

# 社会责任投资与公司价值相关性的理论探索

孙硕<sup>1</sup> 张新杨<sup>2</sup>

(1.中国人民大学财政金融学院, 北京 100033; 2.长江证券承销保荐有限公司, 北京 100032)

**摘要:** 社会责任投资的产生和发展与全球社会可持续发展策略密不可分, 也是投资从简单追求股东利益最大化向追求满足利益相关者权利转变的实践体现。社会责任投资者通过各种股东行动去影响控股股东或经营管理层的行为, 将社会责任投资者的社会价值观灌输、实现到企业行为中去, 推动企业在履行社会责任过程中充分考虑了利益相关者利益, 利益相关者又因此对企业的生存和发展注入了专用性投资并分担一定的企业经营风险。同时, 企业践行社会责任会降低融资成本和经营风险。长期而言, 公司社会责任价值将得到持续提升。

**关键词:** 社会责任投资; 公司价值; 企业行为

**作者简介:** 孙硕, 中国人民大学财政金融学院博士生, 研究方向: 风险投资。张新杨, 男, 复旦大学金融学博士, 长江证券承销保荐有限公司, 研究方向: 资本市场。

**中图分类号:** F830.9 **文献标识码:** A

## 社会责任投资的实践与发展

企业社会责任 (Corporate Social Responsibility, CSR) 和社会责任投资 (Social Responsibility Investment, SRI) 兴起源于上世纪六十年代以来世界经济和文化的巨变, 公民权利、反对越战、环境保护、能源危机、反对南非种族隔离、发展的可持续问题、企业的利益相关者权益等推动了各界对社会可持续发展的关注和研究、推动了企业社会责任的发展, 也催生了社会责任投资的蓬勃发展。社会责任投资 (SRI) 在投资领域和决策中结合了社会和环境的考量, 他们在做出一个投资决策时, 不仅仅需要考虑其经济回报, 还同时需要将利益相关者权益、社会、环境和法律因素等考虑在内。在强调财富增长与利益相关者的协调发展、与社会关怀相结合的投资理念在近年来逐渐受到海外投资界的认可, 社会责任投资基金的发展也令人瞩目: SRI 在美国以很快的发展速度得以扩张, 特别是和传统意义上的投资资产管理相比。截止 2010 年, 在 SRI 理念指引下的投资资产管理总额达到 3.07 万亿美元, 和 1995 年的 6390 亿美元的管理规模相比, 年增长幅度超过 34%, 累计增加幅度超过 380% (详见表 1)。遵循 SRI 理念、按照 ESG 方式进行管理的投资基金数量从 1995 年的 55 家增加到 2010 年的 493 家, 管理的资产从 126 亿美元增加到 2010 年的 5690 亿美元 (详见表 2)。而同期投资资产管理的规模从 7 万亿增长到 25.2 万亿, 增长比例仅有 260%。在 2007—2010 年的金融危机中, 传统投资资产管理增长幅度增幅小于 1%, 而社会责任投资则取得了超过 13% 的较好的增长势头。社会责任投资的大幅增加一方面是资金流入现有的社会责任投资产品, 另一方面是新的社会责任投资产品的不断发行, 此外, 原来不奉行社会责任投资理念的资产管理人和机构越来越多地采用社会责任投资理念配置资产。据汤姆森-路透-尼尔森调查显示, 目前在美国资产管理市场上, 约 1/8 的投资资产管

理（25.2万亿美元中的12.2%）是按照社会责任投资理念及策略来进行管理的。

表1 1995~2010年美国社会责任投资发展表（单位：十亿）

类别	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2010
综合考虑 ESG 类	162	529	1497	2010	2143	1685	2098	2512
股东主张类	473	736	922	897	448	703	739	1497
社区投资类	4	4	5	8	14	20	25	41.7
重叠类	N/A	84	265	592	441	117	151	981.18
总计	639	1185	2159	2323	2164	2290	2711	3069

（资料来源：SIF）

表2 1995~2010年ESG投资基金数量及资产规模（单位：十亿）

类别	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2010
基金数量	55	144	168	181	200	201	260	493
管理资产规模	12	96	154	136	151	179	202	569

（资料来源：SIF）

欧洲2009年底社会责任投资资产达到5万亿英镑，其中核心社会责任投资管理的资产为1.2万亿，广义社会责任投资管理的资产为3.8万亿。在过去数年的时间里，欧洲社会责任投资基金资产保持年增长37%，特别是从2007年的2.7万亿到2009年的5万亿，两年增长87%。英国、法国和荷兰是欧盟社会责任投资市场，近年来意大利、法国和荷兰三国则保持了较快的增长幅度。而机构投资者是掌管社会责任投资的绝对主力（92%的社会责任投资资产由机构投资者管理）。据国际金融公司估计，在新兴市场约有270亿美元的社会责任投资，亚洲可持续和责任投资协会（Association for Sustainable & Responsible Investment in Asia ASRIA）强调在新兴市场中SRI投资者们面临的问题是与社会和环境相关的一些标准化、可信赖的信息的缺乏，但是SRI在新兴市场上推动可持续发展和处理比较难的环境方面和利益相关者链条等方面可以起到独特的作用。全球范围内，不同国家和地区，不同发展阶段给社会责任投资赋予的内容也不同。比如英美更多强调经济议题，而欧洲大陆更多强调宗教信仰等，而每一个具体的社会责任投资基金也有其侧重，不代表会体现社会责任投资全部、完整内容。整体而言，投资者对企业责任提升的关注已经成为一个全球趋势。

近年来，我国社会责任投资的发展逐步引入并为公众所了解，2007年12月深交所信息公司与泰达股份联合推出国内资本市场第一只社会责任型投资指数，并随后推出深证责任R、深圳责任P、巨潮-CBN-兴业基金社会责任等指数。2008年4月，兴业全球基金管理有限公司（Aegon-Industrial）发行中国首只社会责任基金——兴业社会责任基金。上交所2009年8月开始发布社会责任指数，同年11月，另外两个新的企业社会责任指数产生，即巨潮-CBN-兴业全球基金社会责任指数和社会责任投资指数<sup>1</sup>。近期，兴业绿色基金业成为我国第二只社会责任投资基金。兴业社会责任基金和兴业绿色基金因其市场表现良好受到基金行业和投资者的关注。

<sup>1</sup> “巨潮-CBN-兴业全球基金社会责任指数”：由兴业全球基金有限公司、深圳证券信息有限公司和上海第一财经传媒有限公司共同编制；“社会责任投资指数”由中国企业社会责任同盟、上海交通大学中国企业研究院联合发布。

## 社会责任投资提升公司价值的理论解释

传统的以股东价值至上为中心的观点认为，公司最大的目标就是股东利益最大化。这种观念占据着经济学理论的主流地位，相对应的认为公司承担社会责任就是增加公司成本，降低公司利润，导致股东利益受损，这种传统观点在本文不再详述。本文重点阐述基于社会责任理论和利益相关者责任理论下社会责任投资提升公司价值的几个理论解释，并从委托代理的角度对企业的两类利益相关者和公司价值之间的关系进行了探讨。

### 一、企业社会责任带来企业绩效的几个理论解释

1. 社会影响假说。社会影响假说认为，企业履行社会责任越好，那么企业的财务绩效表现就越好。这主要是因为：

(1) 企业承担社会责任的成本很小，但是收益很大。Moskowitz (1972); Parket and Eibert (1975) 和 Soloman and Hansen (1985) 等学者提出，假定企业实施改善员工相互关系的政策，提高员工工作环境，尽管成本很小，但是可以较好地提升员工士气和工作的生产效率，因而企业的比较优势得到较大提高。特别是在人力资本占企业成本日益增大的今天，显得更为突出。与此同时，也有助于企业更容易招收更高素质的员工，在降低运营成本的同时提高了企业的经营效率。最近在国内服务业风行的“海底捞”现象就是员工对企业价值提升最好的例证。“海底捞”公司因为尊重员工，让每个员工在海底捞都有家的感觉，对员工充分授权（普通服务员可以决定是否给顾客打折或赠菜），将每个普通员工的命运和海底捞紧密相连，让员工对顾客的服务从“要我服务”到“我要服务”，使得海底捞的普通员工工作创造性和主动性大大增强，企业在竞争力激烈的餐饮服务业中脱颖而出，公司拥有其他竞争者无法比拟的核心竞争力。

(2) 企业履行社会责任会增加一定的企业成本，但是这些成本的增加可以被因为企业践行社会责任带来的其他成本的降低所抵消。这个观点得到利益相关者理论的强烈支持。即，利益相关者对企业的生存和发展注入了专用性投资，这些利益相关者如经销商和供应商会分担一定的企业经营风险，或者会为企业的经营活动付出代价。如长期关系良好的供应商可以在公司资金短缺的时候暂缓收取资金，与公司一同度过难关。

2. 资金提供假说。资金提供假说的观点认为，在企业绩效和企业承担的社会责任关系中，企业财务绩效是因，社会责任绩效是果，好的企业财务绩效会产生更好企业社会责任绩效。Ullmann (1985) 和 Waddock and Graves (1997) 的研究指出，这主要是由于财务状况好的公司会产生闲散的资源，而企业可以把这些资源投入到改善社区、雇员关系和环境状况这些社会责任的领域中去。

3. 最优社会责任假说。最优社会责任假说提出，企业社会责任和企业财务绩效之间的关系不是一种简单的线性关系，而是存在一种类似于倒U型的关系。学者 Bowman and Haire (1975); Sturdivant and Ginter (1977) 以及 Lankoski (2000) 年都支持这一观点。

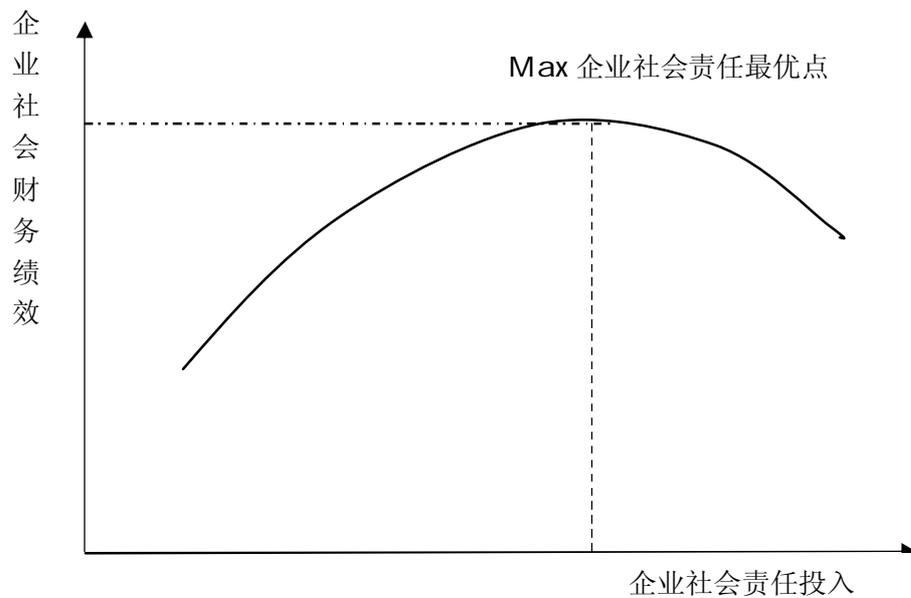


图 1 最优社会责任示意图

从图 1 可以看出，如果企业过多的提升社会责任的投入，增加社会责任绩效，那么会相应的减少企业的财务利润。

最优社会责任假说能很好地解释我国经济转轨过程中国有企业过去存在的承担大量社会性职责，企业办社会情况严重，最终导致企业投入过大，包袱过重，国有企业投入了过多的资金和资源在社会责任上，在效用已经超过了企业社会责任最优点，导致企业财务绩效降低。最终无法适应市场经济的外部环境的情况。

## 二、社会责任投资影响企业行为的几种方式

社会责任投资者通过各种股东行为影响、改善着企业的行为，进而使得企业社会责任得到不断提升。各种股东行动中有直接的方式、也有间接方式，有的是主动方式、也有被动的方式，但是各种股东行动的主旨只有一个，那就是通过股东行动去影响控股股东或经营管理层的行为，将社会责任投资者的社会价值观灌输、实现到企业行为中去。主要的影响方式如下：

1. 股东对话。股东对话是股东行动中比较常用的方式，许多企业的管理层在股东提交正式提案前就会与投资者进行对话。股东与企业经营层进行初步对话，告诉社会责任投资者们关注的企业社会责任议题，双方就该类问题进行沟通，共同探讨解决之道。这种方式和其他方式相比较，节约成本，缩短时间。而且，社会责任投资股东采取这种方式和管理层进行对话，通常是一对一方式，不需要和其他股东共同行动。这种方式对社会责任投资股东和公司经营层之间在沟通企业社会责任议题上可以充分交流，效果可以持续多年。因此这也是社会责任投资股东行动最为常见的方式。随着机构投资者不断增大的规模，管理层会越来越重视社会责任投资股东的要求。因为一旦双方没有达成共识，可能的替代方案就有可能被社会责任投资股东提交股东大会，一旦提交股东大会，可能会威胁到公司以股东期望的方式做出改变。因此，在可能的情况下，公司管理层宁愿在此阶段做出妥协和让步。

2. 股东提案和代理投票。根据美国法律和美国证监会（SEC）的相关规定，只要提案股东拥有价值 2000 美元的公司股份（或 1% 的公司股份）并持股一年以上，就可

以与企业的管理层、董事会针对某一问题进行交涉和协商，同时具有提案权。提案可以要求公司管理层、董事会提供相关文件资料或要求公司对其行为或政策进行改变。如果该提案没有与公司管理层达成协议或未能得到解决，那么该提案会提交到公司的年度股东大会上进行投票。如果投票通过，公司将按照股东提案方式进行政策调整；即使提案未予通过，也表明所提问题值得企业重视，特别是如果出现 10% 以上的支持率，也会给董事会和管理层很大的压力，迫使他们对 CSR 议题做出肯定的反应。特别是 1992 年美国证监会放宽了股东征集代理投票权的限制后，股东之间可以相互联系，出现许多社会责任投资股东相互联系、广泛征集代理投票权的现象。这种代理投票权征集的活动既保证了不能出席股东大会的股东继续行使投票权、也使得机构投资者能通过征集投票权而增强投票影响力。社会责任投资股东可以与其他投资者相互联合在股东大会上对关注环境、社会、公益的提案进行支持，进而影响企业的行为，促使企业践行社会责任。目前许多共同基金和机构投资者在他们的网页上公开他们的代理投票政策，定期公布代理投票信息，使得投资者更加清楚他们的操作过程。和股东对话相比，股东提案和代理投票都是公开的行为，是股东民主活动的体现，这种方式更为公开和透明。其次，它严格按照公司治理的有关流程和程序，客观上推动了公司法人治理的完善。

3. 发布黑名单。发布黑名单行动时社会责任投资机构主动行动的一种，它又称为劣迹公司曝光，旨在通过媒体的力量给那些表现不好的企业进行施压，迫使管理层采取有效措施改善公司形象。发布黑名单行动最早是由美国加州公共雇员养老基金在上世纪 80 年代发起的。现在，发布黑名单的行动通常由机构投资者协会这类的社会组织来发布，防止单个机构投资者或基金经理人因曝光劣迹公司而遭到报复。一般被列入黑名单的公司的管理层大多愿意与机构投资者进行协商来解决问题。

通过上诉几种主要方式，社会责任投资股东通过积极参与公司治理，不断推动公司治理结构完善、维护股东权益。目前，机构投资者已经成为社会责任投资的主力，他们在关心企业财务绩效的同时，还要求企业积极履行社会责任。随着社会责任投资机构的不断壮大，他们对企业的影响力也越来越强。

### 社会责任投资提升公司价值的模型分析

委托一代理理论是公司治理的核心问题，也是公司社会责任投资的基础。Jenson 和 Meckling (1976) 把现代公司产生的委托问题描述为：给定委托代理双方都以利益最大化为出发点，委托人可以通过建立恰当的机制来减少代理人的越轨行为的程度，但是机制设计本身会产生成本，使得委托人的福利受到损失，这种损失成为“剩余损失” (residual loss)。但是随着研究的不断深入以及经验研究发现，公司治理中的委托代理问题并非仅仅限于股东和经理人之间，管理层与员工之间就工作努力程度，企业外部利益相关者与企业之间的都存在类似的委托代理问题。本文仅以企业对外部利益相关者的努力作为企业社会责任投资的研究对象。

一般来说，企业的利益相关者包括企业内部人和外部人，前者如企业的员工、管理层和实际控制人等，后者包括企业所位于的社区、债权人、外部投资者、供应商和消费者等。相应的，企业社会责任投资包括对内部人的社会责任投资和对外部人的社会责任投资，在信息不对称的条件下，对内部人，如员工的社会责任和ang管理层持股计划有利于减少委托代理成本，提高企业的执行效率，总体上增加企业价值。

在信息不对称条件下，对外部人的社会责任投资，如对债权人、供应商、消费者

和社区环境等投资有助于增强企业的持续成长能力，是企业强制性信息披露之外最重要的私人信息，企业进行符合其自身条件的社会责任投资等于向市场投资者传递企业内部信息而对其市场价值产生影响。一般来说，非对称信息导致的逆向选择使得帕累托最优的交易不能实现，从而影响了企业价值和社会效率。如果拥有私人信息的一方有办法将其私人信息传递给交易对方，那么交易的帕累托改进就能达到。如保险市场的分类合同、旧车市场卖主提供的质量保证承诺、劳动力市场的教育水平等。在资本市场，由于监管机构的强制性信息披露，投资者能对企业的市场价值做出一般性的判断和甄别，根据目前中国证监会编制的强制性信息披露格式准则，从单个信息披露的角度不可谓不完善，但有研究表明企业上市之后的3年内其净资产收益率呈逐步下降趋势，也有在持续性信息披露的过程中，定期报告表现不错的企业由于出现突发事件如安全生产事故、社会群体性事件和重大丑闻等而瞬间崩盘。因此，强制性的财务信息披露还不足以揭示企业的真实信息状态，尤其是涉及企业社会责任信息披露不够，导致企业的可持续发展能力受到影响。

作为整个社会的一份子，企业通过交易从外部获得生产所需的固定资产、原材料，经过企业生产后出售给外部的消费者，同时还会向银行、投资者寻求资金上的支持，因此企业的可持续发展与外部利益相关者息息相关，因此主动承担企业社会责任并披露这一信息，不仅是企业可持续发展的必要，而且也将传递给投资者一个积极的信号。

### 1. 假设与记号

存在两类参与人， $I = \{1, 2\}$ ，参与人 1 为信号发送者，即承担社会责任投资的企业，参与人 2 为信号接受者，即外部投资者或潜在投资者。参与人 1 的类型由两部分信息构成，强制披露的财务信息  $\theta$  和选择性披露的非财务信息  $\phi$ ，投资者能观察到公开的强制披露信息，但不能观察到非公开或选择性披露的非财务信息，因此这种非财务私人信息在外部投资者和企业控制层之间存在不对称的分布，因此投资者仅通过强制性财务仍难以确定企业的真实类型。不同类型的参与人可能披露的强制财务信息是相同的，但由于获得这些财务信息的投入存在差异，因此两者的类型存在差异。

假定第 1 类参与人的生产经营水平有两种类型  $v = H$ （高水平）和  $v = L$ （高低水平），企业知道自己的真实水平  $v = \theta + \phi$ ，投资者根据强制性公开的财务信息  $\theta$  只能知道  $v = H$ （记为  $V_H$ ）和  $v = L$ （记为  $V_L$ ）的概率为  $p$  和  $1 - p$ 。

假定存在两个时期  $T - 1$  和  $T$ ，企业在  $T - 1$  期选择其承担的社会责任投资  $s$ ， $s \in [0, \theta]$ ， $\theta \leq \theta$ ， $s = 0$  代表不进行社会责任投资，短期内，社会责任投资回报率要小于其他投资的回报率，从而影响到其经营业绩，令  $\pi$  为企业在  $T$  时期的利润， $\pi \in [0, \theta]$ ，企业知道  $\theta$ ，但投资者只能通过企业披露的强制性财务信息和社会责任投

资信息后知道 $\theta$ 的概率分布 $f(\theta)$ ，通常认为在相同的财务信息条件下，社会责任投资大，企业的市场价值越高。

## 2. 目标函数

假定企业目标是最大化企业在 $T-1$ 期的市场价值和 $T$ 期的期望价值，即：

$$\max_s V(s, V_{T-1}(s), \theta) = \alpha V_{T-1}(s) + (1-\alpha)\beta\left(\frac{\theta}{2} - \frac{s}{\theta}\right)(r-c)sK$$

其中 $V_{T-1}(s)$ 是在 $T-1$ 期给定社会责任投资 $s$ 时的企业市场价值， $\frac{\theta}{2}$ 是企业期望

收益， $\frac{s}{\theta}$ 是企业由于进行社会责任投资而失去投资机会的概率， $r$ 为投资者要求的市场

收益率，同时也是由于进行社会责任投资而避免受到不利影响的概率，如受到市场声誉受损、商业信用降低、行政处罚、诉讼甚至破产等， $s$ 为在不利影响情况下的损失，

$\alpha \in (0,1)$ 为权数，其大小取决于 $[T-1, T]$ 和 $[T, T+1]$ 发生重大交易的概率，如再融资交易、并购交易等，如我国的IPO融资和再融资均以交易发生上一年的企业收益作为定价基准， $\beta \in (0,1)$ 为贴现系数， $K$ 为市盈率水平。该假设表明企业追求的是多期的发展，即一种可持续的发展方式。

当企业选择社会责任投资水平 $s$ 时，企业可合理预测到投资者将从 $s$ 推断企业的真实业绩 $\theta$ ，从而选择 $V_{T-1}(s)$ 。

如果企业选择 $s=0$ ，那么其市场价值为： $V_{T-1}(0) = pV_L + (1-p)V_H$ ，由于假定企业业绩 $\theta$ 服从均匀分布并且投资者知道该分布，因此 $V_{T-1}(0) = \frac{1}{2}(V_H + V_L)$ 。如果企

业选择 $s > 0$ ，那么其市场价值 $V_{T-1}(s) = (p - \gamma\frac{s}{\theta})V_L + (1-p + \gamma\frac{s}{\theta})V_H$ ，同理由于投资

者知道企业业绩的分布情况，因此 $V_{T-1}(s) = (\frac{1}{2} - \gamma\frac{s}{\theta})V_L + (\frac{1}{2} + \gamma\frac{s}{\theta})V_H$ ，其中 $\gamma \in (0, \frac{1}{2}]$ ，

为一概率影响因子，因为除了社会责任投资外，还有其他因素能揭示或影响企业真实的业绩，如负债水平、行业特征、宏观经济环境等，因此将其影响因子限定在 $\frac{1}{2}$ 的水

平，因此在  $T-1$  期，企业进行社会责任投资能有效提升其市场价值。

### 3. 均衡及其条件

一般来说，信号显示博弈的精炼贝叶斯均衡子集可以分为分离均衡、混同均衡和准分离均衡三类。在分离均衡状态下，不同类型的信号发送者以 1 的概率选择不同的信号。假定只有两种类型的企业  $\theta_i, i = 1, 2$ ，分别是经营水平高于平均水平企业和经营水平低于平均水平企业两种；两种信号  $s_i, i = 1, 2$ ，分别为进行社会责任投资和不进行社会责任投资，分离均衡意味着：如果  $s_1$  是类型  $\theta_1$  的最优选择，那么  $s_1$  不可能是  $\theta_2$  的最优选择，并且  $s_2$  一定是  $\theta_2$  的最优选择。即：

$$V_1(s_1, a^*(s), \theta_1) > V_1(s_2, a^*(s), \theta_1);$$

$$V_1(s_2, a^*(s), \theta_2) > V_1(s_1, a^*(s), \theta_2);$$

其中  $V_1$  表示第一类参与人的收益函数， $a^*(s)$  为均衡状态下参与人采取的行动。后验概率为：

$$p^*(\theta_2 | s_2) = 1, \quad p^*(\theta_1 | s_2) = 0;$$

$$p^*(\theta_2 | s_1) = 0, \quad p^*(\theta_1 | s_1) = 1.$$

准分离均衡是一种特殊类型的分离均衡，在这种均衡状态下，一部分信号发送者随机的选择要发送的信号，另一部分信号发送者选择特定的信号。而混同均衡则说明不同类型的信号发送者选择相同的信号，因此信号接受者不修正其先验概率，此时信号发送者的行动选择不提供任何新的信息。

一般来说，分离均衡能给信号接受者提供额外的信息，接受方根据该信息采取不同的行动或措施，从而达到各博弈方的一个均衡状态，通常这种均衡在某种程度上能达到信息不对称条件下的交易帕累托改进。

根据分离均衡的“斯宾赛——米尔利斯条件”（Spence-Mirrlees condition），我们得到：

$$\frac{\partial^2 V(s, V_{T-1}(s), \theta)}{\partial s \partial \theta} = \frac{2(1-\alpha)\beta K r s}{\theta^2}$$

当  $s > 0$ ,

$$\frac{\partial^2 V(s, V_{T-1}(s), \theta)}{\partial s \partial \theta} = \frac{2(1-\alpha)\beta K r s}{\theta^2} > 0$$

这表面经营管理水平高于平均水平  $\theta$  的企业，越有能力进行社会责任投资，满足“斯宾

赛——米尔利斯条件”分离条件。

将  $V_{T-1}(s)$  代入  $V(s, V_{T-1}(s), 0)$  函数并对  $s$  求导得到一阶条件：

$$\frac{\partial V}{\partial s} = \frac{\alpha\gamma(V_0 - V_0)}{0} - \frac{2(1-\alpha)\beta Ks(r-c)}{0} = 0$$

可得到：

$$s = \frac{\alpha\gamma(V_0 - V_0)}{2(1-\alpha)\beta K(r-c)}$$

为便于分析，令  $\alpha = \frac{1}{2}$ ， $\gamma = \frac{1}{2}$ ， $\beta = \frac{1}{1+r}$ ， $V_0 = (B + \theta) \times k$ ， $k$  为市净率， $B$  为期初净资产，由此可得到：

$$s^* = \frac{\theta(1+r)k}{2(r-c)K}$$

此即为企业在均衡战略时采取的社会责任投资水平，该式表明，越是质量高的企业，即  $\theta$  越大，社会责任投资的水平越高，同时还表明市净率越高的企业，企业社会责任投资水平也趋向越高，由于市净率反映企业的长期投资价值，因此注重长期投资价值的企业将增加社会责任投资；与此不同的是，市盈率越高的企业其社会责任投资趋于下降，这也反映了企业的短期投资行为不利于其社会责任投资的水平。将上式代入  $V_{T-1}(s)$ ，从而得到  $T-1$  时均衡状态的企业市场价值为：

$$V_{T-1}(s^*) = V_0 + \frac{\theta + s^*}{2} k$$

影响企业社会责任投资的因素很多，社会责任投资的表现也有很多方面，总体上，企业社会责任投资需要一个良好的外部环境，包括市场环境、公司治理和投资者参与等。但企业的价值、绩效是其参与和推断社会责任投资的根本因素，通过上述模型分析表明企业的绩效管理水平和员工的劳动生产率水平、行业属性和发展阶段等因素是决定企业社会责任投资的重要因素。而社会责任投资本身又将这些因素以信号的形式反馈给市场，形成良性的互动，从而为社会责任投资创造一个良好的市场环境。推行社会责任报告是有效传递企业履行社会责任行为的有效方式，通过相关的政策法规的自定，在上市公司中推行社会责任报告制度，有利于避免“柠檬市场”效应，让社会责任绩效好的企业拥有更低的融资成本，让社会责任投资股东通过积极参与公司治理，不断推动公司治理结构完善、维护股东权益，提升公司价值。

社会责任投资作为一种可持续发展理念下的投资模式，它有意识为那些同时关注社会责任和财务绩效的公司提供资金支持，同时它可以推动所投资企业履行社会责任，助推兼顾社会目标和经济目标的公司成长壮大，提升公司价值，进而推动社会的可持续发展。相信随着企业社会责任理念的进一步深入人心，社会责任投资基金的发展和相关社会责任指数的开发，未来的社会责任投资将会有更为广阔的空间。

参考文献:

[1]Abigail McWilliams, Donald Siegel. Corporate social responsibility: a theory of the firm perspective [J]. Academy of Management Review, 2001,26(1):117-127.

[2]Milton Friedman. The social responsibility of business is to increase its profits [J]. New York Times Magazine, 1970,September 13

[3]Archie B Carroll. A three-dimensional conceptual model of corporate social performance [J]. Academy of Management Review, 1979,4(4):497-505

[4]Dodd, For Whom Are Corporate Managers Trustees,45 Har.L.Rev.1160-1161(1932)

[5]卢代富.企业社会责任的经济学和法学分析[M].法律出版社, 2002.

[6]刘曼红, 杨玲.从道琼斯可持续发展指数到中国德益投资—社会责任投资指数的影响和意义[J].环境经济, 2007, (8).