



北京ESG研究院
BEIJING NATIONAL INSTITUTE OF ESG

诺奖得主对ESG的研究与 企业ESG的内在逻辑



北京ESG研究院



目录/Contents

01

主要文献解读：Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value

02

相关文献探讨：利益相关者理论；企业社会责任

03

国有企业目标与社会责任：国企目标特殊性；国企政治联系与社会责任





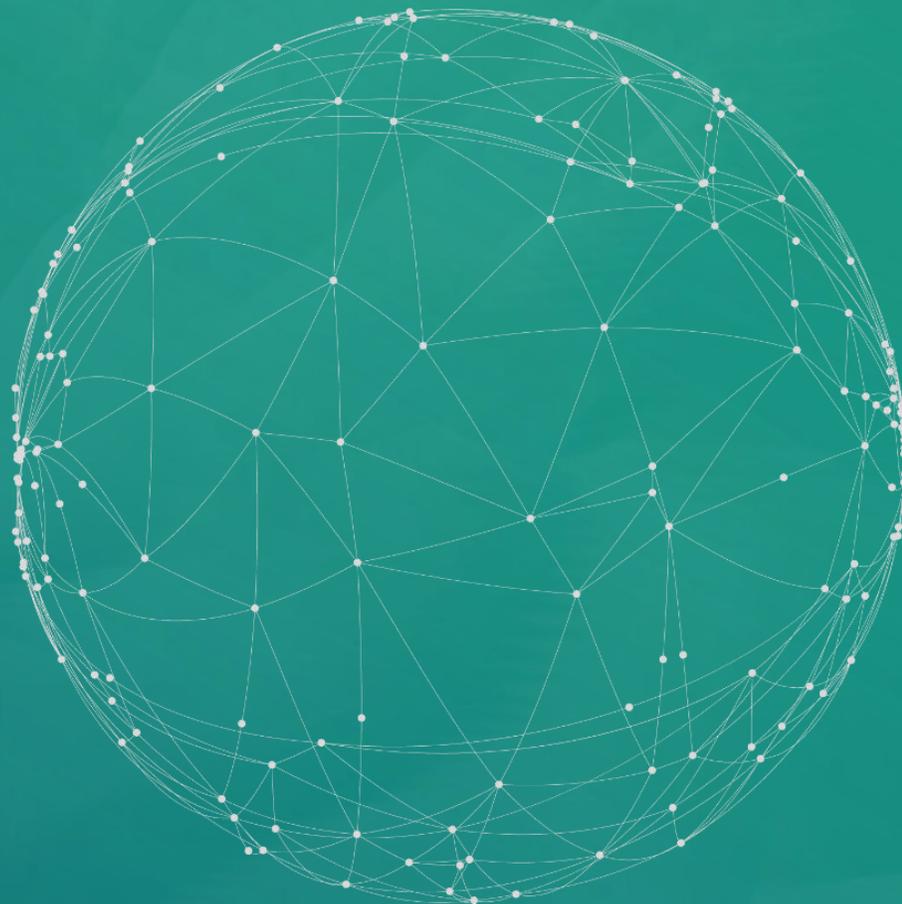
PART

01

+

主要文献解读

- 主要观点
- 简单模型的结果
- 实现股东福利最大化的方法
- 关于受托责任的讨论
- 关于道德假设的讨论





Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value



Oliver Hart

- ① 哈佛大学Andrew E. Furer经济学教授
- ② 因在契约理论方面的贡献获得2016年诺贝尔经济学奖
- ③ 合同理论、现代厂商理论和公司财务理论的创立者之一，代表作《企业、合同与财务结构》



Luigi Zingales

- ① 芝加哥大学布斯商学院企业家精神和金融学Robert C. McCormack讲席教授
- ② 公司金融和公司治理领域最重要的学者之一
- ③ 研究领域包括公司治理、信任和文化的影响、政治经济、数字平台，代表作《繁荣的真谛》



主要观点

Friedman (1970) 指出，公司的目标与个人和政府的目标之间应该有明确的区分。上市公司应该专注于赚钱，把道德问题留给个人和政府

本文认为，只有当公司的盈利和造成损害的活动是可分离的，或者政府通过法律法规完美地内部化外部性时，弗里德曼才是正确的

如果股东是亲社会的（具有一定的社会责任意识），并且企业的负外部性和生产活动不可分离，那么股东福利和市值是不一样的，公司应该最大化前者，而不是后者

通过股东投票可以实现股东福利最大化，在网络化的世界里，管理代理投票的成本微不足道



简单模型

创始人 F 拥有企业 100% 股权，并打算上市且出售所有股份

在所有股东中将产生新一届董事会，董事会决定企业采取的行动，即清洁（clean）或肮脏（dirty）的生产活动

董事会的选择将带来不同的利润，但是同时也会破坏环境（但是不直接影响股东）

假设损失是用金钱来衡量的，清洁行动的环境损害为零，而肮脏行动的环境损害为 d ，利率为零

因此，企业行动的收益为

	利润	损害	社会福利
清洁行动	π_{clean}	0	π_{clean}
肮脏行动	π_{dirty}	d	$\pi_{\text{dirty}} - d$



包括创始人和董事会成员在内的一部分消费者可能是亲社会的。
其亲社会行为具有如下特征：

- ① 消费者在做正确的或对社会有效的事情时很重视，但前提是他觉得自己对相关行为负有责任。（愿意持有肮脏公司的股份，但是在投票选择清洁行动还是肮脏行动时，可能会选择清洁行动）
- ② 在投票时，如果消费者认为自己是关键的，那么也会认为自己对结果负有责任

消费者亲社会行为的特征区分了决策收益和最终收益。
决策收益包含了他的决策所造成的损失，而最终收益不包含



简单模型

选择肮脏行动的决策收益为：

$$(1 - \lambda_i)\alpha_i\pi_{\text{dirty}} + \lambda_i\alpha_i(\pi_{\text{dirty}} - d) = \alpha_i(\pi_{\text{dirty}} - \lambda_id)$$

选择清洁行动的决策收益为：

$$(1 - \lambda_i)\alpha_i\pi_{\text{clean}} + \lambda_i\alpha_i\pi_{\text{clean}} = \alpha_i\pi_{\text{clean}}$$

消费者选择清洁行动的条件为：

$$\alpha_i\pi_{\text{clean}} > \alpha_i(\pi_{\text{dirty}} - \lambda_id) \rightarrow \pi_{\text{clean}} > \pi_{\text{dirty}} - \lambda_id$$

与之比较，企业选择清洁行动能够实现更高社会福利的条件为：

$$\pi_{\text{clean}} > \pi_{\text{dirty}} - d$$

消费者一旦做出决策，就不再受外部性影响

即清洁行动的最终收益为 $\alpha_i\pi_{\text{clean}}$ ，肮脏行动的最终收益为 $\alpha_i\pi_{\text{dirty}}$



简单模型

如果 $\pi_{\text{clean}} > \pi_{\text{dirty}}$ ，所有消费者选择清洁行动

如果 $\pi_{\text{clean}} < \pi_{\text{dirty}} - d$ ，所有消费者选择肮脏行动

但是，盈利能力和社会效益一般不可兼得，即：

$$\pi_{\text{dirty}} > \pi_{\text{clean}} > \pi_{\text{dirty}} - d$$

作为代表性消费者，创始人选择清洁行动（这一选择会影响企业价值）的条件为：

$$\pi_{\text{clean}} > \pi_{\text{dirty}} - \lambda_F d \rightarrow \lambda_F > \frac{\pi_{\text{dirty}} - \pi_{\text{clean}}}{d}$$

如果在企业估值中不考虑 ESG 等非财务因素，那么企业价值就是最终利润

如果股东对社会责任的关注足够高，那么企业价值最大化（肮脏行动）并不能实现股东福利最大化（清洁行动）



简单模型

- 考虑一个特殊情况，清洁行动低利润、低环境破坏，但是社会效率并不比肮脏行动高，即：

$$\pi_{\text{clean}} = \pi_{\text{dirty}} - d$$

- 一种可能的情况是，选择清洁行动等同于将股东的部分资金捐给（环境）慈善机构。此时，外部性与赚钱活动是分离的，所有股东包括创始人都会支持肮脏行动。

$$\pi_{\text{clean}} = \pi_{\text{dirty}} - d \rightarrow \pi_{\text{clean}} < \pi_{\text{dirty}} - \lambda_i d$$

- 在这种情况下，价值最大化是一个公司合适的目标。

此时，弗里德曼的观点是正确的，即个人而不是公司应该向慈善机构捐款。



实现股东福利最大化的方法

如果创始人F偏好清洁行动，那么能确保企业上市之后坚持这一选择吗？即公司控制权市场会如何影响清洁行动和肮脏行动的选择？

假定董事会期望选择清洁行动，即企业价值为 π_{dirty}

一个不关心社会责任的出价人（ $\lambda_i = 0$ ）打算以价格 p 收购这家公司， $\pi_{dirty} > p > \pi_{clean}$ 。假如收购成功（出价人持股超过50%），企业将转变为肮脏行动，出价人收益为 $\pi_{dirty} - p$ 。剩下的股份，出价人只愿意以介于 p 和 π_{clean} 之间的价格收购

如果收购失败，已出售股份的股东将获得收益 $(p - \pi_{clean})\alpha_i > 0$

如果收购成功，已出售股份的价格为 p ，未出售股份的价格（冻结价格）小于 p 。因此，无论收购成功与否，股东的最优选择都是出售股份，收购最终也将成功

亲社会的股东会在董事会投票选择清洁行动（他认为自己的投票是关键的要对此负责），但一样也会将股份出售给选择肮脏行动的收购者（他认为自己的选择对于收购成功率影响甚微）



实现股东福利最大化的方法

○ 不受约束的公司控制权市场将使清洁公司转变为肮脏公司（非道德漂移）

○ 尽管各种措施（限制两层报价、毒丸计划等）使得
公司控制权市场中的非道德漂移现象减少

但是如果公司董事会和资产管理公司认为他们有义务实现股东价值最大化，那么非道德漂移可能仍然存在

○ 是否有富人愿意收购肮脏公司并将其转变为清洁公司？

○ 对社会责任的考量只影响决策收益而不影响最终收益的特征使得

富人收购肮脏公司的代价不低于 π_{dirty} ，其收益却是 π_{clean} 。由于 $\pi_{\text{clean}} < \pi_{\text{dirty}}$ ，富人并不会收购肮脏公司并将其转变为清洁公司

○ 禀赋效应：亲社会消费者选择清洁公司（100美元利润0污染）
而不是肮脏公司（150美元利润60美元污染），最终收益100美元

不会选择花费150美元将肮脏公司转变为清洁公司，最终收益-50美元



实现股东福利最大化的方法

创始人应如何避免企业上市后发生非道德漂移？

- ① 交错董事会
- ② 双重股权结构
- ③ 制定章程
- ④ 确立一个由志同道合的人组成的董事会，使他们能够在未来选派新的志同道合的董事会成员
- ⑤ 鼓励未来的股东投票

投票可以避免非对称性：如果大多数股东非常看重金钱，他们就会投票支持肮脏

如果大多数股东非常重视外部效应，他们会投票支持清洁



实现股东福利最大化的方法

- 市场竞争是否会影响股东福利最大化的实现？
- 完全竞争市场中肮脏公司的边际成本为 c_1 ，清洁公司的边际成本为 c_2 ， $c_1 < c_2$
公司面临产能约束 Q ，环境破坏为固定成本，市场价格为 p
 $\pi_{\text{clean}} = (p - c_2)Q$ ， $\pi_{\text{dirty}} = (p - c_1)Q$
- 股东选择清洁行动的条件为： $\lambda_i > \frac{(c_2 - c_1)Q}{d}$
- 当 $p < c_2$ 时，企业应关停而不是采取清洁行动，此时清洁条件为 $\lambda_i > \frac{(p - c_1)Q}{d}$
- 市场竞争导致股东更支持清洁（价格下降导致利润差变小，但污染成本固定）
- 竞争并不必然导致企业采取不道德行为（Dewatripont & Tirole, 2019）
- 双寡头竞争：是选择清洁行动将市场让给对方，还是选择肮脏行动但破坏环境？



关于受托责任的讨论

公司董事的受托责任：公司董事由股东选举产生，有责任实现股东福利最大化，而不仅仅是股东价值最大化

投资和参与：亲社会投资者从肮脏公司撤资压低了目标公司的股价，那么非社会关注型投资者会被更高的收益率吸引而蜂拥而至

资产管理公司的受托责任：允许资产管理公司在其投资决策中考虑其他因素（通常定义为环境、可持续性和治理或ESG），就存在将资产管理人员转变为政治决策者的风险，而没有任何问责。另一方面，阻止除财务因素外的任何考虑都会导致公司经营方式的道德漂移

激进投资者和收购：激进投资者所依赖的支持往往来自机构投资者，他们可能认为自己¹对股东负有信托责任，应该投票支持价值最大化的行动。因此，即使大多数股东反对，机构也可能支持一个想要把一家干净公司变成一家肮脏公司的激进投资者



关于道德假设的讨论



本文采取有限道德假设：消费者只关心他觉得有责任的事情



结果主义：行为的道德性仅由其结果来判断

- ① 结果主义股东会投票选择清洁行动，但同样可能将股份出售给不关心社会责任的出价者，除非他的股份足够高以至于他认为自己的选择对收购有很大影响
- ② 结果主义股东可能收购一家肮脏公司并将其转变为清洁公司，因为如果不采取行动遏制污染，他会对污染感到“内疚”



绝对命令：一种道德义务或命令，具有无条件和普遍的约束力

- ① 绝对命令将阻止低效收购，因为社会投资者会感到道德责任，即使他们不是关键决定者
- ② 绝对命令并不适合经济分析



北京ESG研究院

BEIJING NATIONAL INSTITUTE OF ESG

PART

02 +

相关文献探讨

- 利益相关者理论
- 企业社会责任





利益相关者理论

- 股东价值方法强调公司应该由利润最大化的股东控制，而其他利益相关者则受到合同和监管的保护，不应当参与管理决策
- 利益相关者理论是对股东中心理论和股东至上主义的批判。该理论认为企业应当考虑各个利益相关者的利益要求，而不仅仅是股东财富的积累
- 根据利益相关者理论，将各利益相关者纳入组织决策

既是伦理要求，也是战略要求，这两点有助于提升企业的竞争优势（Freeman, 1984; Donaldson & Preston, 1995)

- Sirgy (2002) 将利益相关者细分成内部利益相关者、外部利益相关者和远端利益相关者三类

内部利益相关者包括企业员工、管理人员、企业部门和董事会；外部利益相关者包括企业股东、供应商、债权人、本地社区和自然环境；而远端利益相关者包括竞争对手、消费者、宣传媒体、政府机构、选民和工会等



利益相关者理论

利益相关者理论也要求企业关注环保和社会责任，但是这种要求可能是非强制性的

利益相关者理论是道德中立的，因为纳入利益相关者及其需求并非强制基于企业利益相关者的利益最大化来行事 (Greenwood, 2007)

企业内生风险会产生外部性，而股东没有内部化这些外部性

如果企业最大化其利益相关者的总福利（利益相关者均衡），而不是仅仅最大化股东价值，可以缓解外部性。如果只有一家企业，则利益相关者均衡为帕累托最优；如果有一个以上的公司和/或异质性代理人，则不是。
(Magill et al., 2015)

该理论往往无法清楚界定利益相关者与非利益相关者之间的界限

Agle et al. (1999) 认为企业应当重点关注那些掌握权力、具有合法性、有紧迫需求或者兼有以上特性的利益相关者（重要利益相关者），但是这种识别方法是否合理？

当股东利益诉求与其他利益相关者利益诉求冲突时，企业管理者选择牺牲股东利益就违背了对股东的受托责任



○ Bénabou & Tirole (2010) 认为，对企业社会责任的理解有三种可能：

长远视角，利益相关者的委托慈善行为，内部人发起的企业慈善行为

○ 企业社会责任可能建立在个体社会责任的基础上

投资者、消费者和工人的亲社会行为受到一系列复杂动机的驱动：内在的利他主义、物质激励（由法律和税收定义）和社会或自尊担忧

○ 企业社会责任面临的挑战

①搭便车：个体愿意牺牲的程度是有限的。65%的法国人反对适度的碳税，他们和所有的候选人在两年前的总统竞选中都支持碳税。

②信息成本：选择一家亲社会公司需要充足的信息。

③如何定义社会责任：要正确评估哪些公司负有社会责任，面临的挑战是抑制评级机构和首席执行官迎合其选民(投资者、消费者和工人)的偏见



观点一：双赢（“doing well by doing good”）

- ① 管理机制不完善、货币激励的缺陷、董事会与管理层之间的信息不对称等因素导致企业面临短期偏误
- ② 短期主义往往意味着跨期利润损失和利益相关者的外部性。例如，企业可能会违背与劳动力或供应商的隐性合同，以降低成本，从而损害商誉（Krueger & Mas, 2004），影响未来利润
- ③ 从“战略性企业社会责任”（Baron, 2001）角度来看，企业社会责任可以是一种安抚监管机构和公众舆论的手段，以避免未来的严格监管，或者试图通过鼓励环境、劳工或安全法规来提高竞争对手的成本，以加强自身的市场地位，从而增加长期利润
- ④ 企业社会责任是从长远角度最大化（跨期）利润



观点二：委托慈善（企业是公民表达价值观的渠道）

- ① 一些利益相关者（投资者、顾客、员工）往往愿意牺牲金钱（收益率、购买力和工资），以实现进一步的社会目标（Hong & Kacperczyk, 2009）
- ② 委托企业进行慈善活动可以降低交易成本。
- ③ 企业利用其技术专长或利用互补性，比政府或其他慈善“中介机构”更有效地向有需要的人提供商品和服务
- ④ 企业的慈善捐赠并不会完全挤出私人捐款（Graff Zivin & Small, 2005; Baron, 2007）
- ⑤ 企业履行社会责任是对消费者和投资者需求的回应。长期来看这与企业利润最大化也是一致的



观点三：内部人士发起的企业慈善

- ① 企业的亲社会行为反映了管理层或董事会成员自己从事慈善的愿望
- ② 如果投资者只是要求尽可能高的回报（利润最大化），管理者和董事会可能需要花费很大成本，才能够大规模地进行企业慈善活动（Cespa & Cestone, 2007）
- ③ 管理使命的概念要比股东价值最大化的概念更广泛，这必然会给公司带来一些成本。建立多个目标和业绩标准可能会削弱管理责任；在极端情况下，太多的任务等于根本没有任务（Dewatripont et al., 1999）
- ④ 这一观点认为企业社会责任可能违背了利润最大化目标



北京ESG研究院

BEIJING NATIONAL INSTITUTE OF ESG

PART 03

+

国有企业目标和社会责任

- 国企目标特殊性
- 国企政治联系与社会责任
- 总结与讨论





国企目标特殊性

- ① 政府股东天然更关注社会问题，政府也愿意牺牲一定的短期利润来实现一些非经济目标。因此国有企业具有解决政府非经济目标的内在动机
- ② 在基础设施和一些关键领域上，国有企业承担了大量中短期低回报甚至负回报的项目，但是从长期和对国家整体来看，是符合福利最大化的：
 - ① 越南高速公路公司（VEC）在5条重点公路的筹备和建设中有效节约了交易成本，并最大限度地利用了来自政府和市场的财务资源。国有企业公共所有权和非营利性授权赋予政府灵活性，以有效减轻不可预见的项目特定风险和宏观经济不确定性对项目绩效的不利影响（Mai & Casady, 2023）
 - ② 在20世纪30年代的意大利，国有控股公司Istituto per la Ricostruzione Industriale（工业重建研究所）表现出具有“创业”特征的政策导向型国有企业体系：重组部门和工业生产、多元化经营、向欠发达地区投资、促进技术和管理培训以及科学研究（Gasperin, 2022）
 - ③ 在新加坡，与政府目标保持一致被认为是“淡马锡”成功的关键因素之一。新加坡的国有企业建立了“商业上可行的战略联盟”，与政府的经济优先事项高度一致。这些实体利用其大量的财政资源，在资金方面补充了政府的其他努力，是新加坡风险资本市场的重要参与者，甚至直接和间接地投资于新加坡最成功的高增长公司（Paiva-Silva, 2022）



国企目标特殊性

全球范围内很多国家（不仅仅是中国）的国有企业，可能很早就已经在践行股东福利最大化的原则了

从利润角度来看，国企可能面临低效率的问题；但是从福利角度来看，国企综合效率（包含净利润和企业外部社会责任）并不低（Gao et al. 2021）



国企政治联系与社会责任

在 Pigou (1920) 之后，负责纠正市场失灵和收入或财富不平等的是国家，而不是公民或企业。然而政府也有可能失灵 (Bénabou & Tirole, 2010)：

- ① 被游说团体和其他利益集团影响
- ② 管辖权的属地
- ③ 低效率、高交易成本、糟糕的信息和高交付成本的组合

由于偏好的异质性，一些消费者、投资者或员工的价值观在政策中无法得到充分体现

因此，个人和企业在某些时候替代政府承担一定的社会责任是必要的

国有企业的政治联系被认为将导致政治家以牺牲少数股东利益为代价进行寻租，从而降低效率 (Shleifer & Vishny, 1994)

但是，更强的政治联系也使得国企有更强的动机关注社会问题，比如更加注重环保 (Hsu et al., 2023)



○ 利润最大化目标下企业对ESG是有选择性的

- ① 如果ESG有利于（长期）利润最大化目标的实现，那么是可取的
- ② 如果ESG并不能带来企业价值的提升，那么可能被认为是对企业的负担

○ 一些研究表明，在美国ESG并没有提升企业价值，在中国ESG则提高了企业价值（史永东、王湔淼，2023）

○ 但是在股东福利最大化目标下，是否提升企业价值可能并不是评价企业ESG的良好标准

因为现行企业估值体系没有考虑非财务因素，因此不能判断ESG是否提高了股东福利

○ 不应把ESG完全视为外部约束

事实上，如果大部分股东都具有社会关切，那么ESG其实是企业管理者履行受托义务、实现股东福利最大化的内在要求



- ◆ 史永东, 王淩淼. 企业社会责任与公司价值——基于 ESG 风险溢价的视角[J]. 经济研究, 2023, 58(6): 67-83.
- ◆ Hart, O., & Zingales, L. (2017a). Companies should maximize shareholder welfare not market value. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2(2), 247–275.
- ◆ Hart, O., & Zingales, L. (2017b). Serving shareholders doesn't mean putting profit above all else. *Harvard Business Review*, 1, 2–6.
- ◆ Hart, O. & Zingales, L. (2017c). A small step for theory, a leap forward in corporate governance. Promarket. <https://promarket.org/2017/07/31/small-step-theory-leap-forward-corporate-governance2/>. Accessed 5 Nov 2020.
- ◆ Friedman, M., "The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits," *New York Times Magazine*, September 13, 1970, 32.
- ◆ Dewatripont M, Tirole J. Incentives and ethics: How markets and organizations shape our moral behavior[R]. Working Paper, 2019.
- ◆ Freeman R E. Strategic management: a stakeholder approach[J]. 1984.
- ◆ Donaldson T, Preston L E. The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications[J]. *Academy of management Review*, 1995, 20(1): 65-91.
- ◆ Sirgy M J. Measuring corporate performance by building on the stakeholders model of business ethics[J]. *Journal of business ethics*, 2002, 35: 143-162.
- ◆ Greenwood M. Stakeholder engagement: Beyond the myth of corporate responsibility[J]. *Journal of Business ethics*, 2007, 74: 315-327.
- ◆ Magill M, Quinzii M, Rochet J C. A theory of the stakeholder corporation[J]. *Econometrica*, 2015, 83(5): 1685-1725.



- ◆ Agle B R, Mitchell R K, Sonnenfeld J A. Who matters to Ceos? An investigation of stakeholder attributes and salience, corporate performance, and Ceo values[J]. *Academy of management journal*, 1999, 42(5): 507-525.
- ◆ Krueger A B, Mas A. Strikes, scabs, and tread separations: labor strife and the production of defective Bridgestone/Firestone tires[J]. *Journal of political Economy*, 2004, 112(2): 253-289.
- ◆ Baron D P. Private politics, corporate social responsibility, and integrated strategy[J]. *Journal of economics & management strategy*, 2001, 10(1): 7-45.
- ◆ Hong H, Kacperczyk M. The price of sin: The effects of social norms on markets[J]. *Journal of financial economics*, 2009, 93(1): 15-36.
- ◆ Graff Zivin J, Small A. A Modigliani-Miller theory of altruistic corporate social responsibility[J]. *The BE Journal of Economic Analysis & Policy*, 2005, 5(1): 0000101515153806531369.
- ◆ Baron D P. Corporate social responsibility and social entrepreneurship[J]. *Journal of Economics & Management Strategy*, 2007, 16(3): 683-717.
- ◆ . Cespa G, Cestone G. Corporate social responsibility and managerial entrenchment[J]. *Journal of Economics & Management Strategy*, 2007, 16(3): 741-771.
- ◆ Dewatripont M, Jewitt I, Tirole J. The economics of career concerns, part II: Application to missions and accountability of government agencies[J]. *The Review of Economic Studies*, 1999, 66(1): 199-217.
- ◆ Mai T V, Casady C B. Delivering transport infrastructure using state-owned enterprises (SOEs): A business history of Vietnam Expressway Corporation between 2004 and 2016[J]. *Structural Change and Economic Dynamics*, 2023, 65: 339-350.



- ◆ Gasperin S. Lessons from the past for 21st Century Systems of State-Owned Enterprises: The Case of Italy's IRI in the 1930s[J]. *Structural Change and Economic Dynamics*, 2022, 62: 599-612.
- ◆ Paiva-Silva J. Understanding the Singaporean approach to state ownership: 'commercially viable strategic alignment' in historical perspective[J]. *Structural Change and Economic Dynamics*, 2022, 61: 43-58.
- ◆ Gao Y, Cheng G, Ma Y. An analysis of the comprehensive efficiency and its determinants of China's National Champions: Competition Neutrality vs. Ownership Neutrality[J]. *Structural Change and Economic Dynamics*, 2021, 59: 320-329.
- ◆ PIGOU, A. (1920). *The Economics of Welfare*. London: Macmillan.
- ◆ Bénabou R, Tirole J. Individual and corporate social responsibility[J]. *Economica*, 2010, 77(305): 1-19.
- ◆ Shleifer A, Vishny R W. Politicians and firms[J]. *The quarterly journal of economics*, 1994, 109(4): 995-1025.
- ◆ Hsu P H, Liang H, Matos P. Leviathan Inc. and corporate environmental engagement[J]. *Management Science*, 2023, 69(12): 7719-7758.



北京ESG研究院
BEIJING NATIONAL INSTITUTE OF ESG



扫码关注
最新研究成果

