

民营企业社会责任、高管薪酬与企业产出绩效

——基于企业实际决策者视角的理论与实证分析

陈晓珊

(暨南大学产业经济研究院,广东广州510632)

摘要:文章在对中国民营企业履行社会责任的现状及存在的问题进行评析的基础上,基于企业实际决策者视角构建委托代理框架下关于民营企业社会责任投资、高管薪酬与企业产出绩效的理论模型,进而采用2009-2014年中国民营上市公司面板数据对理论命题进行了实证检验。实证结果表明:1. 高管薪酬与企业产出绩效显著正相关;2. 民营企业社会责任与企业产出绩效呈现“倒U型”关系;3. 民营企业社会责任投资会显著降低高管薪酬业绩敏感性。本研究深化了对我国民营企业履行社会责任的认识,对进一步研究企业社会责任的履行动力具有一定的参考价值,同时对于企业高管薪酬契约设计亦有一定的借鉴意义。

关键词:民营企业;企业社会责任;高管薪酬-业绩敏感性;产出绩效

中图分类号:C93 **文献标志码:**A **文章编号:**1009-1505(2017)04-0085-14

DOI:10.14134/j.cnki.cn33-1337/c.2017.04.010

陈晓珊. 民营企业社会责任、高管薪酬与企业产出绩效——基于企业实际决策者视角的理论与实证分析[J]. 浙江工商大学学报, 2017(4):85-98.

Private Firm CSR, Executive Compensation and Firm Output Performance: Theoretical and Empirical Analysis from the Perspective of the Enterprise's Actual Decision Maker

CHEN Xiao-shan

(Institute of Industrial Economics, Jinan University, Guangzhou 510632, China)

Abstract: Based on the analysis of Chinese private enterprises' fulfillment of corporate social responsibility, this paper first constructs a theoretical model under the principal-agent framework on CSR, executive compensation and enterprise output performance from the perspective of a firm's actual decision maker. Then it employs the 2009—2014 panel data of private listed companies to empirically test the theoretical propositions. The empirical results show that: 1. executive compensation is signifi-

收稿日期:2017-02-11

基金项目:国家自然科学基金项目(71273068)

作者简介:陈晓珊,女,暨南大学产业经济研究院博士研究生,主要从事产业组织理论与公司治理研究。

cantly and positively correlated with firm output performance; 2. the relationship between private enterprise corporate social responsibility and firm output performance presents “inverted U-shape”; 3. private enterprise CSR investment will significantly reduce the executive pay-performance sensitivity. This paper raises our awareness of private enterprises’ fulfilling corporate social responsibility, and is of good reference value for the further research on the motivation of private enterprises CSR fulfillment; and at the meantime, it is also a help for corporate executive compensation contract design.

Key words: private enterprise; corporate social responsibility; executive pay-performance sensitivity; output performance

一、问题提出

近年来,国内关于食品安全、产品质量、拖欠工资、超标排污等事件的报道层出不穷,使得企业社会责任(Corporate Social Responsibility,简称CSR)的理念深入人心。国有企业特殊的产权性质使其必须通过履行社会责任来实现其非经济目标,在履行社会责任方面,国有企业一直发挥着表率作用^[1]。而民营企业作为追求经济利润最大化的经济体,往往注重盈利而忽视员工利益、消费者利益、安全生产以及环境保护等方面的责任,部分民营企业的发展处在一个急功近利的阶段,企业社会责任意识相当淡薄,并且基于资本逐利性视角,只有当企业的社会责任投资能获得经济收益时,民营企业才有履行社会责任的内在动力。那么,企业履行社会责任是否会对企业的产出绩效产生影响?可能会产生什么样的影响?

随着社会的不断发展,关于企业社会责任的分析视角和切入点发生着动态变化。国内绝大部分文献集中于从企业整体层面上讨论CSR与财务绩效^[2-4]、CSR与企业价值^[5]、CSR与企业竞争优势^[6]、CSR与员工绩效^[7]等的关系,并且相关研究均未能达成一致的结论。国外相关文献则侧重于选择不同的研究视角,探讨企业社会责任与其利益相关者的关系。例如,Silvia等(2013)研究了消费者对企业违法行为的负面反应,指出消费者会抗议企业不履行社会责任的行为^[8];Vernon等(2013)的研究得到相似的结论,作者认为消费者与企业品牌的关系是一种心理契约,当消费者察觉到企业的品牌并未让他们达到个人目标时,消费者会通过各种行动进行反抗^[9];Magdalena等(2011)研究指出:消费者对于CSR的兴趣与CSR在消费者购买行为中的局限性之间存在矛盾^[10]。此外,Christopher和Kanuri(2013)、Christian和Moon(2013)等、以及Martin和Bingham(2013)、Kemper等(2013)等分别基于财务和环境视角对企业社会责任进行了剖析,研究成果相当丰富^[11-14]。然而,通过上述文献的简单回顾,可以发现,鲜有文献基于企业实际决策者的视角进行分析。

作为企业社会责任投资的实际决策者,民营企业的高管一般为市场化选聘的职业经理人。由于现代公司制度强调所有权与经营权两权分离,信息不对称会导致这些管理者产生管理松懈,进而使得委托-代理双方的利益难以有效契合,产生严重的代理成本。有效契约理论认为,设计能够满足参与约束和激励相容约束两种条件的管理者薪酬契约将有利于保证管理者的努力程度,进而提高企业绩效。因此,目前绝大部分上市公司已制定业绩敏感型薪酬契约。对于民营企业而言,其高管薪酬一般由公司董事会按照市场或者行业的平均薪酬水平与职业经理人业绩目标协商确定;理论上,高管薪酬与公司绩效挂钩可以激励高管为了追求个人利益最大化而实现公司绩效和股东价值的最大化,那么,在我国民营企业的具体实践中,这种高管薪酬激励是否有效,即其是否会对企业的产出绩效产生影响?从深层次来看,民营企业董事会制定业绩敏感性薪酬契约有助于股东直接通过薪酬业绩敏感性指标来判断高管薪酬激励契约的有效性,该敏感性增强意味着激励合约越能发挥有效的缓解代理问题的作用。那么,这种高管薪酬业绩敏感性是否会受到企业社会责任投资的影响?

综上,考虑到民营企业履行企业社会责任的决策主要由高管做出以及民营企业高管的薪酬主要

由董事会基于公司绩效制定这两个特征事实。在企业的正常运营过程中,高管对于是否履行社会责任、履行多大程度的社会责任等的决策动机是否受薪酬激励的影响?企业社会责任投资对于企业产出绩效有何影响?以及高管薪酬-业绩敏感性是否会受到企业社会责任投资的影响?这些都是本文主要关心的问题。

本文的结构安排如下:第二部分对中国民营企业履行社会责任的现状以及存在的问题进行分析;第三部分构建一个委托代理框架下的理论模型对民营企业社会责任、高管薪酬以及企业产出绩效的关系进行初步的理论把握;第四部分进行实证检验;最后是本文的结论和研究启示。

二、中国民营企业履行社会责任现状及问题

随着社会媒体对企业社会责任关注度的不断提高,近年来,我国民营企业的社会责任意识普遍有所提高。民营企业社会责任平均指数基本呈现逐年上升的趋势,2014年为36.54,同比上涨了3.7%,与2010年的28.13相比,上涨了29.9%。然而,根据《企业社会责任蓝皮书(2013)》对于企业社会责任指数的划分,由高到低依次是卓越者(>80分)、领先者(60-80分)、追赶者(40-60分)、起步者(20-40分)和旁观者(<20分),可以发现,目前我国民营企业履行社会责任还处于起步阶段。

虽然从总体上而言,我国民营企业社会责任评分逐年上升,然而部分民营企业在履行社会责任方面呈现长期不稳定性。例如上海美特斯邦威服饰股份有限公司,2009年至2014年该公司社会责任评分依次为54.34—32.87—30.16—32.5—54.34—22.76;阳光城集团股份有限公司,自2009—2014年,该公司社会责任评分依次为25.55—24.81—22.7—18.79—28.64—32.35。可见,同一民营企业在不同时期,不同发展阶段履行社会责任存在较大的差异,并且存在相对的不稳定性。

此外,民营企业履行社会责任的行业分布同样存在不均衡的情况。润灵环球在2010年对企业社会责任报告评级体系做了修正,我们发现,2010—2014年间,企业社会责任指数最高的民营企业均是上海复星医药(集团)股份有限公司,其行业属性为医药制造业,该企业的社会责任评分平均值达到80.55,处于卓越者阶段。而企业社会责任指数最低的民营企业是上海爱建股份有限公司,其行业属性为综合类,该企业的社会责任评分平均值仅为11.69,处于旁观者阶段。根据2009—2014年民营上市公司所在行业社会责任指数变化趋势图^①来看,目前我国民营企业履行社会责任的行业分布不平衡,行业间企业社会责任评分存在着较大差异。其中,处于化学纤维制造业、批发业、农副食品加工业、零售业的企业的社会责任评分相对较高,处于纺织服装、服饰业、煤炭开采和洗选业的企业的社会责任评分较低,但是随着经济和社会的发展,处于这些行业的企业也逐渐脱离企业社会责任旁观者的位置,进入起步者阶段。综上,通过对中国民营企业近年来履行社会责任的现状及问题分析,可以看出,本文选择民营企业作为研究对象具有一定的现实重要性。

三、理论模型

国外学者对于企业社会责任的研究所建立的理论模型包括:市场分割模型^[15]、供需模型^[16,17]、“3+2”模型^[18]、“五维度”模型^[19]等。本文则主要基于委托代理理论,借鉴 Aggarwal 和 Samwick (2006)^[20]对于非效率投资的研究思路,将企业社会责任、高管薪酬与企业产出绩效置放于同一个分析框架内。

^①关于民营上市公司在行业社会责任指数变化趋势图备索。

我们假定高管所作的各项投资决策之间是相互独立的,并且企业有足够的现金流量可以为高管决定进行的投资项目提供资金担保。设定民营企业*i*的高管进行企业社会责任投资决策可实现的企业产出绩效为:

$$Y_i = I_i + CSR_i - \frac{1}{2e}CSR_i^2 + \varepsilon_i \quad (1)$$

其中, Y_i 表示企业的产出绩效, I_i 表示一系列除企业社会责任投资以外的投资选择,包括研发投资、多元化投资、兼并投资等; CSR_i 表示企业社会责任投资,参数 $e(e > 0)$ 刻画了企业社会责任投资效率, ε 是一个随机冲击,服从均值为0,方差为 σ^2 的正态分布。

将公式(1)对 CSR_i 求一阶条件,可得最优的企业社会投资水平为:

$$CSR_i^0 = e \quad (2)$$

公式(2)表明当企业不存在委托代理问题时,最优的企业社会责任投资水平仅取决于投资效率,投资效率越高,企业会投资得越多。由于民营企业的高管不存在行政任命,绝大部分为市场化选聘而来的职业经理人,其薪酬由公司董事会按照市场或者行业的平均薪酬水平与职业经理人业绩目标协商确定。我们设定高管的业绩型薪酬水平为:

$$\omega_i = k + A + \alpha_i Y_i \quad (3)$$

其中, k 表示固定底薪, A 表示福利津贴和其他补助, Y_i 表示企业的产出绩效,则 α_i 表示高管薪酬-业绩敏感性,不失一般性,设定 $\alpha_i > 0$ 。公式(3)意味着企业的营业收入会影响高管的薪酬水平,而高薪的薪酬水平也会影响企业的经营绩效,两者互为因果关系。

对于公司股东而言,其目标是最大化公司利润,即 $\max(Y_i - \omega_i)$ 。由公式(1)和(3),我们可求得民营企业产出绩效与高管薪酬、企业社会责任投资的关系式为:

$$Y_i = \frac{\omega_i}{1 + \alpha_i} + \frac{1}{1 + \alpha_i} \left(I_i + CSR_i - \frac{1}{2e} CSR_i^2 \right) - \frac{k + A}{1 + \alpha_i} + \varepsilon_i \quad (4)$$

将公式(4)分别对 ω_i 和 CSR_i 求一阶条件,可得高管薪酬、企业社会责任与企业产出绩效的关系为:

$$\frac{\partial Y_i}{\partial \omega_i} = \frac{1}{1 + \alpha_i} \quad (5)$$

$$\frac{\partial Y_i}{\partial CSR_i} = \frac{1}{1 + \alpha_i} \left(1 - \frac{1}{e} CSR_i \right) \quad (6)$$

$$\frac{\partial^2 Y_i}{\partial CSR_i^2} = -\frac{1}{e(1 + \alpha_i)} \quad (7)$$

由公式(5)可知,民营企业高管薪酬与企业产出绩效的关系取决于高管薪酬-业绩敏感性 α_i ,由于 $\alpha_i > 0$,故 $\frac{\partial Y_i}{\partial \omega_i} > 0$,表明高管薪酬增加会提高企业的产出绩效。由公式(6)的一阶条件,我们无法判断民营企业社会责任投资与企业产出绩效的关系,但由公式(7)的二阶条件,我们发现,民营企业社会责任投资与企业产出绩效的关系既取决于高管薪酬-业绩敏感性,同时也取决于企业社会责任投资的效率,由于 $\alpha_i > 0, e > 0$,可知 $\frac{\partial^2 Y_i}{\partial CSR_i^2} < 0$,表明企业产出绩效与企业社会责任投资之间存在倒U型关系,当企业社会责任投资水平小于投资效率时,会提高企业的产出绩效,当投资水平超过投资效率时,反而会降低企业的产出绩效。据此,我们得到以下命题:

命题1:民营企业高管薪酬与企业产出绩效呈现正相关关系。

命题2:民营企业社会责任与企业产出绩效呈现倒U型关系。

企业进行社会责任投资,例如提高产品质量、提供亲切的售后服务、提高员工福利、注重生产过程的污染防范操作等,可能会使得企业对外声誉有所提升,消费者对该企业的产品更加信任,会增加对该企业产品的需求,进而使得企业产出绩效提高。而高管作为企业社会责任投资的主要决策者,其经营能力会得到股东认可,同时由于业绩型的薪酬契约,高管的薪酬也将得到部分提高。据此,我们假定民营企业高管进行企业社会责任投资时可能会产生一定的私人收益(例如声誉提升等),用 $B \cdot CSR$ 表示 ($B > 0$),意味着一单位的企业社会责任投资将会为高管带来 B 单位的边际效用,投资越多,获益越多。

因此,对于高管而言,最优化问题即为最大化高管的预期收益,我们设定:

$$E(U_i) = \alpha_i \left(I_i + CSR_i - \frac{1}{2e} CSR_i^2 \right) + B \cdot CSR_i - \frac{\theta}{2} I_i^2 \quad (8)$$

其中, $\frac{\theta}{2} I_i^2$ 表示高管进行 I_i 投资可能带来的负效用,系数 θ ($0 < \theta < 1$) 刻画了负效用函数。我们将公式(8)对 I_i 和 CSR_i 分别求一阶条件,可得:

$$I_i^* = \frac{\alpha_i}{\theta}, CSR_i^* = e + \frac{B}{\alpha_i} e \quad (9)$$

公式(9)反映了高管薪酬-业绩敏感性对于企业投资决策的重要性。作为企业对外投资的实际决策者,当高管薪酬-业绩敏感性较高时,高管会减少企业社会责任投资,但会增加企业的其他投资。需要特别注意的是,通过对比公式(2)和(9)可以发现,在不存在委托代理问题时,民营企业最优的社会责任投资水平只取决于企业的投资效率;而当存在委托代理问题时,民营企业最优的社会责任投资水平不仅取决于投资效率,同时还取决于该项投资可能给高管带来的边际贡献以及高管薪酬-业绩敏感性。具体而言,第一,由 $\frac{\partial CSR_i^*}{\partial B} = \frac{e}{\alpha_i} > 0$,可知 $CSR_i^* > CSR_i^0$,意味着企业的最优社会责任投资水平被该投资可能给高管带来的私人收益扭曲了,表明高管是否会做出非效率的企业社会责任投资决策部分取决于企业社会责任投资可能给高管带来的边际贡献。该结论符合一般现实,即由于高管的自利天性,当某项投资可能会给高管带来收益时,高管往往乐此不疲;第二,由 $\frac{\partial CSR_i^*}{\partial e} = 1 + \frac{B}{\alpha_i} > 0$,可知民营企业最优的社会责任投资水平与投资效率 e 呈现递增关系,投资效率越高,企业可获益越多;这是因为:尽管存在委托代理问题,但高管与公司股东利益仍然存在部分一致性,同时加上高管业绩型薪酬契约的约束,使得高管越可能增加投资效率较高的投资项目;第三,由 $\frac{\partial CSR_i^*}{\partial \alpha_i} = -\frac{Be}{\alpha_i^2} < 0$,可知民营企业最优的社会责任投资水平与高管薪酬业绩敏感性呈递减关系。据此,我们得到以下命题:

命题3:民营企业社会责任与高管薪酬业绩敏感性呈负相关关系。

综上,通过构建简单的委托-代理框架下民营企业社会责任投资、高管薪酬与企业产出绩效的理论模型,本文推导出三个主要的理论命题,接下来本文将采用实证分析方法,构建相应的计量模型对以上所提出的三个理论命题的正确性进行实证检验。

四、实证分析

(一) 样本选择、数据来源与说明

随着资本市场的发展,中国上市公司为研究企业的行为提供了越来越多的微观基础。相较于中国工业企业数据库而言,国泰安金融数据服务中心的 CSMAR 数据库提供了更具时效性和完整性的上市公司数据,并且由于我国对上市公司有严格的信息披露规定,所以数据准确度较高。

本文选取2009—2014年沪深两市民营上市公司为研究样本,在剔除金融保险类、ST类及数据缺失、异常的样本后得到1033个有效样本,其中,2009年152个,2010年130个,2011年139个,2012年180个,2013年210个,2014年222个。所有公司和行业数据均来自国泰安CSMAR数据库,企业社会责任数据来自润灵环球企业社会责任评级报告(09-14)。

(二) 实证模型构建

承接理论模型的推导结果,为验证理论命题是否成立,我们通过一个简单的逻辑框架来加以体现。如图1所示,作为企业经营实际决策者的高级管理层,其所做出的履行社会责任决策不可避免地会对企业产出绩效产生一定的影响;而董事会为了避免委托代理问题,会对高管制定基于公司绩效的薪酬契约,那么,高管薪酬激励的强度明显会受企业绩效的影响。与此同时,这种薪酬—绩效契约的有效性主要以高管薪酬业绩敏感性来衡量,该敏感性增强意味着激励合约更能发挥有效的缓解代理问题的作用。据此,高管薪酬、企业社会责任以及高管薪酬业绩敏感性之间的关系是否与理论推导一致,接下来将构建计量模型加以验证。

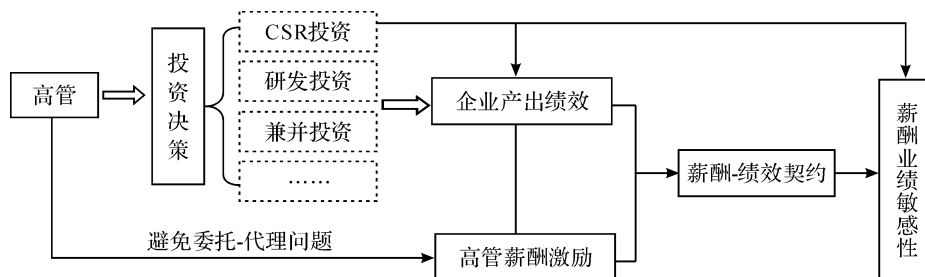


图1 本研究逻辑框架图

1. 高管薪酬、企业社会责任与企业产出绩效。为检验命题1(即民营企业高管薪酬与企业产出绩效呈现正相关关系)和命题2(即民营企业社会责任与企业产出绩效呈现倒U型关系)是否成立,需构建以企业产出绩效为因变量,以高管薪酬和社会责任为测试变量的模型进行验证。基于上述分析,我们借鉴Nickell(1996)^[21]的研究设计,以柯布—道格拉斯生产函数为基础,通过对全要素生产率的分解,在模型中引入企业社会责任和高管薪酬等因素,先推导出Level模型,再通过差分处理构建一个产出增长的Change模型,一般而言,增长率模型相比水平模型而言,测量误差问题和变量间的内生性问题都可以得到有效缓解。借鉴主流文献的做法,本文主要对Level模型的实证结果进行详细分析,而将Change模型的结果作为稳健性检验。

假设柯布—道格拉斯生产函数如公式(10)所示。其中, Y_{it} 表示*i*企业在*t*年的产出值, L_{it} 和 K_{it} 分别表示劳动投入和资本投入,并且劳动和资本的投入比例为 $\frac{\alpha}{\beta}$, A_{it} 表示*i*企业在*t*年的全要素生产率。

$$Y_{it} = A_{it} L_{it}^{\alpha} K_{it}^{\beta} \quad (10)$$

首先,对生产函数(10)两边取对数,并在方程中加入企业个体效应和误差项;其次,把全要素生产率 A_{it} 进行分解,表示为企业高管薪酬($\ln salary$)、企业社会责任(csr)、企业规模($size$)、企业成长性($growth$)、企业资产负债率(lev)、企业面临的产品市场竞争($rent$);同时为了考察企业社会责任对产出绩效是否存在倒U型关系,加入了企业社会责任的二次项(csr^2)。再将分解后的全要素生产率代入取对数后的方程,即可得到实证检验的Level模型:

$$\begin{aligned} \ln Y_{it} = & \gamma_0 \alpha_i + \gamma_1 \ln L_{it} + \gamma_2 \ln K_{it} + \gamma_3 \ln salary_{it} + \gamma_4 csr_{it} + \gamma_5 csr_{it}^2 + \\ & \gamma_6 growth_{it} + \gamma_7 lev_{it} + \gamma_8 rent_{it} + \gamma_9 size_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (11)$$

最后,对公式(11)取一次差分以消除企业个体固定效应 α_i ,就得到柯布—道格拉斯生产函数式增长率模型,亦即稳健性检验的 $Change$ 模型。在本文的实证估计中,选择 i 企业在 t 年的主营业务收入替代企业产出,用 i 企业在 t 年的固定资产总额替代资本投入,用 i 企业在 t 年的员工总数替代劳动投入,因此,具体的实证模型为:

$$\begin{aligned} \ln income_{it} = & \gamma_0 \alpha_i + \gamma_1 \ln fix_asset_{it} + \gamma_2 \ln emp_{it} + \gamma_3 \ln salary_{it} + \gamma_4 csr_{it} + \\ & \gamma_5 csr_{it}^2 + \gamma_6 growth_{it} + \gamma_7 lev_{it} + \gamma_8 rent_{it} + \gamma_9 size_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (12)$$

其中,我们主要关注系数 γ_3 、 γ_4 以及 γ_5 的符号和显著性,若 $\gamma_3 > 0$ 并且在统计上显著,则表明高管薪酬与企业产出绩效显著正相关,证明命题1是成立的;其 $\gamma_4 > 0$ 、 $\gamma_5 < 0$ 且在统计上显著,则表明企业社会责任与企业产出绩效呈现显著倒U型关系,证明命题2是成立的。

2. 企业社会责任与高管薪酬业绩敏感性。为检验文中命题3(即民营企业社会责任与高管薪酬-业绩敏感性呈负相关关系)是否成立,需构建以高管薪酬-业绩敏感性为因变量,以企业社会责任为自变量的计量模型。然而,关于薪酬业绩敏感性的研究,除了少数文献采用间接的两步法进行实证外(即先算出薪酬业绩敏感性,再将其作为因变量,考察测试变量对因变量的影响),目前绝大部分文献均是直接采用一步法(即直接构建测试变量与企业业绩的交互项作为解释变量,再将薪酬作为因变量,通过该交互项的系数符号及显著性水平来判断测试变量对薪酬业绩敏感性的影响)进行分析。

从既有文献看,目前关于薪酬-业绩敏感性的大小仍未能较为科学地度量,国内学者较多采用交互项模型进行研究^[22-24]。借鉴上述研究的做法,本文构建企业社会责任与企业产出绩效的交互项,以高管薪酬为被解释变量,通过交互项的回归系数符号和显著性水平来判断企业社会责任对薪酬-业绩敏感性的影响。据此,为检验命题3是否成立,我们构建新的计量模型为:

$$\begin{aligned} \ln salary_{it} = & \chi_0 \alpha_i + \chi_1 \ln income_{it} + \chi_2 csr_{it} + \chi_3 csr_{it} \ln income_{it} + \chi_4 \ln fix_asset_{it} + \\ & \chi_5 \ln emp_{it} + \chi_6 growth_{it} + \chi_7 lev_{it} + \chi_8 rent_{it} + \chi_9 size_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (13)$$

其中,我们主要关注系数 χ_1 和 χ_2 的显著性以及系数 χ_3 的符号及其显著性,若系数 χ_1 、 χ_2 、 χ_3 均在统计上显著,并且 $\chi_3 < 0$,则表明企业社会责任与企业高管薪酬-业绩敏感性呈负相关关系,证明命题3是成立的。综上,模型中所有变量的含义见表1。

表1 变量符号及含义说明

变量名称	变量含义
$\ln income$	企业主营业务收入
$\ln salary$	前三大高管年度平均薪酬水平
csr	企业社会责任投资
csr^2	企业社会责任投资的平方
$\ln fix_asset$	企业固定资产总额——资本投入
$\ln emp$	企业员工总数——劳动投入
$growth$	企业成长性水平,用主营业务收入增长率衡量
lev	企业资产负债率,用总负债与总资产的比值衡量
$rent$	企业主营业务收入利润率——产品市场竞争激烈程度
$size$	企业规模,用资产总额取对数衡量

(三) 实证分析

1. 变量的描述性统计。根据表2的描述性统计,我国民营上市公司实际产出、资本要素投入、劳动要素投入,以及诸如企业规模、企业成长性、企业资产负债率等企业特征均相差不大,标准差相对较小。而公司间差距最大的就是企业社会责任和所面临的产品市场竞争。 csr 指数的平均值为32.82,标

准差达到 10.25,最大值与最小值相差 76.26,可以看出,民营上市公司对于履行企业社会责任存在不同的见解。而企业所面临的产品市场竞争变量标准差为 33.47,差距较大,这是由于企业处于不同的行业,行业集中度不一致导致的。

表 2 变量描述性统计结果

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
ln income	1032	21.45	1.351	15.25	25.42
ln fix asset	1019	20.99	1.309	16.21	24.57
ln emp	1032	7.781	1.286	2.890	12.02
csr	1033	32.82	10.25	11.69	87.95
csr ²	1033	1182.28	840.34	136.66	7735.20
size	1033	22.10	1.174	16.99	25.42
growth	707	0.139	0.590	-0.992	8.231
lev	1033	0.441	0.211	0	1.146
rent	1032	10.66	33.47	-784.3	210.8
ln salary	1032	13.16	0.770	9.406	16.08

2. 变量相关性检验。实证检验之前,我们对所有变量进行 Pearson 相关性检验结果,初步判定各变量间的影响关系。表 3 列出了变量间的 Pearson 相关系数矩阵。可以发现,资本要素投入和劳动力要素投入均与产出呈现显著正相关关系,说明民营企业要素投入增加可以提高实际产出,这与 C-D 生产函数的实际含义一致。企业社会责任与企业产出显著正相关,意味着民营企业进行社会责任投资有利于提高企业的产出,这有可能是由于企业通过社会责任投资为企业营造了良好的产品口碑,提高了产品的市场需求,进而使得产出增加。企业社会责任的二次项、企业规模、企业成长性、企业资产负债率、高管薪酬水平同样与企业产出显著正相关,这与现实情况较为一致。需要特别指出的是,表征企业面临的产品市场竞争变量与企业产出呈负相关关系,但不显著,由于该变量是负指标,其值越大表示产品市场竞争越不激烈,这里意味着产品市场竞争程度越激烈,企业产出越高,但具体结果还有待实证检验。

表 3 变量相关性检验结果

	ln income	ln fix_asset	ln emp	csr	csr ²	size	growth	lev	rent	ln salary
ln income	1.0000									
ln fix_asset	0.7649 *	1.0000								
ln emp	0.7094 *	0.6454 *	1.0000							
csr	0.2992 *	0.2018 *	0.2905 *	1.0000						
csr ²	0.2993 *	0.2162 *	0.2830 *	0.9764 *	1.0000					
size	0.8558 *	0.8555 *	0.5830 *	0.2136 *	0.2304 *	1.0000				
growth	0.0920 *	-0.0081	0.0505	-0.0359	-0.0258	0.0681	1.0000			
lev	0.4582 *	0.4182 *	0.2158 *	-0.0371	-0.0110	0.5466 *	0.0242	1.0000		
rent	-0.0115	0.0034	0.0281	-0.0086	0.0028	0.0374	0.0295	-0.1300 *	1.0000	
ln salary	0.4995 *	0.4553 *	0.3512 *	0.2240 *	0.2314	0.5353 *	0.0099	0.1831 *	0.0756 *	1.0000

注: * 表示在 5% 的统计水平上显著。

3. 实证结果分析。通过 Hausman 检验,本文的面板数据适合固定效应回归。从前文对理论模型的推导中我们知道,公式(3)所设置的高管业绩型薪酬契约意味着企业的产出绩效会影响高管的薪酬水平,而高薪的薪酬水平也会影响企业的经营绩效,两者互为因果关系。故我们先对固定效应模型进行离差变换,再使用工具变量法进行估计,具体采用变量 $\ln \text{ salary}$ 、 $\ln \text{ income}$ 的一阶滞后项作为其自身的工具变量。表4报告了 Level 模型(即方程12)和 Change 模型的固定效应回归、OLS 回归以及 Median 回归结果。

表4 模型估计结果(方程12)

因变量: $\ln \text{ income}$	所有变量均为水平(Level 模型)			所有变量均为一次差分(Change 模型)		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
	IV 估计	OLS 估计	Median 估计	IV 估计	OLS 估计	Median 估计
$\ln \text{ salary}$	0.1549 ***	0.0983 **	0.0967 **	0.1228 ***	0.1016 ***	0.1129 **
	(0.0506)	(0.0384)	(0.0405)	(0.0425)	(0.0387)	(0.0498)
csr	0.0453 ***	0.0558 ***	0.0487 ***	0.0287 ***	0.0543 ***	0.0684 ***
	(0.0104)	(0.0120)	(0.0124)	(0.0097)	(0.0135)	(0.0157)
csr2	-0.0004 ***	-0.0006 ***	-0.0005 ***	-0.0002 **	-0.0006 ***	-0.0007 ***
	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0002)	(0.0002)
$\ln \text{ fix_asset}$	0.0188	0.0020	-0.0109	0.1542 ***	0.0408	0.0170
	(0.0355)	(0.0387)	(0.0408)	(0.0403)	(0.0430)	(0.0506)
$\ln \text{ emp}$	0.2656 ***	0.2944 ***	0.2541 ***	0.1337 ***	0.2816 ***	0.2499 ***
	(0.0236)	(0.0265)	(0.0277)	(0.0259)	(0.0305)	(0.0361)
growth	0.1050 ***	0.0590	0.0147	0.1256 ***	0.0959 **	0.1323 **
	(0.0306)	(0.0477)	(0.0443)	(0.0200)	(0.0418)	(0.0521)
lev	0.1378	0.2059	0.2828 *	-0.1182	0.2860	0.2749
	(0.1372)	(0.2057)	(0.1578)	(0.1838)	(0.1817)	(0.2130)
rent	-0.0012 **	-0.0014	-0.0068 ***	0.0001	0.0002	-0.0020 **
	(0.0005)	(0.0024)	(0.0008)	(0.0003)	(0.0010)	(0.0009)
size	0.7255 ***	0.7463 ***	0.7721 ***	0.6713 ***	0.7036 ***	0.7777 ***
	(0.0463)	(0.0495)	(0.0505)	(0.0567)	(0.0514)	(0.0641)
_cons	-0.0032	0.2064	0.4643	0.2032	0.3625	-0.8706
	(0.6504)	(0.8494)	(0.7121)	(0.8821)	(0.7812)	(0.9194)
N	695	695	695	475	475	475
R2	0.659	0.818	0.592	0.515	0.828	0.600

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的统计水平上显著;小括号内为稳健标准误;IV估计中同时控制了个体效应和时间效应;OLS回归和Median回归均控制了时间效应;IV估计报的是组内 R^2 ,Median估计报的是准 R^2 ,以下同。

从IV估计结果可以看出,无论是Level模型抑或Change模型,高管薪酬变量 $\ln \text{ salary}$ 均与企业产出绩效 $\ln \text{ income}$ 呈正相关关系,估计系数分别为0.1549和0.1228,并且在1%的统计水平上显著。国内外早期对于高管薪酬与企业绩效的相关性研究存在较大的争议,尽管高管薪酬被诸多学者公认为是解决股东与高管之间委托代理问题的关键,但由于对企业绩效的衡量指标以及选择的样本期不同,导

致结论不一。近年来,随着上市公司高管薪酬制度改革不断推进,越来越多的研究肯定了高管薪酬与上市公司绩效的正相关关系^[25-27]。本文的研究结论既与已有文献相呼应,又与理论命题1高度一致,表明高管薪酬是一种有效的公司治理机制。

同样地,两种模型中的企业社会责任变量 *csr* 的估计系数均显著为正,而企业社会责任投资的二次项系数均显著为负,意味着企业社会责任与企业产出绩效之间存在着倒 U 型关系,企业社会责任投资增加首先会提高企业绩效,而当投资过多时,则表现为企业绩效的下降,验证了命题2。从前文关于我国民营企业履行社会责任的情况分析来看,目前我国绝大部分民营企业的社会责任投资仍然处于起步阶段,此时企业的所有利益相关者对于企业履行社会责任的敏感性较强,企业通过履行社会责任可能获得的边际贡献呈现递增趋势,这正印证了变量 *csr* 的估计系数显著为正所呈现出来的经济含义。而当企业持续进行社会责任投资时,其边际贡献事实上在逐步缩小。

学界有部分文献研究了企业履行社会责任可能带来的边际效用。例如,Dhaliwal 等(2011)指出:企业自觉履行社会责任可以降低企业的资本成本^[28];Bertels 和 Pelozo(2008)认为:企业加强 CSR 投资可以提高企业产品在消费者群体中的认知度,增强企业声誉,激发消费者的购买意愿,增强消费者的忠诚度,同时也有助于降低企业可能面临的各种非系统性风险,获得竞争优势等^[29]。陈可和李善同(2010)指出:企业社会责任投资一方面可以满足和平衡不同利益相关者的要求,提高企业适应外部需求的能力,另一方面通过利益相关者的满意度间接影响企业的对外声望和口碑,进而实现企业绩效的提升^[30]。

此外,代表企业资本投入和劳动投入的 $\ln \text{fix_asset}$ 和 $\ln \text{emp}$ 这两个变量的估计系数均显著为正,表明资本要素投入和劳动力要素投入可以明显提高民营企业的产出,资本要素和劳动力要素每增加1%,可分别使企业产出增加0.0810%和0.1533%;资本要素和劳动力要素每增加一单位投入,可分别使企业产出增加0.1490和0.1370单位。该结论表明我国民营企业在2009-2014年的边际生产率均为正。

最后,模型中控制变量回归系数的符号和显著性都符合预期。其中,变量 *growth*、*size* 以及 *lev* 的估计系数均显著为正,表明企业成长性水平、企业规模、企业资产负债率均与企业产出绩效显著正相关,意味着企业成长性水平越好、企业规模越大,企业资产负债率越高越有利于提高企业的产出绩效。变量 *rent* 的估计系数显著为负,表明企业的主营业务利润率与企业产出绩效显著负相关,意味着市场竞争程度越激烈,反而越有利于企业的产出增加。这些研究结论均与主流文献相一致。

需要特别指出的是,由于面板数据包含时间序列和截面数据两方面的特征,采用 OLS 估计或者 Median 估计都会产生有偏的结果,然而,通过对三种估计方法所得到的回归结果的比较,可以发现,Level 模型和 Change 模型中我们主要关注的企业社会责任变量 *csr*、高管薪酬变量 $\ln \text{salary}$ 的估计系数符号和显著性均保持相对一致,可以初步认为,该研究结论是相对稳健的。

表5报告了方程13关于企业社会责任与高管薪酬业绩敏感性的估计结果。从 IV 估计的结果可以看到,Level 模型和 Change 模型中企业产出绩效变量 $\ln \text{income}$ 、企业社会责任变量 *csr* 均与高管薪酬呈现显著的正相关关系,而两个变量的相乘项 $\text{csr} \times \ln \text{income}$ 则与高管薪酬呈现显著的负相关关系,意味着企业社会责任投资会显著降低高管薪酬-业绩敏感性,并且企业社会责任投资每增加一单位,将使高管薪酬业绩敏感性下降0.39%。该结论与理论命题3高度一致。其背后的经济学含义在于:作为企业社会责任投资的实际决策者,当高管决定进行更多的社会责任投资时,会降低高管薪酬与企业产出绩效的关联性,即高管将享有更大的决策权力,其所获薪酬受企业绩效影响较小,说明此时股东应该对高管实施一定的约束,才不会导致非效率社会责任投资行为的发生(比如过度投资等)。

表5 模型估计结果(方程13)

因变量: <i>ln salary</i>	所有变量均为水平(Level模型)			所有变量均为一次差分(Change模型)		
	(1) IV估计	(2) OLS估计	(3) Median估计	(4) IV估计	(5) OLS估计	(6) Median估计
<i>ln income</i>	0.2626** (0.1257)	0.2407*** (0.0641)	0.2519*** (0.0620)	0.3345*** (0.0998)	0.2965*** (0.0823)	0.1401** (0.0711)
<i>csr</i>	0.0908* (0.0518)	0.1074*** (0.0317)	0.1348*** (0.0339)	0.0795* (0.0446)	0.1328*** (0.0368)	0.0817** (0.0354)
<i>csr * ln income</i>	-0.0039* (0.0024)	-0.0043*** (0.0014)	-0.0057*** (0.0015)	-0.0035* (0.0020)	-0.0056*** (0.0017)	-0.0032** (0.0016)
<i>_cons</i>	1.2969 (1.8956)	1.7283 (1.2706)	0.5888 (1.3244)	2.7408 (1.7926)	0.3852 (1.5249)	2.1859 (1.3756)
<i>Control</i>	Y	Y	Y	Y	Y	Y
<i>N</i>	695	695	695	475	475	475
<i>R²</i>	0.286	0.327	0.198	0.292	0.332	0.195

4. 稳健性检验。前文关于三个理论命题的检验中,已经采用IV估计方法控制了高管薪酬与企业产出绩效之间存在的内生性问题,并且经过三种估计方法和两类模型的检验,初步而言,研究结果较为稳健。但是,前文中我们直接考察当年的企业社会责任投资、高管薪酬与当年企业的产出绩效之间的关系,这潜在地假设民营企业高管当年的薪酬取决于当年的经营绩效,然而现实中,公司股东可能会根据高管上一年的绩效来计发奖金^[31],因此,我们采用滞后一年的企业产出绩效指标作为被解释变量重新进行回归。同理,关于命题3的实证检验中,我们同样是直接考察当年的企业社会责任、企业产出绩效与高管当年的产出绩效之间的关系,这在现实中可能并不完全贴切。因此,为更好地控制内生性问题的影响,我们对变量进行变形,首先将被解释变量取一次差分,其他所有变量保持水平不变,其次将所有解释变量和控制变量均取一次差分,而被解释变量保持不变。

上述稳健性回归结果显示^①,不论是将被解释变量抑或所有的解释变量作一阶差分处理,高管薪酬与企业社会责任均与企业产出绩效呈现显著正相关关系,企业社会责任的二次项均与企业产出绩效呈现显著负相关关系,表明企业社会责任与企业产出绩效之间存在显著的“倒U型”关系,再次验证了命题1和命题2。企业产出绩效和企业社会责任均与高管薪酬呈现显著正相关关系,企业社会责任与企业产出绩效的交互项均与高薪酬呈现显著的负相关关系,表明企业社会责任会降低高管薪酬-业绩敏感性,再次验证了命题3。稳健性检验结果充分表明前文的估计结果是可信的。

五、结论与研究启示

(一) 研究结论

在对中国民营企业履行社会责任的现状及存在的问题进行评析的基础上,本文首先基于企业实际决策者视角构建委托代理框架下关于民营企业社会责任投资、高管薪酬与企业产出绩效的理论模型,初步推导出CSR投资、高管薪酬激励对企业产出绩效可能产生的影响。进而选取2009-2014年中

①稳健性检验的具体回归结果在文中未予以报告备案。

民营上市公司面板数据并同时构建 Level 模型和 Change 模型对理论命题进行实证检验,发现实证结果与理论模型的推导结果完全一致。本研究的三个研究命题均得到了经验数据的支持。

1. 民营企业高管薪酬与企业产出绩效呈现显著的正相关关系。现有研究基本发现高管薪酬对企业绩效的正向促进作用,并主张将高管薪酬与企业绩效挂钩,认为这种业绩型薪酬契约既有助于激励高管的工作积极性,同时也能约束高管与股东的利益趋向一致,降低代理成本。本研究结果显示,高管薪酬激励每提高1%,能使企业产出绩效提高0.1549%。这表明,对于我国的民营企业而言,董事会制定高管的薪酬契约时要充分考虑薪酬对企业绩效的边际提升效应。

2. 民营企业社会责任与企业产出绩效呈现“倒U型”关系。从文献总结看,受企业社会责任与企业绩效衡量方法等影响,现在研究对于企业社会责任与企业绩效之间关系的研究结论并不一致。本研究结果显示,民营企业社会责任投资与企业产出绩效呈现显著的“倒U型”关系,社会责任投资增加对企业产出绩效的边际贡献先提高后减小,这意味着企业高管在做出履行社会责任的投资决策时要注意“度”的把握,避免损害企业利益。

3. 民营企业社会责任与高管薪酬-业绩敏感性呈负相关关系。以往的研究主要考察企业社会责任对高管薪酬激励或者企业业绩的影响,本研究基于企业实际决策者的视角考察企业社会责任对高管薪酬契约有效性的影响,结果发现:民营企业社会责任投资会显著降低高管薪酬业绩敏感性,CSR投资每增加一单位,将使高管薪酬业绩敏感性下降0.39%。事实上,高管薪酬业绩敏感性作为高管薪酬激励有效性的评判指标,该值下降意味着激励有效性降低。本文的研究结果表明企业社会责任投资增加会降低激励的有效性,这与 Werbel 和 Carter(2002)^[32]、Barnett(2007)^[33] 等人的研究结论是一致的,即高管在企业履行社会责任过程中获益更多,其与企业业绩的敏感度会下降。

(二) 研究启示

从理论意义上,本研究是企业社会责任研究领域的有益补充,深化了对我国民营企业履行社会责任的认识,对进一步研究企业社会责任的履行动力具有一定的参考价值,同时对于企业高管薪酬契约设计亦有一定的借鉴意义。从实践意义上,本文的研究结论带给我们的启示主要在于:

第一,完善高管薪酬激励制度,构建合理的薪酬结构。根据实证结果,民营企业高管薪酬与企业产出绩效显著正相关。因此,应该继续完善我国企业高管的薪酬制度,充分发挥薪酬的激励作用。此外,基于原有的基于本企业业绩制定薪酬契约的基础上,应该进一步推动民营企业高管“完全市场化”的薪酬改革。从实证结果看,业绩型薪酬契约对于降低代理成本的作用会受到企业社会责任投资的削弱,并且强化了企业社会责任投资与代理成本之间的矛盾。一方面,高管增加 CSR 投资有利于提高企业的产出绩效;但另一方面,CSR 投资的增加又使得高管权力增大,有可能导致更严重的代理成本。据此,民营企业股东应该推动高管“完全市场化”的薪酬改革,建立相对业绩评价机制,这要求董事会在制定高管薪酬契约时,不仅应将高管薪酬与本企业业绩挂钩,还应该与同行业内其他企业的业绩挂钩,通过竞争实现制衡。

第二,将履行社会责任纳入民营企业的日常制度中。从前文关于我国民营企业履行社会责任现状的评析中可以看到,尽管目前我国民营企业的社会责任意识普遍有所提高,但具体的实践还处于起步阶段。根据实证结果,我国民营企业社会责任与企业产出绩效呈现“倒U型”关系。据此,应该强化企业履行社会责任的意识,将其纳入企业的制度建设中,寻求将其构建成为一种较为规范的企业行为,形成一种良好的履行社会责任的风气。与此同时,民营企业要平衡好企业的短期和长期利益,通过履行社会责任推动企业声誉的提升,特别地,要加强“顾客型 CSR”的投资。一般而言,当企业积极履行社

会责任,包括保证产品质量、提高售后服务等时,消费者对该企业产品的购买意愿会增强,产品市场上对该企业产品的需求会得到提升,消费者对该企业产品的忠诚度也会有所提高,这些都有助于提高企业绩效^[34]。这意味着企业积极履行社会责任与提高企业盈利可以实现有效统一

(三) 局限性与未来研究方向

本研究也存在一些局限性。(1)不同的历史时期、不同的政治经济和社会环境下,各个学者对于企业社会责任的内涵和内容界定有着不同的见解,而本文并未对企业社会责任的内容作更多的探讨,而是从做出社会责任投资决策的高管的角度并借助委托代理理论进行分析,研究视角较为单一,未能充分考虑到企业的所有利益相关者。(2)本研究仅探讨民营企业社会责任、高管薪酬与企业产出绩效之间的关系,理论与实证的研究结果均支持了所有假设,未来的研究应进一步比较分析民营企业与国有企业这两种具有不同产权性质的企业,双方履行社会责任以及高管薪酬激励等方面的异同,从主要差异点入手,深入分析如何更好地促进两种类型的企业更积极地履行社会责任。(3)未来研究可以从更多的视角对企业履行社会责任的行为进行分析,同时也可以采用更多的方法衡量企业社会责任,譬如计算企业的声誉指数、内容分析法、问卷调查、KLD指数法等,采用多指标进行分析,使得研究结果更详实。

参考文献:

- [1] 王文成,王诗卉. 中国国有企业社会责任与企业绩效相关性研究[J]. 中国软科学,2014(8):131-137.
- [2] 付强,刘益. 基于技术创新的企业社会责任对绩效影响研究[J]. 科学学研究,2013(3):463-468.
- [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.
- [4] 温素彬,方苑. 企业社会责任与财务绩效关系的实证研究——利益相关者视角的面板数据分析[J]. 中国工业经济,2008(10):150-160.
- [5] 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[J]. 中国工业经济,2006(2):77-83.
- [6] 李庆华,胡建政. 企业社会责任与企业竞争优势的关系研究——来自沪深两市上市公司的经验证据[J]. 科学与科学技术管理,2011(8):139-148.
- [7] 刘宗华,李燕萍,郑馨怡. 企业社会责任、员工—企业认同和员工绩效关系[J]. 浙江工商大学学报,2017(1):103-113.
- [8] SILVIA G, ROMANI S, BAGOZZI R P. Consumer response to corporate irresponsible behavior: moral emotions and virtues [J]. Journal of business research, 2013, 66(8):1614-1621.
- [9] VERNON H S, KNOWLES L L, SUMMEY J H, MCQUEEN K S. Willingness-to-punish the corporate brand for corporate socialIrresponsibility[J]. Journal of business research, 2013, 66(10):1822-1830.
- [10] MAGDALENA Ö, SCHLEGELMILCH B B, GRUBER V. Why don't consumers care about CSR? a qualitative study exploring the role of CSR in consumption decisions[J]. Journal of business research, 2011, 104(4):449-460.
- [11] CHRISTOPHER G, KANURI V K. Investor reaction to positive and negative corporate social events[J]. Journal of business research, 2013, 66(9):1752-1760.
- [12] CHRISTIAN H, MOON J. Discourses on corporate social responsibility in the financial sector[J]. Journal of business research, 2013, 66(9):1770-1780.
- [13] MARTIN G, BINGHAM T. Company environmental performance and consumer purchase intentions[J]. Journal of business research, 2013, 66(10):1945-1953.
- [14] KEMPER J, SCHILKE O, REIMANN M, WANG X, BRETTEL M. Competition-motivated corporate social responsibility

- [J]. Journal of business research, 2013, 66(12): 2054-2063.
- [15] HEINKEL R, KRAUS A, ZECHNER J. The Effect of green investment on corporate behavior[J]. Journal of Financial and quantitative analysis, 2011, 36(4): 431-449.
- [16] MACKEY A, MACKEY T, BAMEY J. Corporate social responsibility and firm performance: investor preferences and corporate strategies[J]. Academy of management review, 2007, 32(3): 817-835.
- [17] MCWILLIAMS A, SIEGEL D. Corporate social responsibility: a theory of the firm perspective[J]. Academy of management review, 2001, 26(1): 117-127.
- [18] JAMALI D, MIRSHAK R. Corporate social responsibility CSR: theory and practice in a developing country context[J]. Journal of business ethics, 2007, 72(3): 243-262.
- [19] DAHLSTRUD A. How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions[J]. Corporate social responsibility and environmental management, 2008, 15(1): 1-13.
- [20] AGGARWAL R K, SAMWICK A A. Empire-builders and shirkers: investment, firm performance, and managerial incentives[J]. Journal of corporate finance, 2006, 12(3): 489-515.
- [21] NICKELL S J. Competition and corporate performance[J]. Journal of political economy, 1996, 104(4): 724-746.
- [22] 王东清, 刘艳辉. 产品市场竞争、管理层权力与薪酬辩护[J]. 财经理论与实践, 2016(4): 105-110.
- [23] 李豫湘, 米江. 家族控制、机构投资者与高管薪酬[J]. 重庆大学学报(社会科学版), 2016(5): 74-83.
- [24] 王茂斌, 孔东民. 反腐败与中国公司治理优化: 一个准自然实验[J]. 金融研究, 2016(8): 159-174.
- [25] 方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗? [J]. 经济研究, 2009(3): 110-124.
- [26] 吴育辉, 吴世农. 高管薪酬: 激励还是自利? [J]. 会计研究, 2010(11): 40-48.
- [27] 刘绍妮, 王大艳. 高管薪酬与公司绩效: 国有与非国有上市公司的实证比较研究[J]. 中国软科学, 2013(2): 90-101.
- [28] DHALIWAL D, LI O, TSANG A, YANG Y. Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital: the initiation of corporate social responsibility reporting[J]. The accounting review, 2011, 86(1): 59-100.
- [29] BERTELS S, PELOZA J. Running just to stand or still? managing CSR reputation in an era of ratcheting expectations[J]. Corporate reputation review, 2008, 11(11): 56-72.
- [30] 陈可, 李善同. 企业社会责任对财务绩效的影响: 关键要素视角[J]. 统计研究, 2010(7): 105-110.
- [31] JENSEN M, MURPHY K. Performance compensation and top management incentives[J]. Journal of political economy, 1990, 98(2): 225-264.
- [32] WERBEL J D, CARTER S M. The CEO's influence on corporate foundation giving[J]. Journal of business ethics, 2002, 40(1): 47-60.
- [33] BARNETT M L. Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility[J]. Academy of management review, 2007, 32(2): 694-716.
- [34] 水丽淑. 经济学中的隐性价值判断分析[J]. 河南师范大学学报(哲学社会科学版), 2016(4): 73-77.



(责任编辑 彭何芬)