

企业社会责任对公司绩效和风险的影响效应

——来自中国A股上市公司的证据

周方召,金远培,贺志芳

(江南大学商学院,江苏无锡214122)

摘要:基于2010—2017年A股上市公司数据及第三方企业社会责任数据,本文实证检验企业社会责任履行对公司绩效和风险的影响。研究发现:①企业社会责任履行与公司绩效正相关,与风险负相关;②非国有企业社会责任履行对绩效和风险的积极效应更显著;③低市场化程度地区企业社会责任履行有效减轻财务风险和违约风险;④社会责任履行表现的评价越高,公司股票市场表现更好,但现有融券卖空机制对企业社会责任履行无反应。

关键词:企业社会责任;公司绩效;公司风险

中图分类号:F275.1 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—980X(2020)8—0119—11

近年来,越来越多的上市公司愈加重视承担社会责任、积极参与社会责任活动,主动发布企业社会责任报告,社会责任报告数量逐年攀升。在2018年发布的2097份社会责任报告中上市公司占比84.8%,其中民营企业数量超过一半,成为社会责任报告的主力军^[1]。但同时,国内外上市公司也屡屡曝出社会责任事故,如2008年中国的三鹿毒奶粉、2010年英国石油公司墨西哥湾原油泄漏、2018年长生生物疫苗造假等触目惊心的社会责任事件,不仅导致涉事公司面临巨额赔偿,而且引起了世界各国政府、企业和公众的极大恐慌与关注。尽管社会各界对于企业是否应该履行社会责任的问题已形成共识,但社会责任履行能否以及如何影响公司的经济绩效和风险仍存在着争议^[2]。

一方面,从传统的企业价值最大化理论和成本观来看,企业应秉持“股东至上”原则,以追求企业利润最大化为目标,而承担社会责任可能会带来大量成本支出和财务收益的降低,因此很多企业并不愿意积极履行社会责任。其次,针对中国企业社会责任参与动机的研究则表明,我国民营企业的慈善行为是“工具性”的,通过从事社会责任活动作为自己的“挡箭牌”和“遮羞布”,掩盖其他方面不足的行为^[3]。此外,根据润灵环球的研究数据显示,尽管积极响应并发布社会责任报告的企业数量在逐年上升,但其中大部分都是迫于外界压力的非自愿行为,绝大多数企业对此的态度仍是不积极的^[4]。再加上目前尚未对企业社会责任报告的标准内容作出规定,报告内容质量参差不齐,60%以上的企业报告无任何有效信息,关键指标平均披露率仅有9.4%,对公司负面消息的披露不足,公司透明度较低;报告的篇幅差异也较大,近25%的报告只有10页纸以下内容^[5]。由此导致的一个可能的后果和解释就是社会责任履行往往流于形式,难以对公司绩效产生积极影响^[6];亦或是被当作一种“声誉保险”来掩盖上市公司高诉讼风险的实质^[7];甚至成为了上市公司管理者的“自利工具”,反而恶化了企业信息环境,从而加剧未来的股价崩盘风险^[3]。

另一方面,从利益者相关理论和价值观来看,国内外的研究结果认为企业社会责任履行能够促进企业绩效增长、公司价值提高和企业抗风险能力的增强。王景峰和田虹^[8]通过对260个中国上市公司环境事件样本进行实证研究,结果发现短期内公布有利的环境事件能够增加股票价值,获得超额收益,而公布不利环境的消息会降低股票价值;长期内,有利环境事件能够提升企业价值,不利事件对企业价值的影响尚不明显。

除了已有研究结论仍有待进一步明确之外,在既有文献的变量选择方面,大多数文献考察了企业的单一财务绩效或财务风险,而对公司市场价值、股价表现和特质风险的分析相对缺乏。从企业社会责任的评价标准来看,大量文献采用的是企业披露的社会责任报告质量来衡量企业社会责任表现,本文使用第三方机构对

收稿日期:2019—11—26

基金项目:国家自然科学基金“投资者风险偏好的特征及作用机制研究(71701081)”;教育部人文社科规划基金“异质性机构投资者ESG持股偏好、溢价来源及基金业绩评价研究(20YJA790095)”

作者简介:周方召(1978—),男,黑龙江齐齐哈尔人,江南大学商学院教授,硕士研究生导师,研究方向:公司金融、实证资产定价和行为金融;金远培(1995—),女,江苏仪征人,江南大学商学院硕士研究生,研究方向:公司金融、实证资产定价和行为金融;贺志芳(1987—),女,湖南株洲人,江南大学商学院副教授,研究方向:实证资产定价和行为金融。

公司企业社会责任履行的评分来衡量其社会责任表现,该指标不仅就报告中信息披露质量进行了分析和评价,而且也包括了企业实际社会责任履行活动的具体内容评价。此外,本文进一步对上市公司所有权性质进行了区分、对不同公司所在地区的市场化程度进行了分类,针对性检验了不同企业性质和不同市场化程度在企业社会责任和公司经济后果关系中所起的作用;同时,本文也利用中国证券市场的融券卖空机制,分析了企业社会责任在证券市场中的实际信号效应。

一、文献回顾与研究假设

(一)文献回顾

从 20 世纪 50 年代开始,学术界对企业社会责任的研究就持续不断,早期研究主要侧重于企业社会责任内涵界定和企业社会责任的价值创造^[9]。Carroll^[10]关于社会责任的定义提出了四责任概念(经济责任、法律责任、伦理责任和慈善责任)和利益相关者理论,将狭义的企业社会责任定义为除了股东以外的利益相关者需要承担的责任,将广义的企业社会责任定义为包括股东在内的所有界定清晰的利益相关者应该承担的责任。

企业社会责任是否能够直接影响企业的绩效和风险?目前国内外的文献对于企业承担社会责任的经济后果研究结论并不完全一致,随着研究的不断深入,部分文献认为社会承担社会责任可能造成企业的成本上升,资源损耗,进而损害公司价值,影响公司的长期利润,破坏自由社会的发展^[11-13];另一部分文献则认为企业履行社会责任有利于树立企业的正面形象,提高企业声誉,长期来看能够提升知名度和公司竞争力,获得消费者的青睐,进而增加公司绩效,提高公司抗风险能力^[14-16]。利益相关者理论认为利益相关者与企业是互相影响的双向关系,公司价值最大化的实现是以重视利益相关者的利益为前提的,利益相关者压力能够促使企业承担社会责任,从而显著提高公司绩效、盈利能力和公司价值^[17-23]。实践当中,随着全社会对于资源环境、人类健康、员工权利和社区发展关切程度的不断提升,企业履行社会责任已经成为商业世界普遍接受的规则,企业社会责任履行的好坏也成为社会各界评价企业优劣的重要衡量标准之一。越来越多的企业逐渐承担起履行社会责任的义务,然而,积极承担社会责任也会耗费相当大的财富和资源,这与传统理论中股东财富最大化目标相冲突;此外,根据代理理论和成本观点,企业履行社会责任也可能带有“工具属性”,是管理者隐藏风险的代理工具,反而会加剧企业风险。由于理论分析的争议存在,企业履行社会责任的经济后果更加需要实证研究的证据来检验。

在利益相关者理论的框架下,本文认为,企业社会责任对企业的绩效和风险有着长期和显著的直接影 响。本文进一步预测,企业承担社会责任对绩效提升和风险降低有积极作用。之所以提出以上假说,主要是从以下几个方面进行分析和推导得来:从信号传递机制来看,在信息不对称的情况下,一方面企业想要获得利益相关者的良好资源;另一方面利益相关者对于企业的可信度存疑,因此企业为了获取利益相关者的信任,主动承担企业社会责任带来的成本,以区别于其他企业,从而获得其他利益相关者的信赖和长期合作;从交易实现机制的角度,企业与各利益相关者之间的契约关系也可以被视为一种“交易关系”^[24]。企业承担社会责任能够提高交易的质量和效率,忽视企业社会责任则会破坏这种交易关系,进而影响企业的声誉,甚至增加企业的交易成本、人才损失和法律风险,极大地危害了企业的经济活动;从企业的价值创造机制看,大量研究表明企业承担社会责任为自身、利益相关者和整个社会都创造了价值,既维护了各利益相关者的利益,又促进了整个社会经济的可持续发展,这种“利己利他”的双赢行为与企业追求利润最大化的目标相一致,提升了企业绩效和竞争力,降低了企业的各项风险,有利于企业的长足发展。

(二)企业履行社会责任对公司绩效和公司风险的影响

1. 企业社会责任对公司绩效的影响

企业社会责任对企业绩效的影响研究已经取得了较为丰富的成果,但就既有文献的研究结果来看,仍然没有达成完全一致的结论。目前的主流文献是通过面板数据的实证研究,检验企业社会责任与公司绩效之间的关系,多数文献直接分析验证了二者之间存在的线性或非线性关系。其中大部分学者的研究认为,企业承担社会责任与公司财务绩效之间存在显著的正相关关系^[25-29]。李远慧和陈洁^[30]通过实证研究发现,企业履行社会责任能改善公司的短期财务绩效,但社会责任履行对于企业长期的市场价值提升效应的影响却微乎其微。李茜等^[31]利用全球 3773 家上市公司数据进行实证研究发现,企业社会责任和财务绩效先是显著正相关,在到达某个临界值之后呈现显著负相关,即二者之间是非线性的关系。另外的一些国内研究中,温素

彬和方苑^[32]都通过实证研究发现,对大多数企业而言社会责任与公司当期财务绩效呈负相关,但长期来看,企业履行社会责任对未来的财务绩效有正向的积极影响^[33-34]。陈可和李善同^[35]基于关键要素视角的研究结论认为,并非所有的企业社会责任行为都能与企业绩效正相关,只有与政府和慈善方面有关的行为才能提高财务绩效^[33]。此外,朱金凤和杨鹏鹏^[36]通过实证分析发现,政府治理和债权人的责任能够显著促进企业绩效;企业对员工和供应商的责任则与绩效显著负相关,其中企业对公益慈善事业的责任使其在短期内付出大量的成本,严重阻碍了企业绩效,但长期来看能够提高企业价值^[37]。杨汉明和邓启稳^[38]利用2007年和2008年中国上市公司的数据对中国的国有企业和非国有企业进行实证研究发现上市公司业绩与社会责任不相关,与可持续增长率正相关,相对于非国有企业,社会责任更能提高国有企业的业绩。葛永盛和黄婷婷^[39]认为,尽管进行企业社会责任活动在短期内耗费了企业大量的资源,但长期来看,积极承担社会责任能够降低企业风险,使得业绩波动更加平稳。对于规模大、盈利能力较强的企业,它们更有能力承担企业社会责任活动,从企业性质来看,对于私企而言,扶持政策 and 能力的缺失使得它们无法像国企一样拥有更多的资源承担企业社会责任。

综合上述文献,本文基于利益相关者理论,从持续性竞争的长期视角对企业社会责任履行的价值观逻辑进行梳理分析。由于承担社会责任产生的积极影响需要时间,短期内企业从事社会责任活动可能会消耗一定的公司财富和资源,增加公司的经营成本;但从长期来看,承担社会责任的行为赢得了利益相关者的信任,不仅提升了企业声誉,维护了良好的社会关系,从而会降低企业未来的不确定性,而且社会责任履行得更好也能帮助企业形成良好和谐的外部环境与内部凝聚力,这些都将最终带来企业绩效和价值的提升。基于以上的分析,本文提出如下假设:

良好的企业社会责任履行能够提升企业绩效(H1)。

2. 企业社会责任对公司风险的影响

一般而言,企业风险可以解释为由于未来结果或者事件的不确定性导致企业价值损失的可能性^[40]。目前国内外的文献中,对于企业社会责任能够降低的风险种类持有不同观点,一部分文献认为企业承担社会责任能够降低企业的市场风险,另一部分文献认为积极承担和履行社会责任能够降低企业的财务风险。Sassen等^[41]通过对2002—2014年期间欧洲8752个公司的面板数据研究发现,ESG(environmental, social and corporate governance)得分越高的企业,总体风险和特质风险越低。Jo和Na^[42]通过实证研究发现企业社会责任并非只是起到了为酒精、烟草和赌博等有争议的行业“粉饰门面”的作用,相反地,积极承担企业社会责任能够显著降低这类行业企业的总体风险和系统。杨艳和兰东^[9]通过将企业社会责任细分为股东、员工、供应链、环境、社会发展责任5个维度,实证检验结果表明,企业社会责任整体表现越好越能够有效防范公司的特质风险。Jenna^[43]也得出了企业社会责任履行的评分越高,企业的系统风险越低的结论,而且企业积极承担社会责任还可以提升经营能力,从而降低企业的债务违约风险^[44-45]。另外,还有部分文献针对不同所有权性质的企业承担社会责任对风险的影响进行研究,冯丽艳等^[46]利用2010—2014年中国A股主板上市公司为研究样本,经过实证检验发现无论对于国有企业还是非国有企业,承担社会责任均能够有效地降低企业的风险,尤其在2008年金融危机期间,承担更多社会责任的公司抗风险的能力更强,业绩波动更加稳定,其中承担社会责任对非国有企业的风险降低作用更加突出。

综上,企业社会责任与公司风险之间存在密不可分的联系,企业善于利用社会责任的“声誉保险”作用,积极承担社会责任,为企业良好的信誉背书,从而获得其他利益相关者的信任和可持续发展的能力,同时提升公司的经营能力和偿债能力,有效地减少企业未来发展的不确定性和波动性,稳定股票市场价格,降低了企业的财务风险和市场风险,最终使企业的发展更加稳健。基于此,本文提出以下假设:

良好的企业社会责任履行表现会降低企业的财务风险和市场风险(H2)。

二、研究设计

(一)样本选取和数据来源

2010年,和讯网、润灵环球等机构开始陆续公布了中国上市公司的企业社会责任评价得分,同时本文所运用的数据中包含了融资融券的样本,而我国证券市场也是在2010年3月31日正式引入融资融券制度,所以本文选取2010—2017年为研究期间,以中国A股市场上市公司为研究样本。在此基础上,本文还基于

以下原则剔除了部分不符合要求的样本:①剔除金融、保险行业的上市公司;②剔除了ST的样本;③剔除股票年度周收益少于26周的样本;④剔除关键变量存在缺失值的公司样本。为消除异常值对结论的影响,本文对连续变量在1%和99%水平上进行winsorize的缩尾处理。本文所使用的企业社会责任(CSR)履行评价得分数据来自于和讯网企业社会责任数据,通过对网页数据进行爬虫抓取获得,财务数据和股票市场数据分别来自国泰安数据库(CSMAR)和万得数据库(WIND)。

(二)主要变量设定

1. 公司绩效

对于公司绩效的评价指标,本文借鉴了国内外相关文献^[26,37,47],最终选取了资产收益率(ROA)、净资产收益率(ROE)、每股收益率(EPS)作为评价公司财务绩效的指标。此外,本文还采用了托宾Q(TOBIN Q)作为衡量公司市场绩效的变量。

2. 公司风险

公司的风险度量通常被划分为财务风险和市场风险^[48]。依据研究惯例,本文使用3年滚动计算的公司ROA标准差、Z值来衡量公司财务风险,其中Z值越大,公司的偿债能力越强,债务违约风险越小。Z值的计算借鉴了Altman^[49]、冯丽艳等^[44-45]根据中国企业特点构建的衡量企业债务违约风险的Zscore模型具体如下:

$$Z = 0.517 - 0.46 \times \frac{\text{负债总额}}{\text{资产总额}} - 0.388 \times \frac{\text{营运总额}}{\text{资产总额}} + 9.32 \times \frac{\text{净利润}}{\text{平均资产总额}} + 1.158 \times \frac{\text{留存收益}}{\text{资产总额}} \quad (1)$$

对于公司的市场风险,本文借鉴了杨艳和兰东^[7]的公司特质风险模型的研究做法,使用FAMA-French三因子模型计算得到的个股特质波动率来衡量公司的市场风险,具体计算回归模型如下:

$$r_{i,t,y} - r_{f,t,y} = \alpha_{i,y} + \beta_{i,y}^M MKT_{t,y} + \beta_{i,y}^S SMB_{t,y} + \beta_{i,y}^H HML_{t,y} + \varepsilon_{i,t,y} \quad (2)$$

$$Irisk_{i,t} = std(\varepsilon_{i,t,y}) \quad (3)$$

其中: $r_{i,t,y}$ 为*i*公司股票第*y*年第*t*周的考虑现金红利再投资的周个股回报率; $r_{f,t,y}$ 为第*y*年第*t*周的无风险收益率,则 $r_{i,t,y} - r_{f,t,y}$ 为周超额收益率; $MKT_{t,y}$ 表示第*y*年第*t*周的考虑现金红利再投资的周市场回报率与周度化无风险利率之差,即市场风险溢价因子; $SMB_{t,y}$ 表示第*y*年第*t*周市场中小盘股组合和大盘股组合的周收益率之差,即市值因子; $HML_{t,y}$ 表示第*y*年第*t*周高账面市值比组合和低账面市值比组合的周收益率之差,即账面市值比因子; $\varepsilon_{i,t,y}$ 是股票*i*第*y*年第*t*周的回归残差项,其中特质风险 $Irisk_{i,t}$ 是三因子模型回归残差的标准差。

3. 企业社会责任评价

目前部分文献对于企业社会责任变量选择主要是利用润灵环球的上市公司社会责任报告披露质量得分^[3],然而这实际上是对信息披露质量的衡量。不同于在已有研究中采用的润灵环球的企业社会责任披露质量评价,本文借鉴了冯丽艳等^[44-45]、杨艳和兰东^[9]等学者的研究,采用和讯网公布的2010—2016年度企业社会责任综合评分作为对企业的社会责任评判指标。和讯网的企业社会责任评级体系中除了对企业社会责任报告进行评价外,还具体包括了一些社会责任履行情况的考察,该评价得分通过构建了一套包含13个二级指标和37个三级指标的评分体系,将企业社会责任划分为股东责任、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5个因素,各自占比为30%、15%、15%、20%和20%。在获取企业社会责任评分之后除以100作为本文自变量,以避免极差的影响。

(三)变量定义

本文中各变量的定义和说明见表1。

表1 变量定义和说明

变量类型	变量标识	变量名称	计量方法
被解释变量	ROA_t	资产收益率	净利润/平均总资产
	ROE_t	净资产收益率	净利润/平均净资产
	EPS_t	每股收益率	净利润/年末普通股份数
	$Stdroa_t$	资产收益率标准差	3年滚动计算的公司ROA标准差
	Z_t	Z值	$Z = 0.517 - 0.46 \times \text{负债总额}/\text{资产总额} - 0.388 \times \text{营运总额}/\text{资产总额} + 9.32 \times \text{净利润}/\text{平均资产总额} + 1.158 \times \text{留存收益}/\text{资产总额}$
	$Irisk_t$	个股特质波动率	FAMA-French三因子模型计算得到
解释变量	CSR_{t-1}	企业社会责任评价	滞后1年的和讯网企业社会责任综合评分

续表

变量类型	变量标识	变量名称	计量方法
主要控制变量	$\ln asset_{t-1}$	企业规模	总资产的对数值
	Lev_{t-1}	资产负债率	总负债/总资产
	$Growth_{t-1}$	主营业务收入增长率	(本期主营业务收入-上期主营业务收入)/上期主营业务收入
	$Inst_{t-1}$	机构投资者持股比例	机构投资者持股资金占总资金的比例
	$\ln mv_{t-1}$	企业价值	企业总市值的对数值
	Age_{t-1}	企业年龄	企业年龄加1的对数值
	$Cashflow_{t-1}$	现金流	经营活动产生的现金流量净额/总资产
	BM_{t-1}	账面市值比	股东权益/总市值
	$Year_t$	年度	控制年份固定效应,当变量数据属于年度 t 时取1,否则为0
	$Industry_j$	行业	控制行业固定效应,按申银万国公司行业分类索引划分行业,当公司属于行业 j 时取1,否则为0

(四) 计量模型

为了检验 CSR 对公司绩效和风险的影响效应,本文的具体回归模型如下:

$$Performance_t = \alpha_0 + \beta CSR_{t-1} + \gamma control_{t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (4)$$

$$Risk_t = \alpha_0 + \beta CSR_{t-1} + \gamma control_{t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (5)$$

对于公司财务绩效的研究,本文选取总资产收益率、净资产收益率和每股收益作为被解释变量;选取总资产收益率的标准差、Z 值和通过回归计算得到的公司特质风险来衡量不同类型公司风险。在借鉴了张俊瑞等^[50]、李远慧和陈洁^[30]的研究之后,考虑到已有研究中的一些变量例如企业的盈利能力、成长性、负债情况、公司规模等也可能影响公司绩效和风险,所以本文加入了这些控制变量,同时控制了时间($Year$)固定效应和行业($Industry$)的固定效应。由于企业社会责任对企业经营活动的影响具有滞后性,为了降低内生性问题的影响,本文所有的回归过程都对自变量和控制变量做滞后一期处理。

三、实证结果分析

(一) 描述性统计分析

表2中是本文主要变量的描述性统计, CSR_{t-1} 的平均值和中位数分别0.2660和0.2211,最大值为0.7606,最小值为-0.0286,标准差为0.1755,说明中国企业社会责任整体水平偏低,超过一半的企业处在平均线以下,样本个体间的表现差异较大。本文主要被解释变量 ROA_t 的平均值和中位数分别为0.0419和0.0383,标准差为0.0515, ROE_t 的平均值和中位数分别为0.0685和0.0707,标准差为0.0983,上市公司财务绩效差异较大。衡量企业风险的自变量中, $Stdroa_t$ 的平均值和中位数分别为0.0269和0.0142,标准差为0.0405,说明不同上市公司的财务风险差异较大。基于冯丽艳等^[46]的研究,当Z值大于0.9时,本文判定企业为财务安全公司,当Z值处于临界值0.5以下时,本文认为企业处于财务危机状态,变量 Z_t 的平均值为0.7859,中位数为0.7834,1/4位数为0.4750,标准差为0.6769,说明至少25%的企业陷入财务危机状态,债务违约风险较大,且不同上市公司之间的差异也较大。

(二) 回归结果分析

表3列示了H1和H2的基本回归结果,从第(1)~(3)列可以发现,当用 ROA_t 、 ROE_t 、 EPS_t 表示业绩时,企业社会责任评价得分 CSR_{t-1} 的回归系数在1%水平上显著为正,说明社会责任履行情况越好,企业的财务业绩越好,这验证了H1。从回归系数来看,以 EPS_t 为例,第(3)列中 CSR_{t-1} 的回归系数是0.3260,从经济意义上来说,社会责任得分每提高一个标准差,企业财务绩效就会提

表2 主要变量的描述性统计

变量	均值	标准差	最大值	最小值	中位数	$p25$	$p75$
CSR_{t-1}	0.2660	0.1755	0.7606	-0.0286	0.2211	0.1723	0.2852
ROA_t	0.0419	0.0515	0.1956	-0.1567	0.0383	0.0151	0.0683
ROE_t	0.0685	0.0983	0.3243	-0.4356	0.0707	0.0318	0.1132
EPS_t	0.3759	0.4667	2.1930	-0.9000	0.2800	0.0976	0.5603
$Stdroa_t$	0.0269	0.0405	0.2839	0.0007	0.0142	0.0069	0.0294
Z_t	0.7859	0.6769	2.5400	-2.1764	0.7834	0.4750	1.1463
$Irisk_t$	0.0555	0.0239	0.1453	0.0183	0.0515	0.0386	0.0672
$\ln asset_{t-1}$	21.9323	1.2961	25.8463	19.2377	21.7689	20.9983	22.6681
Lev_{t-1}	0.4220	0.2153	0.9258	0.0467	0.4096	0.2464	0.5844
$Growth_{t-1}$	0.4857	1.5077	11.6520	-0.6801	0.1248	-0.0196	0.4298
$Inst_{t-1}$	0.3451	0.2503	0.8696	0.0000	0.3432	0.1098	0.5469
$\ln mv_{t-1}$	22.5138	0.9491	25.3334	20.7389	22.4363	21.8346	23.0681
Age_{t-1}	2.7010	0.3982	3.4012	1.3863	2.7726	2.4849	2.9957
$Cashflow_{t-1}$	0.0405	0.0747	0.2460	-0.1993	0.0408	0.0009	0.0839
BM_{t-1}	0.8586	0.8727	4.8990	0.0762	0.5632	0.3208	1.0247

升 5.72%。第(4)~(6)列结果显示:企业社会责任与财务风险和市场风险在 1% 水平上显著负相关,该结果说明企业社会责任有效降低企业的财务风险和市场风险,支持了 H2 的假设。以 Z_t 为例,第(5)列中 CSR_{t-1} 的回归系数是 0.4750,社会责任得分每提高一个标准差,企业财务违约风险会降低 8.34%。

表 3 企业社会责任对公司绩效和风险的影响

变量	$Performance_t$			$Risk_t$		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ROA_t	ROE_t	EPS_t	$Std\sigma_a_t$	Z_t	$Irisk_t$
CSR_{t-1}	0.0316*** (15.30)	0.0657*** (14.07)	0.3260*** (16.12)	-0.0249*** (-13.92)	0.4750*** (19.22)	-0.0031*** (-3.78)
$lnasset_{t-1}$	-0.0115*** (-11.25)	-0.0143*** (-6.08)	-0.0062 (-0.76)	-0.0188*** (-17.39)	0.0559*** (3.77)	-0.0073*** (-19.30)
Lev_{t-1}	-0.0741*** (-26.42)	-0.0428*** (-5.67)	-0.3080*** (-15.02)	0.0436*** (14.70)	-1.5280*** (-41.16)	0.0123*** (12.84)
$Growth_{t-1}$	0.0001*** (3.53)	0.0024*** (3.73)	0.0022 (1.12)	0.0008** (2.46)	0.0033 (0.90)	0.0002** (2.54)
$lnst_{t-1}$	0.0089*** (5.63)	0.0176*** (5.22)	0.0930*** (6.42)	-0.0083*** (-6.06)	0.1090*** (5.75)	-0.0012* (-1.83)
$lnmv_{t-1}$	0.0232*** (21.08)	0.0371*** (15.45)	0.1560*** (17.28)	0.0171*** (15.79)	0.1060*** (7.12)	0.0035*** (8.43)
Age_{t-1}	-0.0013 (-1.46)	0.0017 (0.88)	-0.0191** (-2.32)	0.0055*** (6.59)	-0.0291*** (-2.59)	-0.0008** (-1.96)
$Cashflow_{t-1}$	0.1540*** (25.98)	0.2420*** (19.24)	0.9440*** (19.36)	-0.0259*** (-4.20)	2.0940*** (27.13)	-0.0113*** (-5.44)
BM_{t-1}	0.0012 (1.64)	-0.0047** (-2.34)	-0.0307*** (-3.70)	0.0036*** (5.39)	-0.0593*** (-6.17)	0.0020*** (5.99)
$YearInd$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	16000	15934	16000	14936	16000	13289
R^2	0.3452	0.1911	0.2610	0.1455	0.4289	0.4465

注: *、**、***表示在 0.10、0.05、0.01 的水平下显著;连续变量经过 winsorize 处理;括号内的 t 值为公司层面聚类稳健标准误计算得到 (Petersen^[51]);省略了常数项和年度、行业虚拟变量的结果。

五、稳健性检验与内生性讨论

为了提供更为稳健的研究结果,保证研究结论的可靠性,本文对以上回归过程做了进一步的稳健性检验和内生性讨论。首先,考虑到变量的衡量问题,本文对被解释变量进行了替代,将财务指标替换为托宾 Q (TOBIN Q_t) 衡量的公司市场价值,将企业风险变量替换为 12 个月的考虑现金红利再投资的月个股回报率的标准差 ($Risk_stock_t$),具体的回归结果见表 4。由表 4 可知,企业社会责任与公司绩效的正向关系依然在 1% 水平显著,企业社会责任和公司风险的负向关系也仍然在 10% 水平上显著。

其次,由于本文主要探究的问题是企业社会责任是否影响企业绩效和风险,但由于“互为因果”造成的内生性问题也可能对结果产生影响,一方面可能是公司承担更多的企业社会责任能够使企业获得更高的绩效,增强了抗风险能力;另一方面也可能是企业绩效更高,抗风险能力更强的优秀企业更有能力承担企业社会责任,从而在企业社会责任评分上的表现更好。为了解决这个问题,本文选取同年度同地区其他公司的企业社会责任评分 ($CSR1$) 作为工具变量,替换主回归中企业的 CSR 评分,控制年度和行业固定效应。主要的回归结果在表 5 中报告,其中第一阶段的结果表明,绩效和风险变量与 $CSR1_{t-1}$ 显著正相关,说明选择的工具变量有效;第二阶段的回归结果表明在考虑内生性问题的情况下研究结果与主回归估计一致,说明实证结果稳定有效。

表 4 企业社会责任对公司绩效和风险影响的稳健性检验

变量	$Performance_t$	$Risk_t$
	(1)	(2)
	TOBIN Q_t	$Risk_stock_t$
CSR_{t-1}	0.1910*** (3.72)	-0.0046* (-1.91)
Controls	控制	控制
$YearInd$	控制	控制
N	15444	13497
R^2	0.6542	0.3942

注:表 4 中控制变量与表 3 的相同,为了节省篇幅,省略了控制变量和常数项的结果。*、**、***表示在 0.10、0.05、0.01 的水平下显著;连续变量经过 winsorize 处理;括号内的 t 值为公司层面聚类稳健标准误计算得到 (Petersen^[51]);省略了常数项和年度、行业虚拟变量的结果。

表5 企业社会责任对公司绩效和风险影响的工具变量回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	1 st Stage						2 nd Stage					
	<i>Performance_i</i>			<i>Risk_i</i>			<i>Performance_i</i>			<i>Risk_i</i>		
	<i>ROA_i</i>	<i>ROE_i</i>	<i>EPS_i</i>	<i>Stdroa_i</i>	<i>Z_i</i>	<i>Irisk_i</i>	<i>ROA_i</i>	<i>ROE_i</i>	<i>EPS_i</i>	<i>Stdroa_i</i>	<i>Z_i</i>	<i>Irisk_i</i>
<i>CSR_{t-1}</i>	0.6411*** (17.60)	0.6377*** (17.47)	0.6411*** (17.60)	0.6461*** (16.97)	0.6411*** (17.60)	1.0218*** (13.44)						
<i>CSR_{t-1}</i>							0.0482*** (3.58)	0.0657** (2.18)	0.3440*** (2.82)	-0.0222** (-2.04)	0.6348*** (3.84)	-0.1145*** (-2.77)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>YearInd</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	16000	15934	16000	14936	16000	13289	16000	15934	16000	14936	16000	13289
<i>R²</i>	0.2918	0.2889	0.2918	0.2993	0.2918	0.2753						

注：表5中控制变量与表3的相同，为了节省篇幅，省略了控制变量和常数项的结果。*、**、***表示在0.10、0.05、0.01的水平下显著；连续变量经过winsorize处理；括号内的*t*值为公司层面聚类稳健标准误计算得到（Petersen^[51]）；省略了常数项和年度、行业虚拟变量的结果。

六、进一步分析

本文前文已经实证检验了企业社会责任对公司绩效和风险的影响，那么对于不同性质的企业以及在不同市场化程度地区的企业，究竟企业社会责任是否存在着影响的差异呢？企业社会责任又将如何影响上市公司股票在证券市场的表现？较低的企业社会责任是否表示企业未来的预期表现较差，从而使得卖空者在做空股票时更有兴趣去关注企业社会责任表现较差的股票呢？就以上的问题本文给出进一步的分析。

（一）按照所有权性质分类的回归结果

本文将企业按照所有权性质分类，比较分析国有企业和非国有企业在企业社会责任对公司绩效和风险影响中的差异，首先构建企业性质哑变量 $STATE_{i,t-1}$ ：当公司*i*为国有企业时记为1，是非国有企业时记为0，设定 $ST=STATE_{i,t-1} \times CSR_{t-1}$ 为交乘项。检验结果见表6，第（1）~（3）列中交乘项 ST 的系数显著为负，说明相对于非国有企业而言，社会责任抑制了国有企业绩效的增长；第（4）列和第（6）列中交乘项 ST 的系数显著为正，第（5）列中交乘项 ST 的系数显著为负，表明社会责任增加了国有企业的财务风险和市场风险；但是对于非国有企业，社会责任的作用则完全相反，证明企业社会责任对国有企业的影响要弱于非国有企业。因此相较于国有企业，企业社会责任对非国有企业的积极影响更大，能够显著促进非国有企业财务绩效的提高，抑制公司财务风险、债务违约风险和市场风险的增加。事实上，国有企业拥有更多的资源和能力^[39]，因此在企业社会责任活动的投入上要远远超过非国有企业，但由于国有企业往往承担更多的非经营性社会职能或政府职能，因此其社会责任承担可能无法直接改善公司绩效，同时这也意味着非国有企业在企业社会责任活动中还有很大的增长空间。

表6 不同所有权性质公司的企业社会责任影响

变量	<i>Performance_i</i>			<i>Risk_i</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>ROA_i</i>	<i>ROE_i</i>	<i>EPS_i</i>	<i>Stdroa_i</i>	<i>Z_i</i>	<i>Irisk_i</i>
$STATE_{i,t-1}$	0.0029** (1.98)	-0.0029 (-0.82)	-0.0223* (-1.86)	-0.0027* (-1.92)	0.0735*** (4.06)	-0.0037*** (-6.76)
ST	-0.0295*** (-7.86)	-0.0313*** (-3.60)	-0.0803** (-2.15)	0.0128*** (3.75)	-0.4420*** (-9.63)	0.0065*** (4.69)
CSR_{t-1}	0.0471*** (16.01)	0.0828*** (13.26)	0.3720*** (13.83)	-0.0316*** (-11.67)	0.7060*** (19.45)	-0.0065*** (-5.80)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>YearInd</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	16000	15934	16000	14936	16000	13289
<i>R²</i>	0.3497	0.1942	0.2630	0.1465	0.4333	0.4486

注：表6中控制变量与表3的相同，为了节省篇幅，省略了控制变量和常数项的结果。*、**、***表示在0.10、0.05、0.01的水平下显著；连续变量经过winsorize处理；括号内的*t*值为公司层面聚类稳健标准误计算得到（Petersen^[51]）；省略了常数项和年度、行业虚拟变量的结果。

(二)按照地区市场化程度的分类回归结果

接下来本文考察不同市场化程度地区的企业社会责任对公司的影响,本文根据《中国分省份市场化指数报告(2018)》^[52]将企业根据所在地区的市场化指数按照中位数分为高低两组,将地区市场化指数哑变量 $Mkt_h_{i,t-1}$ 定义为当企业 i 所在地区市场化指数大于中位数时记为 1,反之则记为 0,设定 $MC = Mkt_h_{i,t-1} \times CSR_{i-1}$ 为交乘项。检验结果见表 7,除了第(1)列为正,第(2)列和第(3)列系数都为负,第(1)~(3)列交乘项 MC 的系数都不显著,说明企业社会责任对公司绩效的影响并不由于所处地区市场化程度的高低而有明显变化;第(4)列中交乘项 MC 的系数在 10% 的水平上显著为正,第(5)列中交乘项 MC 的系数在 10% 的水平上显著为负,表明社会责任增加了市场化程度较高地区的财务风险,但却能够更加有效地降低市场化程度较低地区的企业财务风险和债务违约风险。另外,第(6)列中交乘项 MC 系数不显著,表明社会责任对特质风险的影响不大。综上,说明社会责任对市场化程度较低地区公司风险降低效应更加突出。

(三)企业社会责任与股票市场表现

本文还进一步考察了企业社会责任对公司股票市场表现的影响,首先选取以下 3 个变量对公司股票的超额收益进行衡量。

1. 累积月平均超额收益率

$$AR_i = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (R_{i,t} - MR_t) \quad (6)$$

其中: AR_i 表明股票 i 在相应期间内每个月的超额收益率的算术平均值; $R_{i,t}$ 表示股票 i 在 t 月累积月收益率; MR_t 表示沪深 300 指数收益率。

2. 买入持有收益

$$ret_{i,t} = \prod_{i=1}^n (r_{i,t} + 1) - \prod_{i=1}^n (r_{m,t} + 1) \quad (7)$$

其中: $r_{i,t}$ 表示考虑现金红利再投资的周收益率; $r_{m,t}$ 是考虑现金红利再投资的创业板市场流通市值加权平均收益; n 表示年度内交易周数;式(7)借鉴了周铭山等^[53]计算股票的超额收益。

3. 总体超额收益

$$\ln r_{i,t} = \ln \frac{p_t}{p_{t-1}} \quad (8)$$

其中: $\ln r_{i,t}$ 表示股票的月平均对数收益率; p_t 为股票 i 在 t 月的收盘价。

表 8 中第(1)~(3)列结果表明,企业社会责任和用以上 3 种方法计算得出的超额收益都在 1% 的水平上显著为正,表明 CSR 得分越高的企业往往能在股票市场上获得更高的超额收益,这意味着企业履行社会责任评价得分越好,其公司股票的市场表现也更好。

(四)企业社会责任与卖空机制

之前的文献大多从积极的一面来研究企业社会责任在资本市场中的作用,认为拥有良好社会责任表现的企业更容易吸引长期的投资者^[54-55],而融资融券的引入使得外部投资者可能将卖空的出现认为是负面信息的信号。Ioannou 和 Serafeim^[56]提供了理论和实证证据,研究表明金融中介(如卖方分析师)考虑了公司的 CSR 活动。Jain 等^[47]从相反的角度,证明了卖空制度的引入使得老练并且能获得更多信息

表 7 不同市场化程度地区公司的企业社会责任影响

变量	Performance _t			Risk _t		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ROA _t	ROE _t	EPS _t	Std _{roa_t}	Z _t	Irisk _t
$Mkt_h_{i,t-1}$	0.0032** (2.34)	0.0083*** (2.75)	0.0210* (1.90)	-0.0037*** (-2.79)	0.0770*** (4.53)	0.0011** (2.14)
MC	0.0005 (0.13)	-0.0028 (-0.34)	-0.0116 (-0.31)	0.0055* (1.66)	-0.0852* (-1.90)	-0.0010 (-0.68)
CSR_{i-1}	0.0313*** (12.17)	0.0666*** (11.02)	0.3310*** (13.10)	-0.0270*** (-11.98)	0.5070*** (16.23)	-0.0028*** (-2.80)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YearInd	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	16000	15934	16000	14936	16000	13289
R ²	0.3462	0.1925	0.2614	0.1464	0.4305	0.4469

注:表 7 中控制变量与表 3 的相同,为了节省篇幅,省略了控制变量和常数项的结果。*、**、***表示在 0.10、0.05、0.01 的水平下显著;连续变量经过 winsorize 处理;括号内的 t 值为公司层面聚类稳健标准误计算得到(Petersen^[51]);省略了常数项和年度、行业虚拟变量的结果。

表 8 企业社会责任的股票市场表现及卖空机制的反应

变量	市场表现			卖空机制
	(1)	(2)	(3)	(4)
	AR_i	$ret_{i,t}$	$\ln r_{i,t}$	$Short_t$
CSR_{i-1}	0.0110*** (8.02)	0.1700*** (8.34)	0.0064*** (4.07)	-0.0006 (-0.55)
Controls	控制	控制	控制	控制
YearInd	控制	控制	控制	控制
N	15997	15687	15997	4480
R ²	0.3558	0.2917	0.4065	0.2865

注:表 8 中控制变量与表 3 的相同,为了节省篇幅,省略了控制变量和常数项的结果。*、**、***表示在 0.10、0.05、0.01 的水平下显著;连续变量经过 winsorize 处理;括号内的 t 值为公司层面聚类稳健标准误计算得到(Petersen^[51]);省略了常数项和年度、行业虚拟变量的结果。

息的卖空参与者将企业社会责任承担视为一种“价值创造”，把企业社会责任评分纳入其投资分析和决策之中，故而CSR评分较低的股票更容易吸引卖空者，从而提高市场效率，使投资者更容易监控和管理缺乏企业社会责任的公司。2010年3月，我国首次引入融资融券证券，融资融券的推出对于企业来说也是一种监督机制，为了避免企业股票被做空，管理层可能会竭尽所能提高企业绩效，降低企业风险，营造一个良好的企业形象。本文借鉴Jain等^[47]的研究，试图从企业社会责任与卖空之间的关系中找到联系，从而检验卖空机制对于企业社会责任评价的反应。

Jain等^[47]的研究将卖空数量定义为卖空者在卖空的股票总数中尚未买回的头寸(年度卖空数量)除以股票发行数量后再乘以100，采用每两周或每月的平均值来计算年度卖空数量。本文借鉴Jain等^[47]的研究方法，选取了2010—2017年度的样本进行计算，另外考虑到中国股票市场的特殊性，将衡量卖空数量的指标定义为融资融券标的股票融券卖出量减去融券偿还量的月平均数除以流通中股票的总股数再乘以1000。

$$Short_i = \alpha_0 + \beta CSR_{i-1} + \gamma Control_{i-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (9)$$

表8中第(4)列显示的是企业社会责任与卖空数量的关系，卖空的回归系数为负但并不显著，本文认为一方面是由于中国证券市场目前的融券交易规模还不大，且做空存在一定的限制因素；另一方面参与融资融券的卖空者在进行交易时可能尚未将企业社会责任表现视为重要的参考因素，因此股市对此也未做出有效的识别和反馈。

七、结论

本文利用抓取网络数据得到的和讯网2010—2016年中国上市公司企业社会责任评价得分，结合中国A股市场上市公司的财务数据和市场表现数据，具体研究了企业社会责任履行评价对于公司绩效和风险的影响效应。本文的经验研究结果表明：企业社会责任能显著促进企业财务绩效的增长，同时也能够减轻公司的财务风险、债务违约风险和特质风险；充分考虑了变量度量误差等内生性问题后，这一结论仍然成立。进一步研究的结果显示：第一，对于所有权性质不同的企业，企业社会责任对非国有企业财务绩效和公司风险的影响强于其对国有企业的影响；第二，对于市场化指数越低的地区，企业积极承担社会责任更能有效降低企业的财务风险和债务违约风险；第三，对超额收益的研究结果显示，CSR评分越高的企业超额收益越高，市场表现越好。此外，本文研究也发现，目前中国融资融券市场交易者的卖空行为不受企业社会责任评价的影响，卖空机制尚未对企业社会责任评价信息做出显著的反应。

本文的实证发现一方面丰富了本领域的经验研究文献，扩展了企业社会责任经济后果的研究内容；另一方面也体现了明确的政策含义，能够为相关政府部门、企业和投资者提供决策的经验证据。结合本文的实证研究结论来看，企业履行社会责任评价越高对于公司绩效的提升效应越强，对于公司风险的降低效应越大。因此，相关政府部门层面在营造企业承担社会责任的良好环境过程中，需要关注第三方机构对于企业社会责任履行的评价，不仅要监督企业自身的社会责任报告，更要重视企业实际的社会责任履行行为。在企业层面，上市公司社会责任实际履行的好坏能够体现在其业绩与风险衡量方面，这就需要公司积极切实承担社会责任，注意营造良好的客户纽带、社区关系、环境保护和员工权益等，从而吸引各类型利益相关者的支持，有助于企业实现更好的财务绩效与市场表现。对投资者而言，上市公司履行企业社会责任的评价也可作为识别公司价值、盈利能力和风险大小的重要参考因素之一，投资者在投资过程中可以通过第三方机构对于公司社会责任履行的评价，更加全面和充分地制定投资策略和股票选择，还可以降低持股的风险。总体来看，尽管企业社会责任可能会带来一定的成本增加，但从提高绩效和降低风险的收益来考量，当前全社会应更加努力推动企业承担社会责任，通过切实履行社会责任，充分发挥社会责任对企业成长的积极作用，为实现打赢“防范化解重大风险、精准扶贫和蓝天保卫战”提供企业微观经济主体的贡献与保障。

参考文献

- [1] 中国企业社会责任报告研究2018[EB/OL]. (2018-12-28)[2020-02-01]. <http://www.jjckb.cn/>.
- [2] 王建玲, 李玥婷, 吴璇. 社会责任的信号作用——基于中国市场的研究[J]. 中国管理科学, 2018(8): 31-41.
- [3] 高勇强, 陈亚静, 张云均. “红领巾”还是“绿领巾”: 民营企业慈善捐赠动机研究[J]. 管理世界, 2012(8): 106-114.
- [4] 权小锋, 吴世农, 尹洪英. 企业社会责任与股价崩盘风险: “价值利器”或“自利工具”?[J]. 经济研究, 2015(11): 49-64.
- [5] 中国企业履行社会责任正高速[EB/OL]. (2019-3-22)[2020-02-01]. <http://epaper.bjnews.com.cn/html/2019-03/22/>

- content_749819.htm?div=-1.
- [6] 杨皖苏, 杨善林. 中国情境下企业社会责任与财务绩效关系的实证研究——基于大、中小型上市公司的对比分析[J]. 中国管理科学, 2016, 24(1): 143-150.
- [7] 傅超, 吉利. 诉讼风险与公司慈善捐赠——基于“声誉保险”视角的解释[J]. 南开管理评论, 2017, 20(2): 108-121.
- [8] 王景峰, 田虹. “惩恶扬善”与“隐恶扬善”——企业环境社会责任的真实作用[J]. 经济管理, 2017(9): 51-67.
- [9] 杨艳, 兰东. 企业社会责任对公司特有风险的影响——基于利益相关者视角[J]. 软科学, 2015(6): 60-64.
- [10] CARROLL A B. A three-dimensional conceptual model of corporate performance[J]. Academy of Management Review, 1979, 4(4): 497-505.
- [11] LEVITT T. The dangers of social-responsibility[J]. Harvard Business Review, 1958, 36(5): 41-50.
- [12] FRIEDMAN M. Capitalism and freedom[M]. Chicago: University of Chicago, 1962.
- [13] HAYEK F A. The corporation in a democratic society: In whose interest ought it and will it be run[J]. Business Strategy, 1969: 225.
- [14] MISHRA S, SUAR D. Does corporate social responsibility influence firm performance of Indian companies?[J]. Journal of Business Ethics, 2010, 95(4): 571-601.
- [15] SAEIDI S P, SOFIAN S, SAEIDI P, et al. How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction[J]. Journal of Business Research, 2015, 68(2): 341-350.
- [16] SUN W, CUI K. Linking corporate social responsibility to firm default risk[J]. European Management Journal, 2014, 32(2): 275-287.
- [17] FREEMAN R E. Strategic management: A stakeholder approach[M]. Boston: Pitman, 1984.
- [18] JENSEN M. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. European Financial Management, 2001, 7: 297-317.
- [19] 贾兴平, 刘益, 廖勇海. 利益相关者压力, 企业社会责任与企业价值[J]. 管理学报, 2016, 13(2): 267-274.
- [20] 王晓巍, 陈慧. 基于利益相关者的企业社会责任与企业价值关系研究[J]. 管理科学, 2011, 24(6): 29-37.
- [21] 谢雅萍, 许美丽. 基于利益相关者的企业社会责任行为与企业社会责任效应关系的实证研究[J]. 经济经纬, 2012(5): 87-91.
- [22] BOCQUET R, LE B C, MOTHE C, et al. CSR, innovation, and firm performance in sluggish growth contexts: A firm-level empirical analysis[J]. Journal of Business Ethics, 2015(7): 1-14.
- [23] COOK K A, ROMI A M, SANCHEZ D, et al. The influence of corporate social responsibility on investment efficiency and innovation[J/OL]. Journal of Business Finance & Accounting, 2019, <https://doi.org/10.1111/jbfa.12360>.
- [24] 张兆国, 梁志钢, 尹开国. 利益相关者视角下企业社会责任问题研究[J]. 中国软科学, 2012(2): 139-146.
- [25] JOHNSON H H. Does it pay to be good? Social responsibility and financial performance[J]. Business Horizons, 2003, 46(6): 34-40.
- [26] 徐光华, 张瑞. 企业社会责任与财务绩效相关性研究[J]. 财会通讯(学术版), 2007(12): 70-73.
- [27] 陈德萍. 企业社会责任与财务绩效的实证研究[J]. 统计与决策, 2012(12): 178-181.
- [28] 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.
- [29] 尹开国, 刘小芹, 陈华东. 基于内生性的企业社会责任与财务绩效关系研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 中国软科学, 2014(6): 98-108.
- [30] 李远慧, 陈洁. 企业社会责任绩效与财务绩效关系研究[J]. 统计与决策, 2014(11): 175-178.
- [31] 李茜, 熊杰, 黄晗. 企业社会责任缺失对财务绩效的影响研究[J]. 管理学报, 2018, 15(2): 255-261.
- [32] 温素彬, 方苑. 企业社会责任与财务绩效关系的实证研究——利益相关者视角的面板数据分析[J]. 中国工业经济, 2008(10): 150-160.
- [33] 杨金玲. 践行社会责任——企业提升绩效之选择[J]. 经济问题探索, 2009(6): 90-95.
- [34] 刘录敬, 陈晓明. 社会责任对财务绩效的影响研究[J]. 统计与决策, 2010(14): 149-151.
- [35] 陈可, 李善同. 企业社会责任对财务绩效的影响: 关键要素视角[J]. 统计研究, 2010, 27(7): 105-110.
- [36] 朱金凤, 杨鹏鹏. 企业社会责任与财务绩效关系的实证检验[J]. 统计与决策, 2009(7): 135-137.
- [37] 王怀明, 宋涛. 我国上市公司社会责任与企业绩效的实证研究——来自上证 180 指数的经验证据[J]. 南京师大学报(社会科学版), 2007(2): 58-62, 75.
- [38] 杨汉明, 邓启稳. 国有企业社会责任与业绩研究——基于可持续增长视角[J]. 中南财经政法大学学报, 2011(1): 120-127.
- [39] 葛永盛, 黄婷婷. 基于风险与收益的企业社会责任研究[J]. 大连理工大学学报(社会科学版), 2013, 34(3): 20-24.
- [40] CHANG K, KIM I, LI Y. The heterogeneous impact of corporate social responsibility activities that target different stakeholders[J]. Journal of Business Ethics, 2014, 125: 211-234.
- [41] SASSEN R, HINZE A K, HARDECK I. Impact of ESG factors on firm risk in Europe[J]. Journal of Business Economics,

- 2016, 86(8): 867-904.
- [42] JO H, NA H. Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors[J]. *Journal of Business Ethics*, 2012, 110(4): 441-456.
- [43] JENNA V D M. The effect of corporate social responsibility on corporate risk[D]. Tilburg: Tilburg University, 2016.
- [44] 冯丽艳, 肖翔, 赵天骄. 企业社会责任与债务违约风险——基于ISO26000社会责任指南的原则和实践的分析[J]. *财经理论与实践*, 2016, 37(4): 56-64.
- [45] 冯丽艳, 肖翔, 张靖. 企业社会责任影响债务违约风险的内在机制——基于经营能力和经营风险的中介传导效应分析[J]. *华东经济管理*, 2016, 30(4): 140-148.
- [46] 冯丽艳, 肖翔, 程小可. 社会责任对企业风险的影响效应——基于我国经济环境的分析[J]. *南开管理评论*, 2016, 19(6): 141-154.
- [47] JAIN A, JAIN P, REZAEE Z. Value-relevance of corporate social responsibility: Evidence from short selling[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2016, 28(2): 29-52.
- [48] ORLITZKY M, BENJAMIN J D. Corporate social performance and firm risk: A meta-analytic review[J]. *BusSoc*, 2001, 40: 369-396.
- [49] ALTMAN E I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy[J]. *Journal of Finance*, 1968, 23(4): 589-609.
- [50] 张俊瑞, 刘慧, 李彬. 企业社会责任报告降低企业的诉讼风险了吗?[J]. *预测*, 2017, 36(1): 34-40.
- [51] PETERSEN M A. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches[J]. *The Review of Financial Studies*, 2009, 22(1): 435-480.
- [52] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019.
- [53] 周铭山, 张倩倩, 杨丹. 创业板上市公司创新投入与市场表现: 基于公司内外部的视角[J]. *经济研究*, 2017(52): 149.
- [54] 刘茂平. 企业社会责任信息披露质量与企业经济绩效——基于CSR报告(2009—2011)的经验证据[J]. *武汉科技大学学报(社会科学版)*, 2012, 14(5): 567-571.
- [55] KNAUER A, SERAFEIM G. Attracting long-term investors through integrated thinking and reporting: A clinical study of a biopharmaceutical company[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2014, 26(2): 57-64.
- [56] IOANNOU I, SERAFEIM G. The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2015, 36(7): 1053-1081.

The Effect of Corporate Social Responsibility on Corporate Performance and Risk: Evidence from Chinese A-share Listed Companies

Zhou Fangzhao, Jin Yuanpei, He Zhifang

(School of Business, Jiangnan University, Wuxi 214122, Jiangsu, China)

Abstract: Based on the data of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2010 to 2017, and combined with the network data of corporate social responsibility evaluation from the third-party organization, the impact of corporate social responsibility performance on corporate performance and risk were tested. Empirical results are as follows. The better the company's performance of social responsibility evaluation, the more it can significantly improve the performance of the company and reduce the company's risk in the future. It is found that the fulfillment of corporate social responsibility has a more significant positive impact on the financial performance and corporate risk of non-state-owned enterprises. The fulfillment of corporate social responsibility can more effectively reduce the financial risk and debt default risk of companies in regions with low marketization degree. Further research shows that companies with higher CSR evaluation have better stock market performance. In addition, our research shows that short selling mechanism of securities lending has not considered or reflected the fulfillment of corporate social responsibility.

Keywords: corporate social responsibility; corporate performance; corporate risk