管理层持股比例	管理层持股比例对价值的影响
<i>VOL</i>	流通股比例	股权流动性对公司价值影响
$\beta$	贝塔系数	市场风险对公司价值影响
<i>TOP1</i>	第一大股东性质	股东性质对公司价值影响
<i>INS</i>	行业分类	行业因素对公司价值影响
<i>AREA</i>	地区	地区因素对公司价值影响

注:行业在参照证监会行业分类基础上,采用如下五大行业分类:工业(造纸印刷、医药生物、石油化工、食品饮料、机械设备、电子制造、建筑业、采掘业、金属和其他制造业)、服务业(交通运输、金融保险、商业、文化传播)、农业(农林牧渔)、公用事业(电力、煤气及水的生产供应、通信)和综合类;对于每个变量,如果属于该行业则取值为1,否则为0. 第一大股东性质分为两类:国有股、非国有股;对于每个变量,属于该股东性质取值为1,否则为0. 地区分为以下八类:北京,上海,广东,江苏,浙江,福建,山东,其他;对于每个变量,属于该地区取值为1,否则为0.

1.3 样本选取和数据来源

本文的社会责任指数直接引自南京大学上市公司社会责任指数数据库 2007 年度数据,其他指标和相关数据参考上市公司网站、中国证监会、沪深交易所以及 CCER 数据库、Wind 数据库. 考虑到信息的完整性并剔除一些含有异常值的样本,最终确定有效样本 778 家.

2 实证分析与结果讨论

2.1 描述性统计

表 2 列示了主要研究变量的描述性统计结果. 从样本数据可以看出大多数上市公司对社会责任认识不足,履行社会责任的整体水平较低( $CSRI^{NJU}$  均值 14.720 2,中位数 12.610 0),尚处于起步阶段. 此外,表 2 显示我国上市公司履行社会责任的水平差异较大(最大值 66.706 3,最小值 0);考虑到公司履行社会责任的水平可能影响  $CSRI^{NJU}$  与 TQ 之间的关系,我们将在全样本回归外,进一步进行分类回归.

表 3 列示了对主要研究变量的相关性分析结果,可以看出变量之间不存在严重的多元共线性问题(相关系数均不超过 0.8). 表 3 显示公司价值与南京大学上市公司社会责任评价指数( $CSRI^{NJU}$ )之间存在着数值很小且统计上不显著的负相关(相关系数为-0.032 4),这可能与我国上市公司社会责任指标总体较低且差别较大有关. 为了更加清楚地研究上市公司履行社会责任能否提升其公司价值,本文将采用多元回归分析及分类回归分析来进行检验.

表2 主要研究变量的描述性统计

Table 2 The descriptive statitrics of the main variables

	样本数	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
<i>TQ</i>	778	3.500 7	2.887 3	18.979 6	1.088 4	2.181 9
$CSRI^{NJU}$	778	14.720 2	12.610 0	66.706 3	0.000 0	9.671 7
<i>LNA</i>	778	21.773 0	21.533 2	29.843 8	18.805 9	1.433 9
<i>ALR</i>	778	2.607 3	1.984 7	31.432 1	1.034 2	2.312 2
<i>TOP10</i>	778	0.579 4	0.582 1	0.978 6	0.123 2	0.156 3
<i>MAN</i>	778	0.039 4	0.000 0	0.748 6	0.000 0	0.125 9
<i>VOL</i>	778	0.526 6	0.530 5	1.000 0	0.085 2	0.176 4
$\beta$	778	1.088 5	1.109 7	1.942 7	-4.095 7	0.351 3

表3 主要研究变量的双变量相关性分析

Table 3 The bivariate correlation analysis of the main variables

	$CSRI^{NU}$	$TQ$	$LNA$	$ALR$	$TOP10$	$MAN$	$VOL$	$\beta$
$CSRI^{NU}$	1.000 0							
$TQ$	-0.032 4	1.000 0						
$LNA$	0.421 0***	-0.308 7***	1.000 0					
$ALR$	-0.087 5**	0.389 4***	-0.239 5***	1.000 0				
$TOP10$	0.144 9***	0.163 4***	0.184 6***	0.048 4**	1.000 0			
$MAN$	0.009 4*	0.177 6***	-0.236 2***	0.138 0***	0.201 1***	1.000 0		
$VOL$	-0.052 1**	-0.174 4***	-0.035 0	-0.097 3***	-0.786 9***	-0.283 0***	1.000 0	
$\beta$	-0.222 2***	-0.256 7***	-0.162 2***	-0.095 2***	-0.334 4***	-0.126 6***	0.244 3***	1.000 0

注: \*表示在10%显著水平下显著, \*\*表示在5%显著水平下显著, \*\*\*表示在1%显著水平下显著。

## 2.2 多元线性回归

我们使用(2)中的模型分析公司履行社会责任与公司价值之间的关系。首先进行上市公司托宾Q与南京大学上市公司社会责任评价指数的全样本回归,其结果见表4。可以看到,全样本回归时,以托宾Q为因变量的回归模型调整 $R^2$ 为0.287 7;社会责任评价指数与公司价值在10%显著水平下显著正相关( $p$ 值=0.062 2),即企业履行社会责任能够提高其公司价值。

考虑到样本数据中各上市公司履行社会责任的水平差异较大,而该水平可能影响公司履行社会责任与公司价值之间的关系,我们以778个上市公司样本 $CSRI^{NU}$ 值的中位数为分界点,将样本分为高水平社会责任评价指数类( $CSRI^{NU} \geq 12.61$ )与低水平社会责任评价指数类( $CSRI^{NU} < 12.61$ ),分类回归的结果同样总结在表4中。可以看到,分类回归时,高水平社会责任评价指数类公司的社会责任评价指数与公司价值在5%显著水平下显著正相关( $p$ 值=0.027 3),即当企业履行社会责任的水平相对较高时,企业履行社会责任能够提高其公司价值。而低水平社会责任评价指数类公司的社会责任评价指数与公司价值之间的估计系数并不显著( $p$ 值=0.181 7)。可见对于社会责任履行水平较低的公司而言,履行社会责任的效应还很难体现。可能的解释在于,上市公司履行社会责任需要具有一定经济实力,这种经济实力直接体现是为股东创造价值,只有为股东创造价值得以保障前提下,公司履行社会责任的效应能够得到更好体现。

此外,表5列示了全样本回归模型及分类回归模型各变量的方差扩大因子(Variance Inflation Factor, VIF)。可以看到,全样本回归模型中各变量的VIF都小于3,且均值为1.54;高 $CSRI^{NU}$ 值回归中,除行业虚拟变量有一个VIF为3.33外,各变量的VIF都小于3,且均值为1.61;低 $CSRI^{NU}$ 值回归中,除股权结构与股权流动性控制变量的VIF分别为3.21和3.25外,各变量的VIF都小于3,且均值为1.54。这表明(2)中的模型不存在共线性问题。因此我们可以认为表4中的结果较为可靠。

表4 托宾Q与南京大学上市公司社会责任评价指数的回归结果

Table 4 The regression results of TQ and  $CSRI^{NU}$ 

	全样本回归	分类回归	
	$TQ$	$TQ(CSRI^{NU} \geq 12.61)$	$TQ(CSRI^{NU} < 12.61)$
截距	14.270 2*** (9.90)	13.655 3*** (7.91)	15.233 7*** (5.70)
$CSRI^{NU}$	0.014 5* (1.87)	0.023 3** (2.22)	-0.045 6 (-1.34)
$LNA$	-0.509 7*** (-8.66)	-0.466 2*** (-6.61)	-0.581 3*** (-5.31)
$ALR$	0.272 6*** (9.05)	0.332 6*** (6.12)	0.256 3*** (6.72)
$TOP10$	1.761 3** (2.42)	1.120 2 (1.19)	2.386 0** (2.03)
$MAN$	0.377 9 (0.62)	0.188 9 (0.22)	0.698 4 (0.79)
$VOL$	0.082 0 (0.13)	-0.407 1 (-0.52)	0.684 1 (0.66)
$\beta$	-1.466 8*** (-7.06)	-1.607 4*** (-6.88)	-1.120 1*** (-2.79)
$TOP1$	控制	控制	控制
$INS$	控制	控制	控制
$AREA$	控制	控制	控制
$R^2$	0.305 1	0.367 1	0.290 1
调整 $R^2$	0.287 7	0.334 5	0.253 6
$N$	778	389	389

注: 括号内是 $t$ 统计量。\*表示在10%显著水平下显著, \*\*表示在5%显著水平下显著, \*\*\*表示在1%显著水平下显著。



表5 主要研究变量的VIF列表  
Table 5 A tabulation of the main variables' VIF

	全样本回归	分类回归	
	<i>TQ</i>	<i>TQ</i> ( $CSRI^{NU} \geq 12.61$ )	<i>TQ</i> ( $CSRI^{NU} < 12.61$ )
$CSRI^{NU}$	1.30	1.30	1.07
<i>LNA</i>	1.63	1.87	1.30
<i>ALR</i>	1.11	1.18	1.13
<i>TOP10</i>	2.97	2.92	3.21
<i>MAN</i>	1.36	1.34	1.43
<i>VOL</i>	2.83	2.66	3.25
$\beta$	1.22	1.19	1.24
<i>TOP1</i>	1.31	1.39	1.30
<i>INS</i> <sup>1</sup>	2.84	3.33	2.68
<i>INS</i> <sup>2</sup>	2.47	2.97	2.19
<i>INS</i> <sup>3</sup>	1.23	1.36	1.17
<i>INS</i> <sup>4</sup>	1.42	1.40	1.48
<i>AREA</i> <sup>1</sup>	1.12	1.16	1.14
<i>AREA</i> <sup>2</sup>	1.06	1.05	1.10
<i>AREA</i> <sup>3</sup>	1.14	1.13	1.20
<i>AREA</i> <sup>4</sup>	1.08	1.16	1.06
<i>AREA</i> <sup>5</sup>	1.11	1.08	1.16
<i>AREA</i> <sup>6</sup>	1.05	1.06	1.04
<i>AREA</i> <sup>7</sup>	1.06	1.08	1.07
均值	1.54	1.61	1.54

### 3 结论

本文以中国A股上市公司为研究对象,首创了以当下最主流的3种社会责任的计算方法结果为参数的南京大学上市公司社会责任评价指数( $CSRI^{NU}$ )来对企业社会责任进行量化.使用中国上市公司2007年数据的实证结果表明,公司履行社会责任和公司价值之间呈显著正相关关系.通过进一步以 $CSRI^{NU}$ 值的中位数为分界点,对样本进行分类回归后还发现社会责任评价指数越高的企业,两者之间的相关性越明显.因此我们认为,随着公众越来越重视企业的社会责任,上市公司管理者只有认真地履行社会责任并充分地与公众交流,才能有效地促进其价值效应的体现.

#### [参考文献]

- [1] MARGOLIS J D, WALSH J P. People and profits? The search for a link between a company's social and financial performance[M]. Mahwah: Psychology Press, 2001.
- [2] ORLITZKY M, SCHMIDT F L, RYNES S L. Corporate social and financial performance: a meta-analysis[J]. Organization studies, 2003, 24(3): 403-441.
- [3] ALLOUCHE J, LAROCHE P. A meta-analytical investigation of the relationship between corporate social and financial performance[J]. Revue de gestion des ressources humaines, 2005(57): 18-41.
- [4] WU M L. corporate social performance, corporate financial performance, and firm size: a meta-analysis[J]. Journal of American academy of business, 2006, 8(1): 163-171.
- [5] MARGOLIS J D, ELFENBEIN H A, WALSH J. Does it Pay to be Good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance[J/OL]. (Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1866371>), 2007.

- [6] VANCE S C. Are socially responsible corporations good investment risks?[J]. Management review, 1975, 64(8):19-24.
- [7] BRAMMER S, BROOKS C, PAVELIN S. Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures[J]. Financial management, 2006, 35(3):97-116.
- [8] 李正. 企业社会责任与企业价值的相关性研究[J]. 中国工业经济, 2006(2):77-83.
- [9] COCHRAN, P L, WOOD R A. Corporate social responsibility and financial performance[J]. The academy of management journal, 1984, 27(1):42-56.
- [10] ORLITZKY M. Does firm size confound the relationship between corporate social performance and firm financial performance?[J]. Journal of business ethics, 2001, 33(2):167-180.
- [11] RUF B M, MURALIDHAR K, BROWN R M, et al. An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: a stakeholder theory perspective[J]. Journal of business ethics, 2001, 32(2):143-156.
- [12] CHAND M. The relationship between corporate social performance and corporate financial performance: industry type as a boundary condition[J]. The business review, 2006, 5(1):240-245.
- [13] SCHOLTENS B. A note on the interaction between corporate social responsibility and financial performance[J]. Ecological economics, 2008, 68(1):46-55.
- [14] LIN C H, YANG H L, LIOU D Y. The impact of corporate social responsibility on financial performance: evidence from business in Taiwan[J]. Technology in society, 2009, 31(1):56-63.
- [15] CALLAN S J, THOMAS J M. Corporate financial performance and corporate social performance: an update and reinvestigation[J]. Corporate social responsibility and environmental management, 2009, 16(2):61-78.
- [16] RETTAB B, BRIK A B, MELLAHI K. A study of management perception of the impact of corporate social responsibility on organisational performance in emerging economies: the case of Dubai[J]. Journal of business ethics, 2009, 89(3):371-390.
- [17] 沈洪涛, 杨熠. 公司社会责任信息披露的价值相关性研究[J]. 当代财经, 2008(3):103-107.
- [18] 施平. 企业社会责任报告与企业价值[J]. 江海学刊, 2010(6):99-103.
- [19] 张兰霞, 袁栋楠, 牛丹, 等. 企业社会责任对财务绩效影响的实证研究——以我国上市公司为研究对象[J]. 东北大学学报(自然科学版), 2011, 32(2):292-296.
- [20] ALEXANDER G J, BUCHHOLZ R A. Corporate social responsibility and stock market performance[J]. The academy of management journal, 1978, 21(3):479-486.
- [21] AUPPERLE K E, CARROLL A B, HATFIELD J D. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability[J]. The academy of management journal, 1985, 28(2):446-463.
- [22] 朱雅琴, 姚海鑫. 企业社会责任和企业价值关系的实证研究[J]. 财经问题研究, 2010(2):102-106.
- [23] 陈可, 李善同. 企业社会责任对财务绩效的影响: 关键要素视角[J]. 统计研究, 2010(7):105-111.
- [24] 杨自业, 尹开国. 公司社会绩效影响财务绩效的实证研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 中国软科学, 2009(11):109-118.
- [25] 温素彬, 方苑. 企业社会责任与财务绩效关系的实证研究——利益相关者视角的面板数据分析[J]. 中国工业经济, 2008(10):150-160.
- [26] 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]. 特区经济, 2013(8):147-148.
- [27] 李心丹, 肖斌卿, 张兵, 等. 投资者关系管理能提升上市公司价值吗? ——基于中国 A 股上市公司投资者关系管理调查的实证研究[J]. 管理世界, 2007(9):117-127.

[责任编辑:陆炳新]