

央企上市公司社会责任与财务绩效的相关性研究

范琦(博士)

(上海金融学院财税与公共管理学院 上海 201209)

【摘要】 本文结合公司责任理论,以央企上市公司作为研究样本,对我国国有企业社会责任与财务绩效之间的关系进行研究。结果表明,中央企业上市公司社会责任与财务绩效之间不存在正相关关系。这就意味着中央企业上市公司承担社会责任,更多的是源于政策法规规定或是其实际控制人的要求,至少在短期内社会责任与财务绩效之间很难出现协同性。

【关键词】 中央企业 社会责任 财务绩效

一、引言

公司社会责任概念自被提出开始,社会责任与财务绩效之间是否冲突就成为争论的焦点。公司社会责任要求公司必须改变将利润作为唯一目标的传统理念,强调在生产过程中对人的价值的关注,强调对消费者、环境和社会的贡献。直到今日,学术界对于公司是否应承担为股东创造利润以外的社会责任仍持不同意见。表1列示了近年国内学者的一些研究成果。

近年来,我国已经发布的关于上市公司社会责任规范或

指导意见主要有:《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》(2006)、《中央企业履行社会责任的指导意见》(2008)、《中国工业企业及工业协会社会责任指南》(2008)。中央企业上市公司履行社会责任是出于法规的强制性约束,还是社会责任与财务绩效之间具有协同性?企业尤其是中央企业承担社会责任对其财务绩效的影响如何?这些问题仍然悬而未决。可见,研究社会责任与财务绩效之间的关系,对于引导各中央企业上市公司积极履行社会责任、促进经济社会发展具有重要意义。

表1 国内学者关于企业社会责任与财务绩效关系的研究

论文作者、发表时间	研究样本、样本数量、样本期间	社会责任变量来源及分类	财务绩效变量	企业社会责任与财务绩效关系
温素彬、方苑(2008)	上市公司、46家、2003~2007	自行设计(货币、人力、社会、生态利益相关者四方面)	托宾Q、总资产收益率	大多数企业责任变量(包括社会责任变量)对当前财务的影响力为负
田虹(2009)	通讯行业上市公司、46家、2002~2005	自行设计(股东、员工、消费者、环境、供应商和债权人五方面)	销售利润率、总资产报酬率、总资产增长率	当期社会责任指数与企业利润、企业竞争力、企业成长呈现显著正相关关系
乔海曙、谭明(2009)	上市银行、14家、2003~2007	自行设计(股东、客户、员工、政府四方面)	总资产收益率、资本充足率、总资产周转率	金融企业履行社会责任可以提高财务绩效
高峰、朱军(2009)	湖南上市公司、44家、2008	自行设计(供应商、员工、政府债权人、顾客、公共利益五方面)	净资产收益率	供应商社会责任呈现弱负相关,员工、政府债权人、顾客社会责任呈正相关,公共利益社会责任呈负相关
孔玉生、李菊(2010)	沪市A股制造业上市公司、121家、2006~2008	自行设计(政府、员工、股东、债权人、供应商、客户六方面)	托宾Q、总资产收益率	企业社会责任和财务绩效呈显著正相关关系
张兰霞、袁栋楠等(2011)	沪深上市公司、1000家、2003~2008	自行设计(股东、债权人、客户、供应商、员工、政府六方面)	总资产收益率、净资产收益率、净利润增长率	公司当期的财务绩效明显受其当期及前期履行社会责任水平的影响
易冰娜、韩庆兰(2012)	民营汽车行业公司、34家、2008~2010	自行设计(投资者、员工、消费者、政府、公共事业五方面)	资产周转率、主营业务利润率、净利润增长率	民营企业各层次社会责任与企业财务绩效间呈不同关系,总体来说两者呈正相关关系
李伟(2012)	交通运输行业上市公司、49家、2009	自行设计(股东、债权人、员工、供应商、政府、消费者六方面)	总资产收益率、净资产收益率	企业社会责任与财务绩效指标之间呈负相关关系
宋建波、盛春艳(2012)	制造业上市公司、638家、2009	自行设计(投资者、员工、客户、商业伙伴、政府、社区和公益事业、环境七个方面)	托宾Q、总资产收益率	企业履行社会责任不仅会增加其财务业绩,而且能够增加价值

注:表中资料为作者自行整理,研究方法均为回归分析。

本文主要基于公司社会责任理论,通过对中央企业上市公司财务数据进行实证研究,考察中央企业上市公司社会责任与财务绩效的关系及主要影响因素。

二、文献综述

国外学者对社会责任与财务绩效的研究已有较为丰富的成果。大量实证研究结果表明,公司社会责任和财务绩效间存在确定的正相关关系;另外一些研究则发现公司的社会责任与财务绩效之间无关或负相关。总体来看,在众多实证研究中,承认社会责任与财务绩效正相关的占多数,即承担社会责任在大多数情况下可以促进财务绩效的增长。

从表1来看,学者们大多是基于财务报表自行设计一套公司社会责任指标体系,反映企业对股东、客户、员工、政府等利益相关者承担的责任情况。其设计的社会责任指标也不相同,即使自行设计的社会责任指标分类相同,其二级指标也不完全相同。学者们对社会责任认识的不同,导致社会责任变量的不一致,由此导致研究结果不相同。此外,由于样本选择的行业不同、地点不同,使得研究结果也不一致。但总体来说,国内文献的研究结果较多地支持了正相关的观点。

通过仔细分析已有文献对社会责任与财务绩效相关性的研究,笔者发现其存在天然的缺陷:第一,在社会责任变量的选择方面,其多是基于财务报表自行设计一套社会责任指标体系,缺乏科学的论证。第二,多数文献没有考虑到不同实际控制人对上市公司社会责任产生的影响,不同实际控制人的上市公司所遵循的社会责任法律法规指引不同,也意味着上市公司所遵循的最低社会责任标准不同,这将直接影响实证研究结果。我国关于社会责任与财务绩效关系的研究仍然处于起步阶段,研究的样本量较少,分析结果难免具有一定的片面性。以前的研究多是以全部沪深A股上市公司、某一地区上市公司、某一行业上市公司为样本,很少单独研究某一特定性质上市公司承担社会责任对财务绩效的影响。笔者认为,如果将依据这些样本得出的结论套用于国有企业上市公司,很可能使预测结果出现偏差。因此,有必要把国有企业上市公司作为独立样本单独分析。

三、样本及变量选取

1. 样本选取。本文之所以选择中央企业上市公司为研究样本,是基于以下两个原因:一是样本上市公司的控股股东均为中央企业,中央企业属于国有企业,研究中央企业上市公司承担社会责任对国有企业改革的研究有重要意义。二是由于上市公司社会责任相关政策指引及其实际控制人的影响,样本上市公司所需要履行的最低标准的公司社会责任也相似,这也意味着,样本公司受到的法律法规影响相同。相对于非中央企业控股公司、民营企业上市公司等,样本公司具有很大的相似性。

本文以我国中央企业上市公司2010~2011年的数据为依据,考察中央企业上市公司社会责任与财务绩效的关系及主要影响因素。本文数据主要来自中国经济金融数据库以及《中

国企业社会责任研究报告》。对于拥有一家以上上市公司的中央企业,本文选择该中央企业规模最大的上市公司。所选样本剔除了金融行业上市公司、数据不完整以及存在极端值的公司,最终样本主要涉及机械制造业、化学品制造业、运输业等行业。

2. 社会责任指标(自变量)的选择及数据特征。

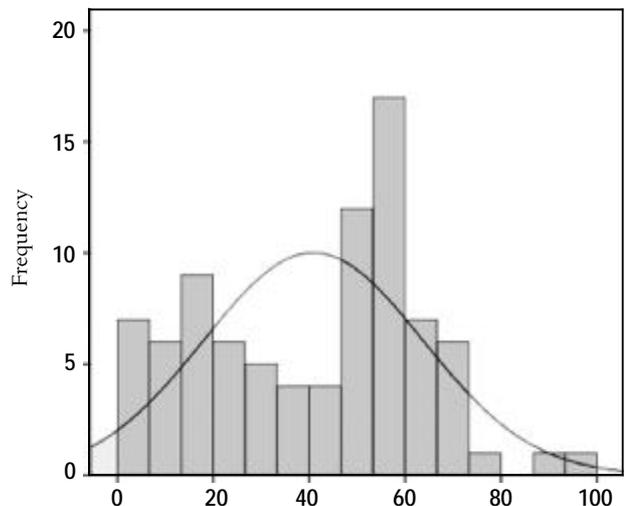
(1)社会责任指标选择。我国上市公司社会责任信息尤其是定量数据披露缺乏,这给社会责任变量选择带来了困难。以往的社会责任研究中,多数学者倾向于基于财务报表设计一套社会责任指标体系,以反映公司对股东、员工、政府等利益相关者承担的责任情况。

本文的社会责任指标来源于《中国企业社会责任研究报告》,该社会责任指标包括政府责任、员工责任、安全生产、社区责任四个方面,具体见表2。

表2 社会责任指标

一级指标	二级指标
政府责任	响应宏观政策、纳税总额、带动就业的政策或措施、报告期内吸纳就业人数
员工责任	劳动合同签订率、社保覆盖率、工会入会率、向员工提供有竞争力的薪酬、平等雇佣、职业雇佣、体检员工比例、员工伤亡事故/人数、员工培训、员工意见或建议传达到高层的渠道、困难员工帮扶、员工满意度、员工流失率
安全生产	安全生产管理体系、安全应急管理、安全教育与培训、安全生产投入
社区责任	本地化采购、本地化雇佣、捐赠方针、捐赠总额、员工志愿者、海外公益

(2)数据特征。样本共有86个样本,上市公司社会责任指数的均值为40.84%,最小值为0,最大值为96.3,标准差为22.837。样本数据偏度系数Skewness为-0.182;峰度系数Kurtosis为-0.879;两个系数都小于1,可认为样本数据近似于正态分布,见下图:



中央企业上市公司社会责任指标数值分布图

3. 中央企业上市公司财务绩效指标(因变量)的选择。本文采用Tobin's Q作为因变量财务绩效的衡量指标。作为一种通用的公司业绩衡量方法,Tobin's Q存在着诸多优点。Tobin's Q将市场金融数据和公司财务数据相结合,通过风险调整方式最大程度地削弱了信息的扭曲。与其他股东价值测量方式相比,Tobin's Q具有最小的平均误差。从本质上讲,社会责任是公司战略方向的一种根本性转变,将会从多方面影响公司财务业绩,而且与公司销售收入、利润、现金流等财务指标之间也可能存在一定滞后性,较难反映服务扩展对财务绩效的实际影响。Tobin's Q反映的是市场对公司未来业绩的预期,它能立即对公司战略转变做出反应,反映上市公司承担的社会责任对财务绩效的长期影响。Tobin's Q是衡量企业经济绩效的良好变量,但是我国还有部分股权没有实现全流通,因此,在一定程度上影响了Tobin's Q的准确性。

此外,本文还选取了ROA、ROE作为财务绩效的衡量指标。总资产报酬率(ROA)是息税前利润与平均资产总额的百分比。以息税前利润计算资产收益率能够更好地体现财务匹配程度,分母是权益人和债权人的总投入,分子是可供权益人和债权人分配的总利润。净资产收益率(ROE)是净利润与平均股东权益的百分比,是公司税后利润除以净资产得到的百分比,该指标反映股东权益的收益水平,用以衡量公司运用自有资本的效率。该指标值越高,说明投资带来的收益越高,财务绩效越好。

4. 其他控制变量选择。此外,本文将公司的资产负债率、产业竞争程度指数、公司规模指标也纳入控制变量,控制它们对财务绩效的影响。

表3 变量定义一览表

变量类型	变量名称	计算方法
因变量	托宾Q值(TQ)	(权益的市场价值+总负债账面价值)/总资产的账面价值
	总资产报酬率(ROA)	息税前利润/平均资产总额
	净资产收益率(ROE)	净利润/平均股东权益
自变量	公司社会责任(SR)	该企业(集团)社会责任指数
	资产负债率(LEV)	总负债与总资产的比值
控制变量	产业竞争程度(HFD)	采用赫芬达尔-赫希曼指数Herfindahl Index衡量产业集中度以其竞争程度
	公司规模(LNSIZE)	上市公司年末市值的自然对数

四、中央企业上市公司社会责任与财务绩效关系的实证研究

1. 研究假设及实证模型。

(1)模型构建。本文使用普通最小二乘法(OLS)进行回归。根据研究假设和所搜集的数据的特征,本文构建模型如下: $Y_i = a + bX_i + e$ 。其中, Y_i 为因变量, X_i 为自变量, a 为模型的常数项, b 为对应自变量 X_i 的系数, e 为相互独立的随机误差变量。

(2)解释变量之间的相关关系。表4为变量的描述性统计

以及相关系数矩阵。相关性分析结果表明,自变量之间相关程度不高,不存在共线性问题。

表4 被解释变量的描述性统计和相关系数

变量	均值	最小值	最大值	相关系数			
				SR	LEV	HFD	LNSIZE
SR	40.84	0	96.3	1			
LEV	61.34	4.24	88.78	0.201 0	1		
HFD	0.354 2	0.112	0.758 6	-0.005 1	-0.257 5	1	
LNSIZE	24.840 3	20.791 5	28.282 1	0.297 5	0.382 7	0.335 4	1

(3)研究假设。在社会责任理论下,企业不再是单一的“经济人”,而是具有社会责任的“社会人”。虽然追求经济利益仍然是企业的重要目标,但这一目标必须保证经济利益、社会利益和环境利益相统一。种种迹象已经表明,追求环境利益并不会损害企业的财务绩效,相反还会增强财务绩效的持续性。由于企业的环境绩效状况传递了有关股票未来现金流量和风险的信息,企业环境绩效便有可能影响投资者的决策和股票的定价结果。环境治理是社会应对环境污染和保护环境的手段和方法。据此本文提出如下假设:企业社会责任与财务绩效呈现正相关关系。

2. 实证分析结果。本文使用Stata7.0软件处理数据,回归的结果如下表5所示。研究发现,公司社会责任指数与Tobin'sQ的相关系数正相关,但并不显著;公司社会责任指数与ROA及ROE的相关关系为显著负相关。由多元回归结果可知,中央企业上市公司承担的社会责任与财务绩效之间呈现负相关或者不相关关系,这也意味着我国中央企业上市公司社会责任与财务绩效之间很难出现显著正相关关系。从回归结果来看,财务绩效与公司规模、公司的垄断程度呈正相关关系,说明中央企业上市公司的规模有助于财务绩效的提高,其垄断程度对财务增长有直接贡献。

表5 多元回归结果

自变量 \ 因变量	多元回归结果		
	TQ	ROA	ROE
SR	0.000 488 8 (0.791)	-0.053 180 5 (0.026)*	-0.173 490 7 (0.004)*
LEV	0.001 308 7 (0.602)	-0.049 744 5 (0.122)	0.143 709 5 (0.07)**
HFD	0.716 100 8 (0.074)**	3.956 887 1 (0.436)	7.905 904 (0.526)
LNSIZE	-0.207 018 (0.010)*	0.356 887 1 (0.366)	-0.120 919 4 (0.901)
D2011	-0.208 595 9 (0.000)*	-0.136 661 7 (0.892)	-1.035 491 (0.675)
CONSTANT	6.142 458 (0.000)*	1.268 603 (0.876)	10.620 47 (0.596)

注:括号内的数字表示显著性水平,*表示在5%水平上显著,**表示在10%水平上显著。

IPO超募到差募,谁之过?

——基于投资者情绪视角的实证检验

李晓龙 何佳捷

(暨南大学管理学院 广州 510632 广东电网公司珠海供电局 珠海 519000)

【摘要】 本文以创业板上市公司为样本,从投资者情绪的视角,实证研究了创业板IPO募集资金由超募到差募的市场异象。实证结果表明,IPO超募现象更多是由一级市场的投资者情绪所导致,而二级市场的投资者情绪与创业板IPO超募并不显著相关。笔者认为,随着限制超募额度、追究中介机构责任和打击私募股权腐败等一系列制度规范的出台,创业板资金募集率将逐步回归理性。

【关键词】 创业板 IPO超募 投资者情绪

一、引言

IPO超募现象,是指上市公司在首次公开募股中募集的资金超过投资项目计划实际所需资金。我国创业板自开建以来,经历了从严重超募到募集不足的市场异象。首批在创业板上市的28家公司,超募资金达83.17亿元,超募率达116.14%,平均每家公司超募资金2.97亿元。其中,超募资金最多的是

神州太岳,超募资金达9.88亿元;超募率最高的是上海佳豪,超募率达190.50%。直至2010年1月8日上市的6家创业板公司超募率再创新高,平均超募率达到了249.56%,其中上海凯宝的实际超募资金超过10亿元大关。但到2012年7月18日,创业板公司银邦股份计划募集资金12.1亿元,而差募资金竟然高达3.18亿元,截至同年8月1日太空板业上市,创业板上已经有

五、结论及局限性

本文以中央企业上市公司为研究对象,以社会责任指数作为社会责任指标,以Tobin'sQ作为财务绩效的代理变量,考察中央企业上市公司社会责任与财务绩效之间的关系,得出以下结论:

中央企业上市公司承担的社会责任很难促进财务绩效的增加。这也意味着,在目前的条件下,中央企业履行社会责任更多的是出于法规的强制性约束,社会责任缺乏与财务绩效之间的协同性。笔者认为,从短期来看,承担较多的社会责任,必然导致成本的增加,从而降低公司的盈利水平。但也不否认,从长期来看,承担社会责任将有助于为公司长期发展创造更为有利的外部环境,也有利于在公司内部形成有利于持续发展的和谐气氛,因此能够创造出更多的未来利润。

作为一项具有探索性和交叉性的研究,本文存在诸多不足,有待于进一步调整与改进。第一,在当前社会责任数据严重缺乏的情况下,以社会责任指数作为社会责任的代理指标,研究其与财务绩效的相关性。虽然该社会责任指数的构造经过了相对严格的科学论证,但该研究思路的理论依据仍值得进一步探讨。第二,研究的样本数据有限。本文主要讨论中国100强的中央企业,并未涉及100强之外的中央企业,因此这个研究结果不一定能说明中央企业上市公司的整体情况,并且由于可获得数据的时间长度也仅为近两年,研究结论的稳定

性还有待进一步观察。

【注】 本文研究得到“上海市教委优秀青年教师科研专项基金”(项目编号:fjr10001)资助。

主要参考文献

1. 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.中国工业经济,2008;10
2. 田虹.企业社会责任与企业绩效的相关性——基于中国通信行业的经验数据.经济管理,2009;1
3. 乔海曙,谭明.金融企业社会责任与财务绩效关系的实证研究.财经理论与实践,2009;11
4. 高峰,朱军.企业社会责任与财务绩效关系的验证——基于湖南省上市公司数据.长沙理工大学学报(社会科学版),2009;12
5. 孔玉生,李菊.企业社会责任和财务绩效相关性研究——以沪市A股制造业为例.财会月刊,2010;5
6. 易冰娜,韩庆兰.民营企业社会责任与企业财务绩效关系的实证研究.中南大学学报(社会科学版),2012;2
7. 李伟.企业社会责任与财务绩效关系研究——基于交通运输行业上市公司的数据分析.财经问题研究,2012;4
8. 陈佳贵,黄群惠,彭华岗等.中国企业社会责任研究报告(2010).北京:社会科学文献出版社,2010