

# 履行社会责任对企业投资效率影响的作用机制

## ——基于内部治理传导渠道

尹筑嘉,张紫婷

(长沙理工大学 经济与管理学院,湖南 长沙 410114)

**摘要:**文章运用 2010—2021 年我国 A 股上市公司的财务数据与和讯网社会责任评分,探讨社会责任对企业投资效率的影响及其渠道。研究发现:企业履行社会责任能够通过加强内部治理提高投资效率;进一步检验发现,企业履行社会责任通过加强内部治理同时提升企业的实业投资效率与金融投资效率。这一研究结果为我国微观经济实体积极履行企业社会责任、提升投资效率提供了有益参考。

**关键词:**企业社会责任;企业投资效率;内部治理;传导渠道

[中图分类号]F272.3 [文献标识码]A [文章编号]1672-934X(2023)04-0069-09

DOI:10.16573/j.cnki.1672-934x.2023.04.008

**The Mechanism of the Impact of Fulfilling Social Responsibility on Corporate Investment Efficiency:  
Based on Internal Governance Transmission Channel**

*Yin Zhujia, Zhang Ziting*

*(School of Economics & Management, Changsha University of Science & Technology,  
Changsha, Hunan 410114, China)*

**Abstract:** By using the financial data of China's A-share listed companies and Hexun's social responsibility scores from 2010 to 2021, the paper explores the impact and its channels of corporate social responsibility (CSR) on investment efficiency, which turns out that it can be improved by CSR by strengthening internal governance. Further, CSR can enhance both industrial and financial investment efficiency. This finding provides a useful reference for China's microeconomic entities to actively fulfill CSR and improve investment efficiency.

**Key words:** corporate social responsibility(CSR); corporate investment efficiency; internal governance; transmission channel

一、引言

然在一定程度上促进了中国经济的快速增长,但随之产生的社会责任缺失问题影响了社会的以牺牲环境换取经济增长的发展模式,虽和谐与稳定,并受到社会的广泛关注。近年来,

**收稿日期:**2023-04-21

**基金项目:**湖南省社会科学成果评审委员会重大课题(XSP22ZDA001);湖南省研究生科研创新项目(CX20210806)

**作者简介:**尹筑嘉(1979—),女,教授,经济学博士,主要从事公司金融和资本市场创新研究;  
张紫婷(1997—),女,硕士研究生,研究方向为公司金融、绿色金融。

企业社会责任履行情况逐渐成为外部投资者关注的重要指标。为树立良好的企业形象、提高利益相关方的认可度,社会责任履行逐渐成为中国企业关注的议题,中国企业社会责任报告发布数量呈现逐年增加的态势。

社会责任理论的支持者认为,企业除了围绕利润最大化这一目标之外,还需要承担以维护和提升社会公众利益为目标的相关责任。社会责任实践之初,管理者担心由此产生的额外成本会引起股东的不满,故而普遍以消极态度履行社会责任。战略性社会责任是由 Porter 和 Kramer<sup>[1]</sup>、Baumgartner<sup>[2]</sup> 提出的为解决上述矛盾的一个新概念,即战略性社会责任能够平衡企业与社会公众之间的利益,在实现利润最大化的同时能够满足社会公众利益。近年来,以这一概念框架为基础,越来越多的学者围绕企业社会责任的经济后果展开了研究,目的是论证履行社会责任在产生良好社会印象的同时,也能够使企业有所收益。为进一步剖析社会责任对企业作用的本质,关于企业社会责任与企业金融化、股价崩盘风险、融资约束、技术创新之间关系的研究不断深入<sup>[3-6]</sup>,学界对企业社会责任的有关研究结论基本指向有利于企业发展的积极方向。

投资是企业重要经营活动之一,是影响企业经营业绩的核心因素。因此,如何提升企业投资效率一直是公司治理领域研究的重点课题。为提高企业履行社会责任积极性,近年来,以企业社会责任的履行为切入点研究投资效率已成为学界新热点,并取得了一些成果。一些研究认为,企业履行社会责任能够从降低信息不对称、改善融资约束等企业经营外部环境的角度提高投资效率<sup>[7-13]</sup>。但是,对于内部治理这一作用机制却鲜少讨论。本文认为,内部治理作为影响企业投资决策的一个重要因素,在社会责任与投资效率之间的作用不可忽视。

为探究履行社会责任对企业投资效率影响

的内部治理渠道,本文选取 2010—2021 年我国 A 股上市公司作为样本,采用和讯网社会责任评分、迪博内部控制指数以及企业财务数据建立相关模型,研究履行社会责任对企业投资效率的影响及内部治理的作用机制,得出以下结论:第一,企业内部治理是其履行社会责任影响投资效率的作用渠道之一;第二,企业履行社会责任,能够通过加强内部治理,同时提高金融投资效率与实业投资效率。

## 二、理论分析与研究假设

企业履行社会责任能够促使企业形成更好的治理结构<sup>[14-15]</sup>,进而提升投资效率。首先,企业通过履行对客户、债权人、供应商和员工的责任<sup>[16]</sup>,使得股东之间相互制衡,避免大股东利用其信息优势谋取私利<sup>[17-18]</sup>,可以提高投资决策效率。其次,积极履行社会责任的企业,能够在其内部形成良好的文化氛围,这种氛围能够吸引品德和能力较高的管理者,降低管理者私利动机,促成具有战略意义的投资,这部分投资通过对闲散资金的利用,可以提高企业资源配置效率,降低企业管理者谋取私利的可能性,从而提高企业投资效率。综上,本文提出假设 H1。

假设 H1:履行社会责任能够通过加强公司治理对投资效率产生正向影响。

企业投资分为实业资产投资与金融资产投资两类。对企业而言,投资不论种类,均为了谋求收益。然而,对不同类型的管理者而言,选择投资类型的偏好会有所差异。一般来说,由于金融资产投资相较于实业资产投资的回报周期短且收益高,能够在短期内为管理层带来可观的报酬,具有私人动机的管理层会更倾向于选择金融资产的投资<sup>[19]</sup>。同理,控股股东也通过使用其控制权支持金融资产投资项目以获取私利。一旦金融投资失败,管理层和控股股东能够将原因归结于外部环境变化来安抚中小股东

的情绪<sup>[20]</sup>。如此往复,便会导致金融资产投资效率普遍低下。而合理的内部治理机制能够通过实现股权制衡,抑制管理层与控股股东的私人行为,提高金融资产投资效率。同时,释放出更多资金用以促成优质的实业投资项目,提高实业资产投资效率。综上,本文提出假设 H2。

假设 H2:履行社会责任通过加强公司治理,能够同时提高金融资产与实业资产的投资效率。

### 三、实证设计

#### (一)实证模型

为检验假设 H1,借鉴 Judd 等<sup>[21]</sup>的中介效应分析法,使用三步回归检验法逐步验证内部治理的中介效应,本文构建如式(1)–(3)的回归模型:

$$IE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \sum \beta_m Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \epsilon_i \quad (1)$$

$$IGO_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 CSR_{i,t} + \sum \delta_m Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \epsilon_i \quad (2)$$

$$IE_{i,t} = \zeta_0 + \zeta_1 CSR_{i,t} + \zeta_2 IGO_{i,t} + \sum \zeta_m Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \epsilon_i \quad (3)$$

在上式中, $i$ 和 $t$ 分别代表企业与年份; $Controls_{i,t}$ 为控制变量; $Year$ 和 $Industry$ 分别代表年份与行业的固定效应(注以上符号含义在本文所构建模型中均如此,后式中不再赘述);被解释变量为 $IE_{i,t}$ ,代表企业非效率投资程度; $CSR_{i,t}$ 代表企业社会责任承担水平; $IGO_{i,t}$ 代表企业内部治理。

根据判别方法,式(1)中表示企业社会责任对非效率投资的直接效应, $\beta_1$ 显著为负是中介效应存在的充要条件。在此基础上,如果式(2)中企业社会责任的系数 $\delta_1$ 显著为正,且式(3)中内部治理的系数 $\zeta_2$ 显著为负,则假设 H1 成立,此时内部治理的中介效应系数为 $\delta_1 \cdot \zeta_2$ 。当假设 H1 得到验证时,如果式(3)中企业社会

责任的系数 $\zeta_1$ 不显著,则表示内部治理对企业社会责任与非效率投资之间存在完全中介效应;若 $\zeta_1$ 显著,则表示内部治理在其中存在部分中介效应。

#### (二)样本选择与数据来源

本文的研究对象为我国 A 股上市公司,选取其 2010—2021 年财务数据以及和讯网社会责任评分作为样本数据,所有财务数据均来自国泰安数据库(CSMAR)。考虑到数据的完整性与有效性,本文对数据进行了如下处理:(1)剔除所有 ST 或 \*ST 的上市公司;(2)剔除数据缺失的观测值;(3)对所有连续变量进行上下 1% 的 Winsorize 缩尾处理,最终得到数据一共 26 309 组。

#### (三)变量定义

##### 1. 被解释变量

##### (1)企业投资效率(IE)

本文以企业非效率投资程度来逆向描述企业投资效率。借鉴应用较多的 Richardson 残差模型<sup>[22]</sup>、郦金梁等<sup>[23]</sup>、张碧洲等<sup>[24]</sup>、毛新述等<sup>[25]</sup>的方法来计算企业的非效率投资程度,公式如下:

$$INV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{i,t-1} + \alpha_2 TobinQ_{i,t-1} + \alpha_3 Size_{i,t-1} + \alpha_4 Lev_{i,t-1} + \alpha_5 ROA_{i,t-1} + \alpha_6 Cash_{i,t-1} + \alpha_7 INV_{i,t-1} + \mu Industry + \sigma Year + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中, $INV_{i,t}$ 代表投资规模, $Growth_{i,t}$ 代表营业收入增长率, $TobinQ_{i,t}$ 代表公司价值, $Size_{i,t}$ 代表公司规模, $Lev_{i,t}$ 代表资产负债率, $ROA_{i,t}$ 代表总资产收益率, $Cash_{i,t}$ 代表现金持有情况。如式(4)所示,Richardson 残差模型测算的是企业实际投资与预期最优投资之间的差值,当实际投资比最优投资大时,企业存在过度投资;当实际投资比最优投资小时,企业存在投资不足。不论是过度投资还是投资不足,都是企业投资非效率的一种表现,因此,本文将 Richardson 模型计量得到的残差 $\epsilon$ 取绝对值 $|\epsilon|$ , $|\epsilon|$ 的大小反映了企业非效率投资程度大

小,即 $|\epsilon|$ 越大,企业非效率投资越严重。

## (2) 实业投资效率(IND\_IE)

与企业投资效率相似,实业投资效率通过非效率实业投资逆向描述,即由式(5)计量得到的残差:

$$\begin{aligned} IND\_INV_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{i,t-1} + \alpha_2 \\ & TobinQ_{i,t-1} + \alpha_3 Size_{i,t-1} + \alpha_4 Lev_{i,t-1} + \alpha_5 \\ & ROA_{i,t-1} + \alpha_6 Cash_{i,t-1} + \alpha_7 IND\_INV_{i,t-1} + \\ & \mu Industry + \sigma Year + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

其中,实业投资(IND\_INV)参考黄贤环等<sup>[26]</sup>的方法,以现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”一项表示。式(5)中其他符号意义与式(4)相同。

## (3) 金融投资效率(FIN\_IE)

与企业投资效率相似,实业投资效率通过非效率实业投资来逆向描述,即由式(6)计量得到的残差:

$$\begin{aligned} FIN\_INV_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{i,t-1} + \alpha_2 \\ & TobinQ_{i,t-1} + \alpha_3 Size_{i,t-1} + \alpha_4 Lev_{i,t-1} + \alpha_5 \\ & ROA_{i,t-1} + \alpha_6 Cash_{i,t-1} + \alpha_7 FIN\_INV_{i,t-1} + \\ & \mu Industry + \sigma Year + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (6)$$

其中,金融投资(FIN\_INV)参考顾雷雷等<sup>[3]</sup>的度量方法,以资产负债表中“交易性金融资产”“可供出售金融资产”“衍生金融资产”“其他应收款”“买入返售金融资产”“持有至到期投资”“一年内到期的非流动资产”“长期股权投资”“其他流动资产”“发放贷款及垫款”“投资性房地产”“其他非流动资产”共 12 项之和表示。式(6)中其他符号意义与式(4)相同。

## 2. 解释变量:企业社会责任(CSR)

关于企业社会责任的衡量方法包括利益相关方综合评分法、第三方企业社会责任评级指数法、社会责任显性议题法等。本文主要参考第三方企业社会责任评级指数法,利用和讯网企业社会责任评分衡量样本企业社会责任,和讯网企业社会责任评分包括股东责任、员工责

任、供应商与消费者责任、环境责任、社会责任等多个维度,能够较为全面地描述样本企业社会责任的承担程度。在稳健性检验中,本文使用和讯网上市公司社会责任评级衡量企业社会责任。

## 3. 中介变量:内部治理(IGO)

企业内部治理衡量的是企业在合规、报告、资产安全以及经营等方面的管控能力,企业内部治理有效性会影响企业投资行为,本文参考王朋吾<sup>[27]</sup>、李清<sup>[28]</sup>等的研究,选取迪博内部控制指数衡量企业内部治理能力。迪博内部控制指数是综合企业战略、经营、报告、合规和资产安全五大指标,使用内部控制缺陷作为修正变量对内部控制基本指数进行修正,最终形成能够反映企业内部控制水平和风险管控能力的综合指标。

## 4. 控制变量

为了更准确地衡量企业社会责任对企业投资效率的影响,本文借鉴姚梦琪等<sup>[29]</sup>、陈建丽<sup>[30]</sup>等学者的研究,选取如下控制变量。

营业收入增长率(*Growth*):企业的营业收入增长率是企业成长能力的体现,企业营业收入增长率越高,说明其处于快速成长时期,更倾向于激进投资,当营业收入增长率较低或为负时,企业对于投资也会相对保守。

托宾 Q 值(*TobinQ*):托宾 Q 反映企业价值,当企业价值被市场高估时,投资者会降低对企业估值,增加企业融资成本,改变企业投资规模。

资产规模(*Size*):企业规模对企业投资存在影响是大多数学者都认同的观点,但对企业投资的具体影响方面没有形成统一结论,部分学者认为规模越大的企业越倾向于增加投资;也有部分学者认为企业在达到一定规模之后,会降低企业投资。

资产负债率(*Lev*):企业资产负债率是企业偿债能力的体现,资产负债率越高,说明企业面



临的偿债压力越大,从而也影响企业投资行为。

总资产收益率(*ROA*):企业总资产收益率是企业盈利能力的体现,当企业总资产收益率越高时,企业更倾向于增加投资。

企业年龄(*Age*):企业也具有生命周期,在

快速成长时期,企业更有动力进行投资,因此,企业年龄也对投资行为产生一定影响。

除了以上控制变量以外,还对企业所属行业以及样本数据年份进行了控制。具体变量及其定义如表1所示。

表 1 变量及其定义表

变量	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	非效率企业投资	<i>IE</i>	由模型(4)计算得到的 $ \epsilon $
	非效率实业投资	<i>IND_IE</i>	由模型(5)计算得到的 $ \epsilon $
	非效率金融投资	<i>FIN_IE</i>	由模型(6)计算得到的 $ \epsilon $
解释变量	企业社会责任	<i>CSR</i>	$\ln(1 + \text{和讯网社会责任评分})$
中介变量	内部治理	<i>IGO</i>	迪博内部控制指数
控制变量	营业收入增长率	<i>Growth</i>	$(\text{当年营业收入} - \text{上年营业收入}) / \text{上年营业收入}$
	托宾 <i>Q</i> 值	<i>TobinQ</i>	年末股票总市值/年末总资产
	资产规模	<i>Size</i>	$\ln(1 + \text{年末总资产})$
	资产负债率	<i>Lev</i>	年末总负债/年末总资产
	总资产收益率	<i>ROA</i>	当年净利润/年末总资产
	企业年龄	<i>Age</i>	$\ln(1 + \text{当年年份} - \text{成立之年年份})$

#### 四、实证结果与分析

##### (一)描述性统计

表2为本文主要变量的描述性统计结果。从统计结果中发现,企业非效率投资的最小值为0.645,说明样本企业均存在不同程度上的非效

率投资。企业社会责任的最小值为-0.041,表示一些样本企业忽视履行社会责任。内部控制指数的标准差为15.770,相对于其他变量的标准差而言是比较大的,说明样本公司间内部治理水平差异较大。

表 2 主要变量描述性统计

变量名称	变量符号	样本数	平均值	标准差	最小值	最大值
非效率投资	<i>IE</i>	26 309	0.944	0.102	0.645	1.221
社会责任评分	<i>CSR</i>	26 309	3.051	0.717	-0.041	4.330
内部控制指数	<i>IGO</i>	26 309	62.864	15.770	0.000	85.23
营业收入增长率	<i>Growth</i>	26 309	0.181	0.485	-0.629	3.303
托宾 <i>Q</i> 值	<i>TobinQ</i>	26 309	2.069	2.029	0.091	11.948
资产负债率	<i>Lev</i>	26 309	0.445	0.218	0.054	0.956
总资产收益率	<i>ROA</i>	26 309	0.034	0.066	-0.309	0.200
企业规模	<i>Size</i>	26 309	22.260	1.450	19.487	27.326
企业年龄	<i>Age</i>	26 309	2.880	0.333	1.792	3.497

(二)多元回归结果

1. 社会责任对企业投资效率影响的实证检验

表 3 列(1)－(2)展示了基于式(1)的回归结果。根据表 3 中结果可知,无论是否加入控制变量,社会责任对企业非投资效率的影响为负,且均在 1%水平上显著,说明回归结果中企业社会责任与投资效率相关关系可靠,与既有研究结果一致。由此得到结论,企业履行社会责任能够显著减少企业非效率投资,即提高企业投资效率,中介效应存在的充要条件得到验证。

2. 社会责任影响企业投资效率的内部治理传导渠道检验

表 3 列(2)－(4)展示了内部治理对社会责任与企业投资效率中介效应的检验结果。列(2)－(4)分别对应式(1)－(3)的回归结果。列(2)结果表示社会责任能够显著提高企业投资效率,上文已详述。根据列(3)结果可知,企业社会责任对内部治理的回归系数为 3.402,且在 1%水平上显著,即企业履行社会责任能够显著提高内部治理水平。根据列(4)结果可知,在加入内部治理这一变量后,企业社会责任对投资效率的回归系数由列(2)的－1.708 变为－0.899,并且失去显著性,同时内部治理对企业投资效率的回归系数为－0.024,且在 1%水平上显著,为了进一步判别内部治理是否在其中发挥完全中介效应,本文进行了 Bootstrap 检验,检验结果如表 4 所示。从表 4 中可以看出,间接效应与直接效应系数的置信区间均不包含 0,间接效应与直接效应均显著存在,说明内部治理是部分中介效应,即当企业履行社会责任时,能够通过提升内部治理水平进而提高企业投资效率。至此,假设 H1 得到验证。

(三)稳健性检验

1. 替换解释变量

为了避免解释变量核算方法可能带来的实

表 3 社会责任对企业投资效率影响的回归结果

变量	IE		IGO	IE
	(1)	(2)	(3)	(4)
CSR	－2.512*** (0.000)	－1.708*** (0.003)	3.402*** (0.000)	－0.899 (0.115)
IGO				－0.024*** (0.000)
Growth		9.629*** (0.000)	0.261 (0.405)	9.702*** (0.000)
TobinQ		3.604*** (0.000)	－0.783*** (0.000)	3.421*** (0.000)
Lev		5.181** (0.021)	－11.221*** (0.000)	2.393 (0.279)
ROA		－56.404*** (0.000)	47.406*** (0.000)	－45.075*** (0.000)
Size		4.140*** (0.000)	2.802*** (0.000)	4.826*** (0.000)
Age		7.458*** (0.000)	－0.348 (0.266)	7.390*** (0.000)
Cons_	53.627*** (0.000)	－69.217*** (0.000)	4.906* (0.068)	－68.528*** (0.000)
Industry FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
N	26 309	26 309	26 309	26 309
R <sup>2</sup>	0.007	0.042	0.229	0.047

注:括号内为 *p* 值,\*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1%显著性水平。下同。

表 4 中介效应 Bootstrap 检验结果

变量	Z	P> Z	95%置信区间
Indirect effect	－8.84	0.000	[－0.017,－0.011]
Direct effect	－2.44	0.015	[－0.018,－0.002]

证误差,确保实证结果的可靠性,本文首先用更解释变量的方法来检验实证结果的稳健性。在主回归部分使用和讯网社会责任评分,此处将采用和讯网社会责任评级作为解释变量的衡量指标。和讯网社会责任评级按照从高到低分为 A、B、C、D、E 五个等级,等级 A 表示企业社会责任履行情况最好,等级 E 表示企业社会责

任履行情况最差。为了便于回归分析,本文令等级 A、B、C、D、E 分别对应得分 5、4、3、2、1,用社会责任数字评级(*CSR Lv.*)表示。表 5 的实证结果显示,替换了解释变量后的结果与表 3 的实证结果一致,*CSR Lv.* 的回归系数在 1%水平上显著为负,即社会责任评级越高,企业非效率投资越低。

表 5 社会责任对企业投资效率影响的回归结果

变量	IE	
	(1)	(2)
<i>CSR Lv.</i>	−5.929*** (0.003)	−8.780*** (0.000)
<i>Controls</i>	NO	YES
<i>Industry FE</i>	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES
<i>N</i>	26 309	26 309
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.001	0.017

2. 改变缩尾比例

考虑到极端值可能会对估计结果产生影响,本文在主回归部分对所有连续变量进行了上下 1%水平的缩尾处理。为了检验结果的稳健性,此处将缩尾处理水平提升至 5%,即对所有连续变量进行上下 5%水平的缩尾处理。改变缩尾比例后回归结果如表 6 所示。可以发现,回归系数与前文结果一致,在 1%或 5%的水平下显著为负。

表 6 改变缩尾比例后的回归结果

变量	IE	
	(1)	(2)
<i>CSR</i>	−2.003*** (0.000)	−2.623** (0.029)
<i>Controls</i>	NO	YES
<i>Industry FE</i>	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES
<i>N</i>	26 309	26 309
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.006	0.048

五、进一步讨论

为了验证假设 H2,本文将式(1)－(3)中企

业投资效率(*IE*)替换为实业投资效率(*IND\_IE*)与金融投资效率(*FIN\_IE*),探究企业履行社会责任是否能够通过提高内部治理水平,分别对实业投资效率和金融投资效率产生影响。

表 7 表示内部治理在企业社会责任影响实业投资效率中传导作用的检验结果。结合判别方法与表中结果,列(1)表示企业履行社会责任能够直接显著降低非效率实业投资。列(2)－(3)共同说明了企业履行社会责任能够通过显著提升内部治理水平,进而显著降低非效率实业投资。同时,列(3)中企业社会责任和内部治理对非效率实业投资的回归系数均在 1%水平上显著,说明内部治理在企业社会责任与实业投资效率之间发挥显著的部分中介作用。

表 7 内部治理对履行企业社会责任与实业投资效率的中介效应检验结果

变量	<i>IND_IE</i>	<i>IGO</i>	<i>IND_IE</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>CSR</i>	−5.019*** (0.000)	5.495*** (0.000)	−3.105*** (0.000)
<i>IGO</i>			−0.347*** (0.000)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES
<i>Industry FE</i>	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES
<i>N</i>	26 309	26 309	26 309
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.071	0.212	0.075

表 8 表示内部治理在企业社会责任影响金融投资效率中传导作用的检验结果。结合判别方法与表中结果,列(1)表示企业履行社会责任能够直接显著降低非效率金融投资。列(2)－(3)共同说明了企业履行社会责任能够通过显著提升内部治理水平,进而显著降低非效率金融投资。同时,列(3)中企业社会责任和内部治理对非效率金融投资的回归系数均至少在 5%水平上显著,说明内部治理在企业社会责任与金融投资效率之间发挥显著的部分中介作用。

**表 8 内部治理对企业履行社会责任与金融投资效率的中介效应检验结果**

变量	<i>FIN_IE</i> (1)	<i>IGO</i> (2)	<i>FIN_IE</i> (3)
<i>CSR</i>	-2.613*** (0.000)	5.495*** (0.000)	-1.244** (0.030)
<i>IGO</i>			-0.249*** (0.000)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES
<i>Industry FE</i>	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES
<i>N</i>	26 309	26 309	26 309
<i>R<sup>2</sup></i>	0.036	0.212	0.401

综合本部分实证结果,企业履行社会责任能够通过提高内部治理水平,同时提升金融投资效率和实业投资效率,假设 H2 得到验证。

## 六、结语

我国经济正处于由高速发展向高质量发展的转变阶段,提升微观经济实体的投资效率是实现宏观经济高质量发展目标的必经途径。在可持续发展背景下,企业履行社会责任作为一种社会思潮和运动席卷全球,引起了越来越多国家、经济体和社会组织的关注和重视,也对我国企业可持续成长产生了重要影响。本文讨论了履行社会责任对企业投资效率的影响,得到以下结论:第一,企业履行社会责任能够通过完善其内部治理机制提高自身的投资效率。第二,企业履行社会责任对其内部治理水平的提升,能够同时对实业投资效率与金融投资效率产生积极作用。

本研究拓展了企业社会责任的研究成果,发现了一条新的履行社会责任提高企业投资效率的作用渠道,即履行社会责任可以通过提升内部治理水平提高企业投资效率。该发现具有如下实践指导意义:第一,由于履行社会责任能够直接提升企业投资效率,可以从提高微观经

济实体履行社会责任积极性入手,促进这一直接作用发挥更大效能。例如,以社会责任评分为标准,给予社会责任履行水平高的企业以税收减免、政府补贴、优惠贷款等政策扶持;通过媒体宣传和社会舆论提升企业美誉度等,为主动履行社会责任的企业提供更好的发展环境。第二,充分发挥企业社会责任的激励效应与监督效应,在提高微观经济实体履行社会责任积极性的同时,更好地发挥内部治理的中介传导作用。例如,完善我国企业社会责任评价体系,将利益相关者权益保护机制的建设水平纳入到社会责任评价体系当中,并合理分配其权重;加强社会责任落实和监督检查力度,增加企业社会责任评分的可信度,推动公司内部治理机制的自我完善。

## 〔参考文献〕

- [1] Porter M E, Kramer M R. Strategy and society: the link between competitive advantage and corporate social responsibility[J]. Harvard Business Review, 2007, 80 (12):56-69.
- [2] Baumgartner A A. Values and corporate responsibility [M]. Cham:Palgrave Macmillan,2020:165-185.
- [3] 顾雷雷,郭建鸾,王鸿宇. 企业社会责任、融资约束与企业金融化[J]. 金融研究,2020(2):109-127.
- [4] 潘奇,李晶鑫. 企业社会责任、技术创新与股价崩盘风险 [J]. 软科学,2022(11):96-102,110.
- [5] 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(8):60-71,83.
- [6] 吴迪,赵奇锋,韩嘉怡. 企业社会责任与技术创新:来自中国的证据[J]. 南开经济研究,2020(3):140-160.
- [7] Godfrey P C, Merrill C B, Hansen J M. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: an empirical test of the risk management hypothesis[J]. Strategic Management Journal, 2009, 30 (04):425-445.
- [8] 曹亚勇,王建琼,于丽丽. 公司社会责任信息披露与投资效率的实证研究[J]. 管理世界,2012(12):183-185.
- [9] Angus D. Corporate social responsibility reporting in professional accounting firms [J]. The British



- Accounting Review, 2016, 48(01): 74-86.
- [10] 钟马,徐光华. 社会责任信息披露、财务信息质量与投资效率:基于“强制披露时代”中国上市公司的证据[J]. 管理评论, 2017(2): 234-244.
- [11] Dongmin K, Lu S, Zhiqing Y. Product recalls, corporate social responsibility, and firm value: evidence from the Chinese food industry[J]. Food Policy, 2019(02): 60-69.
- [12] 罗爱华. 社会责任信息披露质量对融资约束的实证分析[J]. 长沙理工大学学报(社会科学版), 2019(3): 80-83, 113.
- [13] 曹海敏,曲小昀. 履行社会责任抑制企业非效率投资了吗:基于商业信用的中介效应[J]. 会计之友, 2022(8): 31-37.
- [14] 肖海林,薛琼. 公司治理、企业社会责任和企业绩效[J]. 财经问题研究, 2014(12): 91-98.
- [15] 陈宏明,刘欣婷. 内部控制、社会责任和财务绩效的关系实证:以医药制造业为例[J]. 长沙理工大学学报(社会科学版), 2017(2): 97-101, 124.
- [16] 邓学衷,刘秀梅,李辛欣. 企业社会责任与盈余管理:对深圳 A 股的实证研究[J]. 长沙理工大学学报(社会科学版), 2011(3): 61-65.
- [17] Johnson S, La Porta R, Silanes F L D, et al. Tunneling[J]. American Economics Review, 2000, 90(02): 22-27.
- [18] 尹筑嘉,杨晓光,黄建欢. 大股东主导的资产重组、公司效率与利益侵占:基于中国重组类整体上市案例的研究[J]. 管理科学学报, 2013(8): 54-67.
- [19] 文春晖,李思龙,郭丽虹,等. 过度融资、挤出效应与资本脱实向虚:中国实体上市公司 2007—2015 年的证据[J]. 经济管理, 2018(7): 39-55.
- [20] 杜勇,张欢,陈建英. 金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J]. 中国工业经济, 2017(12): 113-131.
- [21] Judd C M, Kenny D A. Process analysis estimating mediation in treatment evaluations [J]. Evaluation Review, 1981, 5(05): 602-619.
- [22] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3): 159-189.
- [23] 酆金梁,何诚颖,陈伟,等. 特质风险与公司投资行为选择:基于变量间非线性关系的视角[J]. 管理世界, 2018(3): 68-77.
- [24] 张碧洲,王胜,谢振. 联合授信、产权性质与企业投资行为[J]. 国际金融研究, 2021(2): 87-96.
- [25] 毛新述,翟慧君,郑登津. 央企董事会建设与企业投资[J]. 会计研究, 2022(2): 99-116.
- [26] 黄贤环,吴秋生,王瑶. 影子银行发展与企业投资行为选择:实业投资还是金融投资?[J]. 会计研究, 2021(1): 100-111.
- [27] 王朋吾. 内部控制质量评价指数统计及实证[J]. 统计与决策, 2017(12): 185-188.
- [28] 李清,闫世刚. 公司治理对内部控制指数的影响研究[J]. 吉林大学社会科学学报, 2020(6): 167-178, 235.
- [29] 姚梦琪,许敏. 高新技术企业融资效率对研发投入的影响[J]. 科技管理研究, 2019(1): 129-136.
- [30] 陈建丽. 科技金融发展、融资约束与企业研发投入:来自 A 股上市公司的经验证据[J]. 科技管理研究, 2020(14): 131-139.
- [31] 方杰,张敏强. 中介效应的点估计和区间估计:乘积分布法、非参数 Bootstrap 和 MCMC 法[J]. 心理学报, 2012(10): 1408-1420.