

# 企业社会责任与企业价值的关系研究 ——基于真实盈余管理中介效应

刘艳华, 吉 瑞

(延安大学, 山西 延安 716000)

**摘要:**文章基于利益相关者和信号传递理论,选取 2054 家 A 股上市公司 2014-2019 年的面板数据进行实证分析,探究企业社会责任对企业价值的影响,并引入中介变量真实盈余管理和调节变量机构投资者持股来解释二者的影响机制。结果表明:企业社会责任能够显著提升企业价值;盈余管理在企业社会责任与企业价值关系中发挥完全中介作用;机构投资者持股负向调节盈余管理对企业价值的负向作用。

**关键词:**企业社会责任;盈余管理;企业价值;机构投资者持股

**【DOI】**10.12231/j.issn.1000-8772.2021.13.032

## 1 引言

英国学者 Oliver(1924)最早定义企业社会责任,随后就社会责任相关问题在国内外引起广泛关注。企业社会责任是指企业在寻求自身发展时,不应将追逐利润视为其唯一的经济目标。上世纪八十年代,欧美发达国家掀起了企业社会责任运动,从本世纪初到 2006 年中国才开始真正关注企业社会责任。基于契约理论,公司的本质是利益相关方的一系列契约的联合,既然如此,企业就要意识到对相关利益方的责任不容忽视,利益相关主体的支持是企业实现可持续发展的关键。

企业作为一个盈利组织,追逐利润是其发展的主要目标。因此,社会责任活动能不能实现企业价值创造,是理论界和实务界一直争议的话题。目前关于企业社会责任价值效应的研究非常丰富,但较多集中在关于二者直接关系的探究,且得出的结论不一,可见二者之间不是简单的直接影响关系。有不少学者在研究二者关系时开始引入中介调节变量,如内部控制、股权结构、董事会特征等进一步探究企业社会责任的价值创造机制。鉴于此,文章对 A 股上市公司 2014-2019 年的面板数据进行研究,实证检验企业社会责任的价值创造效应,引入中介变量真实盈余管理来进一步探究企业社会责任的影响路径,以及机构投资者持股是否存在调节效应。文章在加入中介调节变量后厘清了二者的内在影响机制,拓宽了企业社会责任的研究边界,为企业未来发展提供一定的现实指导意义。文章具体研究思路如图 1。

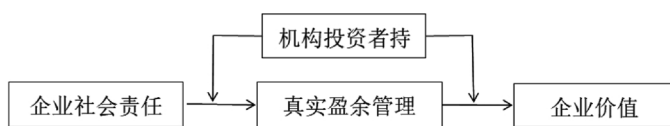


图 1 研究思路图

## 2 理论分析与研究假设

### 2.1 企业社会责任与企业价值

目前,关于企业承担社会责任是否能够提升企业价值的研究,还没有一致的结论,但大部分观点认为,长远来看,企业履行社会责任能够为企业带来隐形资产,最终实现企业价值增值。假设 H1:企业承担社会责任能够提升企业价值。

### 2.2 盈余管理的中介作用

美国会计学家盖瑟琳·雪珀(Katherine Schipper)认为,盈余管理本质上是企业管理人员通过有目的的控制对外财务报告的过程,以获取某些私人利益的“披露过程”。道德理论认为企业是出于道德至上的原则才去承担社会责任,是作为一个“好公民”具有强烈的责任意识表现,是基于对利益相关方负责目的。一般认为这样的企业具有较高的道德和管理水平,表明这样的企业更负责、有道德、讲诚信,在一定程度上能够反映企业的财务信息更加透明、盈余管理质量较高。至此,提出假设 2:

假设 H2:企业承担社会责任可以降低真实盈余管理。

作为企业的一种财务管理手段,在准则允许的范围内进行合理适

当的盈余管理一般不会对企业造成负面影响。在现代企业两权分离的治理背景下,过度的盈余管理势必会激化管理层与股东之间的利益冲突,道德风险、信任危机随之而来,对企业的财务信息质量造成巨大影响,也会严重阻碍企业的发展。随着市场化进程的不断深入,市场对于企业价值的评估较多的依赖于公司的财务报告,管理层的盈余操纵行为很大程度上会影响企业的市场价值。企业进行盈余管理,基于信号传递效应会向外界释放错误的信息,加大企业潜在的市场风险。企业较好的社会责任业绩,提高其社会声誉的同时也会向外界反映其财务信息高质量和高透明的特点,进而相信企业盈余质量较高,增加利益相关者对企业的信心,最终实现价值创造。由此可见,企业承担社会责任可能是通过影响中介变量真实盈余管理来间接提升企业价值的。基于上述分析,提出假设 3 和假设 4:

假设 H3:真实盈余管理会降低企业价值。

假设 H4:真实盈余管理在企业价值与企业社会责任关系间起中介作用。

### 2.3 机构投资者的调节作用

机构投资者一般为长期持股,其主要目的是获得经济利益,基于自身利益考虑,会比其他利益相关方更加关注公司的长远发展。在参与公司治理的过程中,机构投资者持股凭借其专业经验和信息优势,在促进企业履行社会责任和约束公司的盈余管理行为方面发挥重大作用。因此,文章认为,机构投资者在履行其外部监督职能时,会对企业社会责任与盈余管理二者的关系产生影响,基于此,提出假设 5:

假设 H5:机构投资者持股正向调节企业社会责任对真实盈余管理的抑制作用。

作为外部治理因素,机构投资者参与公司治理能在很大程度上提升对管理层的监督效力能够有效监督管理层的“掏空”行为,在一定程度上保护了公司的利益,通过节省公司治理成本来直接影响公司利润;同时,机构投资者通过直接参与公司治理,能够很大程度上能够抑制管理层的一些私利行为、过度投资以及不作为等,这会极大地提升公司的经营效率,进而促进企业的健康发展。基于此,文章提出假设 6:

假设 H6:机构投资者持股反向调节真实盈余管理对企业价值的降低作用。

## 3 研究设计

### 3.1 样本选择与数据来源

由于部分上市公司披露企业社会责任信息的时间较晚,为保证数据的平稳性,文章选取中国 A 股上市公司 2014-2019 年的经验数据为研究对象。在获取有效数据时按以下筛选原则:去除 ST 和 \*ST 类上市公司、金融类上市公司、当年新上市、已经退市或被暂停上市的公司、样本数据缺失的公司,最终筛选出 2054 家上市公司 10834 个非平衡面板数据。企业社会责任的数据从和讯网获得,其他财务数据均从国泰安数据库获得,通过软件 Excel 和 Stata 15.0 进行数据整理和分析,为提高结论有效性,首先对变量进行上下 1%的缩尾处理。

### 3.2 变量定义

(1)被解释变量:企业价值(TQ),用托宾Q值作为企业价值的替代变量。

(2)解释变量:企业社会责任(CSR)。以和讯网发布的企业社会责任总评分来衡量,总评分越高,表明企业的社会责任履行情况越好。

(3)中介变量:真实盈余管理(TREM)。事实证明,真实盈余管理的手段更为隐蔽,带来的后果也更为严重,文章借鉴 Dechow(1998),Sugata Roychowdhury(2006)模型,构建综合指标(TREM)来测量企业的真实盈余管理水平,如下(1)-(3)式分别表示企业的销售操纵、酌量费用操纵和生产操纵:

$$\frac{CFO_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_2 \frac{REV_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\frac{PROD_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_2 \frac{REV_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} + \beta_4 \frac{\Delta REV_{it-1}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\frac{DISEXP_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_2 \frac{REV_{it-1}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$TREM_{it} = A\_PROD_{it} - A\_CFO_{it} - A\_DISEXP_{it} \quad (4)$$

其中,CFO为经营现金净流量,REV为营业收入;A为公司总资产;PROD为生产成本,等于企业营业成本加存货变动;DISEXP为操控性费用,等于企业的销售费用加管理费用。对以上三个模型分行业、年度回归,获得各模型回归残差,即为异常经营活动现金流(A\_CFO)、异常生产成本(A\_PROD)、异常酌量费用(A\_DISEXP)。再根据公式(4)计算真实盈余管理综合指标(TREM),该指标的值越大,说明企业真实盈余管理程度较高。

(4)调节变量:机构投资者持股比例(Insti),等于机构投资者持股数/总股数。

(5)控制变量:除上述变量外,企业价值可能还受到其他经济变量的影响,为尽可能提高研究结果的可靠性,借鉴已有的相关研究,文章选取控制变量如表1。

表1 控制变量

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
控制变量	Size	企业规模	年末总资产的自然对数
	Lev	资产负债率	年末总负债除以总资产
	First	第一大股东	第一大股东持股数/总股数
		持股比例	总股数
	Sup	监事会规模	监事会人数
	State	企业性质	国企=0, 民企=1
	Growth	企业成长性	营业收入增长率
	Dir	高管持股比例	高管人员持股数量/总股数
	Year	企业年度效应	年度虚拟变量
	Industry	企业行业效应	行业虚拟变量

### 3.3 模型设定

为了验证前文提出的关于企业社会责任、盈余管理及企业价值三者的相关假设,文章依次构建如下模型:

$$TQ = \alpha_0 + \alpha_1 CSR + \sum_{i=1}^n \beta_i \times Controls_i + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$TREM = \alpha_2 + \alpha_3 CSR + \sum_{i=1}^n \beta_i \times Controls_i + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$TQ = \alpha_4 + \alpha_5 TREM + \sum_{i=1}^n \beta_i \times Controls_i + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$TQ = \alpha_6 + \alpha_7 CSR + \alpha_8 TREM + \sum_{i=1}^n \beta_i \times Controls_i + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

其中i和t代表企业和年份,首先,为了验证假设1,构造回归方程(5),当 $\alpha_1 > 0$ 时,假设H1成立。进一步验证盈余管理的中介效应,借鉴

温忠麟等(2004)的方法,基于模型(5)构建模型(6)和(7),当模型(6)中 $\alpha_3 < 0$ 时,假设2成立。模型(7)中 $\alpha_5 < 0$ 时,假设3通过验证。当假设1和2均成立时,需要在模型(5)的基础上纳入变量真实盈余管理构建回归方程(8),模型(8)中的 $\alpha_7 > 0, \alpha_8 < 0$ ,且均显著,并且企业社会责任系数 $\alpha_7 < \alpha_8$ 时,表明真实盈余管理在二者关系间充当部分中介之作用,若 $\alpha_7$ 不显著,而 $\alpha_8$ 显著为负,则表明真实盈余管理在企业社会责任与企业价值间充当完全的中介变量。在验证机构投资者持股的调节作用时,文章首先对需要交乘的两个变量进行中心化处理后构造交互项,以此来减少多重共线性对实证结果的影响,模型如下(9)和(10):

$$TREM = \alpha_9 + \alpha_{10} CSR + \alpha_{11} Insti + \alpha_{12} CSR \times Insti + \sum_{i=1}^n \beta_i \times Controls_i + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

$$TQ = \alpha_{12} + \alpha_{14} TREM + \alpha_{15} Insti + \alpha_{16} TREM \times Insti + \sum_{i=1}^n \beta_i \times Controls_i + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

当模型(9)中系数 $\alpha_{12} < 0$ 且显著时,假设5成立。当模型(10)中系数 $\alpha_{16} > 0$ 且显著时,假设6成立。

## 4 实证检验

### 4.1 描述性统计和相关性分析

由表2描述统计结果可以发现,企业社会责任均值为21.94,说明目前我国上市公司的社会责任意识普遍较低,有待进一步提高。企业价值最小值为0.911,最大值为8.589,表明企业间发展状况差异较大。方差膨胀因子均远小于10,且Mean VIF=1.69,说明变量间不存在严重多重共线性。对于变量间的相关系数,除了企业社会责任与真实盈余管理之间的相关性较强外,其他变量间相关系数均小于0.515,进一步说明了实证样本和模型的合理性,不用担心多重共线性问题,可进一步回归分析。

表2 描述性统计

Variable	N	Mean	P50	Sd	Min	Max
TQ	11079	2.194	1.780	1.349	0.911	8.589
CSR	11079	0.222	0.216	0.133	-0.0450	0.714
Trem	11079	2.049	2	0.462	1	4
Size	11079	4.080	3.894	1.299	1.650	8.018
Lev	11079	0.444	0.436	0.201	0.0660	0.908
First	11079	0.334	0.313	0.145	0.0840	0.726
Supervisors	11079	3.498	3	0.975	3	7
State	11079	0.669	1	0.471	0	1
Growth	11079	0.269	0.114	0.784	-0.672	5.798
Dir	11079	0.126	0.00800	0.184	0	0.662

### 4.2 回归结果分析

(1)主效应检验。首先对所有控制变量进行回归,结果列(1)显示,模型拟合效果较好,所选控制变量符合要求。引入解释变量企业社会责任后进行回归,结果列(2)表明企业承担社会责任能够显著提升企业价值,假设1成立,(2)中介效应检验。借鉴温忠麟(2004)的方法来进一步检验真实盈余管理的中介效应。回归结果列(3)显示企业社会责任能够显著降低企业真实盈余管理,假设2成立;结果列(4)显示:企业价值受真实盈余管理显著的负向影响,假设3成立,假设1和假设2同时成立,可以进行中介效应检验,因此在模型中同时纳入企业社会责任与真实盈余管理进行回归,结果列(5)显示:企业社会责任的系数不显著,而真实盈余管理的系数为-0.423,在1%的水平上显著,且拟合优度有所提升,说明企业真实盈余管理在企业社会责任与企业价值间发挥完全的中介效应。因此,企业社会责任能够完全通过降低企业真实盈余管理来提升企业价值,真实盈余管理在企业社会责任与企业价值的关系中发挥完全的中介效应,假设4成立。

(3)机构投资者的调节效应。在上述盈余管理中介效应的基础上,为检验机构投资者持股如何调节中介效应的前半部分,同时引入变量机构投资者持股(Insti)和交互项Insti×CSR构成模型(9),结果列(6)显

表 3 回归结果

变量	(1) tq	(2) tq	(3) trem	(4) tq	(5) tq	(6) trem	(7) tq
csr		0.152* (1.79)	-0.084*** (-5.22)		0.116 (1.38)	-0.085*** (-2.62)	
trem				-0.429*** (-4.17)	-0.423*** (-4.11)		-0.757*** (-3.62)
insti						-0.080** (-2.48)	0.867*** (4.34)
CSR×Insti						0.002 (0.03)	
TREM×Insti							0.736* (1.85)
Constant	4.179***	4.160***	-0.087**	4.137***	4.123***	-0.079**	4.038***
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
公司	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年度	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	10,834	10,834	10,834	10,834	10,834	10,834	10,834
R2	0.731	0.731	0.632	0.732	0.732	0.632	0.734
Adj. R2	0.665	0.665	0.542	0.667	0.667	0.542	0.669
F	15.43	14.25	7.566	14.89	13.77	7.207	14.41

示:交互项系数为正,但不显著,表明机构投资者持股对企业社会责任与盈余管理的关系的影响不明显,可能是因为机构投资者持股比例较低,并不能显著提高公司治理水平,假设 5 未通过验证。同理,引入变量机构投资者持股(Insti)和交互项(TREM×Insti)后构建模型(10),结果列(7)显示:交互项系数显著为正,说明真实盈余管理对企业价值的降低作用会随机构投资者持股比例的提高而减弱,即机构投资者持股会抑制真实盈余对企业价值的降低作用,假设 6 通过验证。

### 4.3 稳健性检验

(1)内生性检验。为避免内生性问题,文章对模型进行内生性检验,首先对工具变量下 2sls 及 ols 进行 hausman 检验得到 p=0.35,在 10% 的显著性水平上接受原假设“所有解释变量均为外生变量”。考虑到异方差的存在,进行 DWH 检验,结果显示,Wu-Hausman F=0.872744, P=0.3502,故可认为不存在内生解释变量,不用担心内生性问题。由于篇幅限制,不在此展现结果。

(2)更换变量。为进一步验证文章相关结论的可靠性,进行以下回归,①以企业净资产收益率(ROE)来衡量企业价值变量,对上述假设再次进行;②以和讯网企业社会责任评级来作为企业社会责任的衡量指标,再次进行回归,研究结果与前文主要解释变量的系数及符号基本一致,上述假设再次得以验证,进一步证明文章结论的可靠性。由于篇幅限制,不在此展现检验结果。

### 5 结束语

文章以利益相关者和信号传递理论为基础,分析了企业社会责任对企业价值的影响,并进一步分析了真实盈余管理与机构投资者持股对二者关系的影响。研究结论为:企业社会责任能够提升企业价值;企业社会责任完全地通过中介变量盈余管理对企业价值产生影响;机构投资者持股会负向调节真实盈余管理对企业价值的降低作用。因此,为促进企业价值的提升,企业应当树立社会责任理念,将社会责任融入企业的文化发展,一方面可以树立良好的企业形象,另一方面,也可以缓解市场波动带来负面影响。监管机构需要加强和完善对上市公司财务信息和企业社责任信息披露的监管水平,公司内部需要也持续提高治理水平,以减少管理层的盈余管理行为,进而降低其所带来严重后果;机构投资者作为外部治理因素,对提高公司治理水平和约束管理层的盈余操纵行为具有重要意义,因此,上市公司应当重视和合理提高机构投资者的持股比例,以有效发挥其治理功能,实现企业健康持续发展。

### 参考文献

[1]温忠麟,张雷,侯杰泰,等.中介效应检验程序及其应用[J].心理学报,2004,(5).

作者简介:刘艳华,女,延安大学经济与管理学院硕士研究生,研究方向:公司金融;吉瑞,女,延安大学经济与管理学院硕士研究生,研究方向:区域经济与区域金融。