

# 管理者长期主义促进了商业向善吗?

——基于创业板上市公司社会责任的视角

徐 宁 张 迪 李昱潼

**内容提要:**商业向善是维系企业乃至社会可持续发展的必由之路,但创业板公司在履行社会责任方面的积极性整体偏弱,内生动力尚不明确。本文基于跨期选择理论,在运用文本分析与机器学习方法构建管理者长期主义指标的基础上,以创业板上市公司为样本研究管理者长期主义特质对企业社会责任承担的影响及机制。结果显示:(1)管理者长期主义能够有效促进创业板公司社会责任的履行;(2)管理者长期主义能够通过缓解两类委托代理问题与提高内部控制质量促进创业板公司的社会责任承担;(3)管理者激励强度与环境不确定性等内外部因素增强了管理者长期主义对创业板公司社会责任承担的积极效应;(4)在非国有产权性质下以及位于市场化指数较高的地区,管理者长期主义的作用更为明显。本文的研究结论丰富了创业板公司社会责任前因以及管理者长期主义作用后果的相关文献,拓展了跨期选择理论在管理学领域的应用边界,并为组建与激励高管团队以促进商业向善提供了新视角与新路径。

**关键词:**管理者长期主义 企业社会责任 文本分析 机器学习 跨期选择理论

**中图分类号:**F272

**文献标识码:**A

**文章编号:**1000-7636(2025)09-0108-18

## 一、问题提出

近年来,外部环境的纷繁复杂与高度不确定性给企业带来了前所未有的挑战。在中国多层次资本市场中,创业板公司大多具备高成长性、高创新性的特点。对于该类企业而言,维系生存与追求快速增长固然重要,但以短期业绩为导向的“走捷径、挣快钱、捞浮财”等投机性行为,以及技术隐患、用户信息泄露等社会责任缺失的行为往往成为影响其长期价值增长的羁绊。随着人们对企业社会责任认知的不断增强,经济价值不再是企业追求的唯一目标,社会目标导向成为市场经济转型中不可或缺的发展动力<sup>[1]</sup>,新修订的《中华人民共和国公司法》也正式将企业社会责任法治化。社会文化与法律层面的双重变革,使得创业板公司在探

收稿日期:2024-11-28;修回日期:2025-07-14

基金项目:国家自然科学基金面上项目“久久为功方能善治:管理者长期主义塑造机制及作用效果研究”(72372090)

作者简介:徐 宁 山东大学管理学院教授、博士生导师,济南,250100;

张 迪 北京大学光华管理学院博士研究生,通信作者,北京,100871;

李昱潼 山东大学管理学院博士研究生。

作者感谢匿名审稿人的评审意见。

索创新模式与满足顾客需求的同时,被赋予更多的社会使命。但相对于主板投资者,创业板投资者的股票持有期更短,更加关注短期收益,而对于长期价值收益却往往漠不关心<sup>[2]</sup>。主板投资者通常将履行社会责任认定为一种增值行为,而创业板投资者则对社会责任持有一种模糊的评价<sup>[3]</sup>,致使创业板公司的绿色治理指数在三大上市板块中最低<sup>[4]</sup>。截至 2023 年 12 月,在 1 333 家创业板上市公司中,仅有 11.63% 的公司出具了社会责任报告。因此,外部因素驱使下的创业板上市公司社会责任承担行为面临更多的不确定性,探究其社会责任履行的内生驱动力将具有更为重要的意义。

纵览实践中的高成长优质企业,几乎都有一个共性,就是面对纷繁复杂的环境以及进退维谷的决策之时始终坚持以创造长期价值为导向,将可持续发展和企业社会责任置于商业模式之上,追求创造更长久的社会价值。值得探究的是,管理者长期主义特质是否才是企业“善治”内驱力的真正来源?在学术界,部分学者探究了高管任期<sup>[5]</sup>、高管性别<sup>[6]</sup>、高管海外经历<sup>[7]</sup>、高管能力<sup>[8]</sup>、首席执行官(CEO)职业关注<sup>[9]</sup>等因素对企业社会责任的影响。鲜有文献涉及管理者时间特质层面,尤其针对创业板上市公司的研究,多聚焦于风险投资<sup>[10]</sup>、公司治理结构<sup>[11]</sup>、绿色信贷政策<sup>[12]</sup>等因素,从管理者隐性特质的视角出发研究创业板上市公司社会责任履行动机的文献较少。

时间导向相关研究表明,管理者个人对于时间的认知特质会决定其行为选择,并影响企业的战略决策与长期发展<sup>[13]</sup>。一般而言,时间导向被划分为长期与短期两个视角<sup>[14-15]</sup>。短期主义的管理者倾向于关注当下能够即刻满足的利益,追求有利于短期利益最大化的决策与结果<sup>[16]</sup>;长期主义的管理者有助于提升新产品开发的成功率<sup>[17]</sup>,以及增强战略决策的全面性、创造性和长期性<sup>[18]</sup>。从战略管理视角出发,长期主义是一种认知与思维模式,表现为以长期价值为导向而放弃眼前利益的抉择取向,以及在等待中展现的自我控制能力<sup>[19]</sup>。在实务界推崇长期主义的同时,巴尔祖扎和塔利(Barzuza & Talley, 2020)<sup>[20]</sup>提出了“长期偏差(long term bias)”这个独特的概念,其核心观点是,由于控制错觉定律(illusion of control)与过度自信等问题,管理者会“自信地犯错误”,即使优秀的管理者也可能会盲目选择次优的甚至失败的长期项目。卡斯蒂尔(Kastiel, 2020)<sup>[21]</sup>却对此做出了强烈回应,认为“长期偏差”并不存在,长期主义仍然是卓越企业应该追求的本质逻辑,经理人的决策失误往往是由于信息不对称与有限理性等客观原因,不应过度污名化。由此,管理者长期主义的作用效果在学术界引起了激烈争论,多数研究以理论演绎与案例分析等质性方法为主,缺少大样本实证研究的支持。蔡等人(Choi et al., 2023)采用全球样本,验证了长期导向的积极效应<sup>[22]</sup>,但更多的是基于国家宏观层面,且在测量方式上选择了霍夫斯泰德的长期导向量表。上述文献对于时间导向的测量方式,多局限于问卷调查,无法规避主观认知偏见等问题<sup>[23]</sup>。也有文献采用长期资本支出等指标<sup>[24]</sup>,但其并不能代表管理者的时间导向,而是长期主义反映在企业行为上的结果。因此需运用更为科学的方法构建管理者长期主义的评价指标,并在此基础上对管理者长期主义的作用机制与效果进行进一步探索,从而有效回应“长期偏差”的理论悖论。

鉴于此,本文运用创业板上市公司数据,探究管理者长期主义对企业社会责任承担的影响及机制,以期丰富与拓展创业板上市公司社会责任影响因素以及管理者长期主义作用后果的相关研究。本文的主要边际贡献有三点。第一,将跨期选择理论引入成长型创新创业类企业的社会责任决策情境之中,验证了管理者长期主义这一隐性特质指标对创业板上市公司社会责任的促进作用,突破以往研究<sup>[10, 25]</sup>多关注于外部因素的局限性,从管理者时间特质层面丰富了企业社会责任的前因研究,提出研究创业企业社会责任内生驱动力的新视角。第二,丰富与拓展了管理者长期主义作用后果的研究文献,验证并阐释了创业板企业需要培育“耐力”而非加大“火力”的可持续发展路径。近年来,理论界逐渐兴起的有关长期主义的理论辨析并没

有取得一致性结论,而且多以质性研究为主<sup>[20-21]</sup>。本文通过大样本经验证据对长期主义的作用机制及效果进行实证研究,并采用多种方法来解决内生性与稳健性问题,从而有效回应了学术界有关“长期主义”的激烈争论。在此基础上分别探讨了管理者激励强度、环境不确定性等内外部因素与管理者长期主义的交互效应,从内部激励和外部压力的双重视角丰富了影响创业板企业社会责任发挥的情境因素研究。第三,揭示了管理者长期主义能够有效降低两类委托代理成本并提高内部控制质量,进而促进企业承担社会责任的内在传导路径,拓展了管理者隐性特质因素对企业社会责任作用机制的相关研究。降低代理成本是公司治理研究领域的核心关注点<sup>[26]</sup>,多数研究集中于高管激励等治理机制层面<sup>[27-28]</sup>,但上述治理机制存在的“双刃剑”悖论一直是困扰学术界的难题。本文的研究表明,选择并塑造具有长期主义特质的管理者是降低代理成本的关键路径,即有效解决逆向选择问题比缓解道德风险问题更加重要。

## 二、理论分析与研究假设

### (一)管理者长期主义与创业板公司社会责任

跨期选择理论(intertemporal choice theory)认为,跨期决策是指对不同时间点的结果进行权衡或比较,从而做出选择的行为。个体在决策时需要在眼前的利益得失与将来的利益得失之间做出权衡与取舍<sup>[29]</sup>。根据该理论,未来收益需要经过贴现才能够与现期收益的价值相等同,个体对于成本与收益的权衡会由于时间贴现率(对未来收益或成本的贴现程度)的感知差异而不同<sup>[29]</sup>。以往研究从客观时间角度探讨了人们的跨期决策偏好,忽视了个体对时间的主观感知<sup>[30]</sup>。跨期选择理论为诠释决策者行为提供新的分析视角,被广泛应用于风险投资、分红策略、保险研究等领域<sup>[31]</sup>。本文将跨期选择理论引入企业社会责任研究领域,可以更为有效地揭示创业板公司社会责任承担决策的博弈过程。

在创业板公司社会责任行为方面,管理者面临着“追求短期的快速发展而不惜以牺牲长远利益为代价”,还是“关注可持续发展及利益相关者利益而放弃短期获利的机会主义行为”的跨期决策问题。一方面,履行企业社会责任会在一定程度上损失当期经济收益。如果管理者存在明显的短视效应,追求短期财务业绩和股票价格将挤压履行企业社会责任的空间<sup>[14,32]</sup>。另一方面,虽然履行社会责任具有明显的经济滞后性,却能够提升企业的长期价值<sup>[33]</sup>,有助于赢得各利益相关者的信赖和支持,建立市场信心和企业的长期声誉<sup>[34]</sup>。上述跨期决策问题,在一定程度上取决于管理者时间偏好的影响<sup>[35]</sup>。

已有研究表明,从时间偏好不一致的视角来思考战略选择的偏好与过程,短期导向的战略决策强调效率,而长期导向的战略决策则强调有效性<sup>[36]</sup>。尽管长期有效性和短期效率并不互相排斥,但往往反映出不同的战略优先级,从而影响决策结果。短期主义管理者往往低估企业的长期价值,而长期主义者则通过降低时间折现率,将未来价值纳入当前决策权重。现有研究对于企业社会责任的评价多基于其所直接或间接获得的经济收益,但从时间上看,两者具有滞后性的交互影响<sup>[37]</sup>。尤其是对于大部分创业板上市公司而言,社会责任承担与企业长期利益绑定,在短期内无法产生立竿见影的效果,考虑到其经济收益时,履行社会责任的消极影响往往高于积极影响。创业板公司多数为创新型中小企业,受制于规模与成长性等因素,履行社会责任往往被视为一种短期负担。此外,创业板公司大多符合高成长性、高科技含量、新经济、新服务、新农业、新材料、新能源和新商业模式的“两高六新”特征<sup>[38]</sup>,对于创新投入有更高的要求,履行社会责任可能会导致资金耗费和管理分散。所以,只有将长期导向作为重要依据纳入社会责任决策,才能够重视社会责任所带来的长期性收益。



由于契约不完备且无法提前预设,履行企业社会责任是一项以需要贴现的未来长期价值为导向的战略选择,管理者对于时间的主观认知决定了其对于未来收益贴现率的不同感知。长期主义是一种能够穿越阶段性周期的主观认知,在一定程度上会改变管理者普遍更倾向于近期收益而非未来收益的思维定势。具有长期主义导向的管理者在进行战略决策时,虽然对于企业社会责任收益的时间贴现率感知会发生变化,但在权衡短期收益与未来价值的时候能够坚持以可持续发展为导向,更能够将企业社会责任属性整合到其产品特征和生产流程中,如推动企业绿色创新<sup>[39]</sup>等,以此履行隐含的企业社会责任。因此,对于创业板上市公司而言,管理者具有长期主义导向,可以有效改善企业社会责任表现。

根据以上分析,本文提出假设 1:管理者长期主义能够有效促进创业板上市公司社会责任的履行。

## (二)管理者长期主义影响创业板公司社会责任的作用机制

### 1. 缓解委托代理问题

传统委托代理理论认为,股东与管理层的目标利益不一致是第一类委托代理成本产生的根本原因。根据跨期选择理论,股东与管理者对于时间贴现率的主观感知也不一致。倘若管理层短视占主导地位,代理问题将会加剧<sup>[40]</sup>。当管理者具有长期主义倾向时,其时间偏好将与股东更加趋同,从而导致监督管理者在在职消费等寻租行为的成本将会减少<sup>[41]</sup>。研究表明,当管理者的利益与未来收益绑定时,其将更加倾向于将现金配置于长期增值领域(如无形资产投资),代理成本也会更低<sup>[42]</sup>。

由于股权相对集中,大股东对中小股东利益侵占所导致的第二类代理问题广泛存在于创业板上市公司中。大股东基于信息优势与资源配置权力优势而产生的侵占行为,将加剧企业的股价崩盘等风险<sup>[43]</sup>,对企业长期价值与管理者声誉产生负面影响。由于长期主义管理者将个人声誉与企业的长期价值深度绑定,其时间折现率降低,更愿牺牲当前收益以换取未来声誉<sup>[44]</sup>。因此,管理层基于对企业长期价值与自身长期发展的关注,将摒弃与大股东的合谋行为,从而降低第二类代理成本。

费雷尔等(Ferrell et al.,2016)指出,代理成本低的企业在社会责任承担方面有更为优秀的表现<sup>[45]</sup>。一方面,缓解第一类代理问题能够使管理者的目标与股东的长期利益趋同,减少管理者的自利动机与机会主义行为,做出积极承担社会责任的决策;另一方面,通过降低第二类代理成本,可以避免管理者无视甚至参与大股东的利益侵占行为,更好地实现对中小股东等弱势资源提供者的保护。鉴于此,本文认为,管理者长期主义能够降低两类代理成本,促进创业板公司积极承担社会责任。

根据以上分析,本文提出假设 2:管理者长期主义通过缓解委托代理问题促进创业板上市公司的社会责任履行。

### 2. 提升内部控制质量

企业内部控制体系的最初功能定位于防范财务舞弊,之后逐步形成了包括控制环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、监控活动的完整体系,其目的是实现合规性目标。内部控制体系建设需要较大的前期投入成本,这对于资源相对匮乏且生存压力较大的创业板公司更加难以抉择,因此更需要长期主义管理者进行以延伸时间维度与改变时间贴现感知为特征的跨期决策。根据跨期选择理论,短视的管理者倾向于关注当期的合规行为,而长期主义者将内控视为长期价值投资,会把未来违规风险纳入当前决策权重。此外,提升内部控制质量的主要路径是企业基于长期价值动态调整战略方向、改善组织架构及人员配置等<sup>[46]</sup>。长期主义导向可以促使管理者更加积极地通过对内部控制的五个要素进行长期价值导向的重塑,为改善企业的内部控制质量提供制度与组织基础。

在此基础上,从企业内部角度来讲,高质量的内部控制可以提升企业运营活动的资源配置效率,提高会计信息质量,以实现企业的长期战略目标<sup>[47-48]</sup>。从企业外部视角出发,内部控制质量的提升会使包括中小股东、债权人、员工等利益相关者的利益得到有效保护<sup>[49]</sup>。因此,内部控制质量提升进一步改善了企业社会责任表现。

根据以上分析,本文提出假设3:管理者长期主义通过提升内部控制质量促进创业板上市公司的社会责任履行。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择和数据来源

创业板于2009年10月正式开市,该板块上市公司多为具有发展潜力的成长型创新创业公司。本文使用和讯网社会责任得分构建企业社会责任变量,在该网上完整的上市公司企业社会责任得分仅公布至2020年。因此,本文选取2013—2020年中国创业板上市公司作为初始研究样本,探究管理者长期主义对企业社会责任承担的影响。测量管理者长期主义用到的管理层讨论与分析数据来源于巨潮资讯网。环境不确定性数据通过官员官方个人简历、人民网等官方信息来源手工收集整理。其他数据来源于深圳希施玛数据科技有限公司CSMAR中国经济金融研究数据库。本文对数据进行以下处理:(1)剔除金融业公司样本;(2)剔除ST公司样本;(3)通过查找年报手动补全样本中存在的部分缺失值,并剔除无法补全缺失值的样本。经以上处理,得到观测值共计4025个,使用软件Python和软件Stata16.0进行数据处理和分析。为避免异常值或极端值对检验结果的影响,对连续变量在1%的水平上进行缩尾。

#### (二) 变量定义

##### 1. 被解释变量

企业社会责任(Csr)。本文采用和讯网企业社会责任总得分来衡量企业的社会责任水平。和讯上市公司社会责任报告测评体系参照企业社会责任报告和年度报告制定,关注股东责任;员工责任;供应商;客户和消费者权益责任;环境责任和社会责任五个方面,能够较为全面、客观地对企业积极履行社会责任的程度进行衡量,已被较为广泛地应用于实证研究中。企业在和讯网上的社会责任总得分越高,其社会责任履行情况越好。

##### 2. 解释变量

管理者长期主义(Mlt)。以往文献并未明确提出管理者长期主义的构念,但少数研究对于其相似构念,如“长期导向”“未来导向”等的测度主要通过问卷调查方式进行<sup>[41]</sup>,然而这种测度存在样本量有限,普适性较低的局限性。年报是上市公司年度强制公开信息,透明度高,可获得性强,且经审计师审计,具备较强的客观性,可获取样本量大,能够更客观地对创业板的情况进行反映。管理层讨论与分析披露财务信息之外的非财务增量信息<sup>[50]</sup>,能够反映管理者的主观特质偏好。鉴于此,本文构建Word2Vec浅层神经网络模型,基于该模型获得反映长期主义的关键词共计56个<sup>[44]</sup>(见表1)。以“管理者长期主义”关键词词频占文本总词频的比例乘以100作为衡量管理者长期主义的代理变量。

表1 管理者长期主义关键词集例示

| 分类   | 关键词                                                               |
|------|-------------------------------------------------------------------|
| 种子词  | 未来、始终、长远、稳定、一直、长期、坚持、持续、继续、整体                                     |
| 扩充词集 | 中长期、将来、今后等(表时间);一贯、可持续性、信念等(表持续性);总体、全局、战略等(表整体性);平稳、稳固、稳步等(表稳定性) |

3. 机制变量

(1)代理成本。参考以往研究<sup>[51]</sup>,本文采用管理费用率衡量第一类代理成本(*Aco*),采用其他应收款与总资产的比值衡量第二类代理成本(*Act*)。(2)内部控制水平。参考张新民等(2018)<sup>[52]</sup>的做法,采用迪博内部控制指数除以 100 衡量企业的内部控制水平(*Inc*)。

4. 控制变量

为了缓解可能由于遗漏变量产生的偏差问题,参考以往研究<sup>[25,53]</sup>,本文控制了以下变量:在公司层面,控制了企业规模(*Siz*)、财务杠杆(*Lev*)、成长性(*Gro*)、盈利能力(*Roe*)、现金持有量(*Cas*)、公司年龄(*Age*)、股权集中度(*Top*);在高管层面,控制了两职合一(*Dua*)、高管规模(*Man*)、女性高管的比例(*Gen*)、高管团队成员平均年龄(*Tag*),以及高管声誉(*Rep*)。此外,本文进一步控制了年份固定效应(*Yea*)和行业固定效应(*Ind*)以控制时间和行业的影响。

变量的定义如表 2 所示。

表 2 变量定义

| 变量类别  | 变量名称    | 符号         | 测量方式                                                   |
|-------|---------|------------|--------------------------------------------------------|
| 被解释变量 | 企业社会责任  | <i>Csr</i> | 和讯网企业社会责任得分                                            |
| 解释变量  | 管理者长期主义 | <i>Mlt</i> | MD&A 中管理者长期主义关键词词频比例×100                               |
| 机制变量  | 第一类代理成本 | <i>Aco</i> | 管理费用率                                                  |
|       | 第二类代理成本 | <i>Act</i> | 其他应收款/总资产                                              |
|       | 内部控制水平  | <i>Inc</i> | 迪博内部控制指数/100                                           |
| 控制变量  | 公司规模    | <i>Siz</i> | 公司年末总资产的自然对数                                           |
|       | 财务杠杆    | <i>Lev</i> | 总负债与总资产之比                                              |
|       | 公司成长性   | <i>Gro</i> | 营业收入增长率                                                |
|       | 盈利能力    | <i>Roe</i> | 净利润/股东权益余额                                             |
|       | 现金持有量   | <i>Cas</i> | (现金+短期投资净额)/总资产                                        |
|       | 公司年龄    | <i>Age</i> | 公司成立年限取对数                                              |
|       | 股权集中度   | <i>Top</i> | 第一大股东持股比例                                              |
|       | 两职兼任    | <i>Dua</i> | CEO 兼任董事长赋值为 1,否则为 0                                   |
|       | 管理者规模   | <i>Man</i> | 高层管理者总人数                                               |
|       | 女性管理者占比 | <i>Gen</i> | 高管团队中女性高管的比例                                           |
|       | 管理者平均年龄 | <i>Tag</i> | 高管团队成员平均年龄                                             |
|       | 管理者声誉   | <i>Rep</i> | 通过 Janis-Fader 不平衡系数构建 <sup>[54]</sup> ,即高管新闻报道语调的积极程度 |
|       | 年份虚拟变量  | <i>Yea</i> | 根据年份设置时间虚拟变量                                           |
|       | 行业虚拟变量  | <i>Ind</i> | 根据中国证券监督管理委员会行业分类标准(2012)设置行业虚拟变量                      |

(三) 模型设计

本文通过构建式(1)所示的普通最小二乘(OLS)多元回归模型来检验管理者长期主义对企业社会责任

履行的影响:

$$Csr_{it} = \alpha + \rho Mlt_{it} + X'_{it}\beta + \gamma_s + \lambda_t + \varepsilon_{it} \tag{1}$$

其中,  $Csr$  代表社会责任,  $Mlt$  代表管理者长期主义;  $X'_{it}$  为控制变量向量。模型中还控制了行业固定效应( $\gamma_s$ )和年份固定效应( $\lambda_t$ )。 $\alpha$  为常数项,  $\rho$  和  $\beta$  为回归系数,  $\varepsilon_{it}$  为扰动项。

四、实证结果和分析

(一) 描述性统计

表 3 为主要变量的描述性统计结果。其中,企业社会责任最小值为-4.260 0,最大值为 70.800 0,差距较大,说明当前创业板上市公司履行社会责任的程度参差不齐,且平均值为 19.605 7,说明样本公司社会责任承担水平整体较低,仍需进一步提升。管理者长期主义的平均值为 1.615 3,标准差为 0.569 8,说明构建的管理者长期主义指标在创业板公司之间存在一定的差异性。

表 3 描述性统计结果

| 变量         | 均值       | 中位数      | 最小值      | 最大值      | 标准差     |
|------------|----------|----------|----------|----------|---------|
| <i>Csr</i> | 19.605 7 | 20.530 0 | -4.260 0 | 70.800 0 | 9.655 5 |
| <i>Mlt</i> | 1.615 3  | 1.559 2  | 0.403 7  | 3.518 2  | 0.569 8 |
| <i>Aco</i> | 0.118 3  | 0.099 8  | 0.017 3  | 0.618 8  | 0.076 1 |
| <i>Act</i> | 0.013 4  | 0.008 1  | 0.000 2  | 0.125 4  | 0.016 6 |
| <i>Inc</i> | 6.462 0  | 6.595 0  | 2.482 2  | 7.656 2  | 0.685 0 |
| <i>Siz</i> | 21.439 1 | 21.364 4 | 19.651 7 | 24.087 9 | 0.808 5 |
| <i>Lev</i> | 0.327 1  | 0.305 2  | 0.029 4  | 0.824 1  | 0.173 9 |
| <i>Gro</i> | 0.222 7  | 0.158 3  | -0.623 4 | 3.080 6  | 0.409 6 |
| <i>Roe</i> | 0.042 4  | 0.066 3  | -1.304 4 | 0.308 1  | 0.168 1 |
| <i>Cas</i> | 0.199 5  | 0.164 6  | 0.015 1  | 0.778 7  | 0.135 4 |
| <i>Age</i> | 16.935 2 | 17       | 6        | 32       | 4.653 3 |
| <i>Top</i> | 0.293 7  | 0.278 0  | 0.069 8  | 0.635 3  | 0.121 2 |
| <i>Dua</i> | 0.419 6  | 0        | 0        | 1        | 0.493 6 |
| <i>Man</i> | 6.434 0  | 6        | 2        | 14       | 2.216 4 |
| <i>Gen</i> | 0.154 8  | 0        | 0        | 0.750 0  | 0.192 2 |
| <i>Tag</i> | 46.289 7 | 46.363 6 | 36.133 3 | 56       | 3.804 8 |
| <i>Rep</i> | 0.012 6  | 0        | -1       | 1        | 0.498 8 |

注:样本观测值为 4 025。

(二) 回归分析

管理者长期主义对创业板上市公司社会责任影响的回归结果如表 4 所示。列(1)为未控制固定效应的结果,列(2)进一步加入行业、年份固定效应。可以看出,管理者长期主义的回归系数为 0.876 6,通过了 1% 水平下的统计显著性检验,说明管理者长期主义对企业社会责任履行具有正向影响,假设 1 成立。

表 4 基准回归结果

| 变量                    | (1)                        | (2)                         |
|-----------------------|----------------------------|-----------------------------|
| <i>Mlt</i>            | 0.977 9 ***<br>(3.947 8)   | 0.876 6 ***<br>(2.814 4)    |
| <i>Siz</i>            | 1.237 1 ***<br>(5.029 2)   | 1.133 9 ***<br>(4.824 2)    |
| <i>Lev</i>            | -9.949 8 ***<br>(-8.933 9) | -9.896 5 ***<br>(-8.619 3)  |
| <i>Gro</i>            | 2.003 2 ***<br>(6.286 4)   | 1.903 8 ***<br>(5.822 1)    |
| <i>Roe</i>            | 27.080 2 ***<br>(16.931 2) | 27.290 0 ***<br>(17.165 9)  |
| <i>Cas</i>            | 9.618 5 ***<br>(7.573 1)   | 8.433 2 ***<br>(6.428 3)    |
| <i>Age</i>            | -0.014 0<br>(-0.348 0)     | 0.004 4<br>(0.105 1)        |
| <i>Top</i>            | 1.951 2<br>(1.439 1)       | 1.833 7<br>(1.362 6)        |
| <i>Dua</i>            | -0.075 2<br>(-0.205 0)     | -0.091 3<br>(-0.253 7)      |
| <i>Man</i>            | 0.051 0<br>(0.710 3)       | 0.046 7<br>(0.663 9)        |
| <i>Gen</i>            | 1.614 9 *<br>(1.808 4)     | 1.574 8 *<br>(1.719 6)      |
| <i>Tag</i>            | 0.052 1<br>(1.252 5)       | 0.084 9 **<br>(2.020 6)     |
| <i>Rep</i>            | 1.160 4 ***<br>(5.120 0)   | 1.161 3 ***<br>(4.888 7)    |
| 截距项                   | -12.065 9 **<br>(-2.195 9) | -14.251 0 ***<br>(-2.608 0) |
| 行业固定效应                | 未控制                        | 控制                          |
| 年份固定效应                | 未控制                        | 控制                          |
| 观测值                   | 4 025                      | 4 025                       |
| <i>R</i> <sup>2</sup> | 0.398 8                    | 0.411 1                     |

注:括号内为*t*值,标准误在公司层面聚类;\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的水平下显著。后表同。

创业板同年度同地区同行业其他企业的创新水平的平均值(*Apa*)作为工具变量进行检验。表5列(1)展示

(三) 内生性分析

1. 工具变量法

管理者长期主义与创业板上市公司社会责任之间可能存在内生性问题。更加注重企业长期价值的管理者更倾向于开展履行企业社会责任的活动,而积极履行企业社会责任也可能进一步提升管理者的长期主义水平,从而使二者产生反向因果关系,且管理者长期主义与企业社会责任的关系受多重因素影响,因此,本文的模型设定可能因存在遗漏变量而产生内生性问题。鉴于此,本文通过工具变量法缓解该内生性问题,选用创业板同年度同行业同地区其他企业的管理者长期主义平均值(*Alt*)和创业板同年度同行业同地区其他企业的创新水平平均值(*Apa*)作为工具变量。选择上述两个工具变量的原因在于,一方面,行业和地区的整体长期主义水平通常会影响单个企业管理者的决策,如果同行业或地区内的大多数企业的管理者都在追求长期目标,那么焦点企业管理者可能也会倾向于模仿这种行为,因此其他企业对焦点企业的管理者长期主义倾向具有正向影响;而其他企业的管理者长期主义倾向并不与焦点企业的社会责任承担直接相关。另一方面,如果行业和地区内的企业普遍采取较强的创新战略,那么单个企业管理者往往也会受到这种创新文化的影响,倾向于采取更长期的战略决策,更加具备长期主义偏好,而其他企业的创新水平并不会直接影响焦点企业的企业社会责任承担。因此在理论上,二者符合工具变量的选取原则。本文将创业板同年度同地区同行业其他企业的管理者长期主义的平均值(*Alt*)和



了工具变量法第一阶段的回归结果,可以看出,同年度同地区同行业其他企业管理者长期主义水平平均值和其他企业的创新水平平均值能够对单个公司的管理者长期主义水平产生正向影响。列(2)为工具变量法第二阶段的回归结果,可以看出,管理者长期主义的回归系数显著为正,说明本文的假设得到了进一步的支持。

本文进一步通过工具变量识别性检验验证上述工具变量的有效性,其中,Kleibergen-Paap rk *LM* 的统计量在1%的水平下显著为正,拒绝工具变量不可识别的假设;Kleibergen-Paap rk Wald *F* 的统计量为 82.404 0,大于 Stock-Yogo 弱工具变量检验中 10% 偏误的临界值,说明不存在弱工具变量问题,因此本文选用的工具变量满足要求。

2. 固定效应模型

本文进一步控制年份和公司层面的固定效应,以缓解可能存在的公司层面不随时间变化的遗漏变量偏误。表 5 列(3)显示了固定效应的回归结果。可以看出,在控制公司固定效应后,管理者长期主义的回归系数为正,且在 5% 的水平下显著,说明管理者越具备长期主义的特质,其所在公司越会更加积极地履行社会责任。

3. 倾向得分匹配(PSM)检验

上市公司是否雇佣有长期主义倾向的管理者与企业是否积极履行社会责任可能受到公司特征、高管团队特征等因素的影响,为解决该问题,缓解样本自选择造成的偏差,本文以管理者长期主义水平中位数将样本分为处理组和控制组。采用 1:1 近邻匹配,匹配后所有协变量的标准化偏差均小于 10%。使用匹配后的样本进行回归分析,如表 5 列(4)所示,管理者长期主义的回归系数显著为正,说明在控制上述潜在的内生性问题后,假设 1 依旧得到支持。

表 5 内生性分析回归结果

| 变量                               | (1)          | (2)           | (3)           | (4)         |
|----------------------------------|--------------|---------------|---------------|-------------|
| <i>Mlt</i>                       |              | 1.653 7 *     | 0.797 8 **    | 0.662 8 *   |
|                                  |              | (1.788 3)     | (2.103 5)     | (1.763 4)   |
| <i>Alt</i>                       | 0.437 6 ***  |               |               |             |
|                                  | (12.592 7)   |               |               |             |
| <i>Apa</i>                       | 0.019 6 *    |               |               |             |
|                                  | (1.839 1)    |               |               |             |
| 控制变量                             | 控制           | 控制            | 控制            | 控制          |
| 截距项                              | 2.133 7 ***  | -16.542 3 *** | -35.921 8 *** | -12.438 7 * |
|                                  | (5.892 3)    | (-2.701 8)    | (-2.630 5)    | (-1.930 9)  |
| 行业固定效应                           | 控制           | 控制            | 未控制           | 控制          |
| 年份固定效应                           | 控制           | 控制            | 控制            | 控制          |
| 公司固定效应                           | 未控制          | 未控制           | 控制            | 未控制         |
| 观测值                              | 4 025        | 4 025         | 4 025         | 2 177       |
| <i>R</i> <sup>2</sup>            | 0.421 5      | 0.409 8       | 0.567 7       | 0.411 0     |
| Kleibergen-Paap rk <i>LM</i>     | 84.106 0 *** |               |               |             |
| Kleibergen-Paap rk Wald <i>F</i> | 82.404 0     |               |               |             |
| Hansen <i>J</i>                  | 1.002 0      |               |               |             |

注:列(1)为工具变量法第一阶段的回归结果,被解释变量为 *Mlt*;列(2)、列(3)和列(4)依次为工具变量法第二阶段、控制固定效应、倾向得分匹配法的回归结果,被解释变量均为 *Csr*。

(四) 稳健性检验

1. 管理者长期主义指标的有效性检验

第一,管理者长期主义年度数据的一致性检验。参考徐宁等(2024)<sup>[44]</sup>,采用内部一致性信度评价方法对管理者长期主义指标的稳定性进行检验。实践中往往将 CEO 视为管理者的代表,因此,本文对创业板样本中 2013—2020 年始终未更换 CEO 的公司进行克隆巴哈系数(Cronbach's  $\alpha$ )计算,以分析管理者长期主义是否在时间上呈现出一致性。结果显示 Cronbach's  $\alpha$  为 0.816 0,超过 0.700 0,说明内部一致性较好,即管理者长期主义指标在时间上呈现出内部一致性,变量的测量有较好的信度。

第二,管理者长期主义实践的有效性检验。CEO 是上市公司管理层的代表,CEO 所获专业领域的高知名奖项由权威机构评出,是对其专业性的认可与肯定。同时,高知名奖项每年评定名额有限,具有一定的稀缺性,能够提升获奖者的行业地位与受关注度。从权威性和稀缺性两方面来看,高知名奖项评定对公司长期价值有更强烈的关注,能够有效表明管理层更加注重企业的长期发展。鉴于此,本文基于“福布斯最佳 CEO”获奖情况,对样本企业 CEO 进行获奖情况匹配,共匹配到 24 个获奖样本。其中,20 位 CEO 所在公司对应的管理者长期主义程度均处于长期主义高水平组,仅 4 个样本处于低水平组。

第三,管理者长期主义经济后果的实证检验。创业板公司管理团队在公司发展过程中发挥着举足轻重的作用,同时管理者的个人特质也会对管理者的战略、经营决策产生重要影响。赫雷拉-埃切韦里等(Herrera-Echeverry et al.,2020)通过实证检验发现长期导向的董事会能够减少企业的盈余管理,提升公司的信息透明度<sup>[33]</sup>;徐等人(Xu et al.,2024)指出,管理者长期导向能够促进企业进行创新<sup>[19]</sup>。基于上述分析,本文构建应计盈余管理(*Ada*)、信息透明度(*Tra*)与企业创新(*Inv*)的代理变量,具体衡量方式如表 6 所示。接着加入表 3 中所列控制变量后,分别检验长期主义对上述指标的影响。若管理者长期主义指标构建有效,检验结果应与以往研究<sup>[19,33]</sup>大致相符。对于管理者长期主义后果检验的回归结果如表 7 所示,可以看出,管理者长期主义能够减少应计盈余管理,提升企业信息透明度并推动企业创新,进一步说明了长期主义指标构建的有效性。

表 6 管理者长期主义后果变量测度

| 变量名称   | 符号         | 测量方式                                                                                                                                                                                |
|--------|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 应计盈余管理 | <i>Ada</i> | 通过修正的琼斯模型计算所得的操纵性应计盈余的绝对值                                                                                                                                                           |
| 信息透明度  | <i>Tra</i> | 参考辛清泉等(2014) <sup>[55]</sup> ,构建透明度综合指标,指标为盈余质量、深交所披露上市公司信息披露考评分值、分析师关注度、分析师盈余预测准确性与是否聘请四大会计师事务所审计五个变量样本百分等级的平均值。若上市公司其中某个透明度变量缺失,则 <i>Tra</i> 为剩余变量百分等级的平均值。 <i>Tra</i> 越大,公司透明度越高 |
| 企业创新   | <i>Inv</i> | 上市公司专利授予量+1 取对数处理                                                                                                                                                                   |

表 7 管理者长期主义经济后果的实证检验回归结果

| 变量         | (1)                     | (2)                        | (3)                       |
|------------|-------------------------|----------------------------|---------------------------|
| <i>Mlt</i> | -0.003 9*<br>(-1.911 9) | 0.023 1***<br>(3.511 2)    | 0.100 1*<br>(1.741 7)     |
| 控制变量       | 控制                      | 控制                         | 控制                        |
| 截距项        | 0.053 5<br>(1.551 5)    | -1.201 5***<br>(-10.584 4) | -5.286 8***<br>(-4.377 7) |

表7(续)

| 变量     | (1)     | (2)     | (3)     |
|--------|---------|---------|---------|
| 行业固定效应 | 控制      | 控制      | 控制      |
| 年份固定效应 | 控制      | 控制      | 控制      |
| 观测值    | 4 025   | 4 025   | 4 025   |
| $R^2$  | 0.225 2 | 0.318 9 | 0.211 4 |

注:列(1)、列(2)、列(3)的被解释变量依次为  $Ada$ 、 $Tra$ 、 $Inv$ 。

2. 替换变量法

由于变量度量的偏误也会影响实证结果的可靠性。因此,本文通过替换被解释变量对 2013—2023 年创业板公司样本进行回归分析以检验研究结论的稳健性。上海华证指数信息服务有限公司(简称“华证”)是国内领先的环境、社会和公司治理(ESG)评级提供商,其参考国际主流 ESG 评价框架并结合中国市场实际情况,对上市企业进行 ESG 评价,具备评级对象覆盖范围广的优点,且针对公司 E(环境保护)、S(社会责任)和 G(公司治理)分项均进行了评级。鉴于此,本文选取华证对于公司社会责任的评级( $Csrhz$ )作为企业社会责任的替代变量进行回归,将九档评分由高到低分别赋值为“9”到“1”,评分越高,说明企业的社会责任表现越好<sup>[56]</sup>。由于社会责任评级属于有序离散变量,因此使用有序评定(ordered logit)模型进行回归。结果见表 8 列(1)。可以看出,管理者长期主义的回归系数显著为正,说明研究结论稳健。

表 8 稳健性检验回归结果

| 变量          | (1)                    | (2)                        |
|-------------|------------------------|----------------------------|
| $Mlt$       | 0.162 0**<br>(2.042 2) |                            |
| $Llt$       |                        | 0.790 1**<br>(2.435 8)     |
| 控制变量        | 控制                     | 控制                         |
| 截距项         |                        | -16.178 2***<br>(-2.633 7) |
| 行业固定效应      | 控制                     | 控制                         |
| 年份固定效应      | 控制                     | 控制                         |
| 观测值         | 5 562                  | 3 178                      |
| 伪 $R^2/R^2$ | 0.084 7                | 0.429 3                    |

注:列(1)为替换变量法的回归结果,被解释变量为  $Csrhz$ ;列(2)为滞后变量法的回归结果,被解释变量为  $Csr$ 。

提高企业内部控制水平来促进企业的社会责任承担。参考江艇(2022)<sup>[58]</sup>的研究,本文构建如下模型进行机制检验:

$$M_{it} = \alpha + \rho Mlt_{it} + X'_{it}\beta + \gamma_s + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

(2)

其中, $M$  为机制变量,分别代表第一类代理成本( $Aco$ )、第二类代理成本( $Act$ )和内部控制水平( $Inc$ ),其

3. 滞后变量法

前文已对同期管理者长期主义与创业板公司社会责任承担的关系进行了探究。长期导向一直被认为是一种较为稳定的个人特质<sup>[57]</sup>,倾向于长期主义的管理者不仅关注当期社会责任的履行,而且更加关注企业未来的社会责任承担。鉴于此,本文将管理者长期主义进行滞后一期( $Llt$ )处理并进行主效应回归,结果如表 8 列(2)所示。可以看出,长期主义作为管理者的个人特质能够对企业未来的社会责任履行产生积极的影响,假设 1 的滞后影响得到证明。

(五) 作用机制检验

在理论分析部分,本文提出管理者长期主义能够通过缓解企业的代理成本、提

他变量定义与式(1)相同。

检验结果见表9,列(1)对第一类代理成本的机制作用进行了检验,列(2)对第二类代理成本的机制作用进行了检验,列(3)对内部控制水平的机制作用进行了检验。已有理论与文献表明,较低的代理成本与较高的内部控制质量可以提升企业的社会责任水平<sup>[45,49]</sup>。因此,具备长期主义倾向的管理者能够缓解创业板上市公司的两类代理成本,提高企业内部控制水平,从而促进企业社会责任的承担。

表9 机制作用检验回归结果

| 变量                    | (1)                                 | (2)                                  | (3)                                  |
|-----------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| <i>Mlt</i>            | -0.005 9 <sup>*</sup><br>(-1.858 4) | -0.001 4 <sup>**</sup><br>(-2.093 3) | 0.084 4 <sup>***</sup><br>(4.117 8)  |
| 控制变量                  | 控制                                  | 控制                                   | 控制                                   |
| 截距项                   | 0.476 3 <sup>***</sup><br>(8.490 5) | 0.015 8<br>(1.031 2)                 | 5.779 2 <sup>***</sup><br>(11.884 3) |
| 行业固定效应                | 控制                                  | 控制                                   | 控制                                   |
| 年份固定效应                | 控制                                  | 控制                                   | 控制                                   |
| 观测值                   | 4 025                               | 4 025                                | 4 025                                |
| <i>R</i> <sup>2</sup> | 0.365 0                             | 0.151 6                              | 0.269 6                              |

注:列(1)、列(2)、列(3)的被解释变量依次为 *Aco*、*Act*、*Inc*。

五、进一步分析

(一)交互效应检验

已有研究表明,高管激励机制能够有效提升管理者个人发展目标与企业战略目标的一致性<sup>[59]</sup>,也可以促进企业高管对履行社会责任的关注度<sup>[60]</sup>。因此,作为解决委托代理问题的主要手段,合理的激励机制一直是公司内部治理有效性的重要保障,也是促进管理者长期主义发挥作用的关键情境条件。根据跨期选择理论,长期主义的实现需要足够的理性与克制,具有明显的情境化特征,会受到激励契约等因素的影响<sup>[44]</sup>。激励机制所带来的物质与精神收益会影响管理者对收益贴现率的感知,进而影响管理者对社会责任的关注。一方面,在高成长性与高风险性并存的创业板公司中,较高的激励强度不仅反映了企业对人才的重视程度与吸引能力,也会在一定程度上彰显管理者的个人价值,体现企业对其能力与贡献的认可,这些能够给管理者带来较为积极的情绪。相关研究表明,与中性或消极情绪相比,积极情绪能够降低被试者的时间折扣率,促使其在跨期选择的过程中更加偏好于长远收益而非近期收益的方案<sup>[61]</sup>。另一方面,较高的激励强度既能够为长期主义管理者提供必要的物质报酬,使其更加专注于尊重、成就和自我实现等高层次需要,也能够使其感受到更多的期望与权力。相关研究发现,期望和权力会影响决策者的跨期选择,拥有高期望或高权力的决策者,在跨期选择过程中会拥有很多的耐心与坚持,更加倾向于选择等待一段时间后的未来选项<sup>[62]</sup>。综合以上两个方面,授予长期主义管理者的激励强度越大,越可以鼓励其承担更多的社会责任。

如今动态变化的外部环境给创业板上市公司带来了更大的生存压力与发展挑战,也是影响其社会责任承担的重要因素。不确定的外部环境会打破已有的均衡并影响管理者的“懈怠”状态。相对而言,稳定的外部环境容易让管理者“躺平”。因此,环境不确定性会对管理者的社会责任决策产生显著影响。根据跨期选择理论,一段时间内的事件变化程度越大,决策者对这段时间越会有更长的主观判断<sup>[63]</sup>。当最终结果与当前状态之间



的变化存在更多不确定性时,决策者预期的时间长度也会更长,更加倾向于选择能够带来未来收益的选项<sup>[64]</sup>。创业板上市公司往往具有高成长性与高创新性,不确定性进一步加剧了企业未来发展的不确定性。在环境不确定性强的情况下,长期主义管理者的决策视域会进一步拉长,继而会更加积极地对待有利于企业长期发展的变革措施,对于投资决策行为会更加谨慎<sup>[65]</sup>。环境不确定性加剧为企业带来风险与机遇并存的局面,作为影响组织生存的外生性因素,需要组织自发性适应。已有研究发现,帮助企业建立良好的长期声誉<sup>[66]</sup>、改善融资约束<sup>[67]</sup>、提高企业抵御未来风险的能力<sup>[54]</sup>等均是企业积极承担社会责任所带来的溢出效应。因此,当创业板上市公司面临较高的环境不确定性时,长期主义倾向的管理者基于企业长期生存与发展的考虑,为降低环境不确定性可能带来的风险成本,将积极推动企业承担社会责任,从而降低未来环境变动可能对企业产生的冲击,以保证企业经营与发展的可持续性。

参考马忠等(2021)<sup>[68]</sup>的研究,本文选取上市公司前三位高管薪酬总和进行对数处理,用以衡量管理者激励强度(*Ict*)。指标数值越大,对管理者激励强度则越大。参考李睿等(2025)<sup>[69]</sup>的研究,本文采用地级市市委书记和市长的变更衡量企业当年面临的环境不确定性(*Epu*),若企业所在城市当年发生市委书记或者市长更换,则说明环境不确定性高,*Epu*取值为1,否则为0。本文通过构建式(3)进行交互效应检验:

$$Y_{it} = \alpha + \rho Mlt_{it} + \vartheta Mod_{it} \times Mlt_{it} + \delta Mod_{it} + X'_{it} \beta + \gamma_s + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

(3)

其中,*Mod* 分别代表管理者激励强度(*Ict*)和环境不确定性(*Epu*)。其他变量设定与式(1)相同。

结果如表 10 所示,可以看出,环境不确定性越强,管理者长期主义对创业板公司社会责任的促进作用越明显,管理者激励强度越大,管理者长期主义对社会责任的促进作用越明显。

表 10 交互效应检验回归结果

| 变量名称                    | (1)                        | (2)                      |
|-------------------------|----------------------------|--------------------------|
| <i>Mlt</i>              | 0.825 3***<br>(2.746 1)    | 0.011 6***<br>(0.026 9)  |
| <i>Ict</i>              | 1.520 5***<br>(4.721 0)    |                          |
| <i>Epu</i>              |                            | -0.481 2*<br>(-1.490 0)  |
| <i>Mlt</i> × <i>Ict</i> | 0.860 1**<br>(2.313 3)     |                          |
| <i>Mlt</i> × <i>Epu</i> |                            | 0.865 5*<br>(1.823 3)    |
| 控制变量                    | 控制                         | 控制                       |
| 截距项                     | -26.005 8***<br>(-4.318 7) | 18.702 9**<br>(-2.524 6) |
| 行业固定效应                  | 控制                         | 控制                       |
| 年份固定效应                  | 控制                         | 控制                       |
| 观测值                     | 4 025                      | 2 191                    |
| <i>R</i> <sup>2</sup>   | 0.417 5                    | 0.345 5                  |

(二) 异质性分析

1. 产权性质

相比于国有公司,非国有创业板公司在经营发展过程中面临的风险与挑战更为凸显。鉴于此,本文检

验不同产权性质下管理者长期主义倾向对创业板公司履行社会责任的影响,发现相比于国有公司,非国有公司中管理者长期主义倾向更能促进企业积极履行社会责任。产生这种差异的原因可能在于,国有企业存在明显的所有者缺位与多重委托代理链条等问题,且受政策性因素影响较强<sup>[54]</sup>,管理者的自由裁量权相对较小,因此管理者长期主义的影响相对较弱。而非国有企业扮演着市场开拓者、社会价值共创者等多重角色,其市场化程度与决策自主性更强,管控机制的灵活性也更加凸显,尤其是非国有创业板公司,面对资源的稀缺性与未来发展的不确定性,管理者被赋予了更多的权力与责任,管理者能力对该类企业组织韧性的形成起到更为重要的作用<sup>[70]</sup>。在这种情况下,长期主义管理者可以发挥更大的作用,促进企业承担更多的社会责任。基于产权性质的异质性检验结果如表 11 所示,可以看出,相比于国有公司,非国有公司中管理者长期主义对企业承担社会责任的促进作用更强。

2. 企业所在地区市场化进程

市场化程度反映了市场在资源配置中所起的作用,随着市场化进程不断提高,政府对企业发展的干预逐渐减小,企业经营自主性提高,管理层主观能动性得以充分发挥<sup>[71]</sup>,管理者长期主义倾向会潜移默化地影响其管理企业的风格,进而发挥公司治理效应。本文依据樊纲等(2011)<sup>[72]</sup>构建的市场化指数,以中位数为界将样本分为市场化程度高与市场化程度低两组进行异质性检验,结果如表 11 所示。可以看出,市场化程度高的地区,管理者长期主义对创业板公司社会责任履行的促进作用更明显。市场化是近几年深化改革的主旋律之一,以市场化机制激活微观企业活力,是弘扬企业家精神的重要抓手。随着中国市场化程度的不断提高,创业板公司在市场活力逐渐被激发的情况下,管理层的长期主义倾向将在未来的企业可持续经营发展过程中发挥越来越重要的作用。

表 11 异质性分析回归结果

| 变量                    | 产权性质                       |                         | 市场化程度                     |                           |
|-----------------------|----------------------------|-------------------------|---------------------------|---------------------------|
|                       | 非国有公司                      | 国有公司                    | 低                         | 高                         |
| <i>Mlt</i>            | 0.850 4 ***<br>(2.740 8)   | 0.542 6<br>(0.298 5)    | 0.654 7 *<br>(1.651 8)    | 1.142 6 **<br>(2.473 8)   |
| 控制变量                  | 控制                         | 控制                      | 控制                        | 控制                        |
| 截距项                   | -14.066 3 **<br>(-2.563 6) | -22.672 1<br>(-0.865 4) | -14.729 3 *<br>(-1.716 1) | -14.104 5 *<br>(-1.960 1) |
| 行业固定效应                | 控制                         | 控制                      | 控制                        | 控制                        |
| 年份固定效应                | 控制                         | 控制                      | 控制                        | 控制                        |
| 观测值                   | 3 765                      | 260                     | 2 066                     | 1 959                     |
| <i>R</i> <sup>2</sup> | 0.414 3                    | 0.384 6                 | 0.356 6                   | 0.481 1                   |

六、研究结论与实践启示

创业板上市公司为中国经济增长注入新的活力,其可持续发展有助于实现关键技术领域的创新突破。尽管履行企业社会责任具有重要的长期战略价值,创业板公司的社会责任承担仍面临更多的不确定性与挑战。本文基于跨期选择理论,以 2013—2020 年中国 A 股创业板上市公司为样本进行实证检验,探讨管理者长期主义对创业板上市公司社会责任承担的影响及机制,主要结论如下:第一,管理者长期主义有助于创业板公司更为积极地承担社会责任,从而实现“善治”旨归。第二,机制检验结果表明,管理者具有长期主义倾

向能够缓解双重委托代理问题以及提高内部控制质量,从而促进创业板公司社会责任承担水平的提高。第三,从内部激励的角度出发,管理者激励强度越大,管理者长期主义促进企业积极履行社会责任的效果越好;从外部压力的角度出发,环境不确定程度越高,管理者长期主义对于企业社会责任承担的积极影响越明显。第四,异质性分析结果表明,企业具有非国有产权性质以及位于市场化程度较高的地区,管理者长期主义对创业板公司社会责任的促进作用较为明显。

本文研究对于实践的启示包括:第一,创业板上市公司应积极组建具备长期主义倾向的高管团队。首先,时间偏好特质应该作为该类公司选聘管理者的必要条件之一,管理层拥有长期主义特质可以助力企业形成履行社会责任的内生源动力,为避免创业板公司陷入急功近利、趋易避难的短期主义陷阱提供人力资本保障与制度基础;其次,引导管理者关注长期目标,促进管理者个人目标与公司目标的有机融合,使管理者能够专注于具体目标的实现,而非过分关注实现目标过程中的时间跨度。第二,针对具有长期主义倾向的管理者,创业板上市公司应该进一步强化管理者激励契约的有效作用,完善能够塑造长期主义管理者的激励体系,激发长期主义的积极效应,从内部驱动的视角引领创业板公司生存与发展的“善治之道”。第三,注重营造创业板上市公司管理者长期主义发挥作用的外部环境。适度的外部压力,可以促使管理者秉持长期主义,积极采取以企业长期价值为导向的战略决策,更好地承担应有的社会角色。

#### 参考文献:

- [1] 鲁晓玮,岑杰,肖瑶,等.“赠人玫瑰,手有余香”:经济-社会双系统视角下利益相关者关系对企业社会目标导向的影响研究[J].管理评论,2024,36(6):198-211.
- [2] HEINKEL R, KRAUS A, ZECHNER J. The effect of green investment on corporate behavior[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2001, 36(4): 431-449.
- [3] 王诗雨,汪官镇,陈志斌.企业社会责任披露与投资者响应——基于多层次资本市场的研究[J].南开管理评论,2019,22(1):151-165.
- [4] 李维安,张耀伟,郑敏娜,等.中国上市公司绿色治理及其评价研究[J].管理世界,2019,35(5):126-133.
- [5] 林宏妹,陈选娟,吴杰楠.高管任期与企业社会责任——基于“职业生涯忧虑”的研究视角[J].经济管理,2020,42(8):51-67.
- [6] 徐细雄,李摇琴.高管性别、制度环境与企业CSR决策[J].科研管理,2018,39(3):80-89.
- [7] 文雯,宋建波.高管海外背景与企业社会责任[J].管理科学,2017,30(2):119-131.
- [8] DOUKAS J A, ZHANG R Y. Managerial ability, corporate social culture, and M&As[J]. Journal of Corporate Finance, 2021, 68: 101942.
- [9] 李维,周建军,朱琦.CEO职业关注与企业社会责任披露[J].中国软科学,2021(2):111-124.
- [10] 贾西猛,陈沉,柯迪.风险资本对企业社会责任的影响[J].管理科学,2022,35(4):112-126.
- [11] 秦续忠,王宗水,赵红.公司治理与企业社会责任披露——基于创业板的中小企业研究[J].管理评论,2018,30(3):188-200.
- [12] 陈立峰,郑健壮.绿色信贷政策能否促进企业绿色创新?——基于730家中国创业板上市公司的研究[J].浙江大学学报(人文社会科学版),2023,53(8):42-62.
- [13] CHEN J H, NADKARNI S. It's about time! CEOs' temporal dispositions, temporal leadership, and corporate entrepreneurship[J]. Administrative Science Quarterly, 2017, 62(1): 31-66.
- [14] LAVERTY K J. Economic “short-termism”: the debate, the unresolved issues, and the implications for management practice and research[J]. Academy of Management Review, 1996, 21(3): 825-860.
- [15] PIEPER T M, WILLIAMS R I, MANLEY S C, et al. What time may tell: an exploratory study of the relationship between religiosity, temporal orientation, and goals in family business[J]. Journal of Business Ethics, 2020, 163(4): 759-773.
- [16] OPPER S, BURT R S. Social network and temporal myopia[J]. Academy of Management Journal, 2021, 64(3): 741-771.

- [17] NADKARNI S, CHEN J H. Bridging yesterday, today, and tomorrow: CEO temporal focus, environmental dynamism, and rate of new product introduction[J]. *Academy of Management Journal*, 2014, 57(6): 1810–1833.
- [18] LIN Y, SHI W L, PRESCOTT J E, et al. In the eye of the beholder: top managers' long-term orientation, industry context, and decision-making processes[J]. *Journal of Management*, 2019, 45(8): 3114–3145.
- [19] XU N, ZHANG D, BAI Y J. Managerial long-termism and corporate innovation: evidence from China through text mining approaches[J]. *Business Strategy and the Environment*, 2024, 33(3): 2269–2286.
- [20] BARZUZA M, TALLEY E. Long-term bias[J]. *Columbia Business Law Review*, 2020, 1: 104–191.
- [21] KASTIEL K. Long-term bias, incentives, and agency costs[J]. *Columbia Business Law Review*, 2020, 3: 834–869.
- [22] CHOI J J, KIM J, SHENKAR O. Temporal orientation and corporate social responsibility: global evidence[J]. *Journal of Management Studies*, 2023, 60(1): 82–119.
- [23] CYCYOTA C S, HARRISON D A. What (not) to expect when surveying executives: a meta-analysis of top manager response rates and techniques over time[J]. *Organizational Research Methods*, 2006, 9(2): 133–160.
- [24] 马骏, 黄志霖, 何轩. 家族企业如何兼顾长期导向和短期目标——基于企业家精神配置视角[J]. *南开管理评论*, 2020, 23(6): 124–135.
- [25] 包英群, 张慧玉, 陆文娟. 新创企业的制度嵌入与企业社会责任前移[J]. *科研管理*, 2017, 38(6): 100–107.
- [26] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305–360.
- [27] HARRIS J, BROMILEY P. Incentives to cheat: the influence of executive compensation and firm performance on financial misrepresentation[J]. *Organization Science*, 2007, 18(3): 350–367.
- [28] COHEN S, KADACH I, ORMAZABAL G, et al. Executive compensation tied to ESG performance: international evidence[J]. *Journal of Accounting Research*, 2023, 61(3): 805–853.
- [29] FREDERICK S, LOEWENSTEIN G, O'DONOGHUE T. Time discounting and time preference: a critical review[J]. *Journal of Economic Literature*, 2002, 40(2): 351–401.
- [30] 徐岚, 陈全, 崔楠, 等. 享受当下, 还是留待未来? ——时间观对跨期决策的影响[J]. *心理学报*, 2019, 51(1): 96–105.
- [31] 李彦昭, 郭菊娥, 李永武, 等. 时间不一致偏好下风险投资最优投资时机研究[J]. *系统工程理论与实践*, 2023, 43(4): 1088–1100.
- [32] 胡楠, 薛付婧, 王昊楠. 管理者短视主义影响企业长期投资吗? ——基于文本分析和机器学习[J]. *管理世界*, 2021, 37(5): 139–156.
- [33] HERRERA-ECHEVERRY H, HAAR J, VELASQUEZ-GAVIRIA D, et al. Board long-term orientation, earnings management, disclosure and risk[J]. *Engineering Economics*, 2020, 31(4): 398–410.
- [34] 尹海员, 胡项森. 创业板上市公司 ESG 表现与股票定价效率——基于我国多层次资本市场体系的研究[J]. *上海财经大学学报*, 2024, 26(1): 48–63.
- [35] YOON H. Impatience and time inconsistency in discounting models[J]. *Management Science*, 2020, 66(12): 5850–5860.
- [36] VENKATRAMAN N. Strategic orientation of business enterprises: the construct, dimensionality, and measurement[J]. *Management Science*, 1989, 35(8): 942–962.
- [37] 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.
- [38] 吴翠凤, 吴世农, 刘威. 风险投资介入创业企业偏好及其方式研究——基于中国创业板上市公司的经验数据[J]. *南开管理评论*, 2014, 17(5): 151–160.
- [39] 吴建祖, 华欣意. 高管团队注意力与企业绿色创新战略——来自中国制造业上市公司的经验证据[J]. *科学学与科学技术管理*, 2021, 42(9): 122–142.
- [40] ALESSANDRI T M, MAMMEN J, EDDLESTON K. Managerial incentives, myopic loss aversion, and firm risk: a comparison of family and non-family firms[J]. *Journal of Business Research*, 2018, 91: 19–27.
- [41] LUMPKIN G T, BRIGHAM K H. Long-term orientation and intertemporal choice in family firms[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2011, 35(6): 1149–1169.
- [42] DUCHIN R. Cash holdings and corporate diversification[J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65(3): 955–992.



- [43]王化成,曹丰,叶康涛. 监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险[J]. 管理世界,2015(2):45-57.
- [44]徐宁,张迪,徐向艺. 文化与经济双重情境作用下管理者声誉对长期主义的影响研究[J]. 管理学报,2024,21(3):341-349.
- [45]FERRELL A, LIANG H, RENNEBOOG L. Socially responsible firms[J]. Journal of Financial Economics, 2016, 122(3): 585-606.
- [46]张超敏,张洁,王化成. 和而不同:中国企业社会责任实践的最佳独特性对其股价崩盘风险的影响研究[J/OL]. 南开管理评论,2025[2025-03-10]. <https://link.cnki.net/urlid/12.1288.F.20250307.2212.002>.
- [47]王丽君,刘强,徐生霞. 企业家精神如何引领中小企业数字化转型? [J]. 经济与管理研究,2025,46(6):24-43.
- [48]李志斌,阮豆豆,章铁生. 企业社会责任的价值创造机制:基于内部控制视角的研究[J]. 会计研究,2020(11):112-124.
- [49]MOSER D V, MARTIN P R. A broader perspective on corporate social responsibility research in accounting[J]. The Accounting Review, 2012, 87(3): 797-806.
- [50]HUANG X, TEOH S H, ZHANG Y L. Tone management[J]. The Accounting Review, 2014, 89(3): 1083-1113.
- [51]张慧. 企业 ESG 信息披露质量与股票市场表现——基于双重代理成本的视角[J]. 首都经济贸易大学学报,2023,25(3):73-88.
- [52]张新民,卿琛,杨道广. 内部控制与商誉泡沫的抑制——来自我国上市公司的经验证据[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版),2018(3):55-65.
- [53]王永海,郝晓敏. 经济政策不确定性与企业社会责任[J]. 管理评论,2022,34(2):18-32.
- [54]WEI J C, OUYANG Z, CHEN H P. Well known or well liked? The effects of corporate reputation on firm value at the onset of a corporate crisis [J]. Strategic Management Journal, 2017, 38(10): 2103-2120.
- [55]辛清泉,孔东民,郝颖. 公司透明度与股价波动性[J]. 金融研究,2014(10):193-206.
- [56]单标安,陈彪,熊逸雨,等. 制造企业自恋的 CEO 会带来更好的 ESG 表现吗? ——CEO 双重性的调节作用[J/OL]. 研究与发展管理,2025, 37(2):122-133.
- [57]ZIMBARDO P G, BOYD J N. Putting time in perspective;a valid, reliable individual-differences metric[J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1999, 77(6): 1271-1288.
- [58]江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济,2022(5):100-120.
- [59]宋渊洋,李元旭. 控股股东决策控制、CEO 激励与企业国际化战略[J]. 南开管理评论,2010,13(4):4-13.
- [60]陈建林,温正杰. 家族控制、高管激励与企业社会责任——基于中国家族上市公司的实证研究[J]. 南京审计大学学报,2017,14(3):66-74.
- [61]IFCHER J, ZARGHAMEE H. Happiness and time preference;the effect of positive affect in a random-assignment experiment [J]. American Economic Review, 2011, 101(7): 3109-3129.
- [62]蒋元萍,孙红月. 情绪对跨期决策的影响[J]. 心理科学进展,2019,27(9):1622-1630.
- [63]BROWN S W. Time, change, and motion;the effects of stimulus movement on temporal perception[J]. Perception & Psychophysics, 1995, 57(1): 105-116.
- [64]SIDDIQUI R A, MAY F, MONGA A. Reversals of task duration estimates;thinking how rather than why shrinks duration estimates for simple tasks, but elongates estimates for complex tasks[J]. Journal of Experimental Social Psychology, 2014, 50: 184-189.
- [65]BONAIME A, GULEN H, ION M. Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions? [J]. Journal of Financial Economics, 2018, 129(3): 531-558.
- [66]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]. 审计研究,2011(4):87-93.
- [67]顾雷雷,郭建鸾,王鸿宇. 企业社会责任、融资约束与企业金融化[J]. 金融研究,2020(2):109-127.
- [68]马忠,王龙丰,梁相. 业务分布、子公司多元化与上市公司高管薪酬激励[J]. 管理科学,2021,34(2):98-113.
- [69]李睿,张露平,王欢,等. 政策不确定性与企业数字化转型:理论与实证分析[J]. 管理科学学报,2025,28(2):31-49.
- [70]张吉昌,龙静,王泽民. 中国民营上市企业的组织韧性驱动机制——基于“资源-能力-关系”框架的组态分析[J]. 经济与管理研究,2022, 43(2):114-129.
- [71]谭庆美,李姝凝. 董事长早期贫困经历与企业精准扶贫——基于中国 A 股上市企业的实证研究[J]. 系统管理学报,2023,32(1):178-191.
- [72]樊纲,王小鲁,马光荣. 中国市场化进程对经济增长的贡献[J]. 经济研究,2011,46(9):4-16.

## Does Managerial Long-Termism Foster Corporate Benevolence?

### —A Perspective from CSR in Companies Listed on the Growth Enterprise Market

XU Ning<sup>1</sup>, ZHANG Di<sup>2</sup>, LI Yutong<sup>1</sup>

(1. Shandong University, Jinan 250100;

2. Peking University, Beijing 100871)

**Abstract:** Corporate benevolence is the urgent requirement for sustainable development for both enterprises and society. However, companies listed on the Growth Enterprise Market (GEM) generally exhibit weak initiative in fulfilling their social responsibilities, and their intrinsic motivation remains unclear. These innovative and fast-growing firms are now expected not only to explore new business models and meet evolving consumer demands, but also to actively assume broader corporate social responsibility (CSR) roles. Therefore, this paper empirically investigates the influence of managerial long-termism on CSR fulfillment using a sample of companies listed on the GEM.

This paper draws upon intertemporal choice theory and applies text mining and machine learning to construct a proxy variable for managerial long-termism. The findings show that managerial long-termism can promote CSR fulfillment. This mechanism operates mainly by alleviating agency problems and enhancing the quality of corporate internal control systems. Interaction effect tests reveal that the positive impact of managerial long-termism on CSR fulfillment is amplified by stronger managerial incentives and higher environmental uncertainty. Moreover, heterogeneity tests demonstrate that the impact of managerial long-termism is more pronounced in non-state-owned enterprises and regions with a higher degree of marketization.

The potential contributions are threefold. First, this paper introduces the intertemporal choice theory into the CSR decision-making framework of innovative and entrepreneurial firms, and empirically validates the impact of managerial long-termism on CSR fulfillment. This expands the research on antecedents of CSR and offers a new perspective on the endogenous drivers of CSR fulfillment in entrepreneurial firms. Second, the paper enriches the existing literature on the outcomes of managerial long-termism, proposing that companies listed on the GEM should cultivate strategic patience and resilience rather than just relying solely on short-term performance pressure. This view responds to ongoing academic debates surrounding the risks and rewards of managerial long-term bias, enriching research on the contextual factors that affect CSR fulfillment in these companies from the perspectives of internal incentives and external pressures. Third, this paper reveals the internal transmission mechanisms through which managerial long-termism operates, specifically by mitigating two types of agency costs and enhancing internal control systems, thereby deepening the understanding of how managers' implicit cognitive traits influence responsible corporate behavior. The findings may provide theoretical, methodological, and practical insights into how leadership traits and long-term strategic thinking can promote sustained development among growth-oriented firms.

**Keywords:** managerial long-termism; corporate social responsibility; text analysis; machine learning; intertemporal choice theory

责任编辑:李 叶