

# 股价高估与企业社会责任的关系研究\*

刘 柏 王一博

(吉林大学商学院,吉林 长春 130012)



**内容提要:**相关研究成果认为,股票价格高估的影响总是消极的。基于2010—2017年中国A股上市公司的经验数据,结合升值动机与防御动机视角,本文提出并验证了股价高估与企业社会责任的U型曲线关系以及媒体关注度调节效应的假设。具体而言,股价高估从低水平上升至中等水平过程中,对高媒体关注度的企业社会责任行为的负向影响更强烈,而从中等水平升至最高水平过程中,股价高估对高媒体关注度的企业社会责任行为的正向影响更强烈。同时,经济后果的检验结果表明,由股价高估导致的企业社会责任投入的增加将会引起企业经营绩效的正向变动,从而提高企业的资本配置效率。进一步研究则发现,股价高估的主效应和媒体关注度的调节效应均在国有企业中更为显著。所以,股价高估并非总是不利的,重视并利用股价高估的积极作用,引导媒体关注发挥外部治理机制,对于中国转轨经济背景下资本市场的稳定发展具有一定的启示意义。

**关键词:** 股价高估 企业社会责任 媒体关注度 资本配置效率

**中图分类号:**F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2020)01—0076—17

## 一、引言

传统的经济学研究成果认为,当价格涵盖的基本面信息越多时,资本市场引导资源配置的效率就越高,也就是价格对基本面的偏离一定是不利于资源配置效率的。事实上,作为资本市场最为常见的误定价现象(袁知柱等,2014)<sup>[1]</sup>,股价高估如何导致资本市场的资源配置功能失效已经在现有文献中的多个方面得到证实,包括盈余操纵(Badertscher,2011)<sup>[2]</sup>、过度投资(Polk和Sapienza,2009)<sup>[3]</sup>和溢价并购(Dong等,2006)<sup>[4]</sup>等。但是,近年来少数文献开始对股价高估的非消极作用进行了一些探讨,通过研究美国20世纪90年代互联网泡沫的产生和发展过程,Campello和Graham(2013)<sup>[5]</sup>、Titman(2013)<sup>[6]</sup>发现,尽管互联网泡沫最终破裂,但是由对互联网股票价格高估引起的行业投资加大明显加速了科技进步,互联网行业顺势取代传统制造业实现了迅猛发展;陆蓉等(2017)<sup>[7]</sup>则利用中国数据证实了股价高估会对企业产业结构调整产生影响,引发产业扩张。尽管上述研究从行业层面诠释了股价高估并非总是不利的,但是股票高估在企业层面如何优化资源配置的具体渠道研究还比较匮乏。

Jensen(2005)<sup>[8]</sup>曾指出,除却偶然因素,企业是无法创造出能使市场价格持续维持高估的业绩的。从现有实证成果来看,管理者通常会选择采取一定手段来维持短期的高市场预期或提前筹备以降低后续股价崩盘造成的恶劣影响(Chi和Gupta,2009)<sup>[9]</sup>,履行更多的社会责任则是一种有效的方式。自从党的十八大会议以来,国家领导人在多个重要场合强调了构建企业社会责任体系的

收稿日期:2019-07-01

\* 基金项目:国家社会科学基金项目“金融市场开放环境下的金融风险生成逻辑、风险测度和防范机制研究”(18BJY232)。

作者简介:刘柏,男,教授,经济学博士,研究领域是金融与财务决策,电子邮箱:Liubai@jlu.edu.cn;王一博,女,博士研究生,研究领域是财务管理,电子邮箱:1941674631@qq.com。通讯作者:刘柏。

重要性。可以说,当下中国经济发展的重点已经不再是“企业是否应该履行社会责任”,而是应该履行多少以及如何促进的问题。因此,本文将资本市场股价高估对企业微观主体的影响落于企业社会责任这一重要的机制上,从与公司基本面因素变化无关的视角探讨企业承担社会责任的意愿来源,为有关于绿色理念和生态文明建设的国家战略提供政策建议。

通过切入企业社会责任的独特视角,从整合不同工具性动机的框架分析企业股价高估的经济后果,以2010—2017年中国A股上市公司为样本(如图1所示),系统分析不同程度的股价高估影响企业社会责任的客观表现。本文的主要贡献体现在:第一,对股价高估的经济后果研究提供了新的视角。股价高估与企业社会责任U型关系的识别及其在提高市场资源配置效率方面的发现,说明了存在股价高估的积极作用边界范围,这突破了以往文献从阻碍论框架研究股价高估影响后果的固有局限(Alti和Tetlock,2014<sup>[10]</sup>;Dong等,2006<sup>[4]</sup>;花贵如等,2010<sup>[11]</sup>)。第二,对企业社会责任的影响因素研究提供了新的文献补充。企业的现实表现和盈利前景会映射到资产价格,反过来资产价格也会影响企业下一步的经营决策。在相关文献中,研究者均以企业社会责任的经济后果作为考察对象(Gregory和Whittaker,2013<sup>[12]</sup>;Margolis和Walsh,2003<sup>[13]</sup>;贾兴平等,2016<sup>[14]</sup>),而并未考虑企业社会责任也可能扮演对资本市场误定价进行回应的角色,股价高估概念的提出无疑深化了企业社会责任的相关文献。第三,借助中国独特的制度场景,从媒体关注差异角度细化了上述研究,为转制经济国家如何更好地引导非正式制度的治理效果提供了启示和参考。

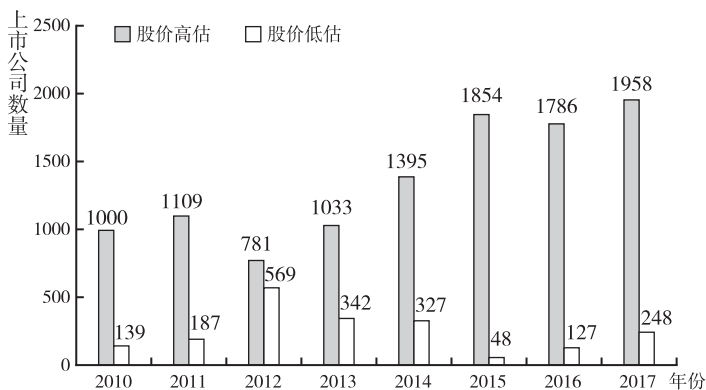


图1 中国A股上市公司股价高估与股价低估数量对比(2010—2017年)

资料来源:本文绘制

## 二、文献综述、理论推演与研究假设

### 1. 企业社会责任的文献综述

企业社会责任(corporate social responsibility, CSR)是指企业在创造利润之外,对社会或环境的承担行为超出了法律或监管的要求(Mcwilliams和Siegel,2001)<sup>[15]</sup>。现有关于企业履行社会责任动机的研究非常丰富,概括来讲可以分成三类:利他主义、合法性动机和经济激励(Campbell,2007)<sup>[16]</sup>。

利他主义认为,企业或企业家履行社会责任应是出于自愿,即是企业家纯粹的道德修养或企业内部的伦理文化驱使企业承担社会责任。合法性动机则是主要基于资源依赖理论和制度理论的解释,认为在资源有限的情况下,企业的决策和行为要受到外部环境的制约,通过承担社会责任营造一个更加社会友好型的品牌形象,是企业赢得更多消费者或获取生存资源的有效手段(Campbell,2007<sup>[16]</sup>;Lee等,2018<sup>[17]</sup>)。经济激励则被认为是针对企业履行社会责任最普遍的解释(Dimson等,2015<sup>[18]</sup>;Dowell等,2000<sup>[19]</sup>;Krueger,2015<sup>[20]</sup>),它强调承担社会责任是企业提升价值(即升值

动机)或进行防御策略(即防御动机)的有效方式。具体来讲,就升值动机而言,一些学者利用利益相关者理论的工具取向提出,企业社会责任是企业维护与各利益相关者关系的一项重要无形资产(权小锋等,2015)<sup>[21]</sup>,它能够降低交易成本、创造投资机会,是提高企业财务绩效、提升企业价值的有利工具(Gregory 和 Whittaker,2013<sup>[12]</sup>;Margolis 和 Walsh,2003<sup>[13]</sup>)。防御动机则基于利益相关者的风险管理取向提出,认为企业履行社会责任是一种积极的风险管理战略,能够起到事前最小化风险、事后维护企业声誉、有效降低非系统性风险的作用(Freeman,1984<sup>[22]</sup>;Oikonomou 等,2012<sup>[23]</sup>;Vanhamme 和 Grobbsen,2009<sup>[24]</sup>)。

## 2. 股价高估的文献综述

股价高估对企业乃至实体经济会产生何种影响?综合现有文献来看,主要有两种观点:即妨碍论和促进论。

(1)妨碍论。国内外大量文献认为股价高估会妨碍资本配置效率。就企业微观主体的投融资决策而言,股价高估可以降低股权融资成本,决策者会利用再融资,尤其是股权再融资(Baker 等,2003<sup>[25]</sup>;Dong 等,2012<sup>[26]</sup>;Stein,1996<sup>[27]</sup>;Warusawitharana 和 Whited,2016<sup>[28]</sup>;李君平和徐龙炳,2015<sup>[29]</sup>)或直接的迎合行为(Jensen,2005<sup>[8]</sup>;Polk 和 Sapienza,2009<sup>[3]</sup>;Stein,1996<sup>[27]</sup>)两种渠道提高企业投资水平,从而降低投资效率(Alti 和 Tetlock,2014<sup>[10]</sup>;花贵如等,2010<sup>[11]</sup>)。

(2)促进论。在并购决策方面,Dong 等(2006)<sup>[4]</sup>的研究成果发现,资产误定价是驱动并购活动发生的一个重要因素,并且在收购或兼并企业的过程中,与正常企业相比,股价被高估的主并购企业通常为并购过程支付得更多。在盈余管理方面,Badertscher(2011)<sup>[2]</sup>和袁知柱等(2014)<sup>[1]</sup>等则发现了企业存在通过应计盈余管理和真实盈余管理手段夸大经营业绩以维持高水平股价的经验证据。

近几年,极少数学者就股价高估对实体经济的积极作用进行了探讨。Campello、Graham(2013)<sup>[5]</sup>、Titman(2013)<sup>[6]</sup>通过研究美国 20 世纪 90 年代互联网泡沫的产生和发展过程发现,行业的股价高估存在正外部性。他们认为,非基本面因素导致的股价上涨可以放松上市企业的融资约束,尽管互联网泡沫最终破裂,但是由对互联网股票价格高估引起的行业投资加大明显加速了科技进步,从而促进了实体经济的发展;李君平和徐龙炳(2015)<sup>[29]</sup>则提出,在中国资本市场存在摩擦、上市公司普遍面临融资约束的背景下,股价高估可以降低企业的再融资成本,从而促使企业投资向最优水平靠拢,提高资本配置效率;Dong 等(2017)<sup>[30]</sup>的研究成果表明,股票估值偏误程度是企业对不同投资形式选择的结果,与资本性支出相比,企业决策者通常选择提高更多研发性支出以作为对外界股价高估的回应,考虑到研发活动的正外部性,上述结果表明股价高估具有社会福利提升效果。

## 3. 理论推演与假设提出

社会责任决策的制定涉及企业行为的多个维度(Liang 和 Renneboog,2017)<sup>[31]</sup>。已有研究表明,企业在追求利润最大化的过程中会在多个方面表现出正或负的外部性(Tirole,2001)<sup>[32]</sup>,而所有者在处理负外部性方面的表现并不能令人满意。在这种情况下,一方面企业对社会责任的承担成为平衡所有者利益与其他利益相关者利益的有效方式(Ferrell 等,2016)<sup>[33]</sup>;另一方面,它也刻画了企业为削减剩余负外部性方面所做的努力(Magill 等,2015)<sup>[34]</sup>。因此,虽然现有大量文献在研究企业社会责任时往往采取单一视角,但企业社会责任更有可能是由多重因素共同塑造的结果(Liang 和 Renneboog,2017)<sup>[31]</sup>。鉴于此,基于企业社会责任的两种经济激励动机(升值动机和防御动机),本文提出一个股价高估与企业社会责任之间 U 型关系和调节模型框架,论述过程如下:

(1)股价高估对企业社会责任的影响。中国是一个典型的重视关系、强调圈子的国家(张永军等,2017)<sup>[35]</sup>,社会责任在提升公众对组织的合法性感知、提高企业竞争力、降低融资成本和获取经

济效益等方面所起到的作用,可能导致以经济激励动机为主导的企业社会责任行为在中国更具备多发性。诸多学者,如 EI Ghoul 等(2011)<sup>[36]</sup>、Flammer(2013)<sup>[37]</sup> 和贾兴平等(2016)<sup>[14]</sup> 发现,通过承担社会责任以满足利益相关者的隐性需求可以提高企业的市场价值。因此,一方面,按照利益相关者理论的工具取向(即升值动机),股价高估会降低企业对社会责任的承担水平。这是因为,市场价格与内在价值发生偏离的根本原因在于信息不对称,即利益相关者对企业真实经营状况并不了解。考虑到每一个与组织建立显性或隐性契约的利益相关方均提供了不同形式的宝贵资源,企业为了实现可持续发展,防止由股价偏离导致的经济利益受损,就必须通过履行社会责任等升值机制向外界积极传递内部信息,展现与各利益相关方维持长久关系的诚意。但是与股价低估相比,股价高估企业的决策者明显缺少使股价回归到正常水准的动机。因此,可以预期,在升值动机视角下,股价高估对企业社会责任的影响呈现为递减效应。另一方面,根据利益相关者理论的风险管理取向(即防御动机),当股价高估超过一定限度时,管理者通过履行社会责任来应对后续泡沫破裂的想法会开始凸显。Jensen(2005)<sup>[8]</sup> 指出,企业无法创造出能使市场价格持续维持高估的盈余业绩。鉴于后续的股价崩盘可能会对企业的核心价值造成更大程度的破坏,决策者必须采取一定手段进行事前风险管理,对可能的市场惩罚后果进行积极防御,使股票价格平稳校正至内在价值。事实上,企业社会责任就可以看作是企业一种带有保险功能的防御策略。已有研究表明,对社会活动的参与有助于降低组织的非系统风险(Mishra 和 Modi,2013<sup>[38]</sup>; Oikonomou 等,2012<sup>[23]</sup>),减少企业违法或不当行为等负面消息造成的不良影响(Godfrey,2005<sup>[39]</sup>; Godfrey 等,2009<sup>[40]</sup>),进而维持或修复企业负责任的形象(Vanhamme 和 Grobбен,2009)<sup>[24]</sup>。因此,可以预期,在防御动机视角下,股价高估对企业社会责任的影响呈现为增量效应。考虑到股价高估企业在从事社会责任活动时兼具“升值动机”和“防御动机”双重特征,这可能导致处于中等水平股价高估的企业履行社会责任的意愿最不强烈(如图2所示)。这是因为,按照 Jensen(2005)<sup>[8]</sup> 的观点,股价高估的影响是分程度的,与适度的股价高估相比,只有过度的股价高估对应着企业绝对无法达到的绩效和外界预期,由此可以认为由防御动机带来的增量效应在初始阶段增长的并不明显。从而相对于低/高程度的股价高估企业(即分别能够基于升值动机和防御动机表现出较高的社会责任承担水平),较低升值动机和较低防御动机的叠加会使得中等程度股价高估企业的社会责任承担水平处于最低值。因此,本研究提出如下假设:

H<sub>1</sub>: 股价高估与企业社会责任是 U 型关系: 相对于中等股价高估的企业, 股价高估程度低和股价高估程度高的企业在社会责任方面投入更多。

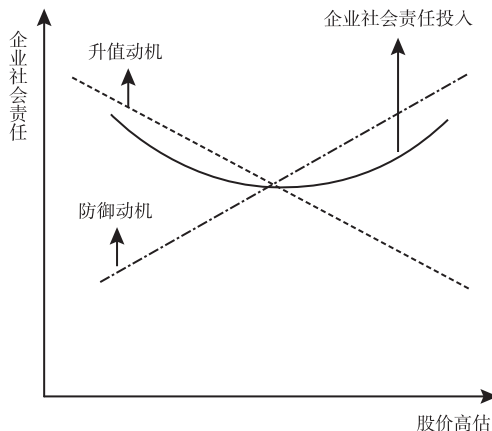


图2 股价高估与企业社会责任关系

资料来源: 本文绘制



(2) 媒体关注的调节作用。新闻媒体在传递信息及引导公众舆论导向方面的影响作用毋庸置疑。具体到企业社会责任的研究问题上,本文认为股价高估对企业社会责任的 U 型影响会因媒体关注度的差异而不同。媒体关注是一种信息传递机制。不论是升值动机还是防御动机,企业承担社会责任的逻辑起点更多是通过满足利益相关方诉求以维持或获取不同形式的资源,从而提高组织的经济效益。换言之,企业社会责任行为能否转化为经济效益取决于利益相关方是否会对企业在社会活动方面的投入予以积极回应,而这种企业社会责任响应行为又必须以获取社会责任信息为前提。鉴于不同群体在获取和感知公司内部信息方面存在差异,媒体关注被认为是降低信息不对称的有效手段(陶文杰和金占明,2012)<sup>[41]</sup>,从而对股价高估与企业社会责任关系的转化扮演着重要角色。具体来看,相对于低媒体关注度,在股价高估从较低水平上升至中等水平过程中,高媒体关注度下的企业通过社会责任承担来间接提高绩效(即升值动机)的压力更大。这是因为,作为独立的监督者,一方面,媒体可以通过引导公众视线放大企业正面或负面的信息,从而在信息不完全对称的资本市场中发挥有效的弥补作用,降低投资者的信息搜寻成本;另一方面,来自媒体的压力也会对企业决策者的行为产生制约(Fang 和 Peress,2009)<sup>[42]</sup>,迫使其采取更为保守和短视的战略(杨道广等,2017)<sup>[43]</sup>。高媒体关注可能会使企业管理者被迫放弃或减少可间接提高企业经济利益的社会责任相关活动,从而避免自身企业获得过多关注从而成为下一个被媒体“狙击”的目标。因此可以预期,对于股价高估与企业社会责任 U 型曲线最低点的左侧,高媒体关注度会使曲线变得更为陡峭(升值动机的减小增强了净递减效果)。而在股价高估从中等水平上升至较高水平过程中,苛刻的媒体关注促使企业可能更多通过社会责任承担来降低企业的非系统性风险(即防御动机)。这是因为,受限于自身的商业利益或外部环境,媒体的报道是有偏的(Core 等,2008)<sup>[44]</sup>。相对于正面新闻,公众对负面新闻的关注度更高,接受程度更高,响应也更热烈(Pfarrer 等,2010)<sup>[45]</sup>。因此,在试图吸引更多公众注意力的意识下,媒体会更青睐报道企业的负面新闻或以负面口吻对企业的新闻进行报道(王云等,2017)<sup>[46]</sup>。在媒体关注度较高时,公司管理层的决策和行为已经高度透明,如何防止媒体对股价泡沫破裂造成的负面影响进行报道或放大显得非常必要,企业的防御动机变大,对企业社会责任投入的促进作用提高,所以可以预期,在 U 型曲线最低点的右侧,高媒体关注度会使曲线变得更为陡峭(防御动机的加大提高了净递增效果),股价高估对企业社会责任的净增量作用增强。换句话说,相对于低媒体关注度,在高媒体关注度下,股价高估对企业社会责任的 U 型曲线影响会更加明显。因此,本研究提出如下假设:

H<sub>2</sub>: 媒体关注度在股价高估与企业社会责任 U 型关系间起着显著的正向调节作用,即股价高估对企业社会责任的 U 型曲线影响在高媒体关注度条件下更加强烈。

综上,本文的理论模型如图 3 所示。

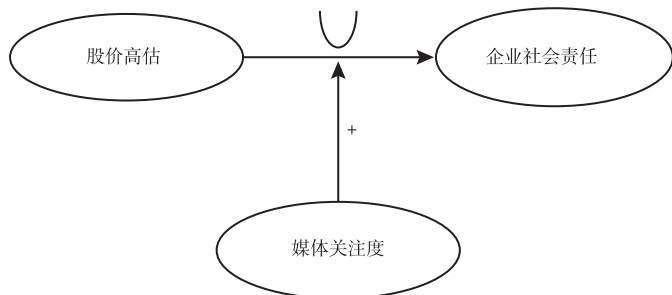


图 3 理论模型

资料来源:本文绘制

### 三、变量选取与模型构建

#### 1. 企业社会责任的度量

由于理论界对企业社会责任的内容认定并不一致(张川等,2014)<sup>[47]</sup>,早期文献在企业社会责任的度量上曾探索并使用了很多方法,如声誉指数法和因子分析法等,这些方法各有优缺点和适用范围(张兆国等,2013)<sup>[48]</sup>。近几年,企业社会责任的常用度量方法则大致可分成两类:一类是基于企业财务指标直接计算而成,如每股社会贡献值;另一类是基于第三方机构的评价,其中较受认可的是润灵环球发布的CSR评分和评级。

基于对衡量指标权威性、客观性和普适性的考虑,在主检验中,借鉴沈洪涛等(2011)<sup>[49]</sup>、贾兴平和刘益(2014)<sup>[50]</sup>、陈丽蓉等(2015)<sup>[51]</sup>等的研究,以上交所2008年5月发布的《关于加强上市公司社会责任承担工作的通知》(后文简称《通知》)中定义的每股社会贡献值来度量企业社会责任表现(CSR)<sup>①</sup>。每股社会贡献值越高,企业社会责任表现越好。具体公式如下<sup>②</sup>:

每股社会贡献值 = (净利润 + 所得税费用 + 营业税金及附加 + 支付给职工以及为职工支付的现金 + 本期应付职工薪酬 - 上期应付职工薪酬 + 财务费用 + 捐赠 - 排污费等社会成本) / 期初和期末总股数的均值

#### 2. 股价高估的度量

借鉴饶品贵和岳衡(2012)<sup>[52]</sup>、徐寿福和徐龙炳(2015)<sup>[53]</sup>和Dong等(2017)<sup>[30]</sup>的研究,采用每股内在价值与市场价格之比( $V/P$ )度量上市公司的估值偏误。大量研究表明, $V/P$ 法是目前为止最优的估值偏误计算模型(Dong等,2012<sup>[26]</sup>;Frankel和Lee,1998<sup>[54]</sup>;Lee等,1999<sup>[55]</sup>)。与其他方法相比, $V/P$ 法的估计更少受到会计处理方法的影响(Ohlson,1995)<sup>[56]</sup>,在捕捉盈利前景信息方面也更加准确(Dong等,2017)<sup>[30]</sup>。

上市公司的每股内在价值( $V$ )由剩余收益模型(residual income model, RIM)计算得出,市场价格( $P$ )为该公司股票的次年4月末收盘价。 $V/P = 1$ 意味着上市公司市值完美体现了其内在价值(理论上); $V/P < 1$ 意味着上市公司的内在价值被市场高估,且 $V/P$ 越小说明股价高估程度越严重; $V/P > 1$ 意味着上市公司的内在价值被市场低估,且 $V/P$ 越大说明股价低估程度越严重。鉴于不同方向的估值偏误对实体经济的影响具有不对称性(陆蓉等,2017)<sup>[7]</sup>,借鉴袁知柱等(2014)<sup>[1]</sup>的研究,将 $V/P < 1$ 的样本企业视为股价高估企业,避免将全样本企业均视为不同程度股价高估的做法。在此基础上,考虑到 $V/P$ 为逆向指标,为方便正确理解实证结果,构建变量 $Overv = |1 - V/P|$ 度量股价高估程度。 $Overv$ 的取值范围为(0,1),取值越大表明上市公司的股价高估程度越严重。

计算每股内在价值( $V$ )是构建股价高估变量的关键。在未来第三年盈余能够持续的假设下, Frankel和Lee(1998)<sup>[54]</sup>将剩余收益模型改写如下:

$$V_t = b_t + \frac{f(1)_t - r \times b_t}{(1+r)} + \frac{f(2)_t - r \times b(1)_t}{(1+r)^2} + \frac{f(3)_t - r \times b(2)_t}{(1+r)^2 \times r} \quad (1)$$

其中, $V_t$ 为每股内在价值, $f(x)_t$  ( $x = 1, 2, 3$ )为分析师预测的公司盈余, $b_t$ 为每股权益账面价值, $r$ 为公司的资本成本。由于饶品贵和岳衡(2012)<sup>[52]</sup>指出,我国分析师在预测公司盈余时存在

① 在稳健性检验中,则以润灵环球发布的CSR评级得分替代每股社会贡献值对研究假设重新进行回归分析。

② 因《关于加强上市公司社会责任承担工作的通知》中对公司因环境污染等造成的社会成本并没有明确规定,本文在量化过程中的具体做法是:1)下载CSMAR数据库中公司研究系列-社会责任的-上市公司社会责任报告明细表;2)将“披露内容类型”一栏的内容仅保留“环境和可持续发展”及“社会责任制度建设及改善措施”两项;3)将“项目单位”一栏的内容仅保留包含“元”的记录值;4)手动筛选“项目内容”中包含关键词如“排污费”或“清理费”或“环境”或“污染”或“社会成本”,且属于支出类型的记录值,按照同一公司同一年度进行加总,作为该公司在该年度因环境污染等造成的总社会成本。

乐观、滞后及样本选择偏差等原因,借鉴上述研究做法,采用 Hou 等(2012)<sup>[57]</sup>的盈余预测模型对上市公司未来 1—3 年的盈余进行预测,并将其作为公式(1)的输入变量去估计每股内在价值。盈余预测模型如下:

$$Earnings_{i,t-j} = \alpha_0 + \alpha_1 Asset_{i,t} + \alpha_2 Dividend_{i,t} + \alpha_3 DD_{i,t} + \alpha_4 Earnings_{i,t} + \alpha_5 NegEn_{i,t} + \alpha_6 Accrual_{i,t} + \varepsilon_1 \quad (2)$$

其中, $Earnings_{i,t+j}$ ( $j=1,2,3$ )为公司  $i$  未来  $j$  年的每股盈余,以营业利润除以总股本度量; $Asset_{i,t}$ 和  $Dividend_{i,t}$ 分别代表每股总资产和每股现金股利; $DD_{i,t}$ 是虚拟变量,代表是否发放现金股利; $Earnings_{i,t}$ 代表当年的每股盈余; $NegEn_{i,t}$ 是虚拟变量,代表公司是否亏损; $Accrual_{i,t}$ 为每股应计项目,以营业利润与经营活动产生的现金流量净额的差度量。

值得说明的是,第一,公式(2)采用 Fama-Macbeth 估计方法,分年度回归后将回归系数后推,用来预测上市公司未来 1—3 年的每股盈余;第二,借鉴徐寿福和徐龙炳(2015)<sup>[53]</sup>做法,模型(1)中上市公司未来两期每股权益账面价值的预测方法是: $b(1)t = b_t + Earnings_{i,t+1} - Dividend_{i,t+1}$ 和  $b(2)t = b(1)_t + Earnings_{i,t+2} - Dividend_{i,t+2}$ ;第三,考虑到不同的资本成本对内在价值的估计影响不大,参照 Dechow 等(1999)<sup>[58]</sup>等,将资本成本固定在 5% 水平。

### 3. 媒体关注度的度量

与王云等(2017)<sup>[46]</sup>研究的数据来源相同,基于 CSMAR 新闻数据库,以样本企业年度新闻的数量度量媒体关注度( $Media$ )。为保证数据分布正态性,对该数值进行加 1 取对数处理。

### 4. 控制变量的选取

参考已有关于企业社会责任的文献(贾兴平等,2016<sup>[14]</sup>;王海妹等,2014<sup>[59]</sup>;王士红,2016<sup>[60]</sup>),设置如下控制变量:资产负债率( $Lev$ )、规模( $Size$ )、成长性( $Growth$ )、托宾 Q、管理层持股比例( $Shold$ )、上市年限( $Age$ )、董事会规模( $Bsize$ )和高管薪酬( $Comp$ )。具体计算方法与上述研究一致,这里不再赘述。此外,还控制了年度和公司效应。

### 5. 模型构建

本研究采用公式(3)验证假设  $H_1$ ,即股价高估是否与企业社会责任具有 U 型曲线关系。

$$CSR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Overv_{i,t-1} + \beta_2 Overv_{i,t-1}^2 + \sum_{d=1}^7 \beta_{2+d} Control_{i,t} + \varepsilon_2 \quad (3)$$

其中, $\beta_0$ 为截距项, $\beta_1 \sim \beta_9$ 为系数, $\varepsilon$ 为残差。如果  $\beta_2$  显著为正,则假设  $H_1$  成立。

本研究采用公式(4)验证假设  $H_2$ ,即媒体关注度是否对股价高估与企业社会责任的 U 型关系产生调节作用。

$$CSR_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Overv_{i,t-1} + \gamma_2 Overv_{i,t-1}^2 + \gamma_3 Media_{i,t} + \gamma_4 Overv_{i,t-1} \times Media_{i,t} + \gamma_5 Overv_{i,t-1}^2 \times Media_{i,t} + \sum_{d=1}^7 \gamma_{5+d} Control_{i,t} + \varepsilon_3 \quad (4)$$

其中, $\gamma_0$ 为截距项, $\gamma_1 \sim \gamma_{12}$ 为系数, $\varepsilon$ 为残差。 $Overv \times Media$ 和  $Overv^2 \times Media$ 均为股价高估与媒体关注度的交互项,故若  $\gamma_4$ 和  $\gamma_5$ 存在至少一项显著为正的情况,则假设  $H_2$  成立。

## 四、样本选取、数据描述和实证检验

### 1. 样本选择和数据来源

研究样本涉及两部分。首先,采用中国 A 股上市公司 2006—2013 年的样本进行每股盈余预测,并在过程中做出如下处理:1)剔除被 ST 或 \*ST 的上市公司;2)剔除金融类上市公司;3)剔除 IPO 当年样本;4)剔除数据缺失或异常的样本;5)对所有连续变量进行 Winsorize 处理。在此基础上,采用中国 A 股上市公司 2010—2017 年的样本考察股价高估对企业社会责任的影响,并在过程中做出如下处理:1)剔除被 ST 或 \*ST 的上市公司;2)剔除金融类上市公司;3)剔除 IPO 当年样

本;4)剔除数据缺失或异常的样本;5)剔除  $V/P$  为负的样本<sup>①</sup>; (6)对所有连续变量进行 Winsorize 处理,最终得到了 2265 家上市公司的 9416 个年度观测值。两组样本区间存在四年的差异,原因是公式(4)的模型设定中解释变量需要滞后一期,并且解释变量的计算又需要用到滞后三期的会计数据。最后,本研究所有数据均来自 CSMAR 数据库。

## 2. 主变量的计算

每股盈余预测的准确性直接关系到公司每股内在价值估计的准确性,进而会对研究结果的准确性产生影响。因此,首先对每股盈余预测的结果进行分析显得十分重要。表 1 是对公式(2)进行 Fama-Macbeth 估计的回归结果。*Asset* 的系数在列(1)和列(3)均显著为正,表明公司规模对未来 1—3 年的盈余有一定的正向预测作用;*Dividend* 的系数在列(1)~列(3)均为正,但随着时间的推移,显著性下降,表明当前的股利包含有限的未来盈余信息;*DD* 对未来每股盈余的影响存在反转效应,且系数均不显著,这可能与发放股利的上市公司数量较少有关(饶品贵和岳衡,2012)<sup>[52]</sup>; *Earnings* 的系数均显著为正,表明上市公司的盈利能力具备一定的延续性;*NegEn* 的系数均显著为正,饶品贵和岳衡(2012)<sup>[52]</sup>认为,这可能与我国资本市场 ST 制度下亏损上市公司的迎合性利润操纵行为有关。*Accrual* 的系数均显著为负,表明当期应计项目越高的上市公司未来盈余越低。

表 1 每股盈余预测模型回归结果

变量	(1)		(2)		(3)	
	$Earnings_{t+1}$		$Earnings_{t+2}$		$Earnings_{t+3}$	
<i>Constant</i>	-0.004	(-0.50)	0.034 **	(3.17)	0.086 ***	(6.05)
<i>Asset</i>	0.005 *	(1.96)	0.005	(1.65)	0.006 **	(2.46)
<i>Dividend</i>	0.243 ***	(3.43)	0.241 ***	(3.29)	0.199 **	(2.84)
<i>DD</i>	0.016	(1.57)	0.007	(0.53)	-0.011	(-0.44)
<i>Earnings</i>	0.767 ***	(22.41)	0.632 ***	(21.56)	0.556 ***	(22.98)
<i>NegEn</i>	0.153 ***	(7.78)	0.163 ***	(7.44)	0.116 ***	(4.96)
<i>Accrual</i>	-0.054 ***	(-6.62)	-0.051 ***	(-5.14)	-0.054 ***	(-6.29)
观测值	22454		19473		16785	
平均 R <sup>2</sup>	0.578		0.388		0.281	

注:括号内为相应 t 值;\*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平

资料来源:本文整理

将以上盈余预测模型所得未来 1—3 年的每股盈余数据作为 RIM 的输入变量,通过对公式(1)回归获得样本公司每年的每股内在价值估计值( $V$ ),并将其与次年 4 月末的收盘价( $P$ )进行比较,结果如图 4 所示<sup>②</sup>。有三点值得注意:第一,样本公司的平均每股内在价值在 2011 年达到最高峰,之后呈现先下降后上升趋势,这可能是证券监管部门的改革与维稳措施叠加的结果。第二,样本公司的平均每股市场价格在 2010—2017 年间表现出较大幅度的波动,这与我国股票市场近年来的实际走势相符。第三,在整个时间区间内,样本公司的平均每股市场价格均高于平均每股内在价值,再次印证股价高估是资本市场最为常见的误定价现象这一观点。

## 3. 描述性统计

最终样本各变量的描述性统计如表 2 所示。*CSR* 的均值和最大值分别为 1.193 和 6.799,说明

① 这类企业的内在价值理论上小于 0,由公式(1)可推断其未来三期的预测盈余均无法弥补企业的资本成本,其财务状况异常,情况较为特殊,故借鉴饶品贵和岳衡(2012)<sup>[52]</sup>的做法,对其进行剔除处理。

② 与饶品贵和岳衡(2012)<sup>[52]</sup>一致,本文允许四个月的时滞以使上市公司当年的财务报表信息被资本市场吸收完全。



我国上市公司企业社会责任承担差异巨大。*Overv* 的均值为 0.575,表明样本公司股价高估的部分占市场价值的比例仅为 57.5%,即我国上市公司股票存在一定程度的泡沫。度量媒体关注度的 *Media* 平均值为 3.906,最大值和最小值分别为 5.398 和 0.693,表明平均来讲上市公司获得的社会关注度较高,但是不同公司并没有平等地享受到这种媒体资源。

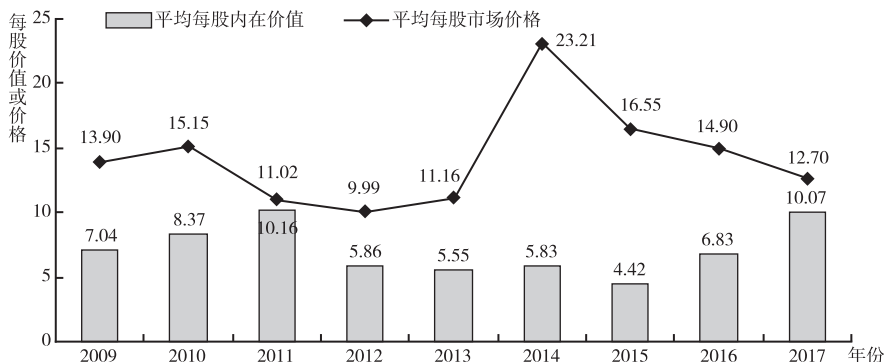


图 4 2010—2017 年样本公司平均每股内在价值与平均每股市场价格比较

资料来源:本文绘制

表 2

变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>CSR</i>	1.193	1.034	0.027	0.907	6.799
<i>Overv</i>	0.575	0.244	0.014	0.615	0.988
<i>Media</i>	3.906	0.791	0.693	4.220	5.398
<i>Lev</i>	0.438	0.195	0.055	0.435	0.895
<i>Size</i>	22.136	1.102	19.220	22.038	25.751
<i>Growth</i>	2.260	1.915	0.205	1.717	17.284
<i>Shold</i>	0.091	0.162	0	0	0.674
<i>Age</i>	12.015	5.820	3.858	11.584	25.233
<i>Bsize</i>	2.148	0.196	1.609	2.197	2.708
<i>Comp</i>	14.241	0.689	12.044	14.244	16.212

资料来源:本文整理

#### 4. 实证结果分析

(1) 假设检验结果。采用层级回归分析对研究假设进行检验。F 检验结果表明,固定效应模型比 OLS 模型更适合对公式(3)和公式(4)进行估计,同时也能降低由遗漏变量导致的内生性问题,故表 3 是对研究假设进行固定效应估计的回归结果。第一步是将控制变量纳入回归模型的列(1);第二步是将股价高估纳入回归模型的列(2);第三步是将股价高估二次项纳入回归模型的列(3),并且在二次项计算之前,需对股价高估进行中心化处理,以降低多重共线性干扰;第四步是将调节变量媒体关注度纳入回归模型的列(4);最后是将股价高估及其二次项与媒体关注度的交互项纳入回归模型的列(5)。

表 3

层级回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Overv</i>		-0.083** (-2.13)	-0.023 (-0.55)	-0.024 (-0.56)	-0.023 (-0.54)

续表 3

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Overv</i> × <i>Overv</i>			0.461 <sup>***</sup> (3.78)	0.462 <sup>***</sup> (3.78)	0.465 <sup>***</sup> (3.80)
<i>Media</i>				0.005 (0.25)	-0.012 (-0.78)
<i>Overv</i> × <i>Media</i>					0.140 (1.48)
<i>Overv</i> × <i>Overv</i> × <i>Media</i>					0.546 <sup>*</sup> (1.67)
<i>Lev</i>	0.321 <sup>***</sup> (4.31)	0.335 <sup>***</sup> (4.48)	0.328 <sup>***</sup> (4.39)	0.327 <sup>***</sup> (4.38)	0.327 <sup>***</sup> (4.38)
<i>Size</i>	0.532 <sup>***</sup> (26.86)	0.530 <sup>***</sup> (26.68)	0.532 <sup>***</sup> (26.81)	0.531 <sup>***</sup> (26.45)	0.531 <sup>***</sup> (26.42)
<i>Growth</i>	0.084 <sup>***</sup> (13.90)	0.085 <sup>***</sup> (14.04)	0.084 <sup>***</sup> (13.91)	0.084 <sup>***</sup> (13.77)	0.083 <sup>***</sup> (13.71)
<i>Shold</i>	0.523 <sup>***</sup> (4.22)	0.523 <sup>***</sup> (4.22)	0.528 <sup>***</sup> (4.27)	0.530 <sup>***</sup> (4.28)	0.536 <sup>***</sup> (4.32)
<i>Age</i>	-0.025 (-0.25)	-0.023 (-0.24)	-0.015 (-0.15)	-0.015 (-0.15)	-0.013 (-0.13)
<i>Bsize</i>	-0.177 <sup>***</sup> (-2.59)	-0.175 <sup>**</sup> (-2.56)	-0.180 <sup>***</sup> (-2.63)	-0.180 <sup>***</sup> (-2.63)	-0.180 <sup>***</sup> (-2.63)
<i>Comp</i>	0.262 <sup>***</sup> (12.14)	0.258 <sup>***</sup> (11.88)	0.259 <sup>***</sup> (11.96)	0.259 <sup>***</sup> (11.92)	0.259 <sup>***</sup> (11.92)
<i>Constant</i>	-13.882 <sup>***</sup> (-15.22)	-13.741 <sup>***</sup> (-15.02)	-13.927 <sup>***</sup> (-15.25)	-13.929 <sup>***</sup> (-15.25)	-13.915 <sup>***</sup> (-15.17)
年度固定	控制	控制	控制	控制	控制
个体固定	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	9416	9416	9416	9416	9416
组内 R <sup>2</sup>	0.167	0.167	0.169	0.169	0.169

注:括号内为相应 t 值;\*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平

资料来源:本文整理

上述回归结果表明,在控制了其他公司层面的影响之后(如列(3)所示),股价高估一次项对企业社会责任具有显著的负向预测作用,股价高估二次项对企业社会责任具有显著的正向预测作用,说明股价高估与企业社会责任具有显著 U 型曲线关系,假设 H<sub>1</sub> 获得支持。进一步地,由列(4)可知,媒体关注度对企业社会责任的回归系数不显著,表明调节变量自身不算是企业社会责任承担水平影响因素之一,即媒体关注度的主效应不显著。但在考虑媒体关注度的情况下,股价高估对企业社会责任的 U 型关系依然显著,并且媒体关注度能够调节股价高估和企业社会责任之间的关系。根据 Aiken 和 West(1991)<sup>[61]</sup> 研究,如果自变量二次项与调节变量的系数显著,则调节变量改变了 U 型曲线的形状。股价高估程度低且高媒体关注度下的企业,其社会责任承担水平要优于股价高

估程度低且低媒体关注度下的企业(如图5所示)。这说明,媒体关注度确实能加剧由升值动机带来的负向影响。类似地,股价高估程度高且高媒体关注度下的企业,其社会责任承担水平要优于股价高估程度高且低媒体关注度下的企业。这说明,媒体关注度也同样能加剧由防御动机带来的正向影响。因此,综合来说,假设  $H_2$  得到支持,即股价高估对企业社会责任的 U 型曲线影响在高媒体关注度条件下更加强烈。

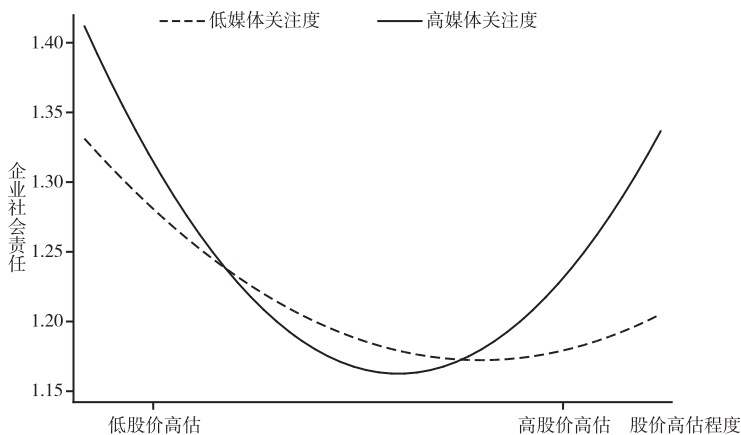


图5 媒体关注度对股价高估与企业社会责任曲线关系的调节效应

资料来源:本文绘制

(2)内生性处理。至少有三种因素可以对股价高估与企业社会责任之间的关系造成干扰。

第一,自变量的测量误差问题,在构建自变量的过程中,本研究对内在价值的度量被认为是最能捕捉上市公司盈利增长前景的方法(Dong等,2017)<sup>[30]</sup>,但这仍有可能存在偏误,故在稳健性测试部分,本文选取基于操纵性应计利润的误定价度量方法对其进行处理,回归结果与前文研究结论没有实质性不同。

第二,遗漏变量问题,即认为个体不可观测的异质性会对因果关系造成影响,就本研究而言,股价高估与企业社会责任有可能是被其他变量同时决定的经济变量。为控制该内生性问题,本研究借鉴贾兴平等(2016)<sup>[14]</sup>、王海妹等(2014)<sup>[59]</sup>和王士红(2016)<sup>[60]</sup>,在设计计量模型之初便加入尽可能多的公司层面的变量来对随时间变化的异质性变量进行控制(合计8个控制变量)。此外,表3是本研究采用个体固定效应的回归方法对不随时间变化的非观测因素进行处理后的实证结果,从而对无法估计且不随时间变化的变量进行了有效控制<sup>①</sup>。

第三,互为因果问题,即组织对社会活动承担水平的提高也会提高市场的反应,同样可以导致预期的推断结果,由此股价高估可能是一个内生变量。为此,本研究选择在计量模型设定时将自变量滞后一期,但这仍无法完全排除逆向因果关系,当期市场价值对内在价值的正向偏离可能是投资者出于对上市公司未来一期企业社会责任水平存在良好预期的结果。因此,解决互为因果问题更多的是需要寻找合适的工具变量或利用外生事件冲击。遗憾的是,研究股价高估的现有文献对内生性问题及工具变量的选取鲜有涉及,同时倍差法也不适用于验证本研究提出的U型曲线关系。

基于此,借鉴 Borochin 和 Yang(2017)<sup>[62]</sup>的研究,运用将自变量拆解的办法解决上述问题。

1)将滞后一期的股价高估(自变量)拆解为滞后二期的股价高估和滞后一期的变动值,即

<sup>①</sup> 就本文而言,个体固定效应模型是指对公式(3)和公式(4)的离差形式进行回归,由于离差的过程会将不可观测且不随时间变化的变量消去,所以可以有效缓解个体不可观测的异质性对因果关系造成的影响,减弱由遗漏变量导致的内生性问题。

$Overv_{i,t-1} = Overv_{i,t-2} + \Delta_{i,t-1}$ 。这样做有如下好处:首先,拆解法可以同时考察股价高估的绝对值和股价高估的变动值对企业社会责任的影响;其次,拆解法可以控制自变量的延续性(即滞后二期股价高估是滞后一期股价高估产生影响的渠道),从而可以将股价高估在滞后一期发生变动的部分(即  $\Delta_{i,t-1}$ ) 视为外生冲击,被用来处理内生性问题。沿用这种思路,本研究对用来验证假设的公式(3)和公式(4)重新进行改写并整理如下:

$$CSR_{i,t} = \mu_0 + \mu_1 Overv_{i,t-2} + \mu_2 Overv_{i,t-2}^2 + \mu_3 \Delta_{i,t-1} + \mu_4 \Delta_{i,t-1}^2 + \mu_5 Overv_{i,t-2} \times \Delta_{i,t-1} + \sum_{f=1}^7 \mu_{5+f} Control_{i,t} + \varepsilon_3 \quad (5)$$

其中,  $\mu_0$  为截距项,  $\mu_0 \sim \mu_{12}$  为系数,  $\varepsilon$  为残差。如果  $\mu_4$  显著为正, 则假设  $H_1$  成立。

$$CSR_{i,t-1} = \theta_0 + \theta_1 Overv_{i,t-2} + \theta_2 Overv_{i,t-2}^2 + \theta_3 \Delta_{i,t-1} + \theta_4 \Delta_{i,t-1}^2 + \theta_5 Overv_{i,t-2} \times \Delta_{i,t-1} + \theta_6 Media_{i,t} + \theta_7 Overv_{i,t-2} \times Media_{i,t} + \theta_8 Overv_{i,t-2}^2 \times Media_{i,t} + \theta_9 \Delta_{i,t-1} \times Media_{i,t} + \theta_{10} \Delta_{i,t-1}^2 \times Media_{i,t} + \theta_{11} Overv_{i,t-2} \times \Delta_{i,t-1} \times Media_{i,t} + \sum_{g=1}^7 \theta_{11+g} Control_{i,t} + \varepsilon_4 \quad (6)$$

其中,  $\theta_0$  为截距项,  $\theta_1 \sim \theta_{18}$  为系数,  $\varepsilon$  为残差。若  $\theta_{10}$  为正, 则假设  $H_2$  成立。

回归结果显示,  $\Delta$  一次项的系数显著为负, 二次项的系数显著为正, 表明股价高估与企业社会责任呈 U 型曲线关系。  $\Delta$  和  $\Delta^2$  与  $Media$  交乘项的系数均显著为正, 表明与低媒体关注度相比, 高媒体关注度会提高股价高估对企业社会责任的正向影响。因此, 该结果再次印证了前文的研究结论。限于篇幅, 结果并未列为正式表格, 但留存备案。

2) 调节效应的再处理。媒体关注度的调节效应可能由于媒体关注度也是股价高估的代理变量, 在这种情况下, 媒体关注度对股价高估与企业社会责任关系产生的调节效果自然与研究假设  $H_1$  (即股价高估对企业社会责任的影响受到股价高估程度的调节) 吻合。为控制该问题, 借鉴 Dong 等 (2017)<sup>[30]</sup> 的研究, 本研究构建以媒体关注度作为因变量, 股价高估作为自变量的计量模型, 通过回归过滤掉股价高估的信息后, 以残差值 ( $e$ ) 重新度量媒体关注度, 对公式(3)和公式(4)再次进行检验, 回归结果与前文一致, 表明媒体关注度确实对股价高估与企业社会责任的关系产生了实质性影响。限于篇幅, 结果并未列为正式表格, 但留存备案。

(3) 经济后果检验。本文先前的实证结果表明, 股价高估与企业社会责任之间是 U 型曲线关系, 值得注意的是, 在股价高估从中等水平升至最高水平过程中, 企业对社会责任的投入的净效果体现为增量效应。但到目前为止仍不能回答前文关于股价高估对企业微观主体是否可能产生积极作用的问题, 因为股价高估对社会责任的促进并不一定意味着企业资本配置效率的提高。因此, 有必要对股价高估影响企业社会责任的经济后果进行研究<sup>①</sup>。借鉴 Bhandari 和 Javakhadz (2017)<sup>[63]</sup> 的做法, 对公式(3)分别进行两次回归, 第一次对股价高估及其二次项及全部控制变量进行回归, 并计算出企业社会责任的拟合值 ( $CSR\_1$ ); 第二次仅对全部控制变量进行回归, 并计算出企业社会责任的拟合值 ( $CSR\_2$ ), 两次企业社会责任投入拟合值的差值 ( $\Delta CSR = CSR\_1 - CSR\_2$ ) 即被认为是由股价高估直接导致的企业社会责任投入的变动值。进一步地, 以该变动值作为自变量, 以资产负债率、规模、成长性和产权性质作为控制变量, 对企业经营业绩 (以净资产收益率未来一期与当期的差值衡量, 即  $\Delta ROE = ROE_{t+1} - ROE_t$ ) 进行回归, 若由股价高估导致的企业社会责

① 需要强调的是, 从现有的研究成果看, 股价高估对资本配置效率的影响不是固定的, 大部分学者提出是抑制的 (如 Badertscher, 2011<sup>[2]</sup>; Polk 和 Sapienza, 2009<sup>[3]</sup>; Dong 等, 2006<sup>[4]</sup>), 也有少部分学者提出是促进的 (如, Campello 和 Graham, 2013<sup>[5]</sup>; Titman, 2013<sup>[6]</sup>; 陆蓉等, 2015<sup>[7]</sup>)。这说明股价高估对资本配置效率的影响应该是需要分情境或者有条件边界的, 对该问题的分析也离不开对具体渠道的仔细探讨。因此, 本文继续研究股价高估对企业优化资源配置的具体渠道, 即股价高估对企业社会责任的影响。最后, 在确定该影响的基础上再检验其在资源配置效率上的映射效果。



任投入的变动值对经营业绩产生正向影响,则可认为股价高估的上市公司通过加大了企业社会责任投入提高了资本市场资源配置效率<sup>①</sup>。换句话说,如果股价高估对企业社会责任的影响会扭曲资本配置效率,那么它也应该会反映在企业的经营业绩表现上(Bhandari 和 Javakhadz, 2017)<sup>[64]</sup>。如表 4 所示,  $\Delta CSR$  的系数为 0.038,并在 1% 的水平上显著为正,即由股价高估导致企业社会责任投入增加的部分与企业经营业绩的正向变动呈正相关关系,说明就企业社会责任视角而言,股价高估对市场的资源配置效率起到了一定程度的优化作用。

表 4 股价高估、企业社会责任与资本配置效率

变量	(1)	(2)	变量	(1)	(2)
$\Delta CSR$	0.038***	(2.89)	<i>Constant</i>	0.092***	(3.96)
<i>Lev</i>	0.003	(0.43)	年度		固定
<i>Size</i>	-0.004***	(-3.96)	行业		固定
<i>Growth</i>	-0.001*	(-1.95)	观测值		6579
<i>State</i>	-0.004***	(-2.98)	$R^2$		0.016

注:括号内为相应 t 值;\*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平

资料来源:本文整理

(4) 稳健性检验。为保证实证检验结论的可靠性,本研究采用改变股价高估的度量方法、重新定义媒体关注度高低等进行稳健性测试。限于篇幅,该部分的回归结果并未列为正式表格,但留存备索。

首先,探讨股价高估对企业社会责任的影响,如何准确捕捉股价偏离程度是关键。部分国内学者认为中国资本市场起步较晚,借鉴 Polk 和 Sapienza (2009)<sup>[3]</sup> 的研究,可操纵性应计利润 (*DACCR*) 可以作为错误定价的代理变量。具体计算方法与上述研究和 Jones (1991)<sup>[65]</sup> 的研究一致,这里不再赘述。由于可操控性应计利润高的企业股价往往被高估 (Polk 和 Sapienza, 2009)<sup>[3]</sup>,因此,本研究将可操控性应计利润的高低作为股价高估程度的代理变量,对研究假设重新进行检验。回归结果与前文研究结论没有实质性不同。

其次,企业社会责任的常用度量方法大致分成两类:一类是基于企业财务指标直接计算而成,如每股社会贡献值;另一类是基于第三方机构的评价,其中较受认可的是润灵环球发布的 CSR 评分和评级。鉴于润灵环球公司发布的 CSR 报告评级数据只更新至 2016 年,本研究以 2010—2016 年上市公司作为分析样本,以润灵环球提供的 CSR 评级得分替代每股社会贡献值对研究假设重新进行回归分析,结果与前文研究结论没有实质性不同。

最后,重新定义媒体关注度高低。与池国华等 (2018)<sup>[66]</sup> 研究的做法相似,设置媒体关注度的虚拟变量。将样本公司 2010—2017 年的年度媒体报道篇数取三分位点,高于上三分位点的赋值为 1,低于上三分位点的赋值为 0,对公式 (3) 和公式 (4) 进行重新回归,回归结果仍与前文结果相似。

综上,可以认为,本文的研究结论较为稳健。

(5) 进一步研究。以往文献指出不同产权性质下上市公司股价高估对企业社会责任的驱动效力存在差异 (王士红, 2016<sup>[60]</sup>, 刘春济和朱梦兰, 2018<sup>[67]</sup>), 这可能是国有企业与非国有企业高管首要目标不同的结果。相比于非国有企业的决策者,国有企业的决策者享有行政级别,对良好官员形象的追求以及对升迁的渴望会妨碍他们对企业利润最大化及可持续发展目标的理解。因此,本研究按照产权性质分成国有企业和非国有企业以进一步研究不同产权性质背景下股价高估及媒体关注度对企业社会责任的影响。未列示的结果显示,在非国有企业样本中,股价高估二次项的系数并

<sup>①</sup> 针对该模型,借鉴黄俊和李挺 (2016)<sup>[63]</sup>, 本文确定了上述因变量的衡量方法和控制变量的选取。

不显著,且股价高估二次项与媒体关注度的系数也不显著。在国有企业样本中,股价高估二次项系数显著为正,股价高估二次项与媒体关注度的交乘项为正,且在10%水平下显著,这表明“升值”动机和“防御”动机在国有企业的决策者中表现得更为明显,同时显著的调节效应表明媒体关注对国有企业股价高估与企业社会责任的关系有更多的推动作用,这基本符合企业内控制度的设计和执行越不规范,外部的媒体关注监督机制越明显的思想(梁上坤,2017<sup>[68]</sup>;严若森等,2018<sup>[69]</sup>)。结果留存备索。

## 五、结论

与纯粹的利他主义不同,企业社会责任更多是组织为了经济利益而实施的社会行为,带有工具性的特征。本研究以剩余收益模型(RIM)估计企业内在价值,并在此基础上构建资产误定价的代理变量,通过我国2010—2017年的经验数据,检验了股价高估与企业社会责任的关系,并进一步探究了不同媒体关注度下股价高估对企业社会责任的影响。研究表明:第一,股价高估对企业社会责任的影响呈现先递减而后递增的U型曲线关系。第二,媒体关注度可以对股价高估与企业社会责任之间的U型曲线关系产生调节作用。当股价高估负向影响企业社会责任时,媒体关注度强化了这一负向影响;当股价高估正向影响企业社会责任时,媒体关注度强化了这一正向影响。第三,区分不同产权性质后,股价高估对企业社会责任的影响以及媒体关注度的调节效应均在国有企业中加更强烈。第四,由股价高估导致的企业社会责任投入的增加将会导致企业经营绩效的正向变动,从而提高了资本市场资源配置的效率。

根据研究结论本文提出如下建议:第一,在公司治理上,应警惕资源滥用。防御动机对企业社会责任的增量作用表明,承担社会责任是企业实现股票价格泡沫软着陆的“交换物”。考虑到资源的有限性以及交换作用的边际递减规律,过度的社会活动并不能为企业创造更多的价值,如何积极创造出能维持股价高估的盈余业绩更值得关注。第二,在监管上,同等的企业社会责任现实表现下其驱动机制和股价偏离状态明显不同,高度股价高估与高企业社会责任的叠加会使组织风险更加不易暴露,充分认知股价高估对企业社会责任影响复杂的阶段性特征为我国完善资本市场预警和治理机制提供了帮助。第三,在媒体治理上,高低媒体关注度下企业的行为模式确实不同,对股价高估风险的感知和反应也存在差异。在中国企业内部治理机制落后、法制构建尚不完善的背景下,媒体关注概念的提出为优化企业的行为和决策提供了崭新思路。

## 参考文献

- [1] 袁知柱,宝乌云塔娜,王书光. 股权价值高估、投资者保护与企业应计及真实盈余管理行为选择[J]. 天津:南开管理评论, 2014, (5): 136 - 150.
- [2] Badertscher, B. A. Overvaluation and the Choice of Alternative Earnings Management Mechanisms[J]. The Accounting Review, 2011, 86, (5): 1491 - 1518.
- [3] Polk, C., and P. Sapienza. The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory[J]. The Review of Financial Studies, 2009, 22, (1): 187 - 217.
- [4] Dong, M., D. Hirshleifer, S. Richardson, and S. H. Teoh. Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market? [J] The Journal of Finance, 2006, 61, (2): 725 - 762.
- [5] Campello, M., and J. R. Graham. Do Stock Prices Influence Corporate Decisions? Evidence from the Technology Bubble[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 107, (1): 89 - 110.
- [6] Titman, S. Financial Markets and Investment Externalities[J]. The Journal of Finance, 2013, 68, (4): 1307 - 1329.
- [7] 陆蓉,何婧,崔晓蕾. 资本市场错误定价与产业结构调整[J]. 北京:经济研究, 2017, (11): 104 - 118.
- [8] Jensen, M. C. Agency Costs of Overvalued Equity[J]. Financial Management, 2005, 34, (1): 5 - 19.
- [9] Chi, J. D., and M. Gupta. Overvaluation and Earnings Management[J]. Journal of Banking & Finance, 2009, 33, (9): 1652 - 1663.

- [10] Altı, A. , and P. C. Tetlock. Biased Beliefs, Asset Prices, and Investment: A Structural Approach [J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69, (1) :325 – 361.
- [11] 花贵如,刘志远,许骞. 投资者情绪、企业投资行为与资源配置效率[J]. *北京:会计研究*,2010,(11) :49 – 55,97.
- [12] Gregory, A. , and J. Whittaker. Exploring the Valuation of Corporate Social Responsibility—A Comparison of Research Methods [J]. *Journal of Business Ethics*,2013,116,(1) :1 – 20.
- [13] Margolis, J. D. , and J. P. Walsh. Misery Loves Companies; Rethinking Social Initiatives by Business [J]. *Administrative Science Quarterly*,2003,48,(2) :268 – 305.
- [14] 贾兴平,刘益,廖勇海. 利益相关者压力、企业社会责任与企业价值[J]. *武汉:管理学报*,2016,(2) :267 – 274.
- [15] McWilliams, A. , and D. Siegel. Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective [J]. *Academy of Management Review*,2001,26,(1) :117 – 127.
- [16] Campbell, J. L. Why would Corporations Behave in Socially Responsible Ways? An Institutional Theory of Corporate Social Responsibility [J]. *Academy of Management Review*,2007,32,(3) :946 – 967.
- [17] Lee, Y. J. , H. J. Yoon, and N. H. O'Donnell. The Effects of Information Cues on Perceived Legitimacy of Companies that Promote Corporate Social Responsibility Initiatives on Social Networking Sites [J]. *Journal of Business Research*,2018,(83) :202 – 214.
- [18] Dimson, E. , O. Karakas, and X. Li. Active Ownership [J]. *The Review of Financial Studies*,2015,28,(12) :3225 – 3268.
- [19] Dowell, G. , S. Hart, and B. Yeung. Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value? [J]. *Management Science*,2000,46,(8) :1059 – 1074.
- [20] Krueger, P. Corporate Goodness and Shareholder Wealth [J]. *Journal of Financial Economics*,2015,115,(2) :304 – 329.
- [21] 权小锋,吴世农,尹洪英. 企业社会责任与股价崩盘风险:“价值利器”或“自利工具”? [J]. *北京:经济研究*,2015,(11) :49 – 64.
- [22] Freeman, R. E. *Strategic Management: A Stakeholder Approach* [M]. Pitman Press, Boston, 1984.
- [23] Oikonomou, I. , C. Brooks, and S. Pavelin. The Impact of Corporate Social Performance on Financial Risk and Utility: A Longitudinal Analysis [J]. *Financial Management*,2012,41,(2) :483 – 515.
- [24] Vanhamme, J. , and B. Grobten. “Too Good to Be True!” The Effectiveness of CSR History in Countering Negative Publicity [J]. *Journal of Business Ethics*,2009,85,(2) :273 – 283.
- [25] Baker, M. , J. C. Stein, and J. Wurgler. When does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-dependent Firms [J]. *The Quarterly Journal of Economics*,2003,118,(3) :969 – 1005.
- [26] Dong, M. , D. Hirshleifer, and S. H. Teoh. Overvalued Equity and Financing Decisions [J]. *The Review of Financial Studies*,2012,25,(12) :3645 – 3683.
- [27] Stein, J. Rational Capital Budgeting in An Irrational World [J]. *Journal of Business*,1996,69,(4) :429 – 455.
- [28] Warusawitharana, M. , and T. M. Whited. Equity Market Misvaluation, Financing, and Investment [J]. *The Review of Financial Studies*,2016,29,(3) :603 – 654.
- [29] 李君平,徐龙炳. 资本市场错误定价、融资约束与公司融资方式选择 [J]. *北京:金融研究*,2015,(12) :113 – 129.
- [30] Dong, M. , D. Hirshleifer, and S. H. Teoh. Stock Market Overvaluation, Moon Shots, and Corporate Innovation [R]. Working Paper, 2017.
- [31] Liang, H. , and L. Renneboog. On the Foundations of Corporate Social Responsibility [J]. *The Journal of Finance*,2017,72,(2) :853 – 910.
- [32] Tirole, J. Corporate Governance [J]. *Econometrica*,2001,(69) :1 – 35.
- [33] Ferrell, A. , H. Liang, and L. Renneboog. Socially Responsible Firms [J]. *Journal of Financial Economics*,2016,122,(3) :585 – 606.
- [34] Magill, M. , M. Quinzii, and J. C. Rochet. A Theory of the Stakeholder Corporation [J]. *Econometrica*,2015,83,(5) :1685 – 1725.
- [35] 张永军,张鹏程,赵君. 家长式领导对员工亲组织非伦理行为的影响:基于传统性的调节效应 [J]. *天津:南开管理评论*,2017,(2) :169 – 179.
- [36] Ghoul, S. E. , O. Guedhami, C. C. Y. Kwok, and D. R. Mishra. Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital? [J]. *Journal of Banking & Finance*,2011,35,(9) :2388 – 2406.
- [37] Flammer, C. Corporate Social Responsibility and Shareholder Reaction: The Environmental Awareness of Investors [J]. *Academy of Management Journal*,2013,56,(3) :758 – 781.
- [38] Mishra, S. , and S. B. Modi. Positive and Negative Corporate Social Responsibility, Financial Leverage, and Idiosyncratic Risk [J]. *Journal of Business Ethics*,2013,117,(2) :431 – 448.
- [39] 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.

[40] Godfrey, P. C., C. B. Merrill, and J. M. Hansen. The Relationship between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis [J]. Strategic Management Journal, 2009, 30, (4): 425 - 445.

[41] 陶文杰, 金占明. 企业社会责任信息披露、媒体关注度与企业财务绩效关系研究 [J]. 武汉: 管理学报, 2012, (8): 1225 - 1232.

[42] Fang, L., and J. Peress. Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns [J]. The Journal of Finance, 2009, 64, (5): 2023 - 2052.

[43] 杨道广, 陈汉文, 刘启亮. 媒体压力与企业创新 [J]. 北京: 经济研究, 2017, (8): 125 - 139.

[44] Core, J. E., W. Guay, and D. F. Larcker. The Power of the Pen and Executive Compensation [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88, (1): 1 - 25.

[45] Pfarrer, M. D., T. G. Pollock, and V. P. Rindova. A Tale of Two Assets: The Effects of Firm Reputation and Celebrity on Earnings Surprises and Investors' Reactions [J]. Academy of Management Journal, 2010, 53, (5): 1131 - 1152.

[46] 王云, 李延喜, 马壮, 宋金波. 媒体关注、环境规制与企业环保投资 [J]. 天津: 南开管理评论, 2017, (6): 83 - 94.

[47] 张川, 娄祝坤, 詹丹碧. 政治关联、财务绩效与企业社会责任——来自中国化工行业上市公司的证据 [J]. 北京: 管理评论, 2014, (1): 130 - 139.

[48] 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]. 北京: 会计研究, 2013, (8): 32 - 39, 96.

[49] 沈洪涛, 王立彦, 万拓. 社会责任报告及鉴证能否传递有效信号? ——基于企业声誉理论的分析 [J]. 北京: 审计研究, 2011, (4): 87 - 93.

[50] 贾兴平, 刘益. 外部环境、内部资源与企业社会责任 [J]. 天津: 南开管理评论, 2014, (6): 13 - 18, 52.

[51] 陈丽蓉, 韩彬, 杨兴龙. 企业社会责任与高管变更交互影响研究——基于 A 股上市公司的经验证据 [J]. 北京: 会计研究, 2015, (8): 57 - 64, 97.

[52] 饶品贵, 岳衡. 剩余收益模型与股票未来回报 [J]. 北京: 会计研究, 2012, (9): 52 - 58, 97.

[53] 徐寿福, 徐龙炳. 信息披露质量与资本市场估值偏误 [J]. 北京: 会计研究, 2015, (1): 40 - 47, 96.

[54] Frankel, R., and C. M. C. Lee. Accounting Valuation, Market Expectation, and the Book-to-market Effect [J]. Journal of Accounting and Economics, 1998, (25): 283 - 321.

[55] Lee, C. M. C., J. Myers, and B. Swaminathan. What is the Intrinsic Value of the Dow? [J]. The Journal of Finance, 1999, 54, (5): 1693 - 1741.

[56] Ohlson, J. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation [J]. Contemporary Accounting Research, 1995, 11, (2): 661 - 687.

[57] Hou, K., M. A. Van Dijk, and Y. Zhang. The Implied Cost of Capital: A New Approach [J]. Journal of Accounting and Economics, 2012, 53, (3): 504 - 526.

[58] Dechow, P. M., A. P. Hutton, and R. G. Sloan. An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model [J]. Journal of Accounting and Economics, 1999, 26, (1 - 3): 1 - 34.

[59] 王海妹, 吕晓静, 林晚发. 外资参股和高管、机构持股对企业社会责任的影响——基于中国 A 股上市公司的实证研究 [J]. 北京: 会计研究, 2014, (8): 81 - 87, 97.

[60] 王士红. 所有权性质、高管背景特征与企业社会责任披露——基于中国上市公司的数据 [J]. 北京: 会计研究, 2016, (11): 53 - 60, 96.

[61] Aiken, L. S., and S. G. West. Multiple Regression: Testing and Interpreting Interactions [M]. Newbury Park, London: Sage, 1991.

[62] Borochin, P., and J. Yang. The Effects of Institutional Investor Objectives on Firm Valuation and Governance [J]. Journal of Financial Economics, 2017, 126, (1): 171 - 199.

[63] 黄俊, 李挺. 盈余管理、IPO 审核与资源配置效率 [J]. 北京: 会计研究, 2016, (7): 10 - 18, 96.

[64] Bhandari, A., and D. Javakhadze. Corporate Social Responsibility and Capital Allocation Efficiency [J]. Journal of Corporate Finance, 2017, (43): 354 - 377.

[65] Jones, J. J. Earnings Management during Import Relief Investigation [J]. Journal of Accounting Research, 1991, (2): 193 - 228.

[66] 池国华, 杨金, 谷峰. 媒体关注是否提升了政府审计功能? ——基于中国省级面板数据的实证研究 [J]. 北京: 会计研究, 2018, (1): 53 - 59.

[67] 刘春济, 朱梦兰. 谁影响了谁: 产权性质、企业社会责任溢出与表现 [J]. 北京: 经济管理, 2018, (12): 105 - 122.

[68] 梁上坤. 媒体关注、信息环境与公司费用粘性 [J]. 北京: 中国工业经济, 2017, (2): 154 - 173.

[69] 严若森, 钱晶晶, 祁浩. 公司治理水平、媒体关注与企业税收激进 [J]. 北京: 经济管理, 2018, (7): 20 - 38.



# A Study on the Relationship between Stock Price Overvaluation and Corporate Social Responsibility

LIU Bai, WANG Yi-bo

(School of Business, Jilin University, Changchun, Jilin, 130012, China)

**Abstract:** Stock price overvaluation means that the stock price of a firm is higher than its intrinsic value. Compared with stock price underestimation, stock price overestimation is the most common phenomenon of mispricing in the capital market. And the existing literature have proved that stock price overestimation will distort the resource allocation function from various aspects, such as earnings manipulation, over-investment and premium mergers and acquisitions. But unfortunately, the research on whether and how can stock price overvaluation promote the efficiency of capital allocation is still scarce. In view of the universality of stock price overestimation and the importance of its impact, identifying how stock price overvaluation affects the efficiency of capital allocation from the perspective of corporate social responsibility is important to provide policy advice to relevant government departments.

Except for accidental factors, it is impossible for firms to create the performances that can keep market prices overvalued. From the existing empirical results, managers usually choose to take certain measures to maintain short-term high market expectations or prepare in advance to reduce the negative effects caused by subsequent stock price crashes. And taking more social responsibility activities is an effective way in this case. Since the 18th National Congress of Chinese Communist Party, our national leaders have emphasized the importance of building a corporate social responsibility system on several important occasions. It can be conjectured that the current focus of China's economic development is no longer "whether firms should take their social responsibilities", but how much that firms should take social responsibilities and how to promote firms to do. Therefore, this paper focus on the mechanism of the impact of stock price overvaluation on corporate social responsibilities, and we explore the sources of willingness of managers to undertake social responsibility.

In this study, using the data of Chinese firms from 2010 to 2017, we test the relationship between stock price overvaluation and corporate social responsibility. Further we explore the impact of stock price overvaluation on corporate social responsibility under different media attention. The results show that: (1) The impact of stock price overestimation on corporate social responsibility shows a U-shaped curve relationship that decreases first and then increases. (2) Media attention has a moderating effect on the relationship between stock price overestimation and corporate social responsibility. When the stock price overestimation is negatively related to corporate social responsibility, media attention weakens this negative impact; when stock price overvaluation is positively related to corporate social responsibility, media attention strengthens this positive impact. (3) The increase in corporate social responsibility investment caused by stock price overvaluation will lead to positive changes in corporate performance, thereby improving the efficiency of firms' capital allocation. (4) Last, after distinguishing the types of ultimate controllers, the impact of stock price overestimation on corporate social responsibility and the moderating effect of media attention are all stronger in state-owned enterprises.

The main contributions of this paper are as following: First, it provides a new perspective on the study of the economic consequences of stock price overvaluation. The identification of the U-curve relationship between stock price overvaluation and corporate social responsibility and its roles in improving the efficiency of market resource allocation illustrate the positive role boundary of stock price overvaluation, which breaks through the previous literature which is based on a negative framework to study the impact of stock price overestimation. Second, it supplements the literature which focuses on the factors that affect corporate social responsibility. The actual performance and growth opportunity will be reflected to the asset price, which in turn will also affect the company's next business decision. Thirdly, with the unique setting of Chinese capital market, the finding of the moderating effect of media attention provides some reference on how to play a better role on guiding the governance effects of informal institutions.

**Key Words:** stock price overvaluation; corporate social responsibility; social media attention; efficiency of capital allocation

**JEL Classification:** D22, G30

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2020.01.005

(责任编辑:文 川)