

道德偏好与道德改善:中国机构投资者持股研究^{*}

王玲玲 王宗军 毛 磊

〔摘 要〕本文采用面板数据模型检验我国机构投资者持股与企业社会绩效的互动关系,以剖析机构投资者的道德偏好能力和道德改善能力。基于 2006–2010 年沪深两市 918 家样本的研究发现:(1)机构投资者偏好持股企业社会绩效好的公司,表明机构投资者具有道德偏好能力;(2)机构投资者持股对企业社会绩效存在微弱的正面影响,表明机构投资者具备道德改善能力,但非常有限;(3)不同类型机构投资者与企业社会绩效的互动关系差异较大,仅基金表现出道德偏好能力和道德改善能力。

关键词:机构投资者 企业社会绩效 持股

JEL 分类号: G20 G34 Q56

一、引言

虽然“商业活动唯一的社会责任就是增加利润”的名言已经和伟大的经济学家米尔顿·弗里德曼一样成为了历史,但资本的逐利天性使企业具有释放负外部性的天然动机,进而导致企业在追求自身利益时仍然会损害其他利益相关者的利益。从 BP 公司的原油泄露到紫金矿业的废水污染,从肯德基的“苏丹红”到河南双汇的“瘦肉精”,层出不穷的企业恶性事故和欺诈行为使得企业社会绩效的重要意义愈发凸显。投资者们意识到除了经济绩效,社会绩效也是一个非常重要的企业监控指标(Neubaum and Zahra, 2006),它由“企业的社会责任原则、社会事务响应过程以及政策、计划和可观察到的结果(当它们涉及公司的社会关系时)所组成”(Wood, 2010)。多维度的企业社会绩效反应了各利益相关者的不同利益,同时良好的社会绩效意味着更大的资源竞争优势(Muller and Kolk, 2010)。相比分散的个人投资者,持股规模持续增长的机构投资者更有能力和动机获取关于公司社会绩效的信息 (Heiner, 1983),并据此进行投资策略的制定 (Petersen and Vredenburg, 2009)。另外由于持股量很大且比较集中,机构投资者很难轻易迈出“华尔街准则”之脚,从而不得不关注企业的长期利益,重视企业社会绩效(Mallina and Michelonb, 2011)。进行投资时“选择一个相似的但企业社会绩效更好的公司,投资者可以在更小的风险下获得同样的回报”(Graves and Waddock, 1994),因此机构投资者可能偏好具有良好企业社会绩效的公司(Wahba, 2008)。另一方面,机构投资者持有目标公司足够的股票,对该公司的投资是投资组合中的重要组成部分,他们更有动机对公司事务进行干预(Ryan and Schneider, 2002)。由于管理层倾向于满足最有实力、最重要的利益相关者,持股规模越来越大的机构投资者对管理层的影响更大,更有可能监控公司行为和目标,比如企业社会绩效(Johnson and Greening, 1999)。随着股东积极主义的兴起,机构投资者会采取股东提案等方式督促公司改善企业社会绩效,和政府、顾客、供应商、社区等各利益相关者维持积极的互动关系,而这种关系是竞争对手很难模仿的无形资产(Neubaum and Zahra, 2006)。机构

^{*} 王玲玲,华中科技大学管理学院,博士研究生;王宗军,华中科技大学管理学院教授,博士生导师;毛磊,中国建设银行湖北省分行,管理学博士。本论文是国家自然科学基金“公司治理视角下基于粗糙集的中国上市公司经营困境评价模型及实证分析”(批准号:70872033;起止时间:2009~2012)子项目的研究成果。

投资者倾向投资优良企业社会绩效公司的“道德偏好”能力(Graves and Waddock, 1994)以及促进企业社会绩效提升的“道德改善”能力(Neubaum and Zahra, 2006)。这在美国证券市场得到了实证检验,而在英国(Cox et al., 2008)、加拿大(Mahoney and Roberts, 2007)以及埃及(Wahba, 2008)证券市场上也发现了机构投资者“道德偏好”的实证证据。

在中国证券市场,机构投资者经过十年的茁壮成长已经基本形成了基金、QFII、券商、保险公司、社保基金和信托公司等各类机构投资者全面发展的局面。截止 2010 年 6 月 30 日,全部机构投资者持股市值达到 15.48 万亿,约占 A 股总市值的 58.74%,其中基金持股市值达到 13658 亿、QFII 持股市值 440 亿、券商持股市值 217 亿、保险公司持股市值 5628 亿、社保基金持股市值 238 亿、信托公司持股市值 458 亿。各类机构投资者在我国证券市场中扮演的角色越来越重要,随着社会责任投资理念在我国证券市场的逐步推广,机构投资者们在投资过程中慢慢认识到了企业社会绩效的重要性。由于国内外机构投资者经营环境、资金规模、投资策略等各方面的差异,我国机构投资者持股与企业社会绩效是否和国外一样存在某种内在联系,需要实证检验。另外机构投资者异质性对机构投资者与企业社会绩效关系的存在显著影响(Cox et al., 2004),仅仅将全部机构投资者作为一个整体进行研究并不能全面深刻的反映机构投资者与企业社会绩效互动关系的真实图景,而且国内外机构投资者存在很大差异,机械照搬国外的分类方法显然也不能真实的反应我国各类机构投资者与企业社会绩效的关系。因此本文基于 2006~2010 年沪深两市有机构投资者持股的 918 家上市公司的数据,在对机构投资者整体进行研究的基础上,进一步按照机构投资者组织形式的基本分类,着重考察基金、QFII、券商、保险公司、社保基金和信托公司六类机构投资者(截止 2011 年 6 月 30 日,这六类机构投资者占全部机构投资者持股市值的 99%)与企业社会绩效的互动关系,以全面剖析我国机构投资者的道德偏好能力和道德改善能力。

二、文献综述及研究假设

(一)文献综述

1. 国外相关研究

机构投资者持股与企业社会绩效关系的研究成果主要集中在国外。Coffey and Fryxell (1991)最早对企业社会绩效与机构投资者持股的关系进行了实证研究,通过对美国证券市场上的公司进行调查发现了企业社会绩效与机构持股之间复杂的关联性,即董事会中女性的数量与机构投资者持股比例显著正相关,但公司慈善捐助占税前利润的比例与机构持股没有相关性,更令人惊讶的是苏利文原则(sullivan principles)的履行与机构投资者持股存在微弱的负相关性。该研究并没有发现企业社会绩效与机构投资者持股之间的确切关系,Graves and Waddock(1994)认为这与其研究设计有关,比如只选择了一年截面数据作为样本,没有控制公司收益、规模、行业等变量,另外变量的设计具有很大的探索性,并非那么科学合理。因此 Graves and Waddock(1994)选取了 430 家美国上市公司两年的数据进行研究,并采用公司中机构投资者数量和机构投资者持股比例两个指标代表机构投资者持股变量,采用 KLD 指数代表企业社会绩效变量,研究结论显示企业社会绩效与机构投资者数量存在显著的正相关关系。Mahoney and Roberts(2007)以加拿大上市公司为样本,利用 MJRA CSID 数据库的企业社会绩效数据进行研究,支持了 Graves and Waddock(1994)的发现:即企业社会绩效与机构投资者数量显著正相关。上述研究都是以企业社会绩效为实验变量、机构投资者持股为被解释变量进行回归,结论证明了机构投资者持股受到企业社会绩效的吸引,即机构投资者具有道德偏好能力。另外,Neubaum and Zahra (2006)考察了美国证券市场,以机构投资者持股为实验变量,企业社会绩效为被解释变量进行检验,发现机构投资者具备道德改善能力。选取财富

500强公司5年的数据作为样本的研究发现在长期持股的前提下,机构投资者持股和未来企业社会绩效显著正相关,即机构投资者持股能有效改善企业社会绩效,且当机构投资者积极主义与合作程度增加的时候,机构投资者的道德改善能力显著增强。

上述研究结论证实了机构投资者与企业社会绩效之间的互动关系,但这种关系同时也受到很多因素的影响(Petersen and Vredenburg, 2009)。比如经济绩效,Wahba(2008)以埃及的上市公司为研究对象,结论表明经济绩效对社会绩效与机构所有权之间的关系存在很大的影响。诸多影响因素中,机构投资者类型的差异对机构投资者与企业社会绩效关系的影响最为显著。Johnson and Greening (1999)采用结构方程模型,从人的维度(社区、妇女和少数民族、雇员关系)和产品维度(产品质量和环境)两个方面衡量企业社会绩效,研究发现企业社会绩效与养老基金持股显著正相关,而与互动基金和投资银行持股没有表现出这种相关性。Cox et al. (2004)以678家英国上市公司为样本,采用道德投资研究机构(EIRIS)的企业社会绩效数据考察英国企业社会绩效与机构投资者持股之间的关系。结论表明企业社会绩效与包括养老基金、人寿保险和慈善基金在内的长期机构投资者持股正相关,而与短期机构投资者持股并不存在显著的正相关性,甚至对投资信托持股产生了显著的负面影响。Cox et al. (2008)进一步对英国养老基金深入研究,发现养老基金内部不同成分对机构投资者道德偏好的影响也存在显著的差异,其中企业社会绩效对公共养老基金持股的影响程度明显要高于对私人养老基金持股产生的影响,对内部管理基金的影响也高于外部管理基金。

2.国内相关研究

国内关于企业社会绩效的研究尚处于理论探索阶段,不多的实证成果主要集中在企业社会绩效和经济绩效相互关系的检验。杨自业和尹开国(2009)、沈洪涛(2005)发现企业社会绩效与经济绩效显著正相关;而刘录敬和陈晓明(2010)研究表明当期的社会责任履行情况对经济绩效没有多大影响,滞后一、两期的社会责任对经济绩效才存在显著的正向影响;李正(2006)、温素彬和方苑(2008)甚至发现企业社会绩效对当期经济绩效的影响为负,但长期来看企业履行社会责任对经济绩效具有积极影响。另外还有学者吴蜀皖(2010)、张旭等(2010)研究发现企业社会绩效与公司治理以及公司竞争力分别存在显著的正相关性。大量实证研究(李维安, 2008;等)也证明了机构投资者持股与公司经济绩效、公司治理以及公司竞争力之间千丝万缕的关系。然而机构投资者持股与企业社会绩效之间存在何种关系缺乏相应的研究。

另外,国内实证研究中对企业社会绩效的界定和评价没有统一论,实证研究中常用的评价方法有单一指标法、内容分析法、问卷调查法以及综合评价指数。如李正(2006)采用内容分析法考察企业社会责任的履行情况;杨自业和尹开国(2009)采用行为评估问卷调查方法测度我国上市公司的社会绩效。大部分学者借助财务指标,基于利益相关者理论建立企业社会绩效的综合评价指数,有代表性的评价方法有:沈洪涛(2005)对“内容分析法”进行改良,提出了“相关利益者识别与权重”方法来识别我国公司的相关利益者并赋予相应的权重,从股东、债权人、客户、供应商、员工和政府六个方面评价企业社会绩效;陈玉清和马丽丽(2005)借鉴财政部公布的“社会贡献率”指标,从政府所得贡献率、职工所得贡献率、投资者所得贡献率、以及社会所得贡献率四个方面考察企业社会绩效;上述两种评价方法中指标选取与权重确定难免存在一定的主观性,而张旭等(2010)采用因子分析法从员工、供应商、股东、债权人和政府五个方面对企业社会绩效进行综合评价,一定程度上克服了这种主观性。

(二)研究假设

大量研究结论表明企业社会绩效不可避免的影响着机构投资者投资决策的制定,因为投资时或要规避社会绩效差的公司存在的风险,或要宣扬投资组合中反映的社会议题(Coffey and Fryxell, 1991)。机构投资者在秉承经济原则制定投资决策的同时,越来越多的考虑到社会因素。企业社会绩

效对机构投资者投资决策的影响存在两种截然不同的观点:即“短视投资者”(myopic investors)假说(Graves and Waddock, 1994)和“超级投资者”(superior investors)假说(Mahoney and Roberts, 2007)。

“短视投资者”假说认为机构投资者比个人投资者表现得更短视(Hansen and Hill, 1991),机构投资者面临内外两种压力使其对社会绩效的重视程度减弱,而更关注短期回报。内在压力表现在制定投资决策时过多的考虑社会绩效会影响投资组合的多样化,多样化不足会导致投资很难在不减少预期回报的情况下降低投资者的风险,甚至“关注社会绩效的投资者面临的风险要高于其他投资者”(Michelson et al., 2004)。并且收集、消化和利用社会绩效相关的信息需要花费一定的成本,这会额外增加机构投资者的交易成本和管理费用(Wahba, 2008)。外在压力表现在由于机构管理者必须完成相关任务,并根据每年甚至每季的绩效进行考核、付酬(Cox et al., 2004),会使其基于短期目标制定相应的投资决策。作为回应,公司高管也不会考虑长期目标进行管理或者不会充分考虑各种不同利益相关者,例如社区、雇员、环境、妇女和少数民族(Johnson and Greening, 1999)。而注重企业社会绩效的投资一般是倾向长期的(Graves and Waddock, 1994),因此在企业社会绩效上投资越多的企业将越不能吸引机构投资者。Coffey and Fryxell(1991)通过实证检验也发现机构投资者持股比例与公司慈善捐助占税前利润的比例没有相关性,甚至与苏利文原则的履行负相关。

但大部分学者还是支持“超级投资者”假说,即认为机构投资者在制定投资决策时有前提、有能力、有动机关注社会绩效。首先,由于高度集中的股权使得机构投资者很难不影响股价,偷偷的完成不引人注意的抛售。而且机构投资者很难发现新的有利可图的投资选择,因为他们已经做了最好的投资组合并拥有了重要公司的大量股权。潜在的价值损失以及发现新投资的难度使得机构投资者必须成为关注社会绩效的长期投资者(Mahoney and Roberts, 2007)。其次,机构投资者有足够的能在投资之前充分收集并利用有关企业社会绩效的信息以制定最优的投资决策,在投资决策地不断制定过程中形成机构投资者获得信息的规模优势,并帮助他们得到更好的市场信息(Black, 1992)。机构投资者的社会绩效辨识能力使其投资决策基于长期目标,而非短期价格波动收益(Kochhar and David, 1995)。另外机构投资者投资时会慎重考察企业社会绩效以作为减少潜在风险的方法(Wahba, 2008)。良好的社会绩效对风险的降低有积极的影响,Spicer (1978)发现有良好污染控制记录的公司拥有更好的盈利能力和更低的系统风险;White (1996)利用环境声誉(CEP's)指数衡量环境责任,并发现投资环境声誉在平均水平之上的公司能得到更多风险调整回报。因此投资有可靠社会绩效的公司,就意味着更少的潜在风险和债务(Mallin, 1999)。大量研究结论(Mahoney and Roberts, 2007; Cox et al., 2008)也得到了企业社会绩效积极影响机构投资者持股的实证证据。

在“超常规发展机构投资者”的政策背景下,我国机构投资者已经在量变的积累中逐渐成为资本市场的重要力量。机构投资者实力的增强也能有效促进上市公司不断规范信息披露程序,确保信息披露的客观有效性,这将大大减少机构投资者的信息成本,使其在制定投资策略时有条件关注企业社会绩效信息。而持股比例的增加也使得“用脚投票”的成本越来越高,机构投资者不得不逐渐增加持股期限,开始关注企业社会绩效,良好的企业社会绩效有助于与社会、政府、公众等利益相关者建立和谐的关系,吸引更多投资、客户、员工等资源,增强公司的持续竞争力,从而提高公司的长期经济绩效。另外,关系投资、价值投资、企业社会责任投资等新型投资形式的兴起使短期业绩不再是机构投资者关注的唯一焦点,他们会采取诸如指数化投资的长期投资工具,而在长期持股的前提下提高企业社会绩效就成为了公司可持续发展、获得竞争优势的重要路径。因此,在证券市场竞争日趋激烈、经营环境瞬息万变的背景下,借助各种新型投资理念与工具,企业社会绩效在我国机构投资者持股决策的制定过程中扮演了越来越重要的角色。综上基于我国证券市场提出研究假设如下:

H1:机构投资者具有道德偏好能力,即机构投资者偏好持股企业社会绩效好的公司。

另外,随着股东积极主义的兴起和持股规模增长,机构股东越来越受到公司管理层的关注,使

其在关键组织决策制定时具有很重要的表决权(Neubaum and Zahra, 2006)。而且证券市场对机构股东信托责任的强化导致他们更加谨慎的监控控股公司的行为, 尤其企业社会绩效方面(Blair, 1995)。机构投资者持股对企业社会绩效的影响也存在两种不同的观点, 一种观点认为机构投资者的管理层会面临根据其投资组合的短期绩效进行考核的压力, 使得财务收益成为他们关注的重中之重, 而企业社会绩效得不到应有的重视, 甚至被认为是财务绩效的拖累(Johnson and Greening, 1999)。另一种观点认为对机构投资者管理层的考核不仅取决于短期业绩, 机构投资者也会采取诸如指数化投资的长期投资工具, 在长期持股的前提下提高企业社会绩效成为公司可持续发展、获得竞争优势的必然选择。综上基于我国证券市场提出研究假设如下:

H2: 机构投资者具有道德改善能力, 即机构投资者持股有助于提升企业社会绩效。

三、研究设计

(一) 研究模型设计

现有研究表明机构投资者持股和企业社会绩效之间存在复杂的互动影响, 一方面机构投资者会受到优良企业社会绩效的吸引, 偏好持股企业社会绩效好的公司; 另一方面机构投资者持股往往有可能促进未来企业社会绩效的改善, 从而进一步吸引更多机构投资者。因此本文分别建立模型考察机构投资者持股与企业社会绩效的互动关系, 以有效区分机构投资者的道德偏好能力和道德改善能力。一般而言, t 期机构投资者的投资决策是基于公司 t 期及之前的企业社会绩效制定的, 而机构投资者持股促进企业社会绩效的改善则体现在 t 期之后 (如图 1 所示)。因此道德偏好能力的考察使用 t 期及之前的企业社会绩效与机构投资者持股进行回归, 道德改善能力的考察使用机构投资者持股与 t 期之后的企业社会绩效进行回归。

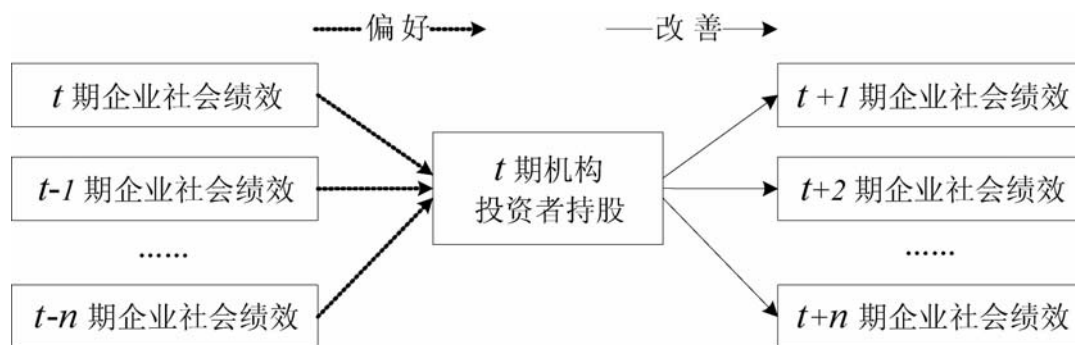


图 1 机构投资者持股与企业社会绩效的相互作用

基于以上分析, 为了考察企业社会绩效对机构投资者持股偏好的影响, 以机构投资者持股为被解释变量构建道德偏好模型如下, 以检验假设 H1。其中模型 I 主要检验企业社会绩效对机构投资者整体持股偏好的影响, 模型 II 主要检验企业社会绩效对各类机构投资者 (包括基金、QFII、券商、保险公司、社保基金和信托公司) 持股偏好的影响。

模型 I:

$$IIS_share_{i,t} = \alpha + \beta_1 CSP_{i,t} + \beta_2 CFP_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \sum \beta_{5,j} Typej_{i,t} + \sum \beta_{6,k} Indusk_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型 II:

$$FC_share_{i,t} = \alpha + \beta_1 CSP_{i,t} + \beta_2 CFP_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \sum \beta_{5,j} Typej_{i,t} + \sum \beta_{6,k} Indusk_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中 QFII、券商、保险公司、社保基金和信托公司的道德偏好模型以此类推。

为了考察机构投资者持股对企业社会绩效的影响,以企业社会绩效为被解释变量构建道德改善模型如下,以检验假设 H2。由于机构投资者持股对企业社会绩效的改善很难在当期立竿见影,所以道德改善模型中用企业社会绩效和前期机构投资者持股进行回归。其中模型 III 主要检验机构投资者整体持股对企业社会绩效的影响,模型 IV 主要检验各类机构投资者(包括基金、QFII、券商、保险公司、社保基金和信托公司)持股对企业社会绩效的影响。

模型 III:

$$CSP_{i,t}=\alpha+\beta_1 IIS_share_{i,t-1}+\beta_2 CFP_{i,t}+\beta_3 Size_{i,t}+\beta_4 Lev_{i,t}+\sum\beta_{5,j} Typej_{i,t}+\sum\beta_{6,k} Indusk_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型 IV:

$$CSP_{i,t}=\alpha+\beta_1 FC_share_{i,t-1}+\beta_2 QFII_share_{i,t-1}+\beta_3 SC_share_{i,t-1}+\beta_4 IC_share_{i,t-1}+\beta_5 SSF_share_{i,t-1}+\beta_6 TC_share_{i,t-1}+\beta_7 CFP_{i,t}+\beta_8 Size_{i,t}+\beta_9 Lev_{i,t}+\sum\beta_{10,j} Typej_{i,t}+\sum\beta_{11,k} Indusk_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

模型中代码表示的研究变量及其含义如表 1 所示:

表1 研究变量定义

变量类型	变量名称	变量代码	变量含义
企业社会绩效变量	企业社会绩效	<i>CSP</i>	企业社会绩效
机构投资者持股变量	机构投资者整体持股比例	<i>IIS_share</i>	全部机构投资者持股所占比例
	基金持股比例	<i>FC_share</i>	基金持股所占比例
	QFII 持股比例	<i>QFII_share</i>	QFII 持股所占比例
	券商持股比例	<i>SC_share</i>	券商持股所占比例
	保险公司持股比例	<i>IC_share</i>	保险公司持股所占比例
	社保基金持股比例	<i>SSF_share</i>	社保基金持股所占比例
	信托公司持股比例	<i>TC_share</i>	信托公司持股所占比例
控制变量	经济绩效	<i>CFP</i>	净资产收益率
	公司规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
	财务杠杆	<i>Lev</i>	资产负债率
	控股股东类别	<i>Type_j</i>	1 表示实际控制人,0 表示其他
	行业	<i>Indusk</i>	1 表示隶属该行业,0 表示其他

(二)研究变量说明

1.企业社会绩效变量

国外对企业社会绩效的研究比较成熟,建立了专门评价企业社会绩效的数据库,如美国的 KLD 指数(Neubaum and Zahra,2006)、英国的 EIRIS 数据库(Cox et al.,2004)、加拿大的 MJRA CSID 数据库(Mahoney and Roberts,2007)。国内企业社会绩效的评价研究尚无定论,采用个别有代表性的财务指标(如捐赠支出)衡量企业社会绩效不够全面,而采用多指标综合评价在指标选择和权重确定时容易渗入主观因素,因此本文采用因子分析对企业社会绩效进行综合评价力图使评价更加全面、客观,以增强结果的准确性。首先基于利益相关者理论,对国内企业社会绩效评价采用的指标进行分析与归纳。国内现有文献中评价企业社会绩效的指标体系涉及到股东、债权人、政府、员工、供应商、消费者、社会公益以及环境等多方面利益相关者。由于环境问题存在较强的行业差异,能获得环保费用支出、单位收入排费率等指标的样本量有限,权衡之下排除环境类指标。因此在确保可获取数据的样本量充足的前提下,设计了涵盖股东、债权人、政府、员工、供应商、消费者、社会

公益七个方面共计 23 个指标的评价指标体系(如表 2 所示),以保证指标体系的全面性。然后利用因子分析法对指标进行筛选、归类,并确定指标权重,以保证评价的客观性。最终得到企业社会绩效的综合评价结果。

表2 企业社会绩效评价指标体系

一级指标	二级指标	三级指标	变量含义
企业社会绩效	股 东	资本保值增值率	$(\text{期末股东权益}/\text{期末股本净额})/(\text{期初股东权益}/\text{期初股本净额})$
		股利支付额	分配股利或利润所支付的现金
		股利支付率	支付的股利/净利润
		每股收益	利润/总股本
	债 权 人	现金流量利息保障倍数	经营现金流量净额/利息支付额
		利息支付额	财务费用-汇兑损失
		利息支付率	利息支付额/负债平均余额
		流动比率	流动资产/流动负债
		速动比率	$(\text{流动资产}-\text{存货})/\text{流动负债}$
	政 府	资产税费率	上缴税费总和/总资产
		税费净额	支付各种税费-税费返还
		营业税金及附加率	主营业务税金及附加/主营业务收入
		营业税金及附加	营业税金及附加
		就业贡献率	支付给职工及为职工支付的现金/平均净资产
	员 工	支付的各项税费	支付的各项税费合计
		员工获利水平	支付给职工及为职工支付的现金/主营业务收入
		支付给职工以及为职工支付的现金	支付给职工以及为职工支付的现金
	供 应 商	应付账款周转率	主营业务成本+期末存货-期初存货/平均应付账款
		现金与应付账款比率	现金/应付账款
	消 费 者	主营业务成本率	主营业务成本/主营业务收入
		销售额增长率	$(\text{本年主营业务收入}-\text{上年主营业务收入})/\text{上年主营业务收入}$
	公 益	捐赠支出额	捐赠支出合计
		捐赠支出率	捐赠支出额/主营业务收入

因子分析之前首先对样本数据进行预处理,即对流动比率和速动比率这两个适度指标进行正向化处理(其他均为正向化指标),进一步对所有样本数据标准化。然后采用相关系数、KMO 测度值和 Bartlett 球度检验三个指标进行因子分析法适用性检验,数据相关矩阵的绝大部分系数都在 0.4 之上;

KMO 测度值检验发现原始数据 KMO 值仅为 0.49,故删除 MSA 值相对较小的指标,最终确定 13 个指标,调整后 KMO 测度值达到 0.666,大于 0.6;同时由 Bartlett 球度检验可知,调整后数据矩阵的 Bartlett 球形检验的卡方近似值为 552.217,自由度为 78,显著性水平为 0.000,小于 0.001。因此调整后数据对因子分析具有较强的适用性。接着采用主成分分析法提取公因子,并进行方差最大正交旋转,由输出结果知特征值大于 1 的因子有 7 个,累计贡献率达 83.986%,取前 7 个公因子代替原来的指标完全合理。由荷载系数可看出,税费净额、营业税金及附加、支付的各项税费三个指标在公因子 1 上的荷载最大,且这三个指标均代表了企业对政府的贡献,故将公因子 1 命名为政府因子,该因子对企业社会绩效的贡献最大,达到 22.486%。以此类推,公因子 2 包含利息支付率、流动比率、速动比率,体现了债权人的利益,命名为债权人因子;公因子 3 包含单位资本保值增值率和每股收益,体现了股东的利益,命名为股东因子;公因子 4 包含应付账款周转率和现金与应付账款比率,体现了供应商的利益,命名为供应商因子;公因子 5 包含员工获利水平,体现了员工的利益,命名为员工因子;公因子 6 包含捐赠支出率,体现了对社会公益的贡献,命名为公益因子;公因子 7 包含销售额增长率,体现了消费者的利益,命名为消费者因子(如表 3 所示)。最后采用回归分析法计算七个公因子的得分系数分别记为 F_1 、 F_2 、 F_3 、 F_4 、 F_5 、 F_6 、 F_7 ,然后根据旋转后因子的方差贡献率计算企业社会绩效得分,记为 CSP:

$$CSP = \frac{22.486\%F_1 + 18.043\%F_2 + \dots + 7.766\%F_6 + 7.681\%F_7}{83.986\%} \quad (5)$$

表3 企业社会绩效因子分析结果

因子名称	指标	因子载荷	特征值	方差贡献率(%)	累计方差贡献率(%)
政府	税费净额	0.993	2.923	22.486	22.486
	营业税金及附加	0.973			
	支付的各项税费	0.993			
债权人	利息支付率	0.724	2.346	18.043	40.528
	流动比率	0.947			
	速动比率	0.945			
股东	单位资本保值增值率	0.826	1.363	10.485	51.013
	每股收益	0.801			
供应商	应付账款周转率	0.789	1.267	9.744	60.757
	现金与应付账款比率	0.781			
员工	员工获利水平	0.972	1.012	7.782	68.539
公益	捐赠支出率	0.993	1.010	7.766	76.305
消费者	销售额增长率	0.995	1.000	7.681	83.986

2.机构投资者持股变量和控制变量

为了全面考察机构投资者和企业社会绩效的相关性,本文分别将机构投资者整体持股比例和各类机构投资者持股比例作为机构投资者持股变量进行检验。考虑到部分机构投资者目前平均持股比例很低,纳入研究范围可能导致较大研究误差,本文剔除了除银行外的企业年金(平均持股占全部机构投资者的 0.12%)和财务公司(平均持股占全部机构投资者的 0.28%),最终选取基金、QFII、券商、保险公司、社保基金和信托公司六类机构投资者作为研究对象。因此本文首先将机构投资者整体持股比例作为机构投资者持股变量,然后进一步考察这六类机构投资者,检验其持股

比例与企业社会绩效的相关性。为了检验结论的稳健性,在道德偏好模型中选取机构投资者持股比例的变动作为被解释变量进行稳健性检验,变量记为 ΔIIS_share 等,在道德改善模型中选取企业社会绩效的变动作为被解释变量进行稳健性检验,变量记为 ΔCSP 。

控制变量方面,在现有研究的基础上结合中国证券市场的实际,选取以下几方面的指标作为控制变量。公司财务特征主要考虑三个方面,即用净资产收益率(ROE)度量公司经济绩效变量 CFP 、用总资产的自然对数度量公司规模变量 $Size$ 、用资产负债率度量公司财务杠杆变量 Lev ;公司股权特征主要考察公司实际控制人类型,包括国有控股、民营控股、外资控股及其他,合计三个控股人类型虚拟变量 $Type_i$;公司行业特征主要按照中国证监会制订的标准进行分类,包括农林牧渔业、采掘业、制造业、电力煤气及水的生产和供应业、建筑业、交通运输及仓储业、信息技术业、批发和零售贸易、金融及保险业、房地产业、社会服务业、传播与文化产业、综合共 13 个行业,合计 12 个行业虚拟变量 $Indus_{ko}$ 。

(三)研究样本及数据分析

本文以 2006–2010 年沪深两市有机构投资者持股的上市公司为研究样本,企业社会绩效评价数据均来自“CCER”和“CSMAR”数据库中的财务报表及附注数据库,机构持股数据来自“万德资讯(Wind)”,并按上市公司年报进行抽样核对。为保证研究结果的可靠性,剔除了金融行业的样本、剔除研究期间缺乏数据和数据异常的样本、剔除研究期间被停牌的样本,最终得到包括 918 家上市公司的有效样本,5 年共计 4590 个观测值。

回归分析之前,先对所有数据进行相关系数分析(如表 4 所示),检验结果可知公司规模、公司经济绩效、企业社会绩效等变量与机构投资者持股比例之间的存在一定的相关性,说明公司财务变量、股权变量以及企业社会绩效变量与机构投资者持股比例确实存在相互影响,需要进一步对其相关性进行研究。同时多重共线性检验显示各模型中解释变量的 VIF 值均不超过 1.5,说明解释变量之间的多重共线性较小,可以放入研究模型中进行回归。另外,构建指标时均采用相对指标,一定程度上缓解个体间的差异,降低异方差。

四、实证分析与结果讨论

(一)机构投资者道德偏好能力分析

1. 回归分析

本文采用面板数据模型进行回归分析,模型 I 和模型 II 的 Hausman 检验和 F 值检验均在 0.010 的显著性水平下拒绝原假设,采用固定效应模型。考虑到企业社会绩效对机构投资者持股偏好的影响可能具有滞后性,本文对道德偏好模型按李维安(2008)检验滞后效应的处理方法,对实验变量进行滞后处理。对机构投资者整体而言,模型 I 的回归及检验结果如表 5 所示,机构投资者持股比例和企业社会绩效显著正相关,即机构投资者偏好持股企业社会绩效好的公司,支持假设 H1。用机构投资者持股比例变动(ΔIIS_share)代替持股比例(IIS_share)进行回归,发现变量系数的方向和显著性均未发生明显变化,表明企业社会绩效对机构投资者持股比例增加也存在显著的正面影响。这充分证明在中国证券市场,机构投资者已经认识到企业社会绩效的重要性,在制定投资决策时会偏好企业社会绩效优良的公司。对实验变量滞后处理得到的回归结果显示当期 CSP 的系数是 6.976, $t-1$ 期是 7.102, $t-2$ 期是 7.254,呈现递增趋势,表明企业社会绩效对机构投资者持股偏好的影响具有显著的滞后效应,且在两期后迅速减弱($t-3$ 期的系数为 5.401)。即机构投资者在制定投资策略时除了关注当年的企业社会绩效以外,前几期的社会绩效也会纳入考虑范围,而且近两年的企业社会绩效对投资决策的影响较大。替代变量 ΔIIS_share 的回归结果也证明了这种滞后效应, CSP 当期与 $t-1$ 期、 $t-2$ 期的系数分别为 1.352、2.699 和 3.025,表明近几年的企业社会绩效

表4 研究变量相关性检验

变量	Mean	S. D.	CSP	II _share	FC _share	QFII _share	IC _share	SC _share	SSF _share	TC _share	CFP	Size	Lev
CSP	0.000	0.415	1	0.190 ^{***}	0.173 ^{***}	0.029 [*]	0.060 ^{***}	0.026 [*]	0.042 ^{***}	-0.015	0.247 ^{***}	0.106 ^{***}	-0.335 ^{***}
II_share	24.351	22.750	0.296 ^{***}	1	0.708 ^{***}	0.136 ^{***}	0.214 ^{***}	0.040 ^{***}	0.224 ^{***}	0.072 ^{***}	0.267 ^{***}	0.347 ^{***}	-0.007
FC_share	10.934	16.444	0.330 ^{***}	0.652 ^{***}	1	0.145 ^{***}	0.242 ^{***}	0.022	0.288 ^{***}	-0.019	0.329 ^{***}	0.310 ^{***}	-0.028 [*]
QFII_share	0.441	1.666	0.115 ^{***}	0.188 ^{***}	0.245 ^{***}	1	0.059 ^{***}	0.004	0.109 ^{***}	0.003	0.073 ^{***}	0.079 ^{***}	-0.055 ^{***}
IC_share	0.372	1.225	0.109 ^{***}	0.290 ^{***}	0.290 ^{***}	0.107 ^{***}	1	0.023	0.089 ^{***}	-0.003	0.110 ^{***}	0.149 ^{***}	-0.013
SC_share	0.430	1.580	0.033 ^{***}	0.059 ^{***}	0.082 ^{***}	0.011	0.025 [*]	1	0.014	0.004	0.048 ^{***}	0.032 ^{**}	-0.011
SSF_share	0.441	1.471	0.080 ^{***}	0.247 ^{***}	0.339 ^{***}	0.149 ^{***}	0.109 ^{***}	.0030 ^{**}	1	-0.009	0.100 ^{***}	0.097 ^{***}	-0.010
TC_share	0.215	1.502	-0.024 [*]	0.020	-0.034 ^{***}	-0.006	-0.007	0.016	-0.024	1	0.002	0.018	0.010
CFP	0.061	0.138	0.463 ^{***}	0.439 ^{***}	0.542 ^{***}	0.196 ^{***}	0.210 ^{***}	0.080 ^{***}	0.195 ^{***}	-0.017	1	0.158 ^{***}	-0.153 ^{***}
Size	21.720	1.072	0.061 ^{***}	0.348 ^{***}	0.431 ^{***}	0.138 ^{***}	0.235 ^{***}	0.027 [*]	0.177 ^{***}	0.016	0.234 ^{***}	1	0.313 ^{***}
Lev	0.501	0.172	-0.441 ^{***}	-0.011	-0.033 ^{***}	-0.065 ^{***}	-0.017	-0.024	0.003	-0.005	-0.083 ^{***}	0.325 ^{***}	1

注:(系数“1”)右上方为 Pearson 检验结果,左下部分为 Spearman 检验结果。

*、**、***、分别表示 0.1、0.05 和 0.01 的显著水平(双尾检验,以下各表同)。

会影响机构投资者整体持股比例的增加,但这种影响效应同样在两期后迅速减弱($t-3$ 期的系数为 1.852)。因此我国机构投资者整体表现出了道德偏好能力。

表 5 机构投资者道德偏好回归分析

变 量	<i>IIS_share</i>				ΔIIS_share			
	当期	滞后一期	滞后两期	滞后三期	当期	滞后一期	滞后两期	滞后三期
<i>C</i>	-159.573*** (-31.169)	-142.004*** (-25.806)	-115.390*** (-21.930)	-96.657*** (-22.512)	-37.498*** (-21.456)	-38.217*** (-20.036)	-45.337*** (-22.983)	-41.815*** (-22.398)
<i>CSP</i>	6.976*** (8.210)				1.352*** (4.655)			
<i>CSP(-1)</i>		7.102*** (8.314)				2.699*** (10.351)		
<i>CSP(-2)</i>			7.254*** (9.502)				3.025*** (8.401)	
<i>CSP(-3)</i>				5.401*** (9.006)				1.852*** (4.908)
<i>CFP</i>	26.865*** (12.680)	32.853*** (14.497)	29.080*** (12.725)	27.435*** (15.573)	5.900*** (8.900)	8.141*** (10.576)	10.014*** (13.429)	8.137*** (11.254)
<i>Size</i>	7.941*** (32.640)	7.245*** (28.025)	6.183*** (24.824)	5.759*** (27.326)	1.762*** (21.225)	1.787*** (19.339)	2.199*** (23.459)	2.088*** (23.840)
<i>Lev</i>	-6.709*** (-4.351)	-6.978*** (-4.302)	-4.858*** (-3.164)	-7.432*** (-5.359)	-0.959* (-1.936)	-0.136 (-0.239)	-3.768*** (-6.328)	-5.660*** (-9.039)
<i>Typej</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Indusk</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Adj.R²</i>	0.302	0.318	0.353	0.596	0.173	0.218	0.417	0.457
<i>F</i>	105.326***	91.252***	79.901***	141.158***	50.221***	54.998***	104.771***	82.382***
<i>N</i>	4590	3672	2754	1836	4590	3672	2754	1836

注:表中数据为各自变量的回归系数,括号内的数值为 T 值(以下各表同)。

进一步对机构投资者进行分类回归发现,仅有基金持股(*FC_share*)比例与企业社会绩效显著正相关,其他包括 QFII (*QFII_share*)、券商(*SC_share*)、保险公司(*IC_share*)、社保基金(*SSF_share*)和信托公司(*TC_share*)在内的机构投资者持股与企业社会绩效的相关系数都趋近于零,且不显著。另外除基金外其他机构投资者持股与企业社会绩效回归模型的拟合优度较小(均位于 2%到 5%之间),只有基金持股与企业社会绩效回归模型的拟合优度达到 36%(回归结果略)。这一方面是由于包括 QFII、券商、保险公司、社保基金和信托公司在内的几类机构投资者发展时期较短导致持股比例较小、持股样本偏少,从而会影响模型的有效性;另一方面,相比基金其他机构投资者尚处于成长阶段,规模较小、资金较少,缺乏足够的动机和能力在制定投资决策时充分关注企业社会绩效。因此需重点考察基金的道德偏好能力。对基金而言,回归及检验结果如表 6 所示,基金持股比例与企业社会绩效显著正相关,即企业社会绩效对基金持股比例有显著的积极影响。用基金持股比例变动(ΔFC_share)代替持股比例(*FC_share*)进行回归,发现变量系数的方向和显著性均未发生变化,说明企业社会绩效对基金持股比例的增加同样存在正面影响。这表明基金在制定投资决策时会受到企业社会绩效显著的影响,偏好投资企业社会绩效高的公司。进行滞后检验发现当期 *CSP* 的系数是 2.030、 $t-1$ 期是 2.314,呈增加趋势,即企业社会绩效对基金持股偏好的影响也具有显著的滞后效应,且在一期后迅速减弱($t-2$ 期系数为 1.826)。即基金制定投资策略时会特别关注

目标公司近一两年的企业社会绩效。替代变量 ΔFC_share 的回归结果也证明了这种滞后效应, CSP 当期与 $t-1$ 期的系数分别为 0.281 和 0.303, 说明近一两年的企业社会绩效同样会影响基金的持股偏好, 但这种影响效应从 $t-2$ 期就开始减弱(系数为 0.222)。因此各类机构投资者中只有基金表现出了和机构投资者整体类似的道德偏好能力。

表6 基金道德偏好回归分析

变 量	FC_share				ΔFC_share			
	当期	滞后一期	滞后两期	滞后三期	当期	滞后一期	滞后两期	滞后三期
C	-75.976*** (-34.198)	-72.525*** (-33.630)	-84.038*** (-37.617)	-81.825*** (-43.043)	-21.310*** (-21.421)	-22.342*** (-21.416)	-26.879*** (-23.489)	-29.549*** (-29.557)
CSP	2.030*** (5.551)				0.281*** (2.925)			
$CSP(-1)$		2.314*** (6.605)				0.303*** (3.077)		
$CSP(-2)$			1.826*** (6.957)				0.222*** (2.674)	
$CSP(-3)$				0.997*** (3.340)				0.124 (1.247)
CFP	19.663*** (17.371)	24.167*** (19.166)	23.252*** (17.908)	18.905*** (18.529)	3.738*** (8.700)	5.248*** (10.696)	5.315*** (9.966)	5.250*** (15.922)
$Size$	3.644*** (33.687)	3.469*** (33.243)	4.059*** (38.094)	4.096*** (43.934)	1.030*** (21.347)	1.071*** (21.541)	1.306*** (23.492)	1.516*** (31.550)
Lev	-4.127*** (-6.368)	-2.793*** (-4.567)	-4.766*** (-7.782)	-7.720*** (-11.788)	-1.555*** (-7.127)	-1.479*** (-7.323)	-2.256*** (-9.765)	-3.978*** (-14.250)
$Typej$	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Indus$	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Adj.R^2$	0.365	0.419	0.555	0.633	0.139	0.175	0.264	0.613
F	139.838***	140.483***	181.820***	197.549***	38.886***	40.655***	52.896***	154.065***
N	4590	3672	2754	1836	4590	3672	2754	1836

2.内生性检验

虽然上述分析中对相应变量进行了滞后处理,但仍无法完全控制现有研究普遍存在的内生性问题,因此为了保证结论的可靠性,采用工具变量法进行内生性检验,通过两阶段最小二乘法(2SLS)取得一致估计量。对于道德偏好模型,本文选取样本公司的流动比率指标作为工具变量(记为 $IV1$),一方面流动比率体现了债权人的利益,对企业社会绩效存在显著的影响;另一方面流动比率反映的是公司短期的偿债能力,对机构投资者持股决策影响很小(周勤业等, 2003),属于外生于机构投资者持股比例的变量,理论上符合工具变量的要求。实证检验也发现(如表 7 所示,报告了主要变量系数和检验结果),当把机构投资者持股比例(IIS_share)同时回归于企业社会绩效(CSP)和流动比率(IV)时,企业社会绩效对机构持股影响显著,但流动比率影响不显著;而当机构持股和它们分别回归时,都很显著。这表明流动比率并不直接影响机构持股,而仅仅通过企业社会绩效对其产生影响。第一阶段回归结果显示,流动比率与企业社会绩效显著正相关, F 统计量为 128.725, 大于经验切割点 10, 排除弱工具变量问题,表明工具变量的选择是有效的。然后进行第二阶段的回归,并采用 Hausman 检验对原回归和 2SLS 的估计值进行比较。由 Hausman 检验结果可知,原回归和 2SLS 的估计值的差异在统计上不显著。因此可以认为机构投资者整体持股与企业社会绩效的回归模型中内生性得到了有效的控制,上述回归结论可靠。同样方法检验基金持股比例与企业

社会绩效回归模型,内生性同样得到了有效控制,巩固了结论的可靠性。

表 7 道德偏好模型内生性检验

变 量	工具变量有效性检验		第一阶段	第二阶段
	<i>IIS_share</i>		<i>CSP</i>	<i>IIS_share</i>
<i>CSP</i>	5.338*** (6.469)	5.899*** (6.315)		3.346** (1.900)
<i>IV1</i>	0.414* (1.894)	-0.316 (-1.281)	0.124*** (35.885)	
<i>Adj.R²</i>	0.201	0.194	0.398	0.200
<i>F</i>	61.681***	59.174***	160.905***	57.174***
<i>N</i>	4590	4590	4590	4590
<i>F</i> 统计量检验			128.725	
<i>P</i> 值			0.000	
<i>Hausman</i> 检验				2.552
<i>P</i> 值				0.200

(二)机构投资者道德改善能力分析

1.回归分析

模型 III 和模型 IV 的 *Hausman* 检验和 *F* 值检验结果同样显示应选择固定效应模型考察机构投资者道德改善能力。考虑到机构投资者持股对企业社会绩效改善的影响同样可能具有滞后性,本文对道德改善模型的实验变量也进行滞后处理。模型 III 的回归及检验结果如表 8 所示,企业社会绩效与前期机构投资者持股比例显著正相关,即机构投资者持股有利于企业社会绩效的改善,支持假设 H2。对机构投资者持股变量滞后处理,各变量系数的方向和显著性程度没有发生明显变化,说明模型具有良好的稳健性,充分证明中国机构投资者具备了一定的道德改善能力。而分析回归系数可知,企业社会绩效与 $t-1$ 期、 $t-2$ 期和 $t-3$ 期的机构投资者持股的系数都较小(均为 0.001),表明现阶段我国机构投资者持股对企业社会绩效改善的促进作用有限。用企业社会绩效变动(ΔCSP)代替企业社会绩效(*CSP*)进行回归,检验机构投资者持股对企业社会绩效改善力度的影响,回归结果表明企业社会绩效的改善力度与前期机构投资者持股显著负相关,企业社会绩效改善与 $t-1$ 期、 $t-2$ 期和 $t-3$ 期的机构投资者持股的系数较小且显著性逐期减弱,表明机构投资者持股对机构投资者的改善力度有微弱的负面影响,即机构投资者持股比例越高,企业社会绩效改善的力度越小。一方面是由于机构投资者倾向于持股社会绩效较高的公司,其社会绩效改善的空间变小、难度加大;另一方面说明我国机构投资者投资目标公司不仅仅出于企业社会绩效,而且改善企业社会绩效并不是终极目标,因为对机构投资者而言“道德标准仍然是次于经济标准的”(Coffey and Fryxell, 1991)。因此我国机构投资者整体已经表现出了一定的道德改善能力,但非常有限。

进一步对各类机构投资者的道德改善能力进行分析,模型 IV 的回归及检验结果如表 9 所示,只有基金持股比例与企业社会绩效存在显著的正相关性;企业社会绩效与 QFII 持股负相关,但不显著;与券商、保险公司、社保基金和信托公司持股则不存在相关性。对基金而言,企业社会绩效与前期持股比例显著正相关,即基金持股有利于企业社会绩效的改善。对机构投资者持股滞后处理后各变量系数的方向和显著性程度没有发生明显变化,说明模型具有良好的稳健性,充分证明中国机构投资者中基金具有道德改善能力。而分析回归系数可知,企业社会绩效与 $t-1$ 期、 $t-2$ 期和 $t-3$ 期的基金持股的系数都较小(均为 0.001),表明现阶段基金持股对企业社会绩效改善的促进作用也很有限。用企业社会绩效变

表 8 机构投资者道德改善回归分析

变 量	CSP			ΔCSP		
	滞后一期	滞后两期	滞后三期	滞后一期	滞后两期	滞后三期
<i>C</i>	-0.945*** (-6.061)	-1.206*** (-6.607)	-1.326*** (-5.65)	-0.344*** (-2.682)	-0.430*** (-2.809)	-0.188 (-1.067)
<i>IIS_share</i> (-1)	0.001*** (3.403)			-0.001*** (-4.009)		
<i>IIS_share</i> (-2)		0.001** (2.458)			-0.001** (-2.115)	
<i>IIS_share</i> (-3)			0.001** (2.152)			0.000 (-0.346)
<i>CFP</i>	0.422*** (8.306)	0.411*** (7.537)	0.350*** (5.497)	0.338*** (8.096)	0.320*** (7.006)	0.243*** (5.064)
<i>Size</i>	0.062*** (8.584)	0.075*** (8.817)	0.080*** (7.399)	0.019*** (3.261)	0.022*** (3.110)	0.010 (1.192)
<i>Lev</i>	-0.854*** (-20.356)	-0.863*** (-17.639)	-0.872*** (-13.760)	-0.094*** (-2.713)	-0.084** (-2.050)	-0.096** (-2.009)
<i>Type_j</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Indus_k</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ad.R²</i>	0.225	0.234	0.235	0.028	0.029	0.032
<i>F</i>	57.197***	45.192***	30.725***	6.518***	5.378***	4.151***
<i>N</i>	3672	2754	1836	3672	2754	1836

动(ΔCSP)代替企业社会绩效(*CSP*)进行回归,检验基金持股对企业社会绩效改善力度的影响,回归结果表明企业社会绩效的改善力度与前期基金持股显著负相关,企业社会绩效改善与 $t-1$ 期、 $t-2$ 期和 $t-3$ 期的机构投资者持股的系数较小,表明基金持股对机构投资者的改善力度有微弱的负面影响。因此各类机构投资者中只有基金表现出了一定的道德改善能力,同样非常有限。

2.内生性检验

对于道德改善模型,本文选取样本公司的高管薪酬水平指标作为工具变量(记为 *IV2*),并用“年薪最高的前三位董事的报酬总和”的对数衡量该指标。由于高管薪酬水平与机构投资者持股比例显著正相关,同时高管薪酬水平属于外生于企业社会绩效的变量,理论上符合工具变量的要求。实证检验也发现(如表 10 所示,报告了主要变量系数和检验结果),当把企业社会绩效(*CSP*)同时回归于机构投资者持股比例(*IIS_share*)和高管薪酬水平(*IV2*)时,机构持股对企业社会绩效影响显著,但高管薪酬水平影响不显著;而当企业社会绩效和它们分别回归时,都很显著。这表明高管薪酬水平并不直接影响企业社会绩效,而仅仅通过机构持股对其产生影响。第一阶段回归结果显示,高管薪酬水平与机构投资者持股比例显著正相关, F 统计量为 188.331,大于经验切割点 10,排除弱工具变量问题,表明工具变量的选择是有效的。然后进行第二阶段的回归,并采用 Hausman 检验对原回归和 2SLS 的估计值进行比较。由 Hausman 检验结果可知,原回归和 2SLS 的估计值的差异在统计上不显著。因此可以认为企业社会绩效与机构投资者整体持股的回归模型中内生性得到了有效的控制,上述回归结论可靠。同样方法检验企业社会绩效与各类机构投资者持股比例的回归模型,内生性同样得到了有效控制,巩固了结论的可靠性。

(三)稳健性分析

为了进一步巩固上述结论的稳健性,本文借鉴财政部发布的“社会贡献率”指标来考察企业社会绩效,并检验其对机构投资者持股偏好的影响。社会贡献率的含义是指企业使用一单位资产为社会提供了多少贡献,即社会贡献率=企业社会贡献总额/平均资产总额,其中企业社会贡献总额

表9 各类机构投资者道德改善回归分析

变 量	CSP			ΔCSP		
	滞后一期	滞后两期	滞后三期	滞后一期	滞后两期	滞后三期
<i>C</i>	-1.046*** (-6.663)	-1.289*** (-6.995)	-1.370*** (-5.803)	-0.407*** (-3.163)	-0.487*** (-3.148)	-0.224** (-1.255)
<i>FC_share</i>	0.001* (1.731)	0.001* (1.343)	0.002*** (3.187)	-0.002*** (-5.192)	-0.001*** (-2.651)	0.000 (-0.268)
<i>QFII_share</i>	-0.005 (-1.497)	-0.007* (-1.837)	-0.013*** (-2.787)	0.001 (0.271)	-0.004 (-1.250)	-0.005 (-1.473)
<i>IC_share</i>	-0.002 (-0.385)	0.002 (0.284)	0.022** (2.535)	-0.005 (-1.018)	-0.004 (-0.720)	0.008 (1.217)
<i>SC_share</i>	0.003 (0.857)	0.007 (1.609)	-0.003 (-0.625)	-0.001 (-0.328)	0.004 (1.260)	-0.001 (-0.327)
<i>SSF_share</i>	0.001 (0.161)	0.000 (0.014)	-0.009 (-1.638)	0.003 (0.983)	0.001 (0.295)	-0.002 (-0.429)
<i>TC_share</i>	-0.003 (-0.712)	-0.009 (-1.471)	-0.008 (-0.914)	0.003 (0.939)	-0.004 (-0.730)	0.004 (0.612)
<i>CFP</i>	0.436*** (8.464)	0.416*** (7.597)	0.346*** (5.448)	0.357*** (8.466)	0.326*** (7.100)	0.244*** (5.079)
<i>Size</i>	0.068*** (9.331)	0.079*** (9.289)	0.082*** (7.528)	0.022*** (3.700)	0.025*** (3.459)	0.011 (1.361)
<i>Lev</i>	-0.867*** (-20.654)	-0.876*** (-17.882)	-0.879*** (-13.914)	-0.097*** (-2.816)	-0.091** (-2.208)	-0.100** (-2.096)
<i>Type_j</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Indus_k</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ad.R²</i>	0.223	0.233	0.242	0.031	0.031	0.034
<i>F</i>	44.942***	35.930***	25.461***	5.830***	4.620***	3.464***
<i>N</i>	3672	2754	1836	3672	2754	1836

表 10 道德改善模型内生性检验

变 量	工具变量有效性检验			第一阶段	第二阶段
	CSP			<i>IIS_share</i>	CSP
<i>IIS_share</i>	0.002*** (6.469)		0.002*** (6.000)		0.004*** (2.631)
<i>IV2</i>		0.018*** (2.634)	0.010 (1.394)	5.128*** (13.723)	
<i>Ad.R²</i>	0.236	0.2299	0.235	0.224	0.227
<i>F</i>	75.524***	72.141***	70.863***	70.376***	72.141***
<i>N</i>	4590	4590	4590	4590	4590
<i>F</i> 统计量检验				188.331	
<i>P</i> 值				0.000	
<i>Hausman</i> 检验					0.002
<i>P</i> 值					0.164

包括工资(含奖金、津贴等工资性收入)、劳保退休统筹及其他社会福利支出、利息支出净额、应交增值税、应交产品销售税金及附加、应交所得税及其他税收、净利润等。由于资产总额是积累量,与其相比作为增加量的业务收入更能反应企业生产经营活动的社会最终成果;另外相比企业应该承担的社会贡献(权责发生制条件下),以实际现金流来体现的企业真实承担的社会贡献(收付实现制条件下)更准确的体现了企业已履行的社会责任(陈玉清, 2005)。基于此对“社会贡献率”指标进行改进,即社会贡献率=(支付给员工以及为员工支付的现金+分配股利、利润或偿付利息支付的现金+税费净额+捐赠支出额)/主营业务收入,其含义是指企业每一元的收入会将其中的多少以现金的形式支付给政府、社会和员工等各利益相关者,更能体现企业对社会的真实贡献。

采用“社会贡献率”指标的各检验模型回归结果中的变量系数方向与显著性水平均没有发生明显变化。道德偏好模型中,机构投资者持股比例(IIS_share)、持股比例变动(ΔIIS_share)与“社会贡献率”分别在 1%和 10%的显著性水平下正相关,基金持股比例(FC_share)、持股比例变动(ΔFC_share)与“社会贡献率”分别在 1%和 5%的显著性水平下正相关;道德改善模型中,“社会贡献率”与机构投资者整体持股比例在 1%的显著性水平下正相关,“社会贡献率”与各类机构投资者回归结果中只与基金持股比例存在显著的正相关性,另外而机构投资者持股对社会贡献率的增加没有显著的正面影响。因此上述结论具有较强的稳健性。

五、研究结论与建议

本文研究发现我国机构投资者偏好投资企业社会绩效好的公司,表明机构投资者具备了较强的道德偏好能力,能有效识别企业社会绩效并在投资决策的制定过程中充分考虑企业社会绩效的优劣。而且机构投资者持股对未来企业社会绩效存在显著的正面影响,说明我国机构投资者具备了道德改善能力,但一方面由于机构投资者倾向于持股社会绩效较高的公司,其社会绩效改善的空间变小、难度加大,另一方面对机构投资者而言“道德标准仍然是次于经济标准的”(Coffey and Fryxell, 1991),导致我国机构投资者道德改善能力有限。另外包括基金、QFII、券商、保险、社保和信托在内的不同类型机构投资者与企业社会绩效的互动关系存在很大差异,其中只有基金表现出道德偏好能力与道德改善能力,道德改善能力同样较弱,而其他机构投资者持股比例与企业社会绩效之间没有显著的相关性。由于不同机构投资者在资金规模、管理模式等各方面的差异,导致投资能力和投资策略存在较大的差别。就中国机构投资者而言,基金近五年的平均持股占机构投资持股市场的比例达到了 82.857%,体现了基金一枝独秀的地位。相比其他机构投资者,基金在制定投资决策时具有更多的动机、信息和资源考虑企业社会绩效并进一步促进企业社会绩效的改善。因此建议如下:首先,积极推进企业社会绩效的研究及量化工作,建立类似 KLD 指数和 IRIS 数据库的专门衡量和记录企业社会绩效的数据库,对企业社会绩效进行有效的监控和引导,以促进中国企业健康、科学的发展;其次,强化机构投资者持股与企业社会绩效之间的互动效应,在“大力发展机构投资者”的同时,促进机构投资者对企业社会绩效的积极影响;再次,重视各类机构投资者的差异及发展的不平衡,在持续保持基金领头羊地位的同时,全面推进 QFII、券商、社保基金、保险公司、信托公司等其他机构投资者的发展,真正实现机构投资者的多元化、规模化。

参考文献

- 方军雄(2009):《我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗?》,《经济研究》,第 3 期。
李维安、李滨(2008):《机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于 CCGI-(NK)的经验研究》,《南开管理评论》,第 1 期。
李正(2006):《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》,第 2 期。
刘录敬、陈晓明(2010):《社会责任对财务绩效的影响研究》,《统计决策》,第 14 期。

- 沈洪涛(2005):《公司社会责任与公司财务业绩关系研究》,厦门大学博士论文。
- 温素彬、方苑(2008):《企业社会责任与财务绩效关系的实证研究》,《中国工业经济》,第 10 期。
- 吴蜀皖(2010):《公司治理与企业社会责任实证研究》,《市场论坛》,第 6 期。
- 杨自业、尹开国(2009):《公司社会绩效影响财务绩效的实证研究》,《中国软科学》,第 11 期。
- 张旭、孙亚玲、宋超(2010):《企业社会责任与竞争力关系的实证分析》,《科研管理》,第 3 期。
- 周勤业、卢宗辉、金瑛(2003):《上市公司信息披露与投资者信息获取的成本效益问卷调查分析》,《会计研究》,第 5 期。
- Barnett, L. and M. Salomon (2002): "Unpacking Social Responsibility: The Curvilinear Relationship between Social and Financial Performance", *Academy of Management Proceedings SIM*, B1.
- Black, S. (1992): "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice", *UCLA Law Review*, 39, 811-893.
- Blair, M. (1995): "Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century", *Washington, DC: Brookings Institution*.
- Coffey, B. and G. Fryxell (1991): "Institutional Ownership of Stock and Dimensions of Corporate Social Performance: An Empirical Examination", *Journal of Business Ethics*, 10, 437-444.
- Colle, York. (2009): "Why Wine is not Glue? The Unresolved Problem of Negative Screening in Socially Responsible Investing", *Journal of Business Ethics*, 85, 83-95.
- Cox, P. and S. Brammer and A. Millington (2004): "An Empirical Examination of Institutional Investor Preferences for Corporate Social Performance", *Journal of Business Ethics*, 52, 27-43.
- Cox, P., S. Brammer and A. Millington (2008): "Pension Funds and Corporate Social Performance: An Empirical Analysis", *Business & Society*, 47, 213-241.
- Graves, S. and S. Waddock (1994): "Institutional Owners and Corporate Social Performance", *Academy of Management Journal*, 37, 1034-1046.
- Hansen S, and L. Hill (1991): "Are Institutional Investors Myopic? A Time Series Study of Four Technology Driven Industries", *Strategic Management Journal*, 12, 1-16.
- Heiner, A. (1983): "The Origin of Predictable Behavior", *American Economic Review*, 73, 560-595.
- Johnson, A. and R. Greening (1999): "The Effects of Corporate Governance and Institutional Ownership Types on Corporate Social Performance", *The Academy of Management Journal*, 42, 564-576.
- Kochhar, R. and P. David (1995): "Institutional Investors and Firm Innovation: A Test of Competing Hypotheses", *Strategic Management Journal*, 17, 73-84.
- Mahoney, L. and W. Roberts (2007): "Corporate Social Performance, Financial Performance and Institutional Ownership in Canadian Firms. *Accounting Forum*, 31, 233-253.
- Mallin, C. (1999): "Financial Institutions and Their Relations with Corporate Boards", *Corporate Governance: An International Review*, 7, 248-255.
- Mallina, A. and G. Michelonb (2011): "Board Reputation Attributes and Corporate Social Performance: An Empirical Investigation of the US Best Corporate Citizens", *Accounting and Business Research*, 41, 119-144.
- Michelson, G., N. Wailes, S. Laan and G. Forst (2004): "Ethical Investment Process and Outcomes", *Journal of Business Ethics*, 52, 1-10.
- Muller, A. and A. Kolk (2010): "Extrinsic and Intrinsic Drivers of Corporate Social Performance: Evidence from Foreign and Domestic Firms in Mexico", *Journal of Management Studies*, 47, 1-26.
- Neubaum, D. and S. Zahra (2006): "Institutional Ownership and Corporate Social Performance: The Moderating Effects of Investment Horizon, Activism and Coordination", *Journal of Management*, 32, 108-131.
- Petersen, N. and H. Vredenburg (2009): "Morals or Economics? Institutional Investor Preferences for Corporate Social Responsibility", *Journal of Business Ethics*, 90, 1-14.
- Ryan, L. and M. Schneider (2002): "The Antecedents of Institutional Investor Activism", *Academy of Management Review*, 27, 554-573.
- Spicer, B. and H. Investors (1978): "Corporate Social Performance and Information Disclosure: An Empirical Study", *Accounting Review*, 53, 94-111.
- Wahba, H. (2008): "Exploring the Moderating Effect of Financial Performance on the Relationship between Corporate Environmental Responsibility and Institutional Investors: Some Egyptian Evidence", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15, 361-371.
- White, M. (1996): "Corporate Environmental Performance and Shareholder Value", Working Paper, McIntire School of Commerce, University of Virginia.
- Wood, J. (2010): "Measuring Corporate Social Performance: A Review", *International Journal of Management Reviews*, 12, 50-84.

(责任编辑:罗滢)