

# 企业社会责任与企业投资水平

## ——基于企业生命周期的视角

赵天骄<sup>1</sup>, 肖翔<sup>2</sup>, 姜钰羨<sup>2</sup>

(1.北京科技大学 东凌经济管理学院, 北京 100083; 2.北京交通大学 经济管理学院, 北京 100044)

**摘要:** 基于利益相关者理论、代理理论和社会网络理论,以企业社会责任增加企业的投资能力和提升管理层投资意愿两方面为切入点,通过理论分析与实证检验深入研究企业社会责任对于企业投资的动态影响效应。研究发现,企业社会责任可以显著提升企业的投资水平。在对样本企业划分生命周期后发现,成长期和成熟期的企业履行社会责任能够显著增加企业投资,然而社会责任对企业投资的促进作用在衰退期企业中并不明显。

**关键词:** 企业社会责任; 企业投资; 企业生命周期

**中图分类号:** F275

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1009-3370(2019)06-0107-09

“疫苗事件”这一企业的失责行为一方面反映出企业对消费者以及社会公众的责任严重缺失,另一方面也反映出监管部门及其监管力度存在问题。社会舆论将企业社会责任推到风口浪尖。2018年是贯彻党的十九大精神的开局之年和改革开放40周年,国家和政府加大了对企业社会责任的重视力度。近年来一系列法律法规的出台标志着中国企业社会责任已经进入新的发展阶段。其中环保部和证监会要求重污染企业强制披露环境信息,而修订版的《企业所得税法》规定企业慈善捐赠支出准予结转抵扣未来3年的应纳税所得额。因而,为在实践中鼓励引导企业自觉履行社会责任,企业社会责任的经济后果研究成为学术研究中的重点议题。

企业社会责任对于企业经济活动,尤其是企业投融资活动具有重要影响。投融资是企业重要的战略决策之一,投融资活动能够为企业带来稳定的现金流,满足企业的成长性需求。有研究已经充分验证了企业社会责任降低融资成本、缓解融资约束<sup>[1-2]</sup>以及提升企业价值<sup>[3]</sup>等财务效应,然而目前国内外鲜有学者对企业社会责任与企业投资水平之间的关系进行研究。企业的投资行为一方面受限于企业的投资能力<sup>[4,5]</sup>;另一方面高层梯队理论认为管理者特质会影响企业的战略选择,因而企业的投资决策也通常体现出管理层的投资偏好。此外,根据企业生命周期理论,企业行为与企业重大财务决策通常会因企业处于不同生命周期阶段而产生差异<sup>[6]</sup>。同时不同发展阶段的企业在社会网络中传播信息的能力不同,因而企业的生命周期也能够影响企业社会责任财务效应的发挥<sup>[6,7]</sup>。而已有关于企业社会责任经济后果的研究通常假定企业是同质的,忽略了企业发展过程的动态性。因而处于生命周期不同阶段的企业履行社会责任对于企业投资水平的影响是否存在差异,也是值得深入探讨的。

综上所述,目前国内关于企业社会责任经济后果的研究较少关注企业社会责任对于企业投资水平的影响效应,更没有研究考虑到企业成长过程的动态性差异。本文在归纳已有研究成果的基础上探究企业履行社会责任对企业投资的影响。同时结合企业生命周期理论,进一步考察处于生命周期不同阶段的企业履行社会责任对于企业投资水平的影响差异,填补已有的研究空白。本文从理论层面分析了企业社会责任财务效应的动态性原因,有利于理解企业履行社会责任促进企业投资、提升企业价值的具体作用机制,并从实证角度检验相关政策与规章制度的实施效果,为实现经济新常态提供实践启示。

### 一、理论分析与研究假设

鉴于目前国内研究较少关注企业社会责任对于企业投资水平的影响,本文基于利益相关者理论、代理

收稿日期: 2018-05-27

基金项目: 国家社会科学基金项目“‘一带一路’铁路项目的效应评价与债务可持续性研究”(19BCJ001); 国家铁路局项目“高铁效应研究”(B19DJ0020)

作者简介: 赵天骄(1992—),女,博士,讲师,E-mail:tjzhao063@outlook.com; 肖翔(1970—),女,教授,博士生导师,E-mail:xxiao@bjtu.edu.cn

理论和社会网络理论,探讨企业社会责任绩效对于企业投资的影响效应。此外考虑到处于不同生命周期企业的异质性,本文进一步考察了企业的生命周期如何在企业社会责任影响企业投资水平的路径中发挥调节作用。

### (一)企业社会责任与企业投资水平

一般来说,企业的投资决策受到企业投资能力和投资意愿两方面因素影响<sup>[46]</sup>。已有文献表明,在不完善的资本市场中,企业的投资能力主要取决于投资机会和现金流<sup>[7-8]</sup>。而影响企业现金流的一个重要因素就是企业所受到的融资约束程度。融资约束代表了企业获取现金的能力,面临较严重融资约束的企业其投资通常无法达到最优水平<sup>[9]</sup>。本文认为,企业社会责任可以通过提升企业的投资能力,以及增强企业的投资意愿两条路径增加企业的投资水平。

首先,企业社会责任可以通过缓解融资约束和增加企业的投资机会,提升企业的投资能力。一方面,良好的企业社会责任表现能够一定程度上缓解企业所面临的融资约束,使企业更易于获得充足的现金,增强企业的投资能力,因而有利于企业增加投资支出。企业社会责任对于融资约束的缓解作用可以通过以下两条路径来实现:第一,企业社会责任能够增强企业治理结构的透明度<sup>[10]</sup>,在一定程度上限制管理层的短期机会主义行为,并提高内部控制质量<sup>[11]</sup>,进一步降低代理成本,从而降低融资风险。第二,企业通过良好的社会责任表现树立正面形象并得到社会认可,与产业链上下游企业建立良好的商业信任关系<sup>[12]</sup>,因而可以降低企业的融资成本,缓解融资约束。另一方面,企业社会责任通过改善与利益相关者关系和积累社会资本,为企业带来更多的投资机会。基于利益相关者理论,企业可以通过较好的社会责任绩效来吸引利益相关者。所以企业积极参与社会责任活动,满足各方利益相关者的需求,有利于企业从利益相关方获得更多的投资项目。同时,企业良好的社会责任绩效也有利于社会资本的积累。企业积极参与社会责任活动可以与利益相关者建立与保持稳定的社会网络关系<sup>[13][31]</sup>,而社会网络是传播企业声誉的载体。同时网络关系还有助于增进企业与其利益相关者之间的信任,有利于企业社会资本的积累<sup>[13][31][4]</sup>。社会资本也能够为企业带来更多的投资机会<sup>[15]</sup>。因而,企业良好的社会责任绩效通过缓解企业的融资约束,并增加企业的投资机会,提升企业的投资能力。

其次,企业的社会责任行为既能够反映出管理层较强的投资意愿,同时还可以通过降低企业经营风险与提升企业的风险承担能力进一步增强企业的投资意愿。一方面,企业的社会责任行为能够反映出管理层较强的投资意愿。企业社会责任作为企业的长期战略之一,较好的企业社会责任绩效反映出企业管理者具有良好的战略性思维与管理潜力。因而从企业长期利润最大化的目标考虑,这类企业管理者更会把握住企业的投资机会。管理层希望通过增加投资为企业带来现金流,形成良性循环,反映出企业管理者较强的投资意愿。同时,社会责任投资的回收期相对较长,且投资收益不确定,甚至短期内可能对企业绩效产生不利影响<sup>[16]</sup>。因而可以推断,重视企业社会责任的管理者会有更加强烈的投资意愿将企业资金用于其他投资收益更稳定的投资项目。因而企业的社会责任行为可以反映出企业管理者较强的投资意愿。另一方面,良好的企业社会责任绩效还可以通过降低企业经营风险与提升企业的风险承担能力,进一步增强企业的投资意愿。企业积极承担社会责任有助于增强企业的经营能力,降低经营风险<sup>[17]</sup>,并获得政府等各方利益相关者的支持。因而管理者的投资意愿随之增加,以期通过企业投资获得丰厚利润。同时,Godfrey<sup>[18]</sup>提出企业通过社会责任获得的声誉资本具有类似于“保险”的作用。企业由于积极承担社会责任,与利益相关者之间建立了良好的社会关系,因而在企业面临风险时更可能获得利益相关者的支持与帮助,提升了企业的风险承担能力。所以,较好的企业社会责任表现能够通过提升企业应对风险的能力进一步增强企业管理者的投资意愿。

综上所述,企业社会责任可以通过提升企业的投资能力,以及增强管理层投资意愿两条路径促进企业投资。因而提出本文的第一个研究假设。

H1. 积极履行社会责任的企业具有较高的投资水平。

### (二)不同生命周期视角下企业社会责任与企业投资水平

已有研究发现,处于生命周期不同阶段的企业承担社会责任的价值创造机理不同<sup>[19][83]</sup>,同时企业的生命周期对于企业财务决策<sup>[20-21]</sup>,尤其是投资决策<sup>[22][58]</sup>也具有重大影响。因而本文在已有研究的基础上,探讨在企业不同的生命周期阶段,企业社会责任绩效对于企业投资水平的影响是否存在差异。本文认为,处于成长期

和成熟期的企业履行社会责任能够显著提升企业的投资水平;而当企业处于衰退期时,企业社会责任对企业投资的促进作用不明显。

处于成长期和成熟期的企业履行社会责任可以通过提升企业投资能力和增强企业投资意愿两条路径,提升企业的投资水平。一方面,成长期和成熟期的企业积极履行社会责任可以通过缓解融资约束和为企业带来更多的投资机会,提升企业的投资能力。成长期的企业生产经营活动已步入正轨,但还需要通过业务扩张满足其长期发展需求,因而面临较大的融资需求。而处于成熟期的企业,已经实现了稳定运营的良性循环,融资已不再是企业面临的重要难题,企业目标由实现股东短期利润最大化转向企业长期利润最大化<sup>[23]</sup>。这两个阶段企业的社会责任目标较为一致,并且价值创造机理相似<sup>[19][84]</sup>。从企业战略视角出发,处于成长期和成熟期的企业通过良好的企业社会责任绩效树立企业形象,增强企业竞争力。较好的企业声誉和竞争力有助于企业获得投资者的青睐,缓解企业面临的融资约束问题。同时企业积极履行社会责任还可以强化公司治理机制,降低企业长期发展过程中股东与管理层之间的代理冲突,进一步缓解企业所面临的融资约束。此外,利益相关者对于成长期和成熟期的企业在承担社会责任方面具有较高要求。处于成长期和成熟期的企业通过较好的社会责任绩效可以吸引更多的利益相关者参与企业活动,在逐步建立的利益相关者网络中获取和积累社会资本,进而可以使企业获得更多的投资机会。因而,处于成长期和成熟期的企业积极履行社会责任可以缓解融资约束,同时通过增进与利益相关方关系、积累社会资本获得更多的投资机会,进而提升企业的投资能力。另一方面,成长期和成熟期企业良好的社会责任绩效反映出企业管理者的战略性思维与投资偏好等管理层特质,同时良好的企业社会责任绩效也有利于降低企业经营风险、提升企业的风险承担能力,因而会增强企业管理层的投资意愿。首先,对于已经实现长期稳定运营发展的成长期和成熟期企业来说,承担社会责任被纳入企业的长期发展战略。企业管理层勇于进行社会责任投资而不畏短期经营绩效受到不利影响,不仅体现出企业管理者的战略性思维,还能反映企业管理者相对激进的投资偏好。这两类管理层特质表明企业管理者具有较强烈的投资意愿。其次,良好的企业社会责任绩效不仅有助于企业降低经营风险,同时稳固的利益相关者关系还有助于企业在面临困境时更好的获得外部帮助,因而企业社会责任也能够提升企业的风险承担能力。所以,处于成长期和成熟期的企业积极履行社会责任,既反映出管理层较为强烈的投资意愿,还可以通过降低企业经营风险和提升企业的风险承担能力,进一步增强企业的投资意愿。

综上所述,处于成长期和成熟期的企业积极履行社会责任可以通过提升企业投资能力和增强企业投资意愿两方面,对企业投资产生促进作用。由此,本文提出第二个研究假设。

H2.处于成长期和成熟期的企业,积极履行企业社会责任能够增加企业的投资水平。

处于衰退期的企业履行社会责任不会明显提升企业的投资能力,而企业的投资行为受限于企业的投资能力。衰退期企业财务状况严重恶化,同时由于存在激烈的市场竞争,企业的市场份额急剧缩减,业绩增长缓慢甚至可能为负。衰退期企业的社会责任表现对企业投资能力的提升作用并不明显,原因主要有以下三个方面:第一,企业的投资能力受限于企业内部现金储备,而处于衰退期的企业试图通过社会责任增加企业声誉进而改善融资约束的效果并不明显。由于衰退期企业的社会网络规模大幅萎缩,企业通过社会网络传递企业的社会责任信息,进而提升企业声誉的效果较差。因而处于衰退期的企业履行社会责任通过树立良好声誉为企业带来更多投资机会的作用机制较弱。第二,管理层应该更加关注企业的长期生存问题,持续经营是衰退期企业面临的首要任务。而企业进行的社会责任活动(包括慈善捐款、将企业的流动性资金用于排污治理等)会挤占企业的流动性资源。对于衰退期企业来说流动性资源是其生命力的核心,流动性资源的错配易增加企业的融资约束。因而衰退期企业由于承担了社会责任会在短期内对企业其他方面的投资支出产生不利影响。第三,利益相关者能够识别企业所处的生命周期阶段,并对处于不同发展阶段的企业产生差异化的社会责任需求。所以企业管理层应该根据企业的发展阶段制定与之相匹配的企业社会责任目标。对于衰退期企业来说,利益相关者更希望管理层将重点放在改善企业恶化的财务状况与解决持续经营难题上。衰退期的企业过于注重社会责任的承担只会增加其资金负担。同时由于管理层选择不当的企业社会责任战略,不利于增进企业与其利益相关者之间的关系,因而不利于从利益相关方获得更多的投资机会。综上所述,衰退期企业通过较好的社会责任绩效缓解融资约束和增加投资机会,进而增强投资能力的效果并不明显。据此提出以下假设。

H3.处于衰退期的企业,履行企业社会责任对于企业投资水平的提升作用不明显。

## 二、研究设计

### (一) 研究样本

本研究以 2010—2016 年中国沪深 A 股上市公司为样本,探究企业社会责任绩效对于企业投资水平的影响,并进一步从动态的视角考察处于不同生命周期阶段的企业承担社会责任对企业投资水平的影响差异。为保证计量效果,本文对样本数据进行如下处理:第一,剔除 ST、PT 类上市公司样本;第二,按照 2012 年证监会颁布的《上市公司行业分类指引》,剔除金融业公司样本;第三,剔除数据有缺失的企业样本。在对样本进行初步处理后,最终得到 7 年共 8 841 个研究样本。本文使用的上市公司企业社会责任数据来源于和讯资讯网(<http://www.hexun.com>),企业财务数据均来源于国泰安 CSMAR 数据库。本文使用统计分析软件 STATA14.0 对数据进行前期加工整理和回归分析。

### (二) 变量设计

#### 1. 企业社会责任

和讯资讯网(<http://www.hexun.com>)是中国独立的财经门户网站,为资本市场各方参与者,尤其是投资者提供财经资讯及全球金融市场行情,具有一定权威性。和讯网根据企业的年度财务报告和发布的独立的社会责任报告,通过专家打分法对中国上市公司的企业社会责任绩效进行全面评价。本文参照冯雨艳等<sup>[24][44]</sup>、乔虹<sup>[25]</sup>的研究,使用和讯网发布的企业社会责任评分作为企业社会责任(CSR)的代理变量。

#### 2. 企业投资水平

本文参照已有研究<sup>[26][27][12]</sup>,使用企业  $i$  第  $t$  年的投资支出作为企业投资水平(INV)的代理变量,具体的测度方法为企业  $i$  第  $t$  年购置固定资产、无形资产和其他长期资产支出的现金净额的自然对数。同时在稳健性检验中,本文使用企业净投资的自然对数(INV2)替换企业投资水平(INV)变量。其中,净投资为企业  $i$  第  $t$  年购置固定资产、无形资产和其他长期资产支出的现金净额减去处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额。

#### 3. 企业生命周期

Dickinson<sup>[28]</sup>认为,现金流量作为企业生命力的核心,是企业经营发展战略与资源配置能力的具体体现,所以根据企业在不同生命周期阶段现金流所展现出的特征,将经营、投资和筹资净现金流的流入与流出进行组合,并以此作为企业生命周期的判断标准。由于本文的研究样本为沪深 A 股全部上市公司,而已经成功上市的公司基本度过初创期<sup>[29][64]</sup>,所以借鉴侯巧铭等<sup>[29][64]</sup>、谢佩洪和汪春霞<sup>[22][61]</sup>的研究方法,根据企业的经营、投资和筹资现金流特征将全部样本公司划分为成长期、成熟期和衰退期,以此来定义企业生命周期变量(LIFE)<sup>①</sup>。具体的划分方法如表 1 所示。

表 1 现金流组合法划分生命周期

指标名称	成长期		成熟期			衰退期	
	初创期	成长期	成熟期	动荡期	衰退期	衰退期	
经营现金净流量	-	+	+	-	+	+	-
投资现金净流量	-	-	-	-	+	+	+
筹资现金净流量	+	+	-	-	+	-	+

#### 4. 控制变量

借鉴徐业坤等<sup>[30]</sup>的研究,本文选取以下控制变量:所有权属性(STATE),公司规模(SIZE),财务杠杆(LEV),净资产收益率(ROE),企业发展能力(TOBIQ),企业的融资约束(FC)<sup>②</sup>,企业现金持有(CASH),董事长与总经理是否两职合一(DUAL),管理层持股比例(MANA),以及每股股利变化(DIVPSCHG)和企业生命周期(LIFE)。具体变量及其计算方法如表 2 所示。

①本文对于企业生命周期(LIFE)的划分方法,参照谢佩洪和汪春霞<sup>[22][61]</sup>的研究,先按照 Dickinson 现金流组合法将样本企业划分为初创期、成长期、成熟期、动荡期和衰退期 5 个阶段。然后将属于初创期和成长期的企业合并归为成长期组,将成熟期和动荡期的企业合并归为成熟期组。

②本研究对于融资约束变量(FC)的具体计算方法如下:参照 Whited 和 Wu<sup>[31]</sup>的研究,对每一个公司—年度样本计算出 WW 指数,并根据 WW 指数进行排序。WW 指数较高的 25% 公司视为有融资约束的企业,FC 赋值为 1,否则为 0。

表2 变量定义及计算方法表

类别	变量	定义
因变量	INV	企业 <i>i</i> 第 <i>t</i> 年购置固定资产、无形资产和其他长期资产支出的现金净额的自然对数
核心自变量	CSR	和讯网对于企业社会责任做出的评分
	STATA	二值变量。若企业的所有权属性为国有,则赋值1,否则为0
	SIZE	总资产的自然对数
	LEV	企业资产负债率
	ROE	净资产收益率
	TOBINQ	市场价值除以期初总资产的自然对数
	FC	二值变量。有融资约束的企业,则赋值1,否则为0
控制变量	CASH	企业货币资金与总资产的比值
	DUAL	二值变量。若董事长兼任总经理,则赋值1,否则为0
	MANA	管理层持股数量除以流通股份
	DIVPSCHG	每股股利变化除以期初总资产
	LIFE	离散变量。若企业处于成长期,LIFE=1;若企业处于成熟期,LIFE=2;若企业处于衰退期,LIFE=3
	IND	行业
	YEAR	年份

### (三) 计量模型

为验证企业社会责任对企业投资水平的影响,本文采用模型(1)进行检验。具体而言,分别对全样本以及根据现金流组合法将全部样本划分为成长期、成熟期和衰退期之后的3个子样本,通过模型(1)进行混合OLS回归<sup>①</sup>,并使用稳健型标准误增强计量效果。其中CSR系数 $\alpha_1$ 即代表了企业社会责任对于企业投资水平的影响。若假设1成立,则预期使用全样本回归的CSR系数 $\alpha_1$ 显著为正;若假设2成立,则预期使用成长期和成熟期样本分别回归的CSR系数 $\alpha_1$ 都显著为正;若假设3成立,则预期使用衰退期样本回归的CSR系数 $\alpha_1$ 不显著。

$$INV_{it} = a_0 + a_1 CSR_{it} + \sum \beta_j CONTROL_{it} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,  $INV_{it}$  为企业投资水平,通过企业*i*第*t*年购置固定资产、无形资产和其他长期资产支出的现金净额的自然对数计算得出;CSR代表企业社会责任绩效,使用和讯资讯网对企业社会责任的评分作为代理变量;CONTROL为控制变量集合,控制变量定义及计算方法如表2所示。此外,模型中还加入了行业和年份固定效应。

## 三、实证分析与结果

### (一) 描述性统计

表3报告了各研究变量的描述性统计结果。CSR变量显示全部样本企业的社会责任平均分为28.67分,中位数为22.99分,说明中国A股上市公司整体履行社会责任的情况并不乐观,仍有较大提升空间。同时,各样本公司履行企业社会责任的差异较大,企业社会责任表现最好的企业为90.31分,而企业社会责任表现最差的企业评分为负。除CSR外,企业投资水平(INV)和企业规模(SIZE)两个指标的标准差也较大,说明中国全部上市公司的投资水平和公司规模存在较大差异。控制变量中,FC的均值为0.25,与本文根据WW指数定义企业是否受到融资约束的方法相吻合。

表3 描述性统计

变量	平均数	标准差	最小值	中位数	最大值
INV	18.71	1.82	7.91	18.78	26.52
CSR	28.67	19.34	-16.65	22.99	90.31
STATA	0.44	0.50	0	0	1
SIZE	22.21	1.26	17.39	22.03	28.51
LEV	0.45	0.21	0.01	0.45	1.17
ROE	0.06	0.31	-10.63	0.07	16.76
TOBINQ	0.63	0.50	-0.38	0.53	5.12
FC	0.25	0.43	0	0	1
CASH	0.19	0.15	0	0.14	1
DUAL	0.24	0.43	0	0	1
MANA	0.22	0.54	0	0	10.19
DIVPSCHG	-0.01	0.14	-1.54	0	2.65

①由于本文的数据属于非平衡面板数据,故参照冯丽艳等<sup>[24][45]</sup>的研究,使用混合OLS回归的方法。

此外,本文对全部研究变量进行了相关性分析。结果表明,各变量间不存在严重的多重共线性问题。限于篇幅,本文未报告各变量间的相关系数,结果留存备案。

(二)多元回归分析

为检验上述研究假设,本文通过模型(1)进行混合 OLS 回归,结果如表 4 所示。其中第(1)列为全样本的回归结果,后 3 列为根据现金流组合法将全样本划分为成长期、成熟期和衰退期 3 个子样本后分别回归的结果。其中 CSR 系数即代表企业社会责任对于企业投资水平的影响。

表 4 中第(1)列的结果显示,在加入企业生命周期(LIFE)作为控制变量后,企业社会责任(CSR)的系数在 1%水平上显著为正,说明企业社会责任能够显著增加企业投资,验证了本文研究假设 H1。表 4 中第(2)~第(4)列的回归结果表明,处于成长期和成熟期的企业履行社会责任均能够对企业投资产生显著的促进作用,而这种促进作用在衰退期企业中并不明显。由此说明企业社会责任对于企业投资的影响存在动态性,即当企业发展至不同的生命周期阶段,履行企业社会责任对于企业投资水平的影响存在差异,验证了本文的研究假设 H2 和假设 H3。

(三)稳健性检验

为了增强研究结果的可靠性,本文进行了如下稳健性检验。

1. 替换企业投资水平(INV)变量的测度方式。

本文在变更企业投资水平(INV)的测度方式后对上述研究假设重新进行检验。参照许伟和陈斌开<sup>[27]2</sup>的研究,使用企业净投资的自然对数(INV2)替换企业投资(INV)变量。净投资定义为企业*i*第*t*年购置固定资产、无形资产和其他长期资产支出的现金净额减去处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额。替换因变量企业投资后的回归结果如表 5 所示。

表 5 的结果显示,在替换了因变量企业投资水平的度量方式后,企业社会责任(CSR)的系数依然只在全样本、成长期和成熟期样本中显著为正,而在衰退期样本中不显著。说明企业社会责任对企业投资的促进作用对于衰退期的企业来说效果并不明显。前文的研究假设

表 4 企业社会责任对企业投资水平的影响

解释变量	被解释变量:INV			
	(1)全样本	(2)成长期	(3)成熟期	(4)衰退期
CSR	0.003*** (0.001)	0.002* (0.001)	0.003*** (0.001)	0.004 (0.005)
STATE	-0.197*** (0.029)	-0.146*** (0.040)	-0.233*** (0.040)	-0.420*** (0.154)
SIZE	1.068*** (0.016)	1.003*** (0.022)	1.113*** (0.022)	1.198*** (0.132)
LEV	-0.750*** (0.086)	-0.282** (0.111)	-1.048*** (0.100)	-0.613 (0.373)
ROE	0.003 (0.047)	0.156** (0.070)	0.007 (0.063)	-0.122 (0.085)
TOBINQ	-0.150*** (0.035)	-0.157*** (0.049)	-0.164*** (0.044)	0.136 (0.194)
FC	-0.099*** (0.035)	-0.143*** (0.051)	-0.051 (0.048)	-0.092 (0.224)
CASH	-0.227*** (0.078)	-0.451*** (0.111)	-0.032 (0.112)	-0.001 (0.468)
DUAL	0.034 (0.029)	0.085** (0.040)	-0.015 (0.042)	0.018 (0.171)
MANA	0.089*** (0.024)	0.065** (0.033)	0.103*** (0.035)	0.198 (0.275)
DIVPSCHG	-0.246*** (0.081)	-0.224 (0.144)	-0.236** (0.104)	-0.966 (0.908)
LIFE	-0.501*** (0.022)			
IND	控制	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制	控制
_cons	-2.931*** (0.349)	-2.155*** (0.508)	-4.789*** (0.504)	-7.696*** (2.920)
N	8 841	4 219	4 197	425
Adj R <sup>2</sup>	0.645	0.600	0.648	0.447
F	388.12	176.56	215.67	11.09

注: \*、\*\* 和 \*\*\* 分别代表在 10%、5% 和 1% 水平上显著; 括号内为标准误。

表 5 替换企业投资水平变量的稳健性检验结果

解释变量	被解释变量:INV2			
	(1)全样本	(2)成长期	(3)成熟期	(4)衰退期
CSR	0.003*** (0.001)	0.002* (0.001)	0.003*** (0.001)	-0.001 (0.006)
STATE	-0.185*** (0.030)	-0.138*** (0.041)	-0.231*** (0.041)	-0.342* (0.181)
SIZE	1.054*** (0.016)	0.993*** (0.023)	1.097*** (0.023)	1.221*** (0.148)
LEV	-0.746*** (0.091)	-0.309** (0.113)	-1.044*** (0.106)	-0.782 (0.481)
ROE	0.095 (0.059)	0.168** (0.071)	0.037 (0.066)	0.089 (0.536)
TOBINQ	-0.140*** (0.035)	-0.152*** (0.050)	-0.147*** (0.046)	0.003 (0.220)
FC	-0.090** (0.036)	-0.140*** (0.052)	-0.053 (0.050)	0.094 (0.259)
CASH	-0.191** (0.081)	-0.401*** (0.113)	-0.005 (0.119)	-0.104 (0.538)
DUAL	0.046 (0.030)	0.095** (0.040)	-0.012 (0.043)	0.210 (0.194)
MANA	0.085*** (0.024)	0.085* (0.033)	0.103*** (0.036)	-0.075 (0.287)
DIVPSCHG	-0.257*** (0.084)	-0.291** (0.146)	-0.212** (0.107)	-0.970 (0.954)
LIFE	-0.519*** (0.023)			
IND	控制	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制	控制
_cons	-2.658*** (0.357)	-2.029*** (0.517)	-4.482*** (0.525)	-7.880** (3.271)
N	8 489	4 160	3 998	331
Adj R <sup>2</sup>	0.629	0.588	0.629	0.463
F	359.10	165.74	189.64	9.37

注: \*、\*\* 和 \*\*\* 分别代表在 10%、5% 和 1% 水平上显著; 括号内为标准误。

再次得到验证。

## 2. 使用面板数据的回归方法

面板数据一方面可以一定程度上缓解遗漏变量带来的估计误差,同时还能够提供更多关于个体动态行为的信息,提高估计的精确度<sup>[32]</sup>。因而,本文对模型(1)采用面板数据回归的方法进行稳健性检验,结果如表6所示。

表6 使用面板数据回归的稳健性检验结果

解释变量	被解释变量:INV				被解释变量:INV2			
	(1)全样本	(2)成长期	(3)成熟期	(4)衰退期	(5)全样本	(6)成长期	(7)成熟期	(8)衰退期
CSR	0.002*** (0.001)	0.002** (0.001)	0.002** (0.001)	0.002 (0.005)	0.002*** (0.001)	0.003** (0.001)	0.003*** (0.001)	-0.003 (0.006)
STATE	-0.232*** (0.043)	-0.129** (0.053)	-0.256*** (0.053)	-0.446*** (0.163)	-0.225*** (0.043)	-0.117** (0.053)	-0.257*** (0.054)	-0.361** (0.184)
SIZE	1.098*** (0.021)	1.002*** (0.027)	1.138*** (0.027)	1.183*** (0.130)	1.087*** (0.022)	0.998*** (0.027)	1.132*** (0.028)	1.210*** (0.144)
LEV	-0.636*** (0.086)	-0.255** (0.117)	-0.953*** (0.119)	-0.887** (0.396)	-0.631*** (0.090)	-0.303** (0.120)	-1.004*** (0.126)	-0.879* (0.482)
ROE	-0.010 (0.031)	0.163*** (0.062)	0.005 (0.058)	-0.145** (0.070)	0.103** (0.042)	0.168*** (0.064)	0.027 (0.064)	0.380 (0.497)
TOBINQ	-0.124*** (0.034)	-0.194*** (0.051)	-0.129*** (0.045)	0.120 (0.193)	-0.128*** (0.036)	-0.177*** (0.052)	-0.119** (0.048)	-0.007 (0.212)
FC	-0.029 (0.033)	-0.065 (0.048)	-0.032 (0.049)	-0.029 (0.206)	0.005 (0.036)	-0.044 (0.050)	-0.011 (0.052)	0.158 (0.245)
CASH	-0.167** (0.083)	-0.420*** (0.117)	-0.005 (0.115)	-0.073 (0.460)	-0.168* (0.088)	-0.346*** (0.120)	-0.035 (0.124)	-0.322 (0.522)
DUAL	0.016 (0.031)	0.071* (0.043)	-0.017 (0.045)	-0.050 (0.171)	0.033 (0.033)	0.090** (0.044)	-0.004 (0.047)	0.154 (0.191)
MANA	0.111*** (0.027)	0.077** (0.036)	0.133*** (0.038)	0.121 (0.270)	0.118*** (0.028)	0.080** (0.036)	0.140*** (0.040)	-0.137 (0.278)
DIVPSCHG	-0.178*** (0.066)	-0.173 (0.119)	-0.163* (0.085)	-0.784 (0.821)	-0.185*** (0.070)	-0.222* (0.122)	-0.141 (0.090)	-0.735 (0.875)
LIFE	-0.287*** (0.017)				-0.329*** (0.019)			
IND	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	-3.972*** (0.485)	-2.239*** (0.605)	-5.362*** (0.619)	-6.939** (2.868)	-3.756*** (0.495)	-2.247*** (0.615)	-5.282*** (0.639)	-7.461** (3.166)
N	8 841	4 219	419 7	425	8 489	4 160	3 998	331
Wald Test	6 931.49	3 942.86	4 374.98	299.69	6 622.74	3 709.53	4 053.34	287.82

注: \*、\*\* 和 \*\*\* 分别代表在 10%、5% 和 1% 水平上显著; 括号内为标准误。

表6中前4列为使用INV作为因变量的面板数据回归结果,后4列为使用INV2作为因变量的面板数据回归结果。结果显示,使用面板数据回归的结果与表4和表5的结果基本保持一致。对于中国上市公司整体来说,履行企业社会责任能够显著提升企业的投资水平。对于区分生命周期后的3个子样本来说,成长期和成熟期的企业履行社会责任能够对企业投资产生显著的促进作用,而这种促进作用在衰退期企业中并不明显。

## 3. 解决内生性问题

此外,由于企业社会责任与企业投资可能存在互为因果关系,所以为解决潜在的内生性问题,本文使用滞后一期解释变量的方法重新对企业社会责任与企业投资之间关系进行检验,结果如表7所示,其中Panel A为混合OLS回归结果,Panel B为面板数据回归结果。

表7的结果显示,在去除由于因果关系导致的内生性问题后,无论是使用混合OLS回归还是面板数据回归,上一期的企业社会责任均会对当期企业的投资行为产生显著的促进作用。这一结果支撑了本文的理论论证,即积极承担企业社会责任能够为企业带来更多的投资机会,同时增强企业管理层的投资意愿,因而提升企业的投资水平。同时,企业社会责任对于企业投资的促进作用存在动态性差异,即成长期和成熟期的企业履行社会责任能够显著提升企业的投资水平,而企业社会责任对于企业投资的促进作用对于衰退期企业来说并不明显。

#### 四、结论与启示

本文以2010—2016年中国沪深A股上市公司为样本,通过理论分析和实证检验的方法,从企业生命周期这一独特的视角研究上市公司履行企业社会责任对于企业投资水平的动态影响。已有研究普遍发现企业社会责任可以降低资本成本、缓解融资约束,然而却鲜有研究考虑企业社会责任对于企业投资水平的影响,更没有研究考虑到处于不同生命周期阶段企业的异质性。因而在已有文献的基础上,本文基于利益相关者理论、代理理论和社会网络理论,从企业社会责任增加企业的投资机会和提升管理层投资意愿两条路径入手,充分论证了企业社会责任对于企业投资的促进作用。研究发现:对于中国上市公司整体来说,良好的企业社会责任绩效有助于提升企业的投资水平。更进一步,在对全部样本公司划分生命周期后发现,成长期和成熟期的企业履行社会责任能够显著增加企业投资,然而企业社会责任对企业投资的促进作用在衰退期企业中并不明显。本文的研究结论在替换企业投资水平的代理变量、使用面板数据回归以及解决内生性问题后依然成立。

本文的研究贡献主要在于:第一,投资与融资是企业重要的经济行为之一,然而已有文献对企业融资展开了大量研究,却较少关注企业投资的影响因素。本文丰富了企业投资水平的影响因素研究,发现积极履行企业社会责任能够提升企业的投资水平。第二,目前国内关于企业社会责任经济后果的研究较多,但对企业社会责任影响企业投资的相关研究较少。本文从理论层面深入探究了企业社会责任促进企业投资的具体作用机制,并使用中国资本市场数据对其进行实证检验,填补了已有的研究空白。第三,本文立足于一个崭新的视角,在研究中考虑了企业的生命周期,并通过实证研究发现处于不同生命周期阶段的企业存在异质性,因而企业社会责任对于企业投资的影响效应也体现出动态性。

本文的研究结论有利于帮助企业管理层根据企业的生命周期,正确合理地制定差异化的企业社会责任战略,同时还有助于市场监管者以及政策制定者合理激励和引导各阶段企业在实现价值创造目标的同时积极履行企业社会责任,实现市场资源的优化配置。此外,本文还通过探究影响企业投资的因素,为加快中国经济发展、促进企业投资、实现经济“新常态”提供实践启示。

#### 参考文献:

- [1] 钱明,徐光华,沈弋. 社会责任信息披露,会计稳健性与融资约束——基于产权异质性的视角[J]. 会计研究,2016(5):9-17.
- [2] CHAN C Y, CHOU D W, LO H C. Do financial constraints matter when firms engage in CSR? [J]. The North American Journal of Economics and Finance, 2017, 39: 241-259.
- [3] 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]. 会计研究,2013(8):32-39,96.
- [4] 焦豪,焦捷,刘瑞明. 政府质量、公司治理结构与投资决策——基于世界银行企业调查数据的经验研究[J]. 管理世界,2017(10):66-78.
- [5] 伊查克·爱迪思. 企业生命周期[M]. 北京:华夏出版社,2004.
- [6] 王琦,吴冲. 企业社会责任财务效应动态性实证分析——基于生命周期理论[J]. 中国管理科学,2013,21(11):542-548.
- [7] FAZZARI S, HUBBARD R G, PETERSEN B. Investment, financing decisions, and tax policy[J]. The American Economic Review,

表7 将解释变量滞后一期的稳健性检验结果

Panel A 混合 OLS 回归				
解释变量	被解释变量:INV2			
	(1) 全样本	(2) 成长期	(3) 成熟期	(4) 衰退期
CSR <sub>it-1</sub>	0.005*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.010 (0.006)
LIFE	-0.682*** (0.027)			
IND	控制	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制	控制
_cons	-0.885** (0.414)	-0.063 (0.582)	-3.063*** (0.586)	-10.504*** (3.505)
N	614 4	296 7	293 6	241
Adj R <sup>2</sup>	0.607	0.546	0.615	0.457
F	274.79	123.81	157.02	8.76
Panel B 面板数据回归				
解释变量	被解释变量:INV2			
	(1) 全样本	(2) 成长期	(3) 成熟期	(4) 衰退期
CSR <sub>it-1</sub>	0.005*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.010 (0.006)
LIFE	-0.466*** (0.022)			
IND	控制	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制	控制
_cons	0.058 (0.523)	0.912 (0.661)	-2.279*** (0.688)	-10.353*** (3.384)
N	614 4	296 7	293 6	241
Wald Test	4 194.19	2 109.39	2 773.70	209.25

注: \*、\*\* 和 \*\*\* 分别代表在 10%、5% 和 1% 水平上显著; 括号内为标准误; 限于篇幅, 未列示控制变量结果。



- 1988,78(2):200-205.
- [8] MCLEAN R D,ZHANG T,ZHAO M. Why does the law matter? investor protection and its effects on investment,finance,and growth[J]. The Journal of Finance,2012,67(1):313-350.
- [9] 李君平,徐龙炳. 资本市场错误定价、融资约束与公司投资[J]. 财贸经济,2015(3):88-102,112.
- [10] 何贤杰,肖土盛,陈信元. 企业社会责任信息披露与公司融资约束[J]. 财经研究,2012,38(8):60-71.
- [11] 李伟,滕云. 企业社会责任与内部控制有效性关系研究[J]. 财经问题研究,2015(8):105-109.
- [12] 冯丽艳,肖翔,赵天骄. 社会责任、商业信任与商业信用成本[J]. 北京工商大学学报(社会科学版),2016,31(1):64-74.
- [13] 靳小翠. 企业社会责任会影响社会资本吗? ——基于市场竞争和法律制度的调节作用研究[J]. 中国软科学,2018(2):129-139.
- [14] 陈汉辉. 企业社会责任实践与社会资本关系研究——政治关联的中介效应检验[J]. 财贸研究,2016,27(2):128-136.
- [15] 潘越,戴亦一,吴超鹏,等. 社会资本、政治关系与公司投资决策[J]. 经济研究,2009,44(11):82-94.
- [16] BARNETT M L, SALOMON R M. Does it pay to be really good? addressing the shape of the relationship between social and financial performance[J]. Strategic Management Journal,2012,33(11):1304-1320.
- [17] 王站杰,买生,李万明. 企业社会责任对战略风险的影响——伦理决策的调节作用[J]. 大连理工大学学报(社会科学版),2017,38(4):26-32.
- [18] GODFREY P C. The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth:a risk management perspective[J]. Academy of Management Review,2005,30(4):777-798.
- [19] 王清刚,徐欣宇. 企业社会责任的价值创造机理及实证检验——基于利益相关者理论和生命周期理论[J]. 中国软科学,2016(2):179-192.
- [20] ANTHONY J H,RAMESH K. Association between accounting performance measures and stock prices:a test of the life cycle hypothesis[J]. Journal of Accounting & Economics,1992,15(2-3):203-227.
- [21] ARIKAN A M,STULZ R M. Corporate acquisitions,diversification,and the firm's life cycle[J]. The Journal of Finance,2016,71(1):139-194.
- [22] 谢佩洪,汪春霞. 管理层权力、企业生命周期与投资效率——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论,2017,20(1):57-66.
- [23] 李程骅,胡亚萍. 企业社会责任与企业生命周期关系论[J]. 南京社会科学,2008(7):116-122.
- [24] 冯丽艳,肖翔,程小可. 社会责任对企业风险的影响效应——基于我国经济环境的分析[J]. 南开管理评论,2016,19(6):141-154.
- [25] 乔虹. 企业社会责任报告择时披露研究[J]. 财经问题研究,2017(4):75-81.
- [26] 卢闯,孙健,张修平,等. 股权激励与上市公司投资行为——基于倾向得分匹配方法的分析[J]. 中国软科学,2015(5):110-118.
- [27] 许伟,陈斌开. 税收激励和企业投资——基于2004—2009年增值税转型的自然实验[J]. 管理世界,2016(5):9-17.
- [28] DICKINSON V. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle[J]. The Accounting Review,2011,86(6):1969-1994.
- [29] 侯巧铭,宋力,蒋亚朋. 管理者行为、企业生命周期与非效率投资[J]. 会计研究,2017(3):61-67,95.
- [30] 徐业坤,钱先航,李维安. 政治不确定性、政治关联与民营企业投资——来自市委书记更替的证据[J]. 管理世界,2013(5):116-130.
- [31] WHITED T M, WU G. Financial constraints risk[J]. The Review of Financial Studies,2006,19(2):531-559.
- [32] 陈强. 高级计量经济学及Stata应用[M]. 北京:高等教育出版社,2014(2):250-251.

## Corporate Social Responsibility and Corporate Investment

### —A Study based on Corporate Life Cycle

ZHAO Tianjiao<sup>1</sup>, XIAO Xiang<sup>2</sup>, JIANG Yuxian<sup>2</sup>

(1. Donlinks School of Economics and Management, University of Science and Technology Beijing, Beijing 100083, China;

2. School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, Beijing 100044, China)

**Abstract:** Based on stakeholder theory, agency theory, and social network theory, we find that Corporate Social Responsibility (CSR) could bring about investment opportunities to the enterprise, as well as promote managers' investment willingness. Thus we investigate the impact of CSR on firms' investment behavior. The results show that: Firms' CSR performance could significantly promote corporate investment. After partitioning the sample into growth, mature, and declining firms, we further find that the positive impact of CSR on corporate investment only significant in growth and mature firms samples, while the positive impact is not reflected so obviously among declining firms.

**Key words:** corporate social responsibility; corporate investment; corporate life cycle