上市公司社会责任信息披露与公司价值的相关性

邹相煜　王一川

（浙江工商大学财会学院　杭州　310035　浙江大学管理学院　杭州　310058 ）

【摘要】本文选择深市上市公司作为研究样本，实证分析了上市公司社会责任信息披露与公司价值的相关性。实证结果表明，上市公司对政府的贡献率与公司价值显著正相关，并且各个地区之间的价值相关性迥异。

【关键词】社会责任信息　公司价值　利益相关者

企业履行社会责任在国外由来已久，在漫长的历史发展过程中已经得到社会各界的广泛认可。自 20 世纪 50 年代以来，从美国开始，西方学术界和企业界就对企业履行社会责任展开了热烈的讨论。在西欧，社会责任会计也得到了一定的发展。1977 年法国政府颁布法令，要求拥有 300 名以上雇员的企业必须每年编制“社会资产负债表”，披露职工福利等方面的信息。在英国，具有特定规模的公司被迫披露有关慈善捐赠等具有社会性质的信息并提供有关职员条件和就业实践的可靠信息。在德国，除了要求企业编制“社会资产负债表”，还要说明对社会责任目标的实现程度。

目前，我国正在大力构建和谐社会，国民经济和社会发展十一五规划纲要首次把单位 GDP 能耗降低、单位工业增加值用水量降低等具有法律效力的八个约束性指标纳入经济社会发展的主要指标体系中。一些部门、行业和地方政府也正在推动企业履行社会责任。2006 年 9 月，深圳证券交易所正式发布《上市公司社会责任指引》，率先将社会责任引入上市公司，鼓励上市公司积极履行社会责任，进行自愿披露社会责任信息的相关制度建设。该指引中所称的上市公司社会责任，是指上市公司对国家和社会的全面发展、自然环境和资源，以及股东、债权人、职工、客户、消费者、供应商、社区等利益相关者所应承担的责任。

本文以深市上市公司 2006 年度财务报告为基础，提炼其中隐含的体现社会责任的定量信息，建立公司对其利益相关者承担社会责任的指标体系，并对我国深市上市公司的社会责任信息披露与公司价值的相关性进行了实证分析。

一、相关文献回顾

对企业社会责任与企业价值之间的关系一直存在着两种观点。一种观点认为，企业承担社会责任会提升企业价值。Cornell 等（1978）认为，不能满足股东之外的利益相关者的需求将产生市场恐惧，并会提高公司的风险溢价，最终导致更高的成本或丧失盈利机会。Antunovich 等（2000）通过对 1983～1996 年的数据研究得出，公司承担社会责任会提升公司的声誉。Guenster 等（2005）研究企业承担环保责任与 Tobin´s Q值、ROA 的关系，得出高环保效率企业的价值和 ROA 并不一定高，但是低环保效率企业的价值和 ROA 一定会更低。

另一种观点则认为，企业承担社会责任会降低企业价值。Chung 等（1999）研究得出，前 10 名履行社会责任较多的公司的业绩并不一定优于后 10 名履行社会责任较少的公司。

最近几年，我国学者也开始对上市公司履行社会责任的情况进行实证研究。陈玉清、马丽丽（2005）以我国上市公司 2003 年年度财务报告中已披露的相关数据为依据，按照自行设计的社会责任贡献指标来揭示我国各行业上市公司对社会的贡献情况，并运用实证分析方法研究这一信息与股票价值的关系。实证结果表明，市场对公司社会贡献信息反应不灵敏，但是由于行业特色的存在，不同行业之间的价值相关性迥异。这一实证结果给我国社会责任会计的发展带来了一些有意义的启示。

同时，李正（2006）以 2003 年沪市的 521 家上市公司为样本，研究了公司履行社会责任与公司价值的相关性问题。结果表明，从当期看，承担社会责任越多的公司，其价值越低；但从长期看，根据关键利益相关者利润最大化的目标与社会资本理论，承担社会责任并不会降低企业价值。

刘长翠、孔晓婷（2006）选取 2002～2004 年沪市的 171 家 A 股上市公司的社会责任信息为研究对象。通过分析社会贡献率与主营业务收入增长率、净资产收益率、资产负债率的相关性，发现社会贡献率与净资产收益率存在一定的相关关系，并且拟合度要好于另外两个指标。

宋献中、龚明晓（2006）选取了会计年报中具有代表性的 17 条社会责任信息项目，对参加中国会计学会 2006 年学术年会的专业学者就会计年报中的社会责任信息的决策价值和公共关系价值进行了问卷调查。调查结果表明：企业会计年报中的社会责任信息的决策价值和公共关系价值都不大，其均值都没有达到 5 分（有价值的程度）；对于社会责任信息的价值，专业人士认为信息的性质、形式、质量特征对决策和公共关系的作用不同；自愿披露信息的公共关系价值显著大于其决策价值，强制披露信息的决策价值大于其公共关系价值，但

不完全显著;无论是定性信息还是定量信息,都可能具有显著的增值效应。

二、实证分析

1. *样本选择与数据来源*。为了保证样本信息的持续性以及数据的可比性，本文选取 2005 年之前深市的全部 A 股上市公司,其中剔除了 ST、PT 公司,共取得 412 家上市公司作为研究样本。按照证监会 2001 年发布的《上市公司行业分类指引》,将上市公司划分为农、林、牧、渔、采掘、食品、饮料等 22 个行业。选取这些上市公司 2006 年公开披露的年度财务报告,依照建立的指标采集相关数据。年度财务报告来源于巨潮资讯网,计算企业价值的数据和部分财务数据来自 CCER 数据库。

2. *变量定义*。首先,本文采用 Tobin´s Q 值衡量公司价值。按照 Tobin´s Q 理论,Tobin´s Q 值是公司市场价值与当期企业重置成本的比率。显然,Tobin´s Q 值深受股票价格的影响,而股票又是信息的"集合器",所以 Tobin´s Q 值可以比较直观地反映公司社会责任信息披露程度对公司价值的作用力度和作用方向。自 Tobin´s Q 理论提出后,Tobin´s Q 值作为公司价值衡量指标被广泛地应用于实证研究。其计算公式是:

Tobin´s Q 值=企业总资本的市场价值÷企业总资本的重置成本=(股权的市场价值+负债的账面价值)÷总资产的账面价值

为了考核企业对社会和国家所作出的贡献，财政部于 1995 年颁布的企业经济效益评价指标体系引入了"社会贡献率"指标,其计算公式为:社会贡献率=社会贡献总额÷平均资产总额×100%。其含义为:企业使用一定量的资产,为社会做出了多少贡献。使用等量资产为社会做出的贡献越多,说明企业的经济效益和社会效益越好;反之,企业的经济效益和社会效益则越差。

结合利益相关者理论，一般认为企业承担的社会责任主要包括人力资源方面的社会责任、企业对政府的责任、企业对投资者(包括债权人)的责任、企业对社会福利事业的贡献和支持以及企业承担的环境保护方面的责任。由此,本文中的社会贡献总额由工资、各种税金及附加费、利息支出、分派的股利、对社会的捐赠、赞助、排污费等组成。

由于我国对企业社会责任信息披露方面没有统一的强制性规定，从而也找不到统一的已为公众所接受的具有代表性的指标。由此,本文对陈玉清建立的指标体系加以改进,提炼公开披露的年度报告中的财务数据，提出相应的社会贡献指标如下:

公司对职工的贡献率 X_1=支付给职工以及为职工支付的现金÷平均资产总额×100%

公司对政府的贡献率 X_2=(支付的各项税费-收到的税费返还)÷平均资产总额×100%

公司对投资者的贡献率 X_3=(支付的股利和现金+利息支出)÷平均资产总额×100%

公司对社会福利事业的贡献率 X_4=(捐赠支出+赞助支出)÷平均资产总额×100%

公司对环保的贡献率 X_5=支付的各项排污绿化费÷平均资产总额×100%

以上指标的经济含义是,企业每拥有或控制 1 元资产,它将其中的多少作为对职工、政府、投资者(包括债权人)、社会等各利益相关者的贡献。

关于指标 X_1 中"支付给职工以及为职工支付的现金"、X_2 中"支付的各项税费"和"收到的税费返还"、X_3 中"支付的股利和现金"和"利息支出"的数据均来自于上市公司 2006 年度公开披露的现金流量表中的相关项目;指标 X_4 中的"捐赠支出"和"赞助支出"、X_5 中的"排污绿化费"的数据来自于上市公司 2006 年度财务报告中的会计报表附注的说明项目,是从 2006 年年报中手工收集得到。

3. *研究假设*。公司承担社会责任是一种趋势,最终会带来经济效益、社会效益,是公司维持长久进步、可持续发展的必由之路。因此,笔者在此提出以下研究假设:

假设 1:公司对职工的贡献率与公司价值正相关。

假设 2:公司对政府的贡献率与公司价值正相关。

假设 3:公司对投资者的贡献率与公司价值正相关。

假设 4:公司对社会福利事业的贡献率与公司价值正相关。

假设 5:公司对环保的贡献率与公司价值正相关。

三、实证结果

1. *相关分析*。以下主要分析企业社会责任的各指标与 Tobin´s Q 值之间的相关关系,结果如表 1 所示:

表 1

指　　标	Tobin´s Q 值	
公司对职工的贡献率 X_1	Pearson Correlation	0.088 *
	Sig.(2-tailed)	0.074
公司对政府的贡献率 X_2	Pearson Correlation	0.247 ***
	Sig.(2-tailed)	0.000
公司对投资者的贡献率 X_3	Pearson Correlation	0.038
	Sig.(2-tailed)	0.447
公司对社会福利事业的贡献率 X_4	Pearson Correlation	0.053
	Sig.(2-tailed)	0.284
公司对环保的贡献率 X_5	Pearson Correlation	0.012
	Sig.(2-tailed)	0.808
公司对社会总的贡献率 X	Pearson Correlation	0.198
	Sig.(2-tailed)	0.000 ***

注:***、* 分别表示在 1%、10%的水平上显著,下同。

从表 1 显示的结果可以看出，各个指标与 Tobin´s Q 值之间的系数全为正。在这五个表示社会责任贡献率的指标中,只有公司对职工的贡献率指标、公司对政府的贡献率指标与公司价值之间显著正相关。其中,公司对政府的贡献率在 1%的置信水平上显著，而公司对职工的贡献率在 10%的置信水平上显著。这两个指标的 Pearson 系数全部为正，表明指标 X_1、X_2 与 Tobin´s Q 值之间存在正相关关系,而且 X_2 的系数最大,X_1 次之，表明公司价值与公司对政府的贡献率指标的相关性更大。

2. 回归分析。

(1)总体单变量回归分析。为了对各指标与公司价值之间的关系有初步了解，本文先对各指标与 Tobin´s Q 值之间进行单变量回归分析,结果见表 2:

表 2

Variable	R^2	F-statistic	Significance F	t	Sig.
X_1	0.008	3.210	0.074 *	1.792	0.074 *
X_2	0.061	26.592	0.000 ***	5.157	0.000 ***
X_3	0.001	0.580	0.447	0.762	0.447
X_4	0.003	1.151	0.284	1.073	0.284
X_5	0.012	0.059	0.808	0.243	0.808

从表 2 的单变量回归分析结果可以看出,X_1 与公司价值的相关关系在 10%的水平上显著;X_2 与公司价值呈现出显著的正相关关系(在 1%的水平上显著),但是其对公司价值的解释度仅为 6.1%;其余各指标与 Tobin´s Q 值之间的关系不显著。

(2)总体多元回归分析。分析结果见表 3:

表 3　　自变量与公司价值的多元回归分析结果

Variable	X_1	X_2	X_3	X_4	X_5
t	0.218	4.823	−0.461	1.068	−0.616
Sig.	0.828	0.000 ***	0.645	0.286	0.539
R^2	0.064				
F-statistic	5.557				
Significance F	0.000 ***				

从表 3 可以看出,模型的 F 值在 1%的水平上显著,拟合度为 6.4%,即自变量对企业价值的总体解释度达到 6.4%。在各个指标中,只有 X_2 与企业价值显著正相关,表明公司对政府的贡献率越大,公司价值越大,这与本文的假设 2 相符。

(3)分地区多元回归分析。从相关分析中得知,与公司价值存在显著相关关系的指标只有 X_1、X_2,由此将变量 X_3、X_4、X_5 剔除,分地区对 X_1、X_2 与公司价值之间进行多元回归分析，结果如表 4 所示:

表 4　　多元回归分析的地区比较表

地　区	公司数	R^2	F-statistic	Significance F	X_1		X_2	
					t	sig.	t	sig.
华东地区	102	0.16	9.458	0.000 ***	0.539	0.591	3.916	0.000 ***
华南地区	112	0.021	1.141	0.323	1.192	0.236	0.772	0.442
华中地区	51	0.159	4.553	0.015 **	0.772	0.444	1.770	0.083 *
华北地区	48	0.037	0.859	0.430	−1.263	0.213	0.219	0.828
西北地区	23	0.008	0.084	0.920	0.333	0.742	0.193	0.849
西南地区	48	0.237	7.005	0.002 ***	−0.629	0.532	3.739	0.001 ***
东北地区	28	0.031	0.406	0.671	−0.678	0.504	−0.220	0.828

注: ** 表示在 5%的水平上显著。

从表 4 可以看出,R^2 的变化范围在 0.8%~23.7%之间,说明自变量对公司价值的综合解释能力在各地区各不相同。其中,解释能力相对较强的是华东地区的公司，模型的 F 值在 1%的水平上显著,而且研究变量 X_2 与因变量 Tobin´s Q 值之间显著正相关。另外,多元回归分析结果显示,西南地区和华中地区的公司的 X_2 与 Tobin´s Q 值分别在 1%和 10%的置信水平上正相关,而 X_1 与 Tobin´s Q 值在各个地区的公司中都不存在显著关系。

四、结论

通过对公司价值和自变量进行的多元回归分析可以看出，从我国深市上市公司披露的信息中得出公司对政府的贡献率与公司价值在 1%的水平上显著,证明了假设 2。模型的 F 值在 1%的水平上显著,自变量对企业价值的总体解释度达到 6.4%。

分地区来看，通过对各个地区公司承担的社会责任与公司价值的多元回归分析可以看出，各地区自变量对公司价值的解释能力差别很大,R^2 的变化范围在 0.8%~23.7%之间。其中,解释能力最强的是华东地区的公司,模型的 F 值在 1%的水平上显著,而且该地区公司对政府所得贡献率与公司价值之间在 1%的水平上显著,这可能与政府重视华东地区(东部沿海地区)公司的发展、监管力度较强有关，这也正好说明政府对于公司发展和社会责任发展的重要作用。

另外,多元回归分析结果显示,西南地区、华中地区的公司对政府的贡献率与公司价值分别在 1%和 10%的置信水平上正相关，而公司对职工的贡献率与公司价值在各个地区的公司中都不存在显著关系。一方面,可能由于本文收集数据的局限性,因为企业对职工的贡献率除了以定量的工资信息体现,还有其他福利等非财务信息,所以可能使研究结果存在一定的偏差;另一方面,也说明公司对人力资源信息的充分披露并不会降低公司的价值。

本文实证研究结果显示，公司对政府的贡献率与公司价值之间显著正相关，而公司对政府的贡献主要体现在其上缴的税金上。在税务机关制定的一系列强制性法规及有效监管下,信息使用者对“公司对政府的贡献率”这一指标比较重视,研究结果也显示:在资本市场上,信息使用者对“公司对政府的贡献率”这一指标的信息需求比较大。所以,政府应该由此得到启发,在环保、社会福利等社会责任方面出台相应的法律法规,这样可以加大公司披露社会责任信息的力度,以法律法规的形式确立社会责任信息披露的地位和作用,使得社会责任信息披露有法可依,并提供统一的标准。

主要参考文献

1. 陈玉清,马丽丽.我国上市公司社会责任会计信息市场反应实证分析.会计研究,2005;11

2. 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.中国工业经济,2006;2

3. 宋献中,龚明晓.公司会计年报中社会责任信息的价值研究——基于内容的专家问卷分析.管理世界,2006;12