企业社会责任、财务业绩与盈余管理关系的研究

钟向东[1,2]　樊行健[2](博士生导师)

(1. 贵州财经学院会计学院　贵阳　550004　2. 西南财经大学会计学院　成都　610074)

【摘要】当前对企业社会责任与财务业绩关系的研究已有很多,但这些研究可能忽略了影响二者关系的一些重要因素,如盈余管理。本文认为无论是从企业社会责任堑壕机制还是替代机制的角度来看,研究企业社会责任与财务业绩关系时都必须考虑盈余管理,也就是说要综合考虑企业社会责任、财务业绩与盈余管理的关系。

【关键词】企业社会责任　财务业绩　盈余管理

20世纪90年代以来，企业社会责任呈现与利益相关者理论全面结合的趋势(沈洪涛、沈艺峰,2007),企业社会责任探讨的是企业对其利益相关者负责的观念。当前对企业社会责任与财务业绩关系的研究已有很多，但这些研究可能忽略了影响二者关系的一些重要因素,如盈余管理。蓄意的盈余管理行为会损害利益相关者的利益。由于从事社会责任活动可以提高利益相关者满意度，管理者为掩饰其蓄意的盈余管理行为有可能将社会责任作为堑壕机制以赢得利益相关者的支持,此时企业社会责任对财务业绩的积极影响将减弱。相反,当管理者不能将企业社会责任作为堑壕机制用于盈余管理时，企业社会责任则可能作为公司治理的替代机制抑制过度盈余管理对业绩的损害。因此,无论是从堑壕机制还是替代机制的角度来看，研究企业社会责任与财务业绩关系时都必须考虑盈余管理,也就是说要综合考虑企业社会责任、财务业绩与盈余管理的关系。

一、文献回顾

目前，关于企业社会责任与财务业绩关系的研究结论存在不一致。Ullmann（1985）总结了13年来13篇实证文章的结论,其中认为两者关系为正相关的有8篇,负相关的有1篇,不相关的有4篇。Pava和Krausz(1996)总结了1972年至1992年20年来21篇文章,其中认为两者关系为正相关的有12篇,负相关的有1篇,不相关的有8篇。Griffin和Mahon(1997)统计了1972~1994年的51篇论文的研究结论，其中认为两者关系为正相关的有33篇,负相关的有19篇,不相关的有9篇。Roman(1999)在Griffin和Mahon(1997)的基础上,重分类了同样的51份研究和另外新加入的4份研究,得出正相关的有33份,不相关的有14份,负相关的有5份。在采用了更加严格的分类方法后,发现了更多二者关系为正相关的证据。郭红玲(2006)总结了1997年以后的11篇相关文献,其中正相关的有7篇,负相关的有2篇,不相关的有2篇。张剑(2009)总结了国外20世纪90年代以来社会责任与企业财务绩效之间关系的主要国外文献，其中正相关的有18篇,负相关的有3篇,不相关或无固定关系的有7篇。

从以上统计中可以发现，在任何时期都存在相互冲突的两种观点,除衡量方法、行业、规模、样本选择偏差等原因外,根本原因是这一研究领域缺乏坚实的理论作为支撑。为此,Rowley和Berman(2000)建议应该以利益相关者理论作为企业社会责任与财务业绩关系研究的理论基础。本文采纳了该建议,并且在研究企业社会责任、财务业绩与盈余管理三者关系时也一直是从利益相关者的角度出发的。

二、研究假设

就企业社会责任与财务业绩关系的各种理论假说而言,社会影响假说认为高社会责任会导致高财务业绩；权衡假说认为高社会责任会导致低财务业绩；可利用资金假说认为良好的财务业绩导致较高的社会责任；管理者机会主义假说则指出高财务业绩将导致低社会责任；正协同效应假说认为社会责任与财务业绩之间是良性循环的；负协同效应假说认为社会责任与财务业绩之间是恶性循环的；无关论认为企业社会责任与财务业绩不相关。根据企业社会责任与财务业绩之间的作用机理,企业社会责任制约企业目标的定位,通过企业目标的定位影响企业战略的制订，通过企业战略的实施影响企业的经营活动,再通过企业的经营活动影响财务业绩,企业社会责任对财务业绩的影响可能需要较长的时间才能体现出来。从我国企业社会责任实践来看,我国提出社会责任这一概念较晚,企业对履行社会责任不够重视,相关部门尚未出台切实可行的企业社会责任评价标准，广大利益相关者缺少合理有效的手段维护自身的利益，市场对企业履行社会责任反应滞后、反应较小或者是没有反应,这容易造成企业社会责任与财务业绩低度相关甚至是不相关。据此,本文提出假设1：

在不考虑盈余管理时，短期内企业社会责任对财务业绩没有显著影响。

除上面提到的企业社会责任与财务业绩本身的原因外,其他因素也可能造成企业社会责任与财务业绩不相关。本文在控制研发密度、企业所有权结构、企业风险、企业规模、财务杠杆、财务资源等变量的基础上,着重检验盈余管理对企业社

会责任和财务业绩关系的调节作用。管理者可能有机会主义行为，通过采用维护利益相关者利益的堑壕机制损害财务业绩。当管理者把企业社会责任当作堑壕机制即借社会责任之名行盈余管理之实时，企业社会责任将有损财务业绩。据此，本文提出假设2：

盈余管理反向调整企业社会责任和财务业绩的关系。

就企业社会责任和盈余管理的关系而言，近视避免假设认为具有良好社会责任的企业不会从事盈余管理；预测盈余假设认为具有社会责任的企业倾向于平滑盈余；多重目标假设认为具有较高社会责任的企业可能倾向于盈余管理；制度假设认为盈余管理与企业社会责任无关。根据利益相关者代理理论及博弈论，代理人（通常指管理者）的蓄意盈余管理会损害其他利益相关者的利益，其他利益相关者会对管理者滥用权力进行回应，盈余管理发生的可能性及被监督的概率取决于管理者与其他利益相关者的博弈。我国企业公司治理结构还不完善，社会责任能否作为公司治理的替代机制抑制盈余管理尚需检验。近年来，我国企业社会责任运动越来越活跃，国资委、财政部、证监会等部门也纷纷出台与企业社会责任相关的政策，企业社会责任信息披露情况逐年好转，企业的透明度增加了，利益相关者强化了对企业管理者的监督，而管理者也更加注重培育与利益相关者的未来关系。据此，本文提出假设3：

企业社会责任对盈余管理有抑制作用。

若企业社会责任可以作为公司治理的替代机制抑制过度的盈余管理，企业社会责任将降低盈余管理对财务业绩的损害，从而对财务业绩产生积极影响。据此，本文提出假设4：

若企业社会责任能抑制过度的盈余管理，企业社会责任将对财务业绩产生积极影响。

三、研究设计

（一）样本和数据

《南方周末》继2008年首次发布“中国国有上市企业社会责任榜”之后，2009年再次发布了“中国国有上市企业社会责任榜”。每年共有100家国有上市企业入选社会责任榜，剔除在香港上市的12家企业，每年沪深两市共88家企业榜上有名。本文同时使用了上述企业2008年和2009年的社会责任数据。企业社会责任（CSR）数据取自该榜单所列示的各企业社会责任总分，机构投资者持股比例（Insititute_ownership）数据来自RESSET数据库，而其余变量取值源于CSMAR数据库。本文采用横截面多元线性回归法，分析过程由stata统计软件完成。

（二）变量设计

1. 被解释变量和解释变量。

EM：盈余管理，等于可操控性应计利润。有各种方法来衡量盈余管理，最近经验会计或财务研究使用的方法是将应计利润划分为可操控和非操控部分，可操控应计利润就是盈余管理的代理变量。本文的计算参考了修正的Jones模型，估计非操控性应计利润的模型如下：

$$NDA_{it}=\lambda_1/A_{it-1}+\lambda_2(\triangle REV_{it}-\triangle REC_{it})A_{it-1}+\lambda_3 PPE_{it}/A_{it-1} \quad (1)$$

式中，NDA_{it}表示经上期期末总资产调整的非操控性应计利润，A_{it}是上期期末总资产，REV_{it}是t期销售收入和t−1期销售收入的差额，REC_{it}是t期应收账款和t−1期应收账款的差额，PPE_{it}是t期期末固定资产原值。式中，λ_1、λ_2、λ_3是公司的特征参数，估计值根据以下模型得到：

$$TA_{it}/A_{it-1}=\hat{\lambda}_1/A_{it-1}+\hat{\lambda}_2(\triangle REV_{it}-\triangle REC_{it})/A_{it-1}+\hat{\lambda}_3 PPE_{it}/A_{it-1}+\delta_{it} \quad (2)$$

FP：企业财务业绩，本文选用了ROA、ROE、个股回报率、托宾Q等指标来代替。相对于市场指标，会计指标对于管理者盈余操纵的反应更灵敏。正如Orlitzky（2003）所指出的那样，像ROA和ROE这样的指标受制于管理者任意分配资金给不同的项目和政策选择，因此反映了内部决策能力和管理业绩。即便如此，我们还是选用了市场指标来验证假设，以确保研究结果的稳健性。

在模型（3）中该变量既是被解释变量又是解释变量，在模型（4）和（6）中该变量是被解释变量，在模型（5）中该变量是解释变量。在模型（5）中，剔除财务业绩的影响后，我们希望企业社会责任对盈余管理仍然有影响，我们感兴趣的是企业社会责任对盈余管理的净影响。

CSR：企业社会责任，等于社会责任排行榜得分。众所周知，企业社会责任在过去很难实施（Waddock和Graves，1997），因为它是一个包含宽泛类别的多维结构（Carroll，1979）。理想的情况，它应该包括每一个利益相关者（Waddock和Graves，1997）。南方周末于2008年6月6日正式成立了“南方周末·中国企业社会责任研究中心”，它是国内第一个完全以科学、可测的第三方数据为研究基础，对企业资产规模与社会责任作出综合研究与评估的机构。本文以其发布的“中国国有上市企业社会责任榜”为依据，以各公司社会责任总分来衡量企业社会责任履行情况。总分越大，说明企业社会责任履行得越好。

为了检验盈余管理是否反向调整企业社会责任和财务业绩的关系（假设2），本文定义变量D_EM * CSR，当EM大于平均值时D_EM等于1，否则D_EM等于0。

2. 控制变量。

R&D_intensity：研发密度。研发投资产生的无形资产使企业的技术更加灵活，从而将消费者偏好纳入到产品的设计当中。研发提高了顾客满意度，并因此提高了企业社会责任。同时，一些研究结果表明研发投资有利于管理者实现盈余的特定目标（Baberetal，1991；Clinch，1991；Dechow&Sloan，1991）。因此，我们引入研发密度作为控制变量，它等于开发支出除以总资产的比率。

Ownership_concentration和Insititute_ownership：所有权集中度和机构投资者持股比例，反映企业所有权结构的变量。连接盈余管理与企业社会责任的另一条途径是所有权结构。大股东控制的企业具有较高水平的社会责任和更大可能的盈余管理。例如，Carlson和Bathala（1997）表明盈余管理会特别出现在拥有机构所有者的企业。随后，Neubaum和Zahra（2006）发现长期机构所有者（倾向于成为控股股东）积极地影响企业社会责任。因此，我们提出两个所有权变量以消除所有权结构可

能带来的伪回归。所有权集中度，等于前三大股东的持股比例之和；机构投资者持股比例，等于各机构投资者持股比例之和，数据来源于RESSET数据库。

Risk：企业风险。解释盈余管理与企业社会责任的最后途经是管理者风险偏好。风险厌恶型管理者倾向于平滑盈余。作为削弱企业整体波动的一种方式，他们也倾向于与利益相关者共谋（满足利益相关者的利益），或与其他企业共谋（Spagnolo，2005）。假定管理者对风险的态度将反映在决定企业整体风险披露的具体政策中，本文通过企业风险来描述管理者风险偏好程度。企业风险的衡量，使用的是CSMAR数据库中上市公司的综合市场年Beta值。

3. 其余变量。这里是指研究社会责任和财务业绩关系的文献中普遍使用的标准变量（Waddock和Graves，1997；Hillman和Keim，2001）。

Size：企业规模，用总资产的自然对数表示，是被广泛认可的决定企业财务和社会责任的一个重要因素。

Leverage：财务杠杆，等于企业的资产负债率。

Financial_resources：财务资源，等于经营现金流除以总资产的比率。

（三）研究方法

为了验证假设，我们构造了三个基本回归模型。为验证假设1，构造如下回归模型：

$$FP_{it}=\alpha_1+\alpha_2CSR_{it}+\alpha_3FP_{it-1}+\alpha_4Size_{it}+\alpha_5Leverage_{it-1}+\alpha_6Financial_resources_{it}+\varepsilon_{it} \quad (3)$$

这个模型检验企业社会责任对财务业绩的影响，当α_2不显著时，假设1成立。为验证假设2，构造如下回归模型：

$$FP_{it}=\gamma_1+\gamma_2CSR_{it-1}+\gamma_3EM_{it-1}+\gamma_4(D_EM*CSR)_{it-1}+\gamma_5R\&D_intensity_{it}+\gamma_6Ownership_concentration_{it}+\gamma_7Insititute_ownership_{it}+\gamma_8Risk_{it-1}+\gamma_9Size_{it}+\gamma_{10}Leverage_{it-1}+\gamma_{11}Financial_resoueces_{it}+\delta_{it} \quad (4)$$

这个模型检验盈余管理对企业社会责任和财务业绩关系的调节作用，当γ_4显著为负时，假设2成立。为验证假设3，构造如下回归模型：

$$EM_{it}=\beta_1+\beta_2CSR_{it}+\beta_3FP_{it-1}+\beta_4R\&D_intensity_{it}+\beta_5Ownership_concentration_{it}+\beta_6Insititute_ownership_{it}+\beta_7Risk_{it-1}+\beta_8Size_{it}+\beta_9Leverage_{it-1}+\beta_{10}Financial_resoueces_{it}+\eta_{it} \quad (5)$$

这个模型检验企业社会责任对盈余管理的影响，当β_2显著为负时，假设3成立。为验证假设4，构造如下回归模型：

$$FP_{it}=\omega_1+\omega_2CSR_{it-1}+\omega_3EM_{it-1}+\omega_4(EM*CSR)_{it-1}+\omega_5R\&D_intensity_{it}+\omega_6Ownership_concentration_{it}+\omega_7Insititute_ownership_{it}+\omega_8Risk_{it-1}+\omega_9Size_{it}+\omega_{10}Leverage_{it-1}+\omega_{11}Financial_resoueces_{it}+\pi_{it} \quad (6)$$

这个模型用于检验企业社会责任通过抑制盈余管理对财务业绩产生的影响，当ω_2显著为正时，假设4成立。

需要说明的是，在模型（3）中引入FP_{it-1}是为了考察FP_{it-1}与FP_{it}的自相关关系，在模型（5）中引入FP_{it-1}是因为当期盈余管理会影响当期财务业绩。

在模型（4）和（6）中，为了与工具利益相关者理论一致，企业社会责任被看做预测变量，故引入CSR_{it-1}，因为当期财务业绩会影响当期盈余管理，故引入EM_{it-1}；为了检验盈余管理是否调解企业社会责任与财务业绩的关系，在模型（4）中引入D_EM*CSR_{it-1}；为了考察企业社会责任与盈余管理共同对财务业绩的影响，在模型（6）中引入了$EM*CSR_{it-1}$。

在模型（3）中当期财务杠杆（偿债能力）受制于当期财务业绩，在模型（4）、（5）和（6）中当期企业风险和当期财务杠杆受当期盈余管理的影响，故引入$Leverage_{it-1}$、$Risk_{it-1}$。

四、结果分析

（一）回归分析

表1回归结果显示，无论财务业绩是用会计指标（ROA、ROE）还是市场指标（Stock_return、Q）代替，企业社会责任变量的回归系数均不显著，在不考虑盈余管理时，短期内企业社会责任对财务业绩没有显著影响，假设1成立。

表1　企业社会责任对财务业绩的回归结果

IV \ DV	（1）ROA	（2）ROE	（3）Stock_return	（4）Q
CSR	0.000 140 （0.000 377）	0.000 2130 （0.001 79）	−0.004 52 （0.016 5）	0.004 12 （0.003 61）
ROA_{t-1}	0.322 *** （0.039 0）			
ROE_{t-1}		0.314 *** （0.055 8）		
$Stock_return_{t-1}$			−1.331 ** （0.513）	
Q_{t-1}				1.030*** （0.081 5）
Size	−0.002 70 （0.002 18）	0.004 44 （0.008 79）	−0.096 5 （0.080 8）	−0.052 7 *** （0.018 3）
$Leverage_{t-1}$	−0.001 94 （0.016 9）	0.134 ** （0.062 9）	0.848 （0.586）	−0.006 55 （0.121）
Financial_resources	0.193 *** （0.033 0）	0.507 *** （0.134）	1.572 （1.246）	0.492 * （0.263）
Constant	0.074 6 * （0.040 4）	−0.149 （0.162）	2.154 （1.502）	1.320*** （0.373）
Pseudo R^2	0.376 7	0.2732	0.124 6	0.270 0

注：括号内为标准误差；***、**、*分别表示在0.01、0.05、0.1水平上显著。

我国企业社会责任与财务业绩的关系并非像很多研究者所发现的那样是正相关的，主要原因可能是：我国企业社会责任概念推行较晚，企业对履行社会责任不够重视，相关部门尚未出台切实可行的企业社会责任评价标准，广大利益相关者缺少合理有效的手段维护自身的利益，市场对企业履行社会责任反应不积极；企业社会责任对财务业绩的影响在当期表现不明显，本文在稳健性检验中将同时考虑本期及上一

期企业社会责任的影响；社会影响假说所产生的高财务业绩被权衡假说所产生的低财务业绩完全抵消，这种情况要在企业社会责任对财务业绩有影响的前提下才可能发生，现实中这种从“有”到“无”的变动规律很难得到验证。另外，企业社会责任与财务业绩不相关也可能是受其他因素影响，下面将检验盈余管理对二者关系的影响。

企业规模、财务杠杆、财务资源对财务业绩有显著影响。在回归方程(4)中，企业规模的系数显著为负，这说明企业的规模越大，托宾Q越小；在回归方程(2)中，财务杠杆的系数显著为正，这表明在企业的资金来源中增加长期债务资金，预期可以提高净资产收益率；在回归方程(1)和(2)中，财务资源的系数显著为正，这意味着充足的经营现金流有益于总资产收益率和净资产收益率的提高。

当被解释变量选用不同的指标时，与其对应的滞后一期的解释变量的系数都是显著的，这说明企业的财务业绩存在着明显的时间趋势。

从表2可以看出，无论财务业绩用会计指标还是市场指标代替，交叉项DEM_CSR_{it-1}的回归系数都不显著，假设2不成立。也就是说盈余管理对企业社会责任和财务业绩的关系没有显著影响。这一结论与Prior等(2008)的研究结果不一致，他们的研究建立在管理者把企业社会责任当作从事盈余管理的堑壕机制的基础上，也就是说盈余管理越大企业社会责任推广越深入。而我国企业社会责任运动开展较晚，管理者虽有盈余管理的动机，但尚不具备借企业社会责任之名行盈余管理之实的条件，因此盈余管理没有表现出反向调整企业社会责任与财务业绩的关系。

研发密度、企业风险、财务资源对财务业绩有显著正向影响。回归方程(2)表明，研发投资的增加提高了净资产收益率；回归方程(3)表明，管理者偏好风险，预期增加个股回报率；回归方程(1)、(2)、(3)表明，充足的经营现金流有利于总资产收益率、净资产收益率和个股回报率的提高。

由表3可知，不管作为解释变量的财务业绩选用会计指标还是市场指标，企业社会责任的系数显著为负，这说明企业社会责任对盈余管理有抑制作用，假设3成立。在我国公司治理结构还不完善的情况下，社会责任能作为公司治理的替代机制抑制盈余管理。2008年，国务院国资委发布了《关于中央企业履行社会责任的指导意见》；同年，财政部、证监会、审计署、银监会、保监会联合发布了《企业内部控制基本规范》；2010年，财政部等五部委又联合发布了《企业内部控制应用指引第4号——社会责任》等18项应用指引、《企业内部控制评价指引》和《企业内部控制审计指引》。

随着我国企业社会责任相关政策的出台，随着企业社会责任实践活动的深入开展，企业社会责任信息

表2　盈余管理对企业社会责任与财务业绩关系的影响回归结果

IV \ DV	(1) ROA	(2) ROE	(3) Stock_return	(4) Q
CSR_{t-1}	0.000 3 (0.001 6)	−0.001 59 (0.002 3)	−0.001 2 (0.022 7)	0.000 219 (0.011 8)
EM_{t-1}	−0.060 1 (0.127)	−0.104 (0.244)	−2.625 (2.007)	0.316 (1.121)
DEM_CSR_{t-1}	0.000 359 (0.000 7)	0.000 734 (0.001 1)	0.006 99 (0.00 89)	0.000 546 (0.004 8)
R&D_intensity	0.223 (0.214)	1.3182 *** (0.359)	−2.205 (2.623)	0.44 (1.577)
Ownership_concentration	−0.027 1 (0.061 6)	−0.113 3 (0.098 1)	0.596 (0.73)	0.069 (0.477)
Insititute_ownership	0.005 41 (0.057 6)	−0.037 9 (0.084 8)	0.28 (0.696)	0.192 (0.438)
$Risk_{t-1}$	−0.040 2 (0.071)	−0.191 (0.114)	2.892 *** (0.834)	0.591 (0.498)
Size	−0.008 73 (0.012 3)	−0.007 153 (0.015 5)	−0.153 (0.147)	−0.080 3 (0.093 6)
$Leverage_{t-1}$	−0.043 5 (0.061 5)	0.041 1 (0.095 1)	−0.376 (0.742)	−0.073 1 (0.451)
Financial_resources	0.221 * (0.127)	0.581 ** (0.224)	2.916 * (1.72)	1.042 (1.018)
Constant	0.29 (0.301)	0.498 (0.406)	0.6 (3.443)	2.553 (2.191)
Pseudo R^2	0.2666	0.197 2	0.323 5	0.174 7

表3　企业社会责任对盈余管理的回归结果

IV \ DV	EM			
CSR	−1.296e+09 *** (4.089e+08)	1.428e+09 *** (3.973e+08)	−1.568e+09 ** (6.017e+08)	−1.335e+09 *** (4.619e+08)
ROA_{t-1}	6.986e+09 (2.395e+10)			
ROE_{t-1}		3.322e+09 (9.592e+09)		
$Stock_return_{t-1}$			1.169e+10 (2.177e+10)	
Q_{t-1}				2.114e+09 (7.533e+09)
R&D_intensity	−6.115e+10 (4.386e+10)	−7.237e+10 (4.397e+10)	−9.089e+10 (7.509e+10)	−7.309e+10 (5.234e+10)
Ownership_concentration	8.615e+09 (1.219e+10)	9.332e+09 (1.201e+10)	3.276e+09 (1.809e+10)	7.816e+09 (1.408e+10)
Insititute_ownership	3.564e+09 (1.124e+10)	2.908e+09 (1.021e+10)	1.339e+10 (1.704e+10)	5.094e+09 (1.299e+10)
$Risk_{t-1}$	6.119e+09 (1.146e+10)	6.677e+09 (1.109e+10)	1.230e+10 (2.163e+10)	1.011e+10 (1.693e+10)
Size	−3.586e+09 (2.356e+09)	−3.525e+09 (2.260e+09)	−2.773e+09 (3.392e+09)	−3.340e+09 (2.701e+09)
$Leverage_{t-1}$	1.087e+10 (1.389e+10)	1.212e+10 (1.303e+10)	1.596e+10 (1.925e+10)	1.219e+10 (1.499e+10)
Financial_resources	−2.934e+10 (2.819e+10)	−2.688e+10 (2.722e+10)	−1.369e+10 (3.954e+10)	−3.217e+10 (3.183e+10)
Constant	1.100e+11 ** (5.006e+10)	1.111e+11 ** (4.853e+10)	8.887e+10 (7.484e+10)	9.915e+10 (6.906e+10)
Pseudo R^2	0.0321	0.0005	−0.0546	0.0108

披露的数量和质量逐年提高，企业的透明度增加了。利益相关者强化了对企业管理层的监督，缓解了管理层与利益相关者之间的代理冲突，提高了管理层以利益相关者利益为目标的意识，使管理层更加注重培育与利益相关者的未来关系，由此减少了管理层进行盈余管理的机会。

由表4可知，只有当财务业绩用Q值表示时，企业社会责任和交叉项EM_CSR_{it-1}的回归系数在10%的水平上显著。这说明在替代机制起作用的情况下企业社会责任通过抑制过度盈余管理对财务业绩有微弱的正向影响，企业社会责任与适度的盈余管理共同对财务业绩有微弱的正向影响。假设4得到验证。盈余管理EM_{t-1}的系数虽不显著但皆为负，意味着盈余管理预计可能对财务业绩有负面影响。另外，充足的财务资源有利于提高ROA，研发费用的投入有利于提高ROE，管理者越偏好风险预期个股回报率越高，企业规模越大托宾Q越小，在企业的资金来源中增加长期债务资金使企业托宾Q变小。

表4　企业社会责任、盈余管理对财务业绩的回归结果

IV \ DV	(1) ROA	(2) ROE	(3) Stock_return	(4) Q
CSR_{t-1}	0.000 693 (0.001 66)	0.000 713 (0.005 46)	0.025 3 (0.040 2)	0.017 64 * (0.009 37)
EM_{t-1}	−0.0162 (0.904)	−1.108 (2.940)	−15.04 (22.95)	−8.005 (4.819)
DEM_CSR_{t-1}	0.001 14 (0.026 2)	0.0345 (0.084 9)	0.404 (0.658)	0.259 * (0.139)
R&D_intensity	0.234 (0.192)	1.233 * (0.627)	−1.561 (4.006)	0.080 7 (0.869)
Ownership_concentration	−0.010 4 (0.057 4)	−0.140 (0.180)	0.126 (1.192)	−0.327 (0.288)
Insititute_ownership	−0.014 5 (0.051 3)	−0.020 4 (0.162)	0.509 (1.221)	0.043 7 (0.266)
$Risk_{t-1}$	−0.056 5 (.063 6)	−0.140 (0.204)	2.924 ** (1.242)	0.301 (0.280)
Size	−0.010 4 (0.011 5)	0.003 31 (0.028 9)	−0.082 0 (0.262)	−0.134 *** (0.045 3)
$Leverage_{t-1}$	−0.042 3 (0.061 4)	0.047 7 (0.182)	−0.896 (1.323)	−0.556 ** (0.256)
Financial_resources	0.205 4 * (0.113)	0.610 (0.382)	1.880 (2.767)	0.305 (0.567)
Constant	0.339 (0.288)	0.151 (0.768)	−1.284 (6.417)	4.234 *** (1.114)

（二）稳健性检验

在计量经济模型中，特别是在一般线性回归模型中，都是以变量的正态分布为假设前提。大多数企业社会责任变量都不服从正态分布，本文将企业社会责任变量转化为标准正态分布变量后进行回归分析，研究结论保持不变。

考虑到企业社会责任对财务业绩的影响可能存在滞后效应，本文在表1的回归方程中引入了上一期的企业社会责任变量，即使用了2008年的企业社会责任数据。

研究结果表明，无论是当期的还是提前一期的企业社会责任，对财务业绩均无显著影响。

五、研究结论及局限性

本文主要的研究结论如下：①在不考虑盈余管理时，当期和上一期企业社会责任对财务业绩都没有显著影响。②未发现盈余管理反向调整企业社会责任和财务业绩关系的证据。③企业社会责任对盈余管理有抑制作用，说明在公司治理不完善时企业社会责任可以作为公司治理的替代机制抑制盈余管理；在替代机制起作用的情况下，企业社会责任抑制了过度盈余管理对财务业绩造成的损害，企业社会责任对财务业绩有微弱的正向影响，企业社会责任与适度的盈余管理共同对财务业绩有微弱的正向影响。④企业规模、研发密度、管理者风险偏好、财务资源和财务杠杆对财务业绩有显著影响。其中，企业规模对托宾Q有负面影响，研发密度对净资产收益率有正面影响，管理者风险偏好对个股回报率有正面影响，财务资源对总资产收益率、净资产收益率和个股回报率有正面影响，财务杠杆对ROE有正向影响但对托宾Q有负向影响——对会计指标与市场指标影响方向的背离说明市场可能还不是很有效。⑤本期财务业绩与上一期财务业绩是显著相关的，这说明财务业绩存在着明显的时间趋势。

由以上研究结论可知，企业社会责任与财务业绩不相关或微弱正相关，企业履行社会责任能抑制盈余管理。这反映我国企业社会责任的发展正处于转型期，企业社会责任的履行虽然有许多不完善的地方，但其治理效果也已凸显，如何发挥企业社会责任的治理作用已成为当下必须解决的问题。同时，也要防止企业社会责任抑制盈余管理积极的方面，共同发挥企业社会责任与盈余管理的积极作用，这对提高财务业绩具有重要意义的。

本文的研究局限性表现在以下两个方面：①本文采用社会责任排行榜得分衡量企业社会责任总体水平，没有考察对不同利益相关者履行的社会责任与财务业绩的关系，也没有考察履行不同内容的社会责任对财务业绩的影响。②由于研究样本的限制，本文采用的是国有上市企业的社会责任数据，没有对不同类型的企业（如国有或非国有、上市或非上市）和行业（如金融业或非金融业）进行分析。

【注】本文受2011年贵州财经学院引进人才科研启动项目和西南财经大学211工程三期子项目支持。

主要参考文献

1. 郭红玲. 国外企业社会责任与企业财务绩效关联性研究综述.生态经济，2006；4

2. 沈洪涛，沈艺峰.公司社会责任思想起源与演变.上海：上海人民出版社，2007

3. 张剑. 企业社会责任与财务绩效相关性研究综述.经济研究导刊，2009；22