

上市公司的社会责任绩效与 个人投资者投资意向*

——基于财务绩效调节作用的一项实验研究

张爱卿 师 奕

(中央财经大学商学院,北京 100081)

内容提要:中国经济正处于改革发展的重要转型期,上市公司社会责任绩效在证券市场上的作用仍备受争议。本文首次将社会责任绩效与财务绩效相结合,从微观层面出发,探讨上市公司的社会责任绩效与财务绩效对个人投资者投资决策的共同作用。研究基于信号理论和资金供给假说,采用情境实验研究方法,对406名具备一定投资经验的参与者展开实证研究。研究发现:(1)企业承担社会责任的行为可以有效提升投资者的投资意向,且当企业财务绩效水平较高时,社会责任绩效对投资者投资意向的促进作用更明显;(2)企业承担社会责任的行为可以赢得投资者情感上的支持,无论企业财务绩效表现优良与否,其承担社会责任的行为都会在一定程度上提升投资者对企业在情感上的认同,进而影响其投资倾向,即便对于经营状况欠佳的企业,基于情感上的支持与好感,其坚持承担社会责任的行为仍然可以有效改善投资者对公司的评价;(3)长线投资在社会责任绩效与个人投资者投资意向的关系中具有增强调节作用,当投资者倾向于选择长线投资时,企业社会责任绩效对投资者投资可能性的促进作用更明显。本文从心理学和行为金融学视角出发,论证了个人投资者对上市公司承担社会责任的行为持有积极态度,并进一步研究了其中的制约因素与作用机制。研究结论为经济转型期的中国上市公司有效制定社会责任策略做出了指引,丰富了企业社会责任理论体系,同时,肯定了企业承担社会责任对于资本市场的有效性,为企业社会责任在证券市场与上市公司中的推行提供了有力支持。

关键词: 社会责任绩效 财务绩效 投资意向 个人投资者 企业声誉

中图分类号:F270 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2018)02—0072—17

一、引言

一直以来,学术界存在“人本管理于科学管理是悖论”“企业社会责任(Corporate Social Responsibility, CSR)于资本市场来说是没道理的”的观点。但随着近年来越来越多的上市公司相继发布《企业社会责任报告》,国有企业与部分民营企业越来越重视社会责任的履行与披露,并且由于食品安全、环境污染、劳工权益纠纷等社会问题的爆发,使得上市公司在证券市场上股价惨遭腰

收稿日期:2017-11-23

* 基金项目:中央财经大学重大科研课题培育项目“中国企业的社会责任及其效果理论创新研究”(14ZZD007)。

作者简介:张爱卿(1965-),男,河南许昌人,教授,心理学博士,研究领域是企业社会责任与人力资源管理,电子邮箱:2228409188@qq.com;师奕(1992-),女,河南许昌人,博士研究生,研究领域是企业社会责任与组织行为学,电子邮箱:iamshiyi1@163.com。通讯作者:师奕。

斩等现象频出,无不暗示着企业社会责任对资本市场的有效性。据毕马威 2013 年统计,全球发布企业社会责任报告的数量不断攀升,企业社会责任不仅受到各利益相关方的关注(Rupp 和 Mallory, 2015^[1]; Cordeiro 和 Tewari, 2015^[2]),也在证券市场上发挥着重要的作用(Wang 等, 2011^[3]; 黄艺翔、姚铮, 2016^[4])。2008 年,深沪交易所在《做好上市公司年报工作的通知》中,要求部分上市公司在对年报进行披露的同时,也要对本年度社会责任履行情况做出报告。这些举措对企业社会责任在上市公司间的推行有着重要的监督和规范意义。

中国资本市场的不断发展和成熟,带来了企业间对资金的激烈竞争,而对资金的竞争归根结底是对投资者的竞争。个人投资者长期以来占据着中国股票市场的主要地位。截至 2016 年 2 月,我国股票市场中,个人投资者账户数量占总投资者账户数量的 99.71%。个人投资者在进行决策分析时主要依赖于公司公开披露的信息,而社会责任信息的披露有效降低了股民与企业之间的信息不对称,在一定程度上弥补了财务报告反映的不完全信息的缺陷(郑培培等, 2017^[5]; 郑军, 2013^[6])。那么,在现实投资决策过程中,作为投资主力军的个人投资者在关注企业财务状况和经济效益的同时,还会考虑企业的非财务绩效指标吗? 企业非财务绩效水平能够多大程度影响投资者的投资决策?

越来越多的研究发现,随着整个社会对企业社会责任关注度的普遍升温,投资者对公司非财务信息的关注在不断提高(Flammer, 2013^[7]; Mackey 等, 2007^[8]; Elliott 等, 2014^[9]; 卞娜等, 2013^[10]),上市公司社会责任信息的披露会对各利益相关方的行为产生积极影响(Anderson 和 Frankle, 1980^[11]; 张胜等, 2012^[12]),企业对社会责任的承担可以带来良好的声誉和股票价格表现,进而吸引投资者的注意(Hickman 和 Wong, 2015^[13]; Adamska 和 Dabrowski, 2016^[14]); 国内学者孙岩(2012)^[15]也通过实证研究发现,社会责任信息的披露可以减少公司与外部利益相关者间的信息不对称程度,从而降低公司的交易成本。从现有研究来看,研究者从不同角度验证了社会责任信息对于投资决策的有用性(Arya 和 Zhang, 2009^[16]; Hockerts 和 Moir, 2004^[17]; Flammer, 2013^[7]),为理解社会责任绩效与投资意向的关系及其“黑箱”有一定帮助,但还不充分,且研究结论尚不一致:(1)从个人投资者视角研究企业社会责任经济后效的文献较少。过往研究大多关注于 CSR 对机构投资者持股的影响(Li 和 Lu, 2016^[18]; 邓博夫等, 2016^[19]; 黎文靖、路晓燕, 2015^[20]; 王海妹等, 2014^[21]),且迄今为止,学界对于微观 CSR 的研究多集中于对员工和消费者等利益相关者方面的探讨(Rupp 和 Mallory, 2015)^[1],尽管有少数从个体角度进行讨论(Elliott 等, 2014^[9]; Hickman 和 Wong, 2015^[13]),但对充分理解 CSR 对个人投资者影响这一问题的贡献仍是杯水车薪。(2) CSR 与投资者行为之间的中介机制还有待整合。过往研究考察了企业价值、股票价值评估、投资者评价(李姝、谢晓嫣, 2014^[22]; 孙岩, 2012^[15])等在 CSR 与投资行为之间的中介作用,但这些研究处于相对零散的状态,学界还需从一个更为全面整合的视角来研究 CSR 对个体投资意向的中介作用机制。(3)过往文献大多从社会责任绩效单一角度进行讨论,忽视了财务绩效与社会责任绩效对投资决策的共同影响,而研究表明,大多数投资者的决策通常是建立在对公司大量财务与非财务信息进行综合分析判断的基础上(卞娜等, 2013)^[10]。(4)研究结论尚不一致。国内外已有学者验证了社会责任信息对投资决策的有效性(Martínez 等, 2016^[23]; 黄珺、朱樊, 2015^[24]; 田祖海、叶凯, 2017^[25]),认为上市公司社会责任履行度越高,越容易获得投资者的青睐。但同时,也有研究表明,企业社会责任绩效不具有投资决策价值(宋献中、龚明晓, 2006^[26], 2007^[27]; 陈玉清、马丽丽, 2005^[28]),因而,该课题值得学者进一步做出探究。

基于以上研究不足,本文将结合信号理论和资金供给假说,从微观层面出发,探究证券市场中个人投资者的投资决策心理,检验上市公司的社会责任绩效与财务绩效对投资者投资意向的综合影响,并深入研究企业声誉在其中的作用机制。对这些问题的回答,不仅可以丰富企业社会责任理

论体系,了解投资者的决策心理过程,在实践方面又能帮助上市公司在证券市场中稳定健康发展。本文的具体贡献在于:(1)将社会责任绩效与财务绩效相结合,探究二者对投资决策的共同作用。现有文献关于社会责任绩效或财务绩效的经济后效都是单独展开研究的,忽视了二者对于投资决策的共同影响。本文通过情境实验方法,设计社会责任绩效与财务绩效高低水平不同的情境,探究二因素对投资决策更为复杂、现实的影响。(2)基于心理学和行为金融学视角,从微观层面出发,通过实验数据探究证券市场中个人投资者的投资决策心理。过往研究多利用金融指标等二手数据进行检验,通过间接变量(如股票价格)来代替对投资决策的测量,不能直观观测到个体的决策行为过程,而情境实验可以弥补这一不足。此外,机构投资者在一定程度上具有内部信息等资源方面的优势,而与机构投资者相比,个人投资者决策更多是使用企业公开披露的信息,社会责任信息的披露有效降低了股民与企业之间的信息不对称,因此,个人投资者的投资决策行为更能反映社会责任信息与相关政策法规对于资本市场的有效性。(3)提供一个更为整合的中介作用机制。本文首次将认知声誉和情感声誉引入到投资决策的前导因素研究中来,与认知-情感模型相一致,本研究验证了投资者的认知和情感要素是形成其决策行为的前提。过往研究通常将企业声誉作为一个统一构念进行研究,而实际上,投资者对企业声誉的感知具有情感和认知上的区分,因而,本研究将认知判断(认知声誉感知)与情感反应(情感声誉感知)纳入到个人投资者的决策研究体系当中。(4)近年来,政府加大了对上市公司社会责任履行的监管,对其制度的规范与完善正处于探索制定期,企业是否需要以及如何履行社会责任在业界颇受争议。本文研究成果为相关制度的完善和制定提供了理论依据。(5)丰富和发展了企业社会责任理论体系。Rupp 和 Mallory (2015)^[1]从个人层面出发,提出微观 CSR (Micro-CSR) 这一概念,即指 CSR 是如何影响个体(任何利益相关者个体)心理和行为的研究,在心理学和行为金融学领域逐渐受到关注,但作者同时提到,学界迄今为止对于微观 CSR 的研究多集中于对员工心理方面的探讨,而对 CSR 是如何作用于投资者等利益相关者个体的研究却较为欠缺。本文聚焦于 CSR 对投资者个体心理和行为方面的讨论,是对 CSR 经济后效研究的继承和拓展。

二、理论基础与研究假设

意向是指行为主体在没有外在约束的条件下想要采取某种行为的欲念,是行为的准备状态 (Ajzen, 1991)^[29]。进而,投资意向被认为是投资行为发生的前提,是投资者对企业进行价值判断的一个重要阶段性结果(倪宁、魏峰, 2015^[30]; Ajzen, 1991^[29]),根据计划行为理论,投资者的实际投资行为往往会受到其投资意向的直接影响,投资者的投资意向越积极,其采取投资行动的可能性就越高。投资意向被学界视为一项重要的投资行为预测指标,研究其形成机理对于上市公司乃至心理学与行为金融学领域都具有重要意义。

企业社会责任绩效与财务绩效对个人投资者投资意向的作用可通过信号理论进行具体分析。信号理论起源于 20 世纪 70 年代 Spence 对逆向选择问题的研究,包含信号传递理论与信号甄别理论两个方面。根据信号传递理论,绩效表现良好的上市公司有动机将公司高水平的信息传递出来,包括较好的财务业绩、较好的内控和社会责任履行情况等,目的是为了以较低的成本向投资者传递对其投资决策有用的信息,进而获取投资者的青睐,并促使公司股票价格上涨(李正、李增泉, 2012^[31]; 林斌、饶静, 2009^[32])。企业承担社会责任,可以向资本市场传递其具有良好的战略规划管理与经营绩效的信号,同时,也能降低投资者与企业之间的信息不对称程度,从而帮助企业获得各利益相关方的支持与信赖。而财务绩效指标一直以来都是投资者进行投资决策赖以参考的重要依据,良好的财务绩效本身就作为一种利好信号传递给证券市场,并能帮助企业有效吸引投资。根据信号甄别理论 (Spence, 1973)^[33],投资者会通过一定的标准甄别上市公司的财务与非财务信息,

当公司所传递的信息质量与投资者个人的评价标准匹配度较高时,此时做出投资的意愿更强。

1. 企业社会责任绩效与财务绩效对个人投资者投资意向的交互影响

研究发现,大多数投资者的决策通常是建立在对公司大量财务与非财务信息进行综合分析判断的基础上而实现的(卞娜等,2013)^[10]。研究者从不同角度检验了社会责任信息对投资决策的有用性(Martínez等,2016^[23];Elliott等,2014^[9]),上市公司社会责任信息的披露可以降低投资者与公司之间的信息不对称程度(孙岩,2012^[15];黄珺、朱攀,2015^[24]),为公司带来良好的声誉(Hickman和Wong,2015)^[13],和股票价格表现,进而吸引投资者的注意(Adamska和Dabrowski,2016)^[14]。然而,上市公司的社会责任绩效在不同情境下(如财务绩效的不同高低水平情境)可能会对个体投资决策产生不同的影响。根据资金供给假说,企业要承担社会责任,就必须有足够的资金实力作为支持(Lee和Bannon,1997)^[34],并且其承担社会责任的水平很大程度上取决于自身能够提供的资金量(张兆国等,2013^[35];Moore,2001^[36])。当企业财务绩效高低水平不同时,投资者对其承担社会责任的行为会产生不同的评价。具体而言,当企业财务绩效表现较好时,投资者认为企业具备充足的闲散资金,有足够的承担社会责任,此时,投资者对公司持有更强烈的情感寄托和社会期望,会对企业承担社会责任的行为产生积极评价;反之,若企业财务绩效表现良好却没有履行社会责任或出现重大社会问题,此时,作为信息接收方的投资者很可能对公司产生不满和消极评价。而当企业财务绩效表现不佳时,投资者会认为企业经营收入连支出都难以弥补,此时承担社会责任只会付出更多的财务成本,削弱企业原本就不强的资金实力,相对于高财务绩效水平,在这一情境下,投资者不会对公司承担社会责任抱有过高期待,企业承担社会责任的行为不会对投资者产生较强的促进作用。因此,本文提出如下假设:

H_{1a}:企业社会责任绩效与财务绩效对个人投资者的投资意向具有交互影响。

H_{1b}:相比于低财务绩效水平,当财务绩效水平高时,企业承担社会责任的行为对个人投资者投资意向的促进作用更强。

2. 企业声誉的中介机制

相关研究表明,企业社会责任是企业声誉的重要影响因素(Fombrun和Shanley,1990)^[37],企业可以通过承担社会责任赢得良好声誉,从而获得来自各利益相关方的积极反馈和支持(Behrend等,2009^[38];Raithel和Schwaiger,2015^[39];Hickman和Wong,2015^[13])。学界认为,企业声誉是指利益相关者对企业过去及未来的认知判断与情感体验,包含认知声誉(即投资者对企业行为的理解、判断和评价)与情感声誉(即投资者对企业所产生的好感、尊重或厌恶等情绪体验)两个方面(Hall,1992^[40];Schwaiger,2004^[41];Brown和Perry,1994^[42];晁罡等,2015^[43];李海芹、张子刚,2010^[44])。根据信号甄别理论,投资者会通过一定的标准甄别上市公司的财务及非财务信息,而这种既定的评价标准包含认知和情感两个方面(Zhao等,2010^[45];黄静等,2014^[46])。

进一步,投资者普遍认同,高水平的财务行为能促使高水平的社会行为(Meguire等,1988^[47];张兆国等,2013^[35]),所谓能力越强,责任越大,资金实力雄厚的企业,会受到社会各利益相关方更高的期待。因而,对于财力表现良好的公司,投资者认为其具备充分的资金实力,理应主动承担起社会责任,此时,投资者更倾向于“社会人”特征,对公司有更强烈的情感寄托与社会期望,其行为更多的是由感情而非由逻辑来引导(Mayo,1933)^[48],当企业积极承担社会责任时,能激发利益相关者对企业的支持、尊重与好感(Elliott等,2014^[9];Bertels和Peloza,2008^[49])。相反,根据资金供给假说,由于企业受到自有资源和经济状况的约束,只有有余力的企业才有实力承担社会责任(Lee和Bannon,1997)^[34]。而作为以获利为首要目标的证券投资者,只有在保证个人经济利益不受损失的前提下,才会对企业寄予更多情感方面的期许。因此,当企业财务绩效表现不佳时,投资者倾向于对其经济效益做出客观理性的评价,认为企业当下不具备承担社会责任的经济实力,此

时,企业对社会责任的投入只会对生产经营活动造成更为严重的影响,在这一情境下,投资者更倾向于“经济人”特征,行为主要是受理性的主导,对安全的感受度低,对风险的感受度更强,对利益最大化和数字显得尤为敏感。因此,根据“刺激—反应—行为”模型,本文提出如下假设:

H_{2a} :在高财务绩效水平下,仅情感声誉在企业社会责任绩效与投资者投资意向的关系中起中介作用。

H_{2b} :在低财务绩效水平下,仅认知声誉在企业社会责任绩效与投资者投资意向的关系中起中介作用。

3. 长线投资的调节作用

研究表明,资本市场上的投资者可大致划分为一般投资者、理性投资者与社会性投资者三类(卞娜等,2013)^[10],一般而言,理性投资者主要关注与企业短期收益息息相关的财务信息,而在此基础上,一般投资者和社会性投资者又会将与企业长远发展相关的非财务信息作为投资决策的一项重要依据。研究发现,投资者对企业非财务信息的关注度不断上升,这类信息对于维护和吸引长期稳定的长线型投资者有着重要作用(卞娜等,2013^[10];李心丹等,2002^[50])。从现实来看,我国证券市场上的个人投资者多数是以短期投机为主,当投资者仅仅关注于企业短期收益最大化时,其往往会忽略企业的长期价值(彭星辉、汪晓虹,1995^[51])。而对于注重价值投资的长线型投资者来说,在关注企业财务绩效和经济效益的同时,会更加关心与企业可持续发展息息相关的非财务绩效信息。因此,本文提出如下假设:

H_3 :长线投资在企业社会责任绩效与个人投资意向的关系中起调节作用。对于长线投资者,企业社会责任绩效对个人投资意愿的促进作用更强;对于短线投资者,企业社会责任绩效对个人投资意愿不具有显著促进作用。

三、研究设计与结果分析

1. 预实验

预实验有两个目的:一是开发用于操控企业财务绩效和社会责任绩效高低水平的实验情境;二是对情境材料进行操控检验。

(1)企业财务绩效与社会责任绩效高低水平的实验情境开发。为了保证实验的外部效度,企业的财务绩效信息根据国内真实的上市公司年报内容改编,社会责任绩效素材来源于国内主流媒体网站(人民网、新浪财经、搜狐网、腾讯网和新华网)近五年对上市公司企业社会责任承担情况的相关报道20则,涵盖员工权益、消费者权益、环境保护及社会公益四个方面。经由国内知名商学院三位管理学教授和八名企业管理学博士研究生的讨论,挑选出最能表现企业社会责任高/低水平的媒体报道各四则,共计八则。为了排除公司名称、行业和公司规模等因素的干扰,实验采用虚拟公司名称。在某知名高校随机邀请20名MBA学生,首先询问其是否有过证券投资经历,没有的被试将不再进行下一步的调查。然后请被试对企业财务绩效与非财务绩效按照高/低水平进行分类,结果显示一致率为100%,操控成功。实验情境材料详细描述如表1所示。

(2)预实验过程与变量测量。预实验邀请北京地区具有一定投资经历和工作经验的87名MBA、MPAcc学生参加,其中,男性46人,占53%,女性41人,占47%。研究采用2(企业社会责任绩效:高水平/低水平)×2(企业财务绩效:高水平/低水平)的组间实验设计,被试随机进入某一个情境。实验首先询问被试“是否有过证券投资经历”“是否关注证券市场信息”,符合条件的被试方可进入下一环节。阅读材料前,被试被告知要参加一项模拟投资实验研究。首先,请被试阅读某虚拟上市公司的背景信息,背景材料设计尽可能真实,包括所在行业(快速消费品行业)、主营业务、规模、竞争状况等。接着,被试被随机分进四个情境实验组中,通过阅读材料,做出对企业财务绩效

和社会责任绩效高低水平的评价,最后测量被试的投资可能性。为了排除由于被试对上市公司信息的熟悉而造成的干扰,实验让被试对虚拟公司信息的熟悉度及可信度进行了评价。

表 1 企业社会责任绩效与财务绩效的情境描述

		企业社会责任绩效	企业财务绩效
水平	高	公司与多家慈善机构长期合作,承诺每年会将利润的 2% 用以回馈社会,2015 - 2016 年间向灾区捐款共 1 亿元;在环境方面,公司在能源节约 and 环境保护方面是行业的领导者,生产中大力减少碳排放,使用可持续包装,并严格节约和管理水资源;在质量安全方面,公司荣获全球食品七星经典奖,其凭借独特的膳食结构、健康品质和绝妙口感,成为深受白领和学生喜爱的营养饮品;对待员工,公司将以人为本的企业文化贯穿生产经营,具有公平、公正的绩效管理和晋升渠道,为员工提供舒适安全的工作环境和清晰完善的职业生涯规划指导	公司公布其 2016 年财报,其主营业务收入在 2016 年增长了近 19%,且比主要竞争对手多出 30% 左右;净利润增长约为 12%;在市场占有率方面,市场份额从去年的 38% 上升到 44%;全年实现每股收益 4.3 元,同比增长 11%,且对股东的总回报率达 25%;每股净资产为 10.6,约为同行业的 2.5 倍;市盈率为 22.4,明显高于同行平均水平
	低	公司 2015 年通过伪造污水监测数据来逃避环保责任监管,附近居民反映公司过度使用地下水,导致当地水资源枯竭,其所排污水严重影响了邻近地区的饮用水;在质量安全方面,公司旗下一批饮品的焦糖色素中被多次检测出含有可致癌物 4 - 甲基咪唑(简称 4 - MEI),事后公司并没有停止对该成分物质的使用并对外回应称其无害;相较于同行企业,公司在社会公益方面表现并不积极,其管理层表示,公司做公益很大程度是为了获得声誉,让股东获利才最重要;在对待员工方面,公司旗下工厂部分员工每天工作 12 小时,休息时间严重不足	公司公布其 2016 年财报,其主营业务收入在 2016 年缓增 2%,相较于竞争对手的优势出现缩减;净利润比去年同期下降 8%;在市场占有率方面,市场份额从去年的 32% 下降到 24%;全年实现每股收益 1.3 元,与同期相比下降 11%;每股净资产为 3.1,比同行业主要竞争对手稍低;市盈率为 10.4,基本与同行业持平

资料来源:本文整理

为了保证测量题项的可靠性,本研究尽可能采用国内外学者已开发的成熟量表,并结合研究目的进行适当调整。对于企业社会责任绩效高低水平的检验,参照 Turker(2009)^[52],李海芹、张子刚(2010)^[44],何显富等(2010)^[53]的研究成果,保留员工权益、消费者权益、环境保护及社会公益四个维度的 13 个题项;对于企业财务绩效高低水平的测量,参照 Li 和 Atuahene(2001)^[54],Gupta 和 Govindarajan(1986)^[55]的研究结果,结合本研究调整为“企业资金实力强”“企业财务绩效较好”“企业投资业绩较高”三个题项;对于投资意向的测量,参考 Aaker 等(2010)^[56],黄珺、朱攀(2015)^[24],蒋亚朋、张天西(2009)^[57]的研究成果,结合本研究整合为“您会购买该公司股票的可能性是多少”“您很有兴趣对该公司做出投资”“如果您已持有该公司的股票,您增持该股的可能性是多少”三个题项。

(3) 操控检验与信效度检验。方差分析结果显示,四种情境下社会责任绩效水平 ($F = 20.01, p < 0.01$) 与财务绩效水平 ($F = 20.26, p < 0.01$) 均有显著差异。通过多重比较分析,高水平社会责任绩效组(情境 1 和情境 3)之间不具有显著性差异,低水平社会责任绩效组(情境 2 和情境 4)之间不具有显著性差异,同样,高水平财务绩效组(情境 1 和情境 2)之间也不具有显著性差异,虽然低水平财务绩效组(情境 3 和情境 4)之间存在差异,但两组均值均明显低于高水平绩效组,而其他不同情境之间的差异性水平均显著。具体如表 2 所示,基本与实验预期结果相一致。这表明,实验

对高低水平组的操控是成功的。对问卷进行信度分析,所有测量变量的 Cronbach'α 系数均在 0.90 以上,信度在可接受水平之内。鉴于实验参照的量表皆来自国内外学者所开发的成熟量表,因此,具有较好的内容效度和聚合效度。

表 2 各变量的描述性统计情况及多重比较分析 (N = 87)

情境	社会责任绩效		财务绩效		投资意向	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
情境 1 (N = 22)	5.563 _a	0.904	5.970 _a	0.829	5.606	0.889
情境 2 (N = 23)	3.067 _b	1.710	5.652 _a	1.096	3.420	1.782
情境 3 (N = 20)	5.112 _a	1.332	4.117 _b	1.673	3.483	1.162
情境 4 (N = 22)	3.087 _b	1.427	3.136 _c	1.763	3.312	1.670

注:同一列的下标具有可比性,不同列的下标不具有可比性。同一列中,不同的下标代表情境的多重比较差异性显著 ($p < 0.05$),相同的下标代表情境的多重比较差异性不显著

资料来源:本文整理

(4) 财务绩效与社会责任绩效对投资者投资意向的交互作用。采用 Unianova 对数据进行方差分析,结果表明,企业社会责任绩效与财务绩效对投资者投资意向具有显著的交互作用, $F = 10.77, p = 0.002$,如图 1 所示,因此,假设 H_{1a} 得到验证。由简单效应分析,当企业财务绩效水平高时, $M_{\text{高财务绩效-高社会责任绩效组}} = 5.61, M_{\text{高财务绩效-低社会责任绩效组}} = 3.42$, 两组结果存在明显差异 ($F = 26.13, p < 0.001$), 社会责任绩效水平的高低对个人投资者投资意向的影响显著;而当企业财务绩效水平低时, $M_{\text{低财务绩效-高社会责任绩效组}} = 3.48, M_{\text{低财务绩效-低社会责任绩效组}} = 3.32$, 两组结果不存在明显差异 ($F = 0.14, p = 0.71$), 社会责任绩效水平的高低对个人投资者投资意向的影响并不显著。社会责任绩效与个人投资者投资意向之间的相关关系只有在财务绩效水平高时才更加显著,图 1 中实线斜率更高,而当财务绩效水平较低时,社会责任绩效与个人投资者投资意向之间的关系无明显改变。因而,可以得出企业承担社会责任的行为可以有效提升个人投资者的投资意向,但这一有效性的前提是企业要具备相对较高的财务绩效水平。因此,假设 H_{1b} 得到证实。

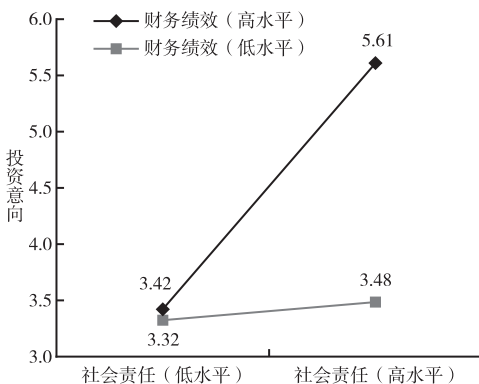


图 1 社会责任绩效与财务绩效的交互作用

资料来源:本文绘制

2. 正式实验

本实验采用 2(企业社会责任绩效:高水平/低水平) × 2(企业财务绩效:高水平/低水平)的组间情境模拟实验设计,通过操纵企业社会责任绩效和企业财务绩效的高低水平,设计四种情境,被试随机进入某一情境。实验材料由案例和个人信息问卷两部分组成。本研究重点选取具有一定投资经历和工作经历的社会人士展开实验,主要包含北京等地区的 MBA、MPAcc 学生、企事业单位工作人员、下岗职工等曾经或正在从事股票交易的个人投资者。为提高情境的真实性,实验操控者在

开始就引导被试设定自己是证券市场上的个人投资者。被试进入实验后,首先阅读任务指南,接着阅读实验案例,案例的第一部分是某家上市公司的背景信息,根据某真实上市公司信息改编,包含所在行业、主营业务、规模和竞争状况等。第二部分是公司高低水平不同的社会责任和主要财务业绩指标情况。阅读完所有信息后,被试要分别对公司的社会责任履行水平、财务绩效水平、企业声誉(认知声誉/情感声誉)做出评价,接着表明投资的可能性,最后在卷末填写个人统计信息。

其中,对情感声誉的测量,参照 Schwaiger (2004)^[41] 和李海芹、张子刚(2010)^[44] 的研究成果,结合本研究采用“我比较喜欢这一家饮料公司”“我在感情上认同和支持该公司”“我欣赏和尊敬该公司”等六个题项。对认知声誉的测量,参照 Schwaiger(2004)^[41] 和刘彧彧等(2009)^[58] 的研究成果,结合本研究调整为“该企业比其他企业利润更高”“该企业市场占有率高于其他企业”及“该企业比其他企业更具有竞争力”三个题项。对于长线投资与否的测量,按照谢晖等(2008)^[59] 的研究结果,将持股时间在一年以上归为长线投资,将持股时间在一个月以下归为短线投资,结合本研究设计以下题项:“假如您欲进行长线投资(持股一年以上),您会购买该公司股票的可能性是多少”“假如您欲进行长线投资(持股一年以上),您会很有兴趣对该公司做出投资”“假如您欲进行短线投资(持股一个月以下),您会购买该公司股票的可能性是多少”“假如您欲进行短线投资(持股一个月以下),您会很有兴趣对该公司做出投资”。以上量表均采用李克特 7 级量表。

(1) 随机化检验。在研究过程中,实验结果很容易受到被试的性别、年龄、风险偏好程度和投资经历等个体特征因素的干扰。为了控制和检验个体异质性对实验结果的影响,本文借鉴郑培培等(2017)^[5] 的做法,采用单因素方差分析,对实验参与者的随机化效应进行了方差分析检验,结果如表 3 所示。由表 3 可知,实验参与者的各项个人基本特征在组间均不存在显著差异($p > 0.1$),说明在本实验中,随机化效应得到了有效控制,个体的异质性对结果并未造成较大影响,实验结果具有充分的可信度。

表 3 个体异质性的单因素方差分析

实验参与者个体特征	平方和	自由度	均方	F 值	P 值
性别	4.745	1	4.745	1.522	0.218
年龄段	4.826	3	1.609	0.516	0.671
风险偏好程度	3.103	2	1.552	0.498	0.608
投资经历	0.503	1	0.503	0.161	0.688

资料来源:本文整理

(2) 信度检验与操控检验。所有被试表示在答题前认真阅读了材料中的描述,并对材料中的案例信息感兴趣,且没有被试猜中实验研究的目的。对问卷的信度进行分析,所有测量变量的 Cronbach's α 系数均在 0.90 以上,均在可接受的范围内。方差分析结果表明,四种情境的企业社会责任绩效水平($F = 95.21, p < 0.01$)与财务绩效水平($F = 45.68, p < 0.01$)均有显著差异。通过多重比较分析,高水平社会责任绩效组(情境 1 和情境 3)之间不具有显著性差异,低水平社会责任绩效组(情境 2 和情境 4)之间不具有显著性差异,同样,高水平财务绩效组(情境 1 和情境 2)之间不具有显著性差异,低水平财务绩效组(情境 3 和情境 4)之间也不具有显著性差异,其他不同情境之间的差异性水平均显著。故而实验的操纵是成功的,如表 4 所示。

(3) 验证性因子分析。根据样本数据对所有变量的度量进行验证性因子分析。结合 Browne 和 Cudeck(1989)^[60] 的研究成果可知,模型整体的拟合优度符合要求($\chi^2/df = 2.930, CFI = 0.985, SRMR = 0.031, RMSEA = 0.069$),所有变量的载荷系数均大于 0.5 且显著,因此,各变量具有较好的收敛效度。为进一步检验关键变量间的区分效度,本文分别对每一对因子进行二因子和单因子的验证性因子分析,通过卡方差比较(Chi-square Difference Test),结果表明,对于所有的组对,二因子

的模型明显好于单因子的模型(卡方差大于 3.86, 自由度为 1), 证明变量确实是不同的构念。同时, 本文量表均来自成熟研究, 因此, 具有较好的内容效度。

表 4 各变量的描述性统计情况及多重比较分析 (N = 406)

情境	社会责任绩效		财务绩效		情感声誉		认知声誉		投资意向	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
情境 1 (N = 85)	5.498 _a	1.229	5.667 _a	1.314	5.594	1.303	5.616	1.334	5.369 _a	1.297
情境 2 (N = 116)	3.123 _b	1.911	5.207 _a	1.770	3.374	1.972	5.118	1.671	3.474 _b	1.984
情境 3 (N = 99)	5.703 _a	0.967	3.717 _b	1.651	5.758	1.025	3.542	1.642	3.764 _b	0.933
情境 4 (N = 106)	3.042 _b	1.589	3.377 _b	1.705	2.995	1.602	3.381	1.572	3.022 _c	1.663

注: 同一列的下标具有可比性, 不同列的下标不具有可比性。同一列中, 不同的下标代表情境的多重比较差异性显著 ($p < 0.05$), 相同的下标代表情境的多重比较差异性不显著

资料来源: 本文整理

(4) 同源偏差检验。为了尽可能降低本研究的同源偏差, 在实验过程中, 尽可能到多个城市邀请不同群体的参与者进行实验评价。事后根据 Podsakoff 和 Organ (1986)^[61] 的研究成果, 对所有变量进行偏相关分析 (Partial Correlation Analysis), 即对主成分最有可能是同源的因子 (社会责任绩效、情感声誉与投资意向) 进行控制, 结果表明, 主成分外的其他多数变量间的相关性都是显著的, 说明其他变量的相关性并不是由控制住的主成分造成的, 所以, 被控制住的主成分不是同源因子。因此, 事后检验表明, 本文不存在严重的同源偏差问题。

(5) 描述性统计分析。本实验收集了 473 份答卷, 保留有过证券投资经历的被试样本, 并剔除无效样本后, 回收有效问卷共 406 份。其中, 男性 220 人, 占 54%, 女性 186 人, 占 46%; 年龄集中在 18 ~ 40 岁之间的人数占 98%; 对待风险的态度为厌恶占 21%、中性占 66%、偏好占 14%; 个人投资经历包括股票、基金、债券、银行理财、银行存款等。

(6) 相关分析。表 5 是对样本的相关性分析结果。通过相关分析验证企业社会责任绩效、企业财务绩效、情感声誉、认知声誉与个人投资者投资意向之间是否存在相关关系, 为下文要进行的假设检验做铺垫。各变量间的相关系数如表 5 所示, 可以看出, 变量之间在 0.01 水平上均显著相关。

表 5 变量的相关性分析 (N = 406)

变量	均值	标准差	财务绩效	社会责任绩效	情感声誉	认知声誉	投资意向
财务绩效	4.462	1.889	1				
社会责任绩效	4.230	1.953	.269**	1			
情感声誉	4.321	1.984	.305**	.932**	1		
认知声誉	4.384	1.834	.846**	.291**	.341**	1	
投资意向	3.824	1.761	.486**	.733**	.775**	.569**	1

注: ** 在 0.01 水平 (双侧) 上显著相关

资料来源: 本文整理

由此结果可知, 各个变量之间关系密切, 其中社会责任绩效、财务绩效和投资意向 ($p < 0.01$) 显著正相关, 情感声誉、认知声誉和投资意向 ($p < 0.01$) 有显著的正相关关系, 基本符合本研究的理论观点与假设。

(7) 财务绩效与社会责任绩效对投资者投资意向的交互作用。仍然采用 Unianova 对数据进行方差分析, 结果再一次证实财务绩效与社会责任绩效对投资者投资意向具有显著的交互影响, $F = 13.78, p < 0.001$, 因此, 假设 H_{1a} 再次得到证实。通过简单效应分析, 当企业财务绩效水

平高时, $M_{\text{高财务绩效-高社会责任绩效组}} = 5.37$, $M_{\text{高财务绩效-低社会责任绩效组}} = 3.47$, 两组结果存在明显差异 ($F = 72.97, p < 0.001$), 社会责任绩效水平的高低对个人投资者投资意向的影响显著; 当企业财务绩效水平低时, $M_{\text{低财务绩效-高社会责任绩效组}} = 3.76$, $M_{\text{低财务绩效-低社会责任绩效组}} = 3.02$, 两组结果也存在差异 ($F = 11.69, p = 0.001$)。如图 2 所示, 社会责任绩效对个人投资者投资意向的正向影响在财务绩效水平较高时更加显著, 图 2 中的实线斜率更高, 而当财务绩效水平较低时, 社会责任绩效对个人投资者投资意向的影响相对较弱。因而, 可以得出企业承担社会责任的行为可以有效提升个人投资者投资意向, 且当企业财务绩效更高时, 这种促进作用更明显。因此, 假设 H_{1b} 进一步得到证实。

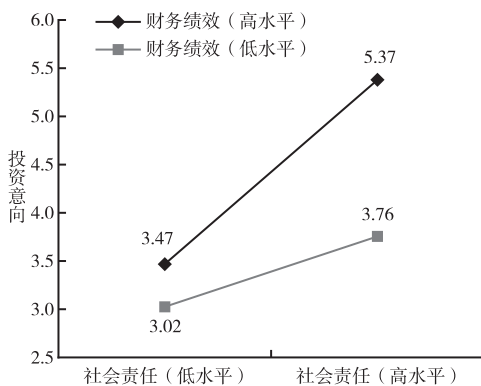


图 2 社会责任绩效与财务绩效的交互作用

资料来源: 本文绘制

(8) 情感声誉和认知声誉的中介作用。当模型中的调节变量是分类变量时, 需要对数据做分组结构方程分析 (Jonsson, 1998^[62]; Keil 等, 2000^[63]), 该方法被认为是显变量情形分组回归的推广 (温忠麟等, 2005)^[64]。本文运用该方法, 利用 EQS6.1 软件进行操作检验, 将财务绩效变量分为高低两组分别进行结构方程模型运算 (结果如表 6 所示)^①。结果显示, 模型整体的拟合优度较好 ($\chi^2/df = 1.760, CFI = 0.994, SRMR = 0.018, RMSEA = 0.051$), 当财务绩效水平高时, 情感声誉在社会责任绩效与个人投资者投资意向的关系中具有显著中介作用, 而认知声誉在此关系中的中介作用不明显 ($T = 1.496 < 1.960$), 因此, 假设 H_{2a} 成立。而当财务绩效水平低时, 情感声誉和认知声誉在社会责任绩效与个人投资者投资意向的关系中均有显著的中介作用, 因此, 假设 H_{2b} 没有得到验证, 这表明企业无论财务绩效表现优良与否, 其不同水平的社会责任行为都能在一定程度上影响投资者对企业的情感上的认同, 进而影响其投资倾向。

表 6 中介作用检验结果

变量间的路径关系	高水平财务绩效			低水平财务绩效		
	路径系数	T 值	显著水平	路径系数	T 值	显著水平
社会责任绩效→情感声誉	0.926	26.294	显著	0.958	36.374	显著
社会责任绩效→认知声誉	0.138	1.496	不显著	0.216	2.405	显著
情感声誉→投资意向	0.705	12.116	显著	0.807	16.228	显著
认知声誉→投资意向	0.269	4.620	显著	0.145	2.927	显著

资料来源: 本文整理

① 在对财务绩效变量进行分组时, 首先将其分为高中低三组, 排除了容易使结果产生混淆的中间组值, 最终对低组 (占总数据量的 37.44%) 和高组 (占总数据量的 40.39%) 两组数据进行检验。在模型设定的高级选项中, 将社会责任绩效勾选为分类变量。

(9) 长线投资的调节作用。本文进一步进行检验, 以投资意向为因变量, 采用 2(企业社会责任绩效水平: 高/低) × 2(长线投资: 是/否) 双因素方差分析, 结果发现, 企业社会责任绩效的高低水平和长线投资与否对个人投资者投资意向的交互作用显著, $F = 73.76, p < 0.001$ 。结果如图 3 所示。进一步进行简单效应分析, 当企业社会责任绩效水平高时, 选择长线投资的被试的投资意向为 $M = 4.72$, 而选择非长线投资的被试的投资意向为 $M = 3.03$, 两组结果存在明显差异 ($F = 23.66, p < 0.01$); 当企业社会责任绩效水平低时, 选择长线投资的被试的投资意向为 $M = 3.36$, 而选择非长线投资的被试的投资意向为 $M = 4.41$, 两组结果存在明显差异 ($F = 51.82, p < 0.01$)。因此, 假设 H_3 得到验证。

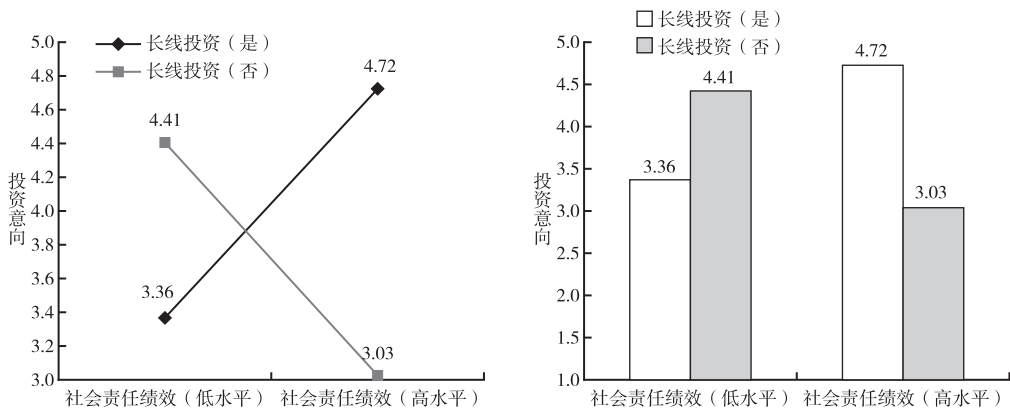


图 3 长线投资的调节作用

资料来源: 本文绘制

3. 结果分析讨论

本文的分析结果验证了企业社会责任绩效与财务绩效对个人投资者投资意向的交互作用。根据信号传递理论, 公司在一定时期的社会责任绩效和财务绩效, 能够传递有关组织经营状况和可持续发展的信息。根据信号甄别理论, 投资者在做出投资决策行为之前, 首先会通过一定的评价标准甄别上市公司的财务与非财务信息, 因此, 当投资者感受到公司所传递的信息高于或与个人评价标准匹配度较高时, 投资者更倾向于选择能满足个人收益预期与情感需求的公司进行投资, 此时做出投资的意愿更强。在实验研究的四个情境中, 企业社会责任绩效水平与财务绩效水平双高的情况下(情境 1), 个体的投资意向明显高于其他三种情境。同时, 在只有社会责任绩效水平高和只有财务绩效高的情境中, 个体投资意向并没有明显差异。结合资金供给假说, 公司只有在财力表现良好的情况下, 投资者才会认为其有足够的承担社会责任。实验研究结果表明, 社会责任绩效对个人投资者投资意向的正向作用在财务绩效水平较高时更加显著, 由图 2 与图 3 中的实线斜率可知; 而当财务绩效水平较低时, 社会责任绩效对个人投资者投资意向的影响相对较弱, 这意味着企业承担社会责任的行为可以有效提升个人投资者投资意向, 且当企业财务绩效水平更高时, 这种促进作用更明显。不过, 实验结果也同时得出, 当企业财务绩效水平低时, 社会责任对个人投资者投资意向的影响同样显著 ($F = 11.69, p = 0.001$), 这说明即便对于财务状况不好的企业, 其坚持承担社会责任的行为同样可以改善投资者对公司的评价, 投资者可能会认为财务绩效的波动是短时的, 而承担社会责任的行为则表明企业具有强大的资金实力与可持续发展的可能性, 故而愿意继续做出投资。

本文提出企业社会责任绩效与财务绩效发送了关于企业声誉的信号, 该信号引发了投资者对于企业情感声誉和认知声誉的感知, 进而影响其投资意愿。根据假设推演, 对于财力表现良好的公司, 投资者对公司有更强烈的情感需求和社会期望, 此时情感声誉的中介作用更显著; 而对于财力

表现欠佳的公司,投资者认为其不具备承担社会责任的经济实力,此时情感声誉不发挥中介作用,而是通过认知声誉影响投资决策。实证的检验结果支持了假设 H_{2a} ,但假设 H_{2b} 没有得到完全验证,即当财务绩效水平低时,情感声誉和认知声誉在社会责任绩效与个人投资者投资意向的关系中均有显著的中介作用,并且通过路径系数可以看出,社会责任绩效与情感声誉的相关系数显著高于社会责任绩效与认知声誉的相关系数,而个人投资者投资意向与情感声誉的相关系数也明显高于个人投资者投资意向与认知声誉的相关系数,这表明,企业无论财务绩效表现优良与否,其不同水平的社会责任行为都能在一定程度上影响个人投资者对企业在情感上的体验,进而影响其投资倾向,具体而言,企业承担社会责任的行为在一定程度上能够提升个人投资者对企业在情感上的认同,而企业社会责任履行的缺失会降低个人投资者对企业情感方面的支持。

本文进一步研究发现,是否选择长线投资在企业社会责任绩效与个人投资者投资意向的关系中起到调节作用。企业社会责任绩效信息对于维护和吸引长期稳定的价值型投资者有着积极的作用,当企业社会责任绩效水平较高时,倾向选择长线投资的股民会有更高的投资倾向,而对于以短期收益最大化为目的的短线投资者而言,认为公司承担社会责任会付出极大的经营成本,削弱公司的资金实力,反而不太愿意做出投资。

四、研究结论与启示

1. 研究结论

本文基于信号理论和资金供给假说,从微观层面出发,探讨企业社会责任绩效与财务绩效对个人投资者投资意向的影响。通过情境实验研究,验证了企业社会责任绩效(高/低)与财务绩效(高/低)对个人投资者投资意向的交互影响及作用机制。具体结论如下:(1)企业社会责任绩效与财务绩效对个人投资者的投资意向具有交互影响。企业承担社会责任的行为可以有效提升个人投资者投资意愿,且相对于低财务绩效水平,当企业财务绩效水平高时,社会责任绩效对个人投资者投资意向的促进作用更明显。(2)企业社会责任绩效与财务绩效通过影响个人投资者对企业声誉的感知与评价,进而作用于投资者行为。无论企业财务绩效表现优良与否,其不同水平的社会责任行为都能在一定程度上影响个人投资者对企业在情感上的体验,进而影响其投资倾向。具体而言,企业承担社会责任的行为在一定程度上能够提升个人投资者对企业在情感上的认同,进而增加其投资可能性,相反,企业在社会责任履行方面的缺失会降低个人投资者对企业情感方面的支持。(3)长线投资在企业社会责任绩效与个人投资者投资意向的关系中起调节作用。如果个人投资者选择进行长线投资,企业社会责任绩效对个人投资者投资意愿的正向作用显著增强,而如果个人投资者选择进行短线投资,企业社会责任绩效对个人投资者投资意愿将不具有显著促进作用。(4)研究进一步发现,无论财务绩效水平高低与否,企业承担社会责任的行为都会在一定程度上对个人投资者投资决策产生积极的影响。即使对于财务状况不好的企业,其坚持承担社会责任的行为仍然可以改善投资者对公司的评价。

2. 理论贡献

(1)本文将社会责任绩效与财务绩效相结合,探究二者对个人投资者投资决策的共同作用,为企业社会责任经济后效理论的研究做出了新的贡献。上市公司的财务状况决定了多数投资者的投资倾向,而现有关于企业社会责任对投资决策行为影响的文献大多从社会责任绩效单一角度进行讨论,对于投资者而言,将财务绩效与社会责任绩效拆分进行研究的做法显然有失妥当。本文在前人研究的基础上,深入挖掘了社会责任绩效对个体投资决策影响过程中的制约因素与作用机制,不仅明晰了财务绩效在社会责任绩效与个人投资者投资意向关系间的增强调节作用,也为企业社会责任经济后效理论的研究做出了新的贡献。

(2) 本文基于心理学和行为金融学视角,从微观层面出发,丰富和发展了企业社会责任理论体系。Rupp 和 Mallory(2015)^[1]从个人层面出发,提出微观 CSR(Micro-CSR)这一概念,即指 CSR 是如何影响个体(任何利益相关者个体)心理和行为的研究,在心理学和行为金融学领域逐渐受到关注。迄今为止,学界对于微观 CSR 的研究多关注于对员工心理方面的探讨,而对 CSR 行为是如何作用于投资者等利益相关者个体的研究却并不多见。过往研究多利用金融指标等二手数据进行检验,这种通过间接变量进行测量的方式,不能直观观测到个体的决策行为过程,而情境实验研究可以弥补这一不足。因此,本文为完善企业社会责任理论体系提供了新的视角,对过往研究既是继承,又是发展。

(3) 结合信号理论和资金供给假说,揭示了情感声誉和认知声誉的中介作用机制。本文首次将认知声誉和情感声誉引入到投资决策的前导因素研究中来,与认知-情感模型相一致,本文的结果也证明了个人投资者的认知和情感要素是形成其决策行为的前提。以往的研究通常单纯将企业声誉归为企业社会责任的后果变量,而实际上,投资者对企业声誉的感知是有情感和认知上的区分的,因而,本文将认知判断(认知声誉感知)与情感反应(情感声誉感知)纳入到个人投资者的投资决策研究体系当中,提出了一个更为全面整合的中介作用机制。

(4) 本文选择个人投资者为研究对象,更能反映社会责任信息对于资本市场的有效性,以及相关政策法规的适用性。从现有研究来看,虽然有学者研究证实了企业社会责任信息对机构投资者持股存在影响(Li 和 Lu,2016^[18];邓博夫等,2016^[19]),却鲜有涉及企业社会责任对资本市场的投资主力军——个人投资者的影响。同时,机构投资者在一定程度上具有内部信息等资源方面的优势,而与机构投资者相比,个人投资者决策更多是使用企业公开披露的信息,社会责任信息的披露有效降低了股民与企业之间的信息不对称,因此,个人投资者的投资决策行为更能反映社会责任信息对于资本市场的有效性,以及相关政策法规的适用性。

(5) 拓宽了企业社会责任对资本市场影响作用的理论边界。企业推行社会责任的动机并非与资本市场的运作法则相违背。企业良好的财务绩效是推行社会责任活动的保障,而企业自发承担社会责任的行为会提升投资者对企业的信任与好感,大大增强资本市场的投资热情。相反,企业一旦出现社会责任理念的缺失等负面行为,将会对企业股价造成重创。这一发现不仅拓展了现有关于企业社会责任经济后效的理论文献,也为行为金融学领域的研究提供了思路与指引。

3. 管理启示

(1) 企业可以通过树立良好社会责任形象获得投资者的青睐。在经济新常态的时代背景下,社会各界对企业社会责任的关注度在普遍升温,而上市公司作为公众公司,其行为表现时刻被放在投资者、媒体和监管部门的聚光灯下,一旦社会效益出了问题,将对公司股价造成重创,如百度魏则西事件、王石捐款门事件等。企业承担社会责任于资本市场并非悖论,本文再次印证了企业社会责任对投资决策的有用性,为资本市场与上市公司推行社会责任活动提供了有力支持。因而,上市公司想获得投资者的青睐,必须要树立良好的社会责任形象。

(2) 企业要在能力范围内承担社会责任。由于资源的有限性,企业承担社会责任需要付出一定的成本,因此,需要有相应的资金作为支持。企业施善固然可颂,但更要结合自身实际量力为之。现实中不乏一些企业管理者盲目跟风,不计成本“做好事”,这种做法会严重损害股东、投资者及企业员工等利益相关者的合法权益。企业应量力而行,有所为、有所不为,不能不计成本,盲目攀比。对于投资者而言,投资的目的是为了获利,企业应改善经营,壮大资金实力,让投资者相信企业有充分的能力将有限的资源配置到社会责任承担中去。本文亦为企业社会责任投资提供了思路和指引。

(3) 财力雄厚的企业,更要努力承担起社会责任,以求得健康可持续发展。随着研究的深入和

社会责任观念的深入人心,企业社会责任于上市公司而言已不再是可有可无的附属品,它逐渐从一种倡议发展成为企业一项不可推卸的责任与应尽的“义务”。研究发现,相对于财务绩效表现较差的企业,投资者对于财务绩效表现良好的企业的社会责任关注度更高,所谓能力越强,责任越大,财力雄厚的企业被认为理应回馈社会,一旦其社会效益出现问题,将严重损害投资者的投资热情,同时,当外界发现企业本有能力承担社会责任却没有付诸行动时,财力雄厚的企业将受到公众更为强烈的谴责,这也是为什么近年来社会中“逼捐”等公众倒逼企业承担社会责任等现象频出的原因所在。因而,无论是出于主动还是被动,上市公司都务必努力承担起社会责任,杜绝社会问题的发生。管理者也应充分认识到企业社会责任的重要性,并将其作为一项长期战略来开展。

(4)企业承担社会责任的行为可以赢得投资者情感上的支持。通过研究发现,企业无论财务绩效表现优良与否,其承担社会责任的行为都会在一定程度上提升投资者对企业的情感上的认同,进而影响其投资倾向。即使对于经营状况欠佳的企业,基于情感上的支持与好感,其坚持承担社会责任的行为仍然可以有效改善投资者对公司的评价。总之,企业社会责任影响投资者投资决策的机制研究,为企业赢得投资者的信任与好感提供了广泛的思路,同时,也帮助企业管理者进一步明晰,激发投资者的情感反应也是获得投资者投资偏好的有效途径。

(5)本文结论为企业社会责任在证券市场中的推行提供了理论支持。中国经济正处于改革发展的重要转型期,企业是否需要以及如何承担社会责任在业界仍备受争议,本文研究发现,投资者对上市公司承担社会责任的行为持积极的态度,这为企业社会责任在证券市场中的推行提供了有力支持。证券市场应不断加码对上市公司社会责任履行的监管,敦促企业及时客观披露社会责任信息,持续改进对企业社会责任报告的规范与要求。

4. 研究局限与展望

首先,由于本文采用情境实验设计,难以避免同源偏差问题。为了尽可能降低同源偏差,在实验过程中采用多样本来源的方法进行控制,事后采用统计检验方法对数据进行偏相关分析,结果表明,多数变量间具有显著的相关性,且这种相关性不是由控制住的主成分因子造成的,以此确保本文不存在严重的同源偏差问题。其次,研究结果没有指明企业财务绩效应该达到哪种范围之内,企业社会责任绩效才会显著提升投资者的投资热情,在本文的研究设计中,只是给定企业财务绩效与非财务绩效的四种高低情境,未来研究中将进一步探究二者之间的数量化关系。第三,对研究设计外部效度的保证,还需要更多研究方法进行检验,本文是采用实验研究的方法,研究结论仍需其他方法加以验证。最后,本文是基于国内证券市场中的个人投资者进行研究,案例样本也选自国内上市公司,那么,对于企业社会责任发展更为成熟的西方资本市场,研究的结论是否会有不同?未来还需要收集国外研究样本加以对比检验。

参考文献

- [1] Rupp D E, Mallory D B. Corporate Social Responsibility: Psychological, Person-Centric, and Progressing [J]. *Annual Review of Organizational Psychology and Organizational Behavior*, 2015, 2, (1): 211 - 236.
- [2] Cordeiro J J, Tewari M. Firm Characteristics, Industry Context, and Investor Reactions to Environmental CSR: A Stakeholder Theory Approach [J]. *Journal of Business Ethics*, 2015, 130, (4): 833 - 849.
- [3] Wang M, Qiu C, Kong D. Corporate Social Responsibility, Investor Behaviors, and Stock Market Returns: Evidence from a Natural Experiment in China [J]. *Journal of Business Ethics*, 2011, 101, (1): 127 - 141.
- [4] 黄艺翔,姚铮. 企业社会责任报告,印象管理与企业业绩 [J]. 北京: 经济管理, 2016, (1): 105 - 115.
- [5] 郑培培,任春艳,郭兰. 社会责任信息披露、媒体报道与个体投资者的投资决策 [J]. 北京: 经济管理, 2017, (4): 37 - 50.
- [6] 郑军. 企业价值信息披露对投资者交易行为影响研究 [J]. 北京: 经济管理, 2013, (4): 105 - 113.
- [7] Flammer C. Corporate Social Responsibility and Shareholder Reaction: The Environmental Awareness of Investors [J]. *Academy of Management Journal*, 2013, 56, (3): 758 - 781.

- [8] Mackey A, Mackey T B, Barney J B. Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investor Preferences and Corporate Strategies[J]. *Academy of Management Review*, 2007, 32, (3): 817 - 835.
- [9] Elliott W B, Jackson K E, Peecher M E, et al. The Unintended Effect of Corporate Social Responsibility Performance on Investors' Estimates of Fundamental Value[J]. *The Accounting Review*, 2014, 89, (1): 275 - 302.
- [10] 卞娜, 马连福, 高丽. 基于投资者关系的投资者行为国外理论研究综述[J]. *武汉: 管理学报*, 2013, 10, (7): 1086 - 1092.
- [11] Anderson J C, Frankle A W. Voluntary Social Reporting: An Iso-Beta Portfolio Analysis[J]. *Accounting Review*, 1980, 55, (3): 467 - 479.
- [12] 张胜, 张雯, 于富生. 企业产权, 社会责任信息披露与市场反应——来自我国上市公司的经验证据[J]. *北京: 经济管理*, 2012, (11): 44 - 52.
- [13] Hickman L E, Wong-On-Wing B. The Moderating Effect of Third-Party Assurance on the Relationship Between CSR Disclosure and Investor Judgments [A]. *Academic Conference on CSR* [C]. Tacoma, Washington, 2015.
- [14] Adamska A, Dabrowski T J. Do Investors Appreciate Information about Corporate Social Responsibility? Evidence from the Polish Equity Market[J]. *Engineering Economics*, 2016, 27, (4): 364 - 372.
- [15] 孙岩. 社会责任信息披露的清晰性, 第三方鉴证与个体投资者的投资决策——一项实验证据[J]. *北京: 审计研究*, 2012, (4): 97 - 104.
- [16] Arya B, Zhang G. Institutional Reforms and Investor Reactions to CSR Announcements: Evidence from an Emerging Economy[J]. *Journal of Management Studies*, 2009, 46, (7): 1089 - 1112.
- [17] Hockerts K, Moir L. Communicating Corporate Responsibility to Investors: The Changing Role of the Investor Relations Function [J]. *Journal of Business Ethics*, 2004, 52, (1): 85 - 98.
- [18] Li W, Lu X. Institutional Interest, Ownership Type, and Environmental Capital Expenditures: Evidence from the Most Polluting Chinese Listed Firms[J]. *Journal of Business Ethics*, 2016, 138, (3): 459 - 476.
- [19] 邓博夫, 吴萌, 吉利. 社会责任信息披露能引起机构投资者关注吗——基于股权资本成本的检验[J]. *成都: 财经科学*, 2016, (9): 24 - 32.
- [20] 黎文靖, 路晓燕. 机构投资者关注企业的环境绩效吗? ——来自我国重污染行业上市公司的经验证据[J]. *北京: 金融研究*, 2015, (12): 97 - 112.
- [21] 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.
- [22] 李姝, 谢晓嫣. 民营企业的社会责任, 政治关联与债务融资——来自中国资本市场的经验证据[J]. *天津: 南开管理评论*, 2014, (6): 30 - 40.
- [23] Martínez-Ferrero J, Banerjee S, García-Sánchez I M. Corporate Social Responsibility as a Strategic Shield Against Costs of Earnings Management Practices[J]. *Journal of Business Ethics*, 2016, 133, (2): 305 - 324.
- [24] 黄琨, 朱攀. 社会责任信息披露、管理层信任度与投资者决策[J]. *成都: 软科学*, 2015, (5): 68 - 72.
- [25] 田祖海, 叶凯. 企业社会责任研究述评[J]. *武汉: 中南财经政法大学学报*, 2017, (1): 140 - 147.
- [26] 宋献中, 龚明晓. 公司会计年报中社会责任信息的价值研究——基于内容的专家问卷分析[J]. *北京: 管理世界*, 2006, (12): 104 - 110.
- [27] 宋献中, 龚明晓. 社会责任信息的质量与决策价值评价——上市公司会计年报的内容分析[J]. *北京: 会计研究*, 2007, (2): 37 - 43.
- [28] 陈玉清, 马丽丽. 我国上市公司社会责任会计信息市场反应实证分析[J]. *北京: 会计研究*, 2005, (11): 76 - 81.
- [29] Azjen I. The Theory of Planned Behavior[J]. *Organizational Behavior & Human Decision Processes*, 1991, 50, (2): 179 - 211.
- [30] 倪宁, 魏峰. 创业项目阐释与天使投资意向研究[J]. *北京: 中国软科学*, 2015, (12): 164 - 175.
- [31] 李正, 李增泉. 企业社会责任报告鉴证意见是否具有信息含量——来自我国上市公司的经验证据[J]. *北京: 审计研究*, 2012, (1): 78 - 86.
- [32] 林斌, 饶静. 上市公司为什么自愿披露内部控制鉴证报告? ——基于信号传递理论的实证研究[J]. *北京: 会计研究*, 2009, (2): 45 - 52.
- [33] Spence M. Job Market Signaling[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1973, 87, (3): 355 - 374.
- [34] Preston L E, O'bannon D P. The Corporate Social-Financial Performance Relationship: A Typology and Analysis[J]. *Business & Society*, 1997, 36, (4): 419 - 429.
- [35] 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.
- [36] Moore G. Corporate Social and Financial Performance: An Investigation in the U. K. Supermarket Industry[J]. *Journal of Business*

Ethics,2001,34,(3):299-315.

[37] Fombrun C, Shanley M. What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy[J]. Academy of Management Journal, 1990,33,(2):233-258.

[38] Behrend T S, Baker B A, Thompson L F. Effects of Pro-environmental Recruiting Messages: The Role of Organizational Reputation[J]. Journal of Business and Psychology, 2009,24,(3):341-350.

[39] Raithel S, Schwaiger M. The Effects of Corporate Reputation Perceptions of The General Public on Shareholder Value[J]. Strategic Management Journal, 2015,36,(6):945-956.

[40] Hall R. The Strategic Analysis of Intangible Resources[J]. Strategic Management Journal, 1992,13,(2):135-144.

[41] Schwaiger M. Components and Parameters of Corporate Reputation-An Empirical Study[J]. Schmalenbach Business Review, 2004,56,(56):46-71.

[42] Brown B, Perry S. Removing the Financial Performance Halo from Fortune's "Most Admired" Companies[J]. Academy of Management Journal, 1994,37,(5):1347-1359.

[43] 晁罡, 石柱丽, 申传泉, 王磊. 新媒体时代企业社会责任对声誉修复的影响研究[J]. 武汉: 管理学报, 2015,(11):1678-1686.

[44] 李海芹, 张子刚. CSR 对企业声誉及顾客忠诚影响的实证研究[J]. 天津: 南开管理评论, 2010,(1):90-98.

[45] Zhao X, Lynch Jr J G, Chen Q. Reconsidering Baron and Kenny: Myths and Truths about Mediation Analysis[J]. Journal of Consumer Research, 2010,37,(2):197-206.

[46] 黄静, 朱丽娅, 周南. 企业家微博信息对其形象评价的影响机制研究[J]. 北京: 管理世界, 2014,(9):107-119.

[47] Mcguire J B, Sundgren A, Schneeweis T. Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance[J]. Academy of Management Journal, 1988,31,(4):854-872.

[48] Mayo G E. The Human Problems of an Industrial Civilization[M]. New York: Macmillan Co, 1933.

[49] Bertels S, Pelozo J. Running Just to Stand Still? Managing CSR Reputation in an Era of Ratcheting Expectations[J]. Corporate Reputation Review, 2008,11,(1):56-72.

[50] 李心丹, 王冀宁, 傅浩. 中国个体证券投资者交易行为的实证研究[J]. 北京: 经济研究, 2002,(11):54-63.

[51] 彭星辉, 汪晓虹. 上海股民的投资行为与个性特征研究[J]. 上海: 心理科学, 1995,(2):94-98.

[52] Turker D. Measuring Corporate Social Responsibility: A Scale Development Study[J]. Journal of Business Ethics, 2009,85,(4):411-427.

[53] 何显富, 蒲云, 朱玉霞, 唐春勇. 中国情境下企业社会责任量表的修正与信效度检验[J]. 成都: 软科学, 2010,(12):110-114.

[54] Li H, Atuahene-Gima K. Product Innovation Strategy and the Performance of New Technology Ventures in China[J]. Academy of Management Journal, 2001,44,(6):1123-1134.

[55] Gupta A K, Govindarajan V. Resource Sharing Among SBUs: Strategic Antecedents and Administrative Implications[J]. Academy of Management Journal, 1986,29,(4):695-714.

[56] Aaker J, Vohs K D, Mogilner C. Nonprofits are Seen as Warm and For-profits as Competent: Firm Stereotypes Matter[J]. Journal of Consumer Research, 2010,37,(2):224-237.

[57] 蒋亚朋, 张天西. 基于维度的公司业绩归因信息对投资者决策影响的实验研究[J]. 南京: 现代管理科学, 2009,(2):44-46.

[58] 刘彧彧, 娄卓, 刘军, 宋继文. 企业声誉的影响因素及其对消费者口碑传播行为的作用[J]. 武汉: 管理学报, 2009,(3):348-353.

[59] 谢晔, 文凤华, 杨晓光. 基于调查与实验的个体投资者羊群行为研究[J]. 北京: 中国管理科学, 2008,(5):134-140.

[60] Browne M W, Cudeck R. Single Sample Cross-validation Indices for Covariance Structures[J]. Multivariate Behavioral Research, 1989,24,(4):445-455.

[61] Podsakoff P M, Organ D W. Self-reports in Organizational Research: Problems and Prospects[J]. Journal of Management, 1986,12,(4):531-544.

[62] Jonsson F Y. Modeling Interaction and Nonlinear Effects: A Step-by-Step LISREL Example[A]. Schumacker R E, Marcoulides G A. Interaction and Nonlinear Effects in Structural Equation Modeling[C]. Mahwah, New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates, Inc, 1998.

[63] Keil M, Tan B C Y, Wei K K, et al. A Cross-cultural Study on Escalation of Commitment Behavior in Software Projects[J]. MIS Quarterly, 2000,24,(2):299-325.

[64] 温忠麟, 侯杰泰, 张雷. 调节效应与中介效应的比较和应用[J]. 北京: 心理学报, 2005,(2):268-274.

Listed Company's Social Responsibility Performance and Individual Investor's Investment Intentions: An Experimental Study Based on the Moderating Effect of Financial Performance

ZHANG Ai-qing, SHI Yi

(School of Business, Central University of Finance and Economics, Beijing, 100081, China)

Abstract: Based on the rational economic man hypothesis and a series of literatures, most researchers believe that there exists a paradox in scientific management when we talk about humanist management, and the corporate social responsibility in the capital market is unreasonable. In recent years, however, as many listed companies issue "Corporate Social Responsibility Report", state-owned enterprises and some private enterprises pay more attention to fulfill and disclose the social responsibility, which implies the effectiveness of corporate social responsibility on capital market. In addition, as individual investors have dominated the Chinese stock market for a long time, it is worth studying that whether the investors will consider the non-financial performance indicators while they are valuing the financial position and economic benefits, and to what extent can the non-financial performance will affect investors' investment decisions.

According to the recent researches, as the whole society pay more attention to the corporate social responsibility, investors' attention to the company's non-financial information is increasing. Although many researchers have validated the usefulness of social responsibility information on investment decision from different aspects which helps us understand the "black box" between social responsibility performance and investment intentions, the evidences are not sufficient and the conclusions of these literatures are not consistent. By combing the existing literatures, we find that there are few studies on the economic aftereffect of the corporate social responsibility from the perspective of individual investors, and most literatures only discussed from the view of social performance, ignoring the mutual influence of the financial performance and social performance. Moreover, the intermediary mechanism between corporate social responsibility and investor behavior needs to be further integrated.

Based on the limitations of above research, we explore the decision-making psychology of individual investors in the securities market from the individual level and examine the interacting effect of social performance and financial performance on investor investment intention by combining the signal theory and available funds hypothesis. Taking advantage of the contextual research, this paper validated the interaction and mechanism of corporate social responsibility (high/low) and financial performance (high/low) on the investment intention of individual investors.

The results show that, (1) Corporate social performance and financial performance have an interactive effect on the investment intention of individual investors. Compared with the low level of financial performance, when the financial performance is higher, the corporate social performance has a positive impact on the investment intention of individual investors. (2) Corporate social performance and financial performance can affect investor behavior by influencing investors' perception and evaluation for corporate reputation. Regardless of the financial performance, social responsibility behaviors can affect investors' emotional experience to the enterprise to a certain extent, thereby affecting investment tendencies. (3) The moderation function of long-term investment. Investors who prefer long-term investment are more influenced by the level of social responsibility performance. (4) Regardless of the financial performance, the corporate social responsibility behavior has a positive impact on the investment decision. Particularly, even for poor financial conditions, its insistence on social responsibility can still improve investors' evaluation of the company.

This study directly contributes and adds evidences to the literature of corporate social responsibility in several ways. First of all, from the perspective of psychology and behavioral finance, we prove that individual investors hold a positive attitude towards the behavior of listed companies who undertake social responsibility. Secondly, our study provides new evidence for the effectiveness of corporate social responsibility in Chinese capital market, which fills the gap to the corporate social responsibility in the transition economy and has important implications for policymaker who aim to promote the effectiveness of the social responsibility.

Key Words: social responsibility performance; financial performance; investment intentions; individual investors; corporate reputation

JEL Classification: M10, M14

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2018.02.005

(责任编辑:霄雪)