

doi:10.11835/j.issn.1008-5831.2019.01.005

欢迎按以下格式引用:陆静,徐传.企业社会责任对风险承担和价值的影响[J].重庆大学学报(社会科学版),2019(1):75-95.

Citation Format: LU Jing, XU Chuan. Impact of corporate social responsibility on corporate risk taking and firm value [J]. Journal of Chongqing University (Social Science Edition), 2019(1): 75-95.

# 企业社会责任对风险 承担和价值的影响

陆静<sup>1</sup>, 徐传<sup>2</sup>

(1. 重庆大学经济与工商管理学院, 重庆 400044; 2. 北京大学汇丰商学院, 广东深圳 518055)

**摘要:**文章以2008—2015年上海证券交易所上市公司为样本,采用公司的资本支出、收购支出、ROA波动率回归之后的残差绝对值作为衡量最优风险承担水平的代理变量,以润灵公司的社会责任报告评分为上市企业社会责任的代理变量,研究了企业社会责任对风险承担和价值的影响。研究发现,企业社会责任是一种减少公司偏离最优风险承担水平的有效机制;企业社会责任可以增加公司价值。企业社会责任和风险承担变量的交互项表明,企业社会责任并没有通过风险承担变量对公司价值产生进一步影响,采用多种稳健性检验之后,上述结论基本不变。文章的研究说明企业社会责任对确保公司有效投资和提升公司价值的重要性,对于证券市场监管、上市公司运作和投资者决策具有较大的参考价值。

**关键词:**企业社会责任;风险承担;公司价值;交互项

**中图分类号:**F272-05      **文献标志码:**A      **文章编号:**1008-5831(2019)01-0075-21

在现代社会中,企业是最活跃的经济主体之一。根据公司治理的相关理论,企业的最终目的是为股东创造价值。然而,企业并非社会中孤立的经济细胞,它的许多活动都具有外部性。例如,企业在获取经营利润的过程中,也要缴纳税收、支付员工薪酬等,这些都构成了企业承担社会责任的部分。“企业社会责任”(Corporate Social Responsibility, CSR)最早于1924年由Sheldon<sup>[1]</sup>提出。Sheldon认为,公司应该将自身的社会责任与公司经营者满足消费者需求的各种责任联系起来;企业社会责任还含有道德因素,公司对社区的服务有利于增进社区福利。随着经济发展,人们对于企业

修回日期:2018-03-08

**基金项目:**国家自然科学基金面上项目“交叉上市、投资者情绪与资产定价”(71373296);国家自然科学基金重点项目“制度环境、公司财务政策选择和动态演化研究”(71232004)

**作者简介:**陆静(通信作者)(1966—),男,四川乐山人,重庆大学经济与工商管理学院教授,博士,博士研究生导师,主要从事公司财务与行为金融研究,Email: lujing@cqu.edu.cn;徐传(1994—),男,浙江宁波人,北京大学汇丰商学院硕士研究生,主要从事公司财务研究,Email: 527053340@qq.com。

社会责任不断加深的认识使很多公司愈发关注自己在社会中的形象和角色,全球范围内将企业社会责任努力融合在其商业活动中的公司数量也不断增加<sup>[2]</sup>。国外最早从20世纪70年代开始公布社会责任报告,国际上影响力较大的企业社会责任报告标准是全球报告倡议组织(Global Reporting Initiative,简称GRI)发布的。2016年10月19日,GRI公布了首个可持续发展报告的国际标准GRI Standards,这个标准将于2018年7月1日取代过去的G4指南。中国深圳市在2007年5月发布了《关于进一步推进企业履行社会责任的意见》,之后国家还推出一系列企业社会责任的标准如《中国企业社会责任报告编写指南》《关于国有企业更好履行社会责任的指导意见》等。在这个历史大背景和未来新趋势的推动下,企业社会责任逐渐成为一个对公司和公众来说都非常重要的研究对象。

企业社会责任对公司有着重要的影响。在资本支出方面,Renneboog等<sup>[3]</sup>认为企业社会责任是否被资本市场所定价仍然是一个开放的问题。Kempf和Osthoff<sup>[4]</sup>直接检验了企业社会责任对公司权益资本支出的影响,采用1991—2004年的数据说明投资者可以在不损失他们融资表现的情况下实现他们的社会责任目标。Ghoul等<sup>[5]</sup>发现企业社会责任高的公司可以获得较便宜的股权资本,支持了相关文献中企业社会责任实践会增加公司价值、减少风险的论断。在雇员吸引方面,Dutton等<sup>[6]</sup>发现职工和应聘者更加偏好那些对环境、社团友好并有着较高产品质量的公司。Backhaus等<sup>[7]</sup>发现企业社会责任在应聘者挑选工作中起着重要的作用。资本支出、雇员等问题大都与公司价值及公司风险承担水平有着紧密的联系,而且企业社会责任对公司的财务指标和价值的影响会随着研究样本和方法的改变发生变化。现有研究更多地针对欧美发达市场,国内研究也仅仅围绕某一行业或者某一上市公司开展。因此,以中国上市公司为对象,研究企业社会责任对公司价值和风险承担的影响有着重要意义,对公司有着现实的指导价值,还能为中国企业社会责任的发展和研究作出一定贡献。

本文的安排如下:第一部分是文献回顾;第二部分是研究设计,构建了研究模型、企业社会责任变量、风险承担变量、公司价值变量以及其他控制变量;第三部分是实证分析;第四部分是稳健性检验;最后是结论。

## 一、文献回顾

### (一) 企业社会责任

Sheldon<sup>[1]</sup>较早提出企业社会责任的概念。20世纪50年代人们更多地把社会责任看作是企业家与商人的价值观而非公司的特质<sup>[8]</sup>。事实上,Carroll<sup>[8]</sup>不仅追溯了20世纪50年代开始的企业社会责任建设的演变,他还指出,在20世纪60、70年代,企业社会责任建设不断扩大。20世纪80年代,实证研究增多,替代主题开始成熟。这些替代主题包括公司社会绩效、利益相关者理论和商业伦理理论等。Dahlsrud<sup>[9]</sup>指出,关于企业社会责任的定义多达37个。他通过对现有CSR定义的内容分析,制定了CSR的五个维度,发现这些定义在很大程度上是一致的。因此他指出,企业社会责任的定义并非讨论的关键,关键在于企业社会责任在特定环境下的社会构建。

至于企业社会责任对公司价值的影响,学术界有着不同的观点。许多研究发现企业社会责任可以增加公司价值,如Robinson等<sup>[10]</sup>通过询问可持续发展指数成员是否已经产生价值,探讨了企

业可持续性、声誉和公司价值之间的关系。他们指出加入道琼斯可持续发展指数(DJSI)会导致公司股价永久性上涨,这表明被纳入DJSI的利益超过与申请相关的成本。Roberts和Dowling<sup>[11]</sup>发现企业社会责任可以提高公司声誉,并以此减少公司成本、提高价值。他们发现具有较好声誉的公司能够更好地维持持续的盈利能力,这证实了声誉和财务绩效之间存在积极的关系。

然而,也有一些研究发现企业社会责任并不一定增加公司的价值,以财务绩效为例,Margolis等<sup>[12]</sup>对过去251份相关文献进行荟萃分析,发现企业社会责任与财务绩效呈正相关但影响不大,过去10年的106个项目影响更小。同时,他们进行敏感性分析,以确定该关系是否会在特定条件下被加强,但除了部分公司财务绩效被误导外,许多偶然事件并不会造成影响。Nelling和Webb<sup>[13]</sup>研究了企业社会责任与财务绩效之间的因果关系。他们发现,当使用传统计量模型时,这两个变量似乎存在相关性,但当使用时间序列固定效应模型时,企业社会责任和财务绩效之间的关系却弱得多。

相比于国外研究,国内开展企业社会责任的研究较晚。中国学者对企业社会责任的研究始于20世纪末期。华惠毅<sup>[14]</sup>在1985年首次提出“企业社会责任”概念。另外,沈禹钧<sup>[15]</sup>在《西方企业对社会责任的认识和履行》一文中也提到企业社会责任并指出企业行为的三种模式。在1990年,袁家方<sup>[16]</sup>对企业社会责任提出了如下定义:企业社会责任是企业考虑自身生存与发展的同时,为了维护国家、社会和人们的根本利益,对社会需求和社会中存在的各种问题,企业应承担的义务。吴祖明和陈国昌<sup>[17]</sup>在建立中国企业社会责任会计的构想中提出建立社会责任会计核算体系的重要性。陈承和王宗军<sup>[18]</sup>提出企业社会责任是指企业通过价值分配来满足股东利益和需求,并以增进社会总体福利和保证企业持续发展为目的的管理行为。

在企业社会责任对公司价值的影响上,国内学者也得出了不同的结论。陈玉清和马丽丽<sup>[19]</sup>基于利益相关者理论构建了社会责任贡献的指标体系,用来揭示上市公司对社会责任的真实贡献程度,并通过实证方式得出了企业社会责任与公司价值相关性不强的结论。而林汉川等<sup>[20]</sup>、龙文滨和宋献中<sup>[21]</sup>则从不同的角度,在理论上得出了公司承担社会责任能够增加公司价值的结论。

## (二)企业社会责任对风险承担的影响

在企业社会责任与风险的关系上,Ayadi等<sup>[22]</sup>研究了企业社会责任与管理者风险承担之间的关系,以及影响这一关联的治理结构差异,并利用美国上市公司的样本,发现较高企业社会责任的公司表现出更高的风险承担水平。Erhemjamts等<sup>[23]</sup>考察了企业社会责任的决定因素及其对企业投资政策、组织策略和绩效的影响,发现以资本支出为投资政策的代理变量与企业社会责任呈正相关,而且有着较低的风险承担水平。

Harjoto和Laksana<sup>[24]</sup>研究了风险承担的两个方面,认为企业社会责任是一种减少公司偏离最优风险承担水平的有效机制。他们假设企业社会责任是减少偏离最佳风险承担的控制机制,因此企业社会责任既限制了过度的风险承担,又降低了过度的风险规避。他们使用五项企业风险评估方法对1998年至2011年期间的1718家美国公司进行分析,发现较强的企业社会责任与较低的风险承受水平相关。同时,通过研究企业社会责任对企业价值影响的机制以及企业社会责任对风险承担的影响,他们发现了企业社会责任对公司价值之间的正向间接影响。因此,他们认为企业社会责任与公司价值呈正相关,企业社会责任会降低风险承担水平。

而在企业社会责任对风险承担的影响上,国内研究非常少,刘传俊和杨希<sup>[25]</sup>分析了沪深300指数2012—2014年的公司样本,构造了5个利益相关者指标进行多元回归,指出企业社会责任与风险承担水平正相关。曹亚勇等<sup>[26]</sup>以RKS指标作为社会责任变量,基于2009年至2010年的社会责任报告,研究了社会责任信息披露对投资效率的影响,发现社会责任信息披露与投资效率正相关,与过度投资呈现负相关。

### (三) 评述

企业社会责任对公司价值的影响尚未得到统一的定论。在国外的研究中,大多数学者采用KLD数据库中的指标进行分析,这在比较成熟的欧美市场来说较为方便,数据容易获取,样本量也比较大。此外,国外学者探究了企业社会责任通过何种途径影响公司价值,其中Dhaliwal等<sup>[27]</sup>认为企业社会责任可以降低资本成本,进而提高公司价值;Sun和Cui<sup>[28]</sup>认为企业社会责任可以通过降低非系统风险来提高公司价值。

在经济发展水平较高的发达市场,企业社会责任对公司价值和风险承担的作用较为明显,但对于中国这样起步较晚而且企业社会责任近年来才被重视的新兴市场,企业社会责任所反映的可能是一个弱势的市场,其对公司价值和风险承担的作用仍然有待探讨,而且国内的一些研究较多地是以某一行业或者年限较短的样本进行分析,所以有必要采用大样本来研究企业社会责任对公司价值和风险承担的影响。

此外,现有研究很少考虑企业社会责任与公司价值和风险承担之间的内生性问题,大多直接以企业社会责任作为自变量探讨其对公司其他变量的影响,而且也没有对企业社会责任、公司价值与公司风险承担水平内在机制进行讨论,没有进行合理的稳健性分析,导致结论并不太一致,所以深入挖掘它们的内在机制并进行稳健性分析是很有必要的。

### (四) 研究假设

企业社会责任是利益相关者理论的重要体现,是公司治理的重要维度,其对公司本身有着较为积极的影响。根据团队生产理论可知,公司生产所需要的资源不是简单相加,也不是为一个群体所有,所以要照顾不同群体的利益,依此才能获取更多的资源。当企业照顾到其他利益相关者时,就能更高效地得到并整合所需要的资源,加快生产和成长,从而增加企业的价值。

企业经营活动会有一些风险,这里的风险主要指绝对量的风险,意为企业进行相关投融资或者经营活动所产生的总体风险;风险承担指的是相对量的风险,意为企业超出或者低于最优风险水平的那部分风险,也即风险减去最优风险水平的值,这对企业来说是一种潜在的不良因素。如果企业承担过多的风险,也即风险承担远大于零,那么公司处于过多的风险之中就有更大的概率发生诸如破产等不利事件;如果企业承担过少的风险,根据公司对股东利益最优化的理论,公司管理层可能存在代理问题,因为过于保守的管理模式相对来说为股东带来较低的利益,而管理层则有可能从中获利,比如减少被收购的风险等。在本文中,同时考虑这两种情况,将其超过或者低于最优风险水平的部分取绝对值作为风险承担变量。但是,企业社会责任通过考虑各方面利益,可以将公司引导至最优的成长路径中,因此在一定程度上可以消除风险承担的存在。同时,风险承担与企业社会责任也会对公司价值产生一个共同的耦合作用,在企业社会责任一定的情况下,较低的风险承担可

能更有利于公司价值的增加。基于以上分析,我们提出如下假设。

假设一:企业社会责任对风险承担具有负相关的作用,即企业社会责任是一种减少公司偏离最优风险水平的有效机制。较高的企业社会责任能够将公司的风险承担水平保持在最佳水平上。

假设二:企业社会责任对公司价值具有正相关的作用,即企业社会责任越高,公司越有能力协调各利益相关方的利益,从而提高资源利用效率,提升公司价值。

假设三:企业社会责任和风险承担对公司价值具有交互影响,企业社会责任可以通过风险承担进一步加强对公司价值的影响,即企业社会责任通过影响公司风险承担水平,使其维持在最佳水平上,进一步影响公司价值的高低,即企业社会责任越高,风险承担水平越接近最佳水平也即其值越小,公司价值也越高。

## 二、研究设计

### (一)模型设定

本文研究模型的总体框架分为三个部分。

首先计算风险承担变量,关于风险承担变量在上文中已有说明。风险变量指的是绝对量的风险,意为企业进行相关投融资或者经营活动所产生的总体风险。本文的风险变量包括 CEX(资本支出风险变量)、AEX(收购支出风险变量)、SROA(资产收益率标准差风险变量)。风险承担指的是相对量的风险,意为企业超出或者低于最优风险水平的那部分风险也即实际风险减去最优风险水平的差值,在本文中,我们同时考虑这两种情况,将其超过或者低于最优风险水平的部分取绝对值作为风险承担变量。

资本支出指的是每年公司资本性的支出,如果公司资本支出过高,则代表公司用于投资项目所承担的风险可能偏高,资本支出过低则代表公司用于投资项目所承担的风险可能偏低。收购支出指的是每年公司进行收购其他公司所产生的费用,收购支出过高,则代表公司用于收购其他公司所承担的风险可能偏高,收购支出过低则代表公司用于收购其他公司所承担的风险可能偏低。近五年资产收益率(ROA)的标准差衡量了公司会计收益率的波动性,如果公司对资产收益率波动性有较大的容忍度,也就是说当资产收益率的波动性很大的时候,公司仍然没有采取具体措施,就代表公司承担着较大的风险水平。

我们借鉴并改进了 Barger 等<sup>[29]</sup>的模型,用公司特征变量和宏观变量对公司风险变量进行回归,其模型具体表达如下:

$$CEX_{i,t} = \alpha_{10} + \alpha_{11}SHreturn_t + \alpha_{12}GDPGTH_t + \alpha_{13}LEBIT_{i,t-1} + \alpha_{14}MBR_{i,t-1} + \alpha_{15}LDEBT_{i,t-1} + u1_{i,t} \quad (1)$$

$$AEX_{i,t} = \alpha_{20} + \alpha_{21}SHreturn_t + \alpha_{22}GDPGTH_t + \alpha_{23}LEBIT_{i,t-1} + \alpha_{24}MBR_{i,t-1} + \alpha_{25}LDEBT_{i,t-1} + u2_{i,t} \quad (2)$$

$$SROA_{i,t} = \alpha_{30} + \alpha_{31}SHreturn_t + \alpha_{32}GDPGTH_t + \alpha_{33}LEBIT_{i,t-1} + \alpha_{34}MBR_{i,t-1} + \alpha_{35}LDEBT_{i,t-1} + u3_{i,t} \quad (3)$$

其中  $CEX_{i,t}$  代表  $i$  公司第  $t$  年的资本支出,  $AEX_{i,t}$  代表  $i$  公司第  $t$  年的收购支出,  $SROA_{i,t}$  代表  $i$  公司第  $t-4$  到  $t$  年的资产收益率(ROA)的标准差,  $SHreturn_t$  代表第  $t$  年上证综合指数的年收益率,  $GDPGTH_t$  代表第  $t$  年国内生产总值的增长率,  $LEBIT_{i,t-1}$  代表  $i$  公司第  $t-1$  年的息税前利率与总资产之比,  $MBR_{i,t-1}$  代表  $i$  公司第  $t-1$  年市场账面价值之比,  $LDEBT_{i,t-1}$  代表  $i$  公司第  $t-1$  年总负债与总资产

产之比,  $u1_{i,t}$ 、 $u2_{i,t}$ 、 $u3_{i,t}$  分别代表 3 个回归方程的残差项。

通过上述回归来计算风险承担变量,也就是将上述风险变量回归后所得残差取绝对值分别作为资本支出、收购支出、5 年 ROA 标准差衡量的公司风险偏离最佳水平的差值,即有:

$$RESI_{-CEX} = |u1_{i,t}| \quad (4)$$

$$RESI_{-AEX} = |u2_{i,t}| \quad (5)$$

$$RESI_{-ROA} = |u3_{i,t}| \quad (6)$$

$RESI_{-CEX}$  为资本支出风险变量回归后残差的绝对值,  $RESI_{-AEX}$  为收购支出风险变量回归后残差的绝对值,  $RESI_{-ROA}$  为 ROA 波动风险变量回归后残差的绝对值。回归结果如表 1 所示。

表 1 的结果与 Bargerion 等<sup>[29]</sup> 较为相近。在上述回归之后,分别提取回归之后的残差项,然后对其取绝对值,作为风险承担变量也即偏离最佳风险承担水平的差值,残差项的值越大,说明风险承担水平越高,残差项的值越小,说明风险承担水平越低。因此,在对残差项取绝对值之后,风险承担变量越大,说明偏离最佳风险水平的程度越大。

其次,以润灵公司 2009—2015 年社会责任报告中对各上市企业社会责任表现及社会责任报告所给评分为企业社会责任的代理变量,以托宾 Q 即公司市场价值和重置成本的比值为公司价值的代理变量,探讨企业社会责任对偏离最佳风险水平差值的风险承担变量和公司价值的影响。

表 1 风险承担变量回归结果

|           | CEX                   | AEX                    | SROA                    |
|-----------|-----------------------|------------------------|-------------------------|
| SHreturn  | 0.004 4**<br>(2.10)   | 0.198 0<br>(0.28)      | 0.010 2<br>(0.69)       |
| GDPGTH    | 0.174 0***<br>(9.34)  | -1.728 0<br>(-0.28)    | 0.108 0<br>(0.82)       |
| LEBIT     | 0.002 0<br>(1.63)     | 5.282 0***<br>(10.51)  | -0.135 0***<br>(-15.66) |
| MBR       | -0.000 2*<br>(-1.95)  | 0.130 0*<br>(1.97)     | -0.000 2<br>(-0.26)     |
| LDEBT     | -0.0000 4<br>(-0.05)  | 3.918 0***<br>(10.93)  | 0.161 0***<br>(27.09)   |
| Constant  | 0.027 4***<br>(11.35) | -2.162 0***<br>(-2.70) | -0.032 5<br>(-1.91)     |
| YEAR      | YES                   | YES                    | YES                     |
| INDUS     | YES                   | YES                    | YES                     |
| N         | 6 987                 | 2 061                  | 6 987                   |
| R squared | 0.018 5               | 0.157 3                | 0.337 4                 |

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别为 10%、5%、1% 显著性,括号内为  $t$  值

$$RESI_{-CEX_{i,t}} = \beta_{10} + \beta_{11} CSRSCORE_{i,t} + \sum_{j=2}^n \beta_{1j} CONTROL_{i,t} + \varepsilon_1 \quad (7)$$

$$RESI_{-AEX_{i,t}} = \beta_{20} + \beta_{21} CSRSCORE_{i,t} + \sum_{j=2}^n \beta_{2j} CONTROL_{i,t} + \varepsilon_2 \quad (8)$$

$$RESI_{-ROA_{i,t}} = \beta_{30} + \beta_{31} CSRSCORE_{i,t} + \sum_{j=2}^n \beta_{3j} CONTROL_{i,t} + \varepsilon_3 \quad (9)$$

$$FirmValue_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 CSRSCORE_{i,t} + \sum_{j=2}^n \gamma_j CONTROL_{i,t} + \varepsilon_4 \quad (10)$$

其中,  $CSRSCORE_{i,t}$  代表  $i$  公司第  $t$  年的社会责任总得分,  $CONTROL_{i,t}$  代表  $i$  公司第  $t$  年的控制变量,  $\varepsilon_1$ 、 $\varepsilon_2$ 、 $\varepsilon_3$ 、 $\varepsilon_4$  为 4 个回归方程的残差项,  $FirmValue_{i,t}$  代表  $i$  公司第  $t$  年的公司价值。

最后,本文通过引入企业社会责任(CSRSCORE)和风险承担变量(RESI)的交互项(interaction effect)来考虑风险承担变量与企业社会责任交互之后对公司价值的影响。含有交互项的模型可以理解因变量对解释变量的偏效应或半弹性,交互项在考虑一个自变量情况下,另一个自变量对因变量的影响,也即交互影响,在有交互项的模型中须添加相应的自变量。交互项的使用也较为广

泛,比如 Alex 和 Sudarshan<sup>[30]</sup> 在研究信息来源对投资价格的敏感性分析中,引入国家和时间的交互项来研究其对投资的敏感性综合影响。在本文中,我们引入交互项的原因是考虑到企业社会责任对公司价值影响的情况下,风险承担变量是否会通过企业社会责任对公司价值产生交互的综合影响,以此反映风险承担是否成为企业社会责任对公司价值的影响路径,具体模型如下:

$$\text{FirmValue}_{i,t} = \beta_0 + \delta_1 \text{CSRSCORE}_{i,t} + \beta_2 \text{RESI}_{i,t,m} + \tau \text{CSRSCORE}_{i,t} \times \text{RESI}_{i,t,m} + \sum_{j=2}^n \beta_j \text{CONTROL}_{i,t} + \varepsilon_L \quad (11)$$

其中,  $\text{CSRSCORE}_{i,t}$  代表  $i$  公司第  $t$  年的社会责任总得分,  $\text{CONTROL}_{i,t}$  代表  $i$  公司第  $t$  年的控制变量,  $\text{RESI}_{i,t,m}$  代表  $i$  公司第  $t$  年第  $m$  种风险承担变量的值,  $\varepsilon_L$  为残差。 $\tau$  为  $\text{CSRSCORE}_{i,t} \times \text{RESI}_{i,t,m}$  交互项的系数。

## (二) 企业社会责任变量

企业社会责任采用润灵环球公司的评分为代理变量。润灵环球责任评级是润灵公益事业咨询(RLCCW)公司自主研发的中国首个企业社会责任报告评级系统,也即 MCTI2012 评价体系。润灵环球的社会责任评级中分别有 M(整体性)、C(内容性)、T(技术性)、I(行业性)以及总分。整体性指的是对企业社会责任战略方面有效性、公司相关管理层治理有效性,以及各利益相关方对其评价等;内容性指的是社会责任在对社区、环境、产品战略,以及社会可持续发展等方面的评价;技术性指的是对内容的相对平衡性、相关创新能力,以及是否按照相关行业规范的评价。润灵公司的企业社会责任报告评级是直接对上市公司发布的社会责任报告进行量化评级分析,体现了上市公司的社会责任表现。

## (三) 其他变量

首先,本文需要控制经理人的特征变量,比如经理人的年龄(CEOAGE)、经理人的性别(CEOMALE),以及经理人是否兼任董事(DIRCEO)。因为有文献表明,这些变量会影响风险承担和公司价值。在风险承担方面,Serfling<sup>[31]</sup> 认为经理人的年龄会影响公司风险政策,而 Faccio 等<sup>[32]</sup> 认为经理人的性别会影响公司的风险承担。在公司价值方面,Cline 和 Yore<sup>[33]</sup> 表明这些经理人特征变量会影响公司的价值。

其次,本文还控制了董事会特征变量,比如董事会平均年龄(DIRAGE)、董事会平均任期(DIRREN)、董事会中独立董事的比率(INDDIR)等,因为 Goldman 和 Rocholl<sup>[34]</sup>、Faleye<sup>[35]</sup> 的研究表明,这些变量也会影响公司的风险承担和价值。

最后还控制了已有文献中与公司风险承担有关的公司特征变量<sup>[36-37]</sup>,比如雇员数量(EMPLOY)、营业收入增长率(SALETH)和总资产(ASSET)等。

本文数据主要来自国泰安数据库(CSMAR)、锐思数据库(RESET)、WIND 数据库等,具体变量定义如表 2。

考虑到深圳证券交易所除了 A 股主板外,还有创业板和中小板,而后两者有较多新兴产业领域的公司,其对企业社会责任的参与度不够深入,所以本文选择 2008—2015 年上海证券交易所剔除 ST 公司后的上市公司为样本,由于部分变量(如 SROA)的需求,实际用到的样本为 2004—2015 年的数据。

表2 变量定义及数据来源

| 变量名称                 | 变量含义                                 | 数据来源   | 单位 |
|----------------------|--------------------------------------|--------|----|
| CSRSM                | 企业社会责任整体性得分                          | 润灵环球   |    |
| CSRC                 | 企业社会责任内容性得分                          | 润灵环球   |    |
| CSRT                 | 企业社会责任技术性得分                          | 润灵环球   |    |
| CSRI                 | 企业社会责任行业性得分                          | 润灵环球   |    |
| CSRSORE              | 企业社会责任总分                             | 润灵环球   |    |
| ASSET                | 总资产的自然对数                             | CSMAR  |    |
| CAPEX                | 资本支出                                 | CSMAR  | 元  |
| CEX                  | 风险变量1:资本支出与总资产之比                     | 本文计算   |    |
| ACQEX                | 收购支出                                 | CSMAR  | 元  |
| AEX                  | 风险变量2:收购支出与总资产之比                     | 本文计算   |    |
| ROA                  | 总资产收益率                               | CSMAR  | %  |
| SROA                 | 风险变量3:近五年ROA波动标准差                    | 本文计算   |    |
| EBIT                 | 息税前利润                                | CSMAR  | 元  |
| LEBIT                | 息税前利润与总资产之比                          | 本文计算   |    |
| DEBT                 | 负债总和                                 | CSMAR  | 元  |
| LDEBT                | 负债与总资产之比                             | 本文计算   |    |
| EQUITY               | 所有者权益总和                              | RESSET | 元  |
| MAREQUITY            | 股票市场价值                               | RESSET | 元  |
| MBR                  | 市场价值与账面价值之比:(总资产-所有者权益总和+股票市场价值)/总资产 | 本文计算   |    |
| GDP                  | 国内GDP总量                              | CSMAR  | 元  |
| GDPGTH               | 国内GDP增速                              | 本文计算   | %  |
| SHreturn             | 上证综合指数年度回报率                          | WIND   | %  |
| TOBINQ               | 公司价值变量:托宾Q值                          | RESSET |    |
| CEOAGE               | 公司CEO的年龄                             | CSMAR  | 岁  |
| CEOMALE              | CEO性别,0=女,1=男                        | CSMAR  |    |
| EMPLOY               | 公司员工人数的自然对数                          | CSMAR  |    |
| DIRAGE               | 公司董事会董事平均年龄                          | CSMAR  | 岁  |
| DIRREN               | 公司董事会董事平均任期                          | CSMAR  | 月  |
| RIRCEO               | 经理人是否兼任董事,1=兼任,2=不兼任                 | CSMAR  |    |
| INDDIR               | 独立董事比率                               | 本文计算   |    |
| SALE                 | 公司营业收入                               | CSMAR  | 元  |
| SALETH               | 公司营业收入的增速                            | 本文计算   |    |
| RESI <sub>-CEX</sub> | 资本支出风险承担变量:相应风险变量回归之后残差的绝对值          | 本文计算   |    |
| RESI <sub>-AEX</sub> | 收购支出风险承担变量:相应风险变量回归之后残差的绝对值          | 本文计算   |    |
| RESI <sub>-ROA</sub> | ROA波动风险承担变量:相应风险变量回归之后残差的绝对值         | 本文计算   |    |
| INTERCEX             | 资本支出风险承担变量与企业社会责任总分交互项(相乘)           | 本文计算   |    |
| INTERAEX             | 收购支出风险承担变量与企业社会责任总分交互项(相乘)           | 本文计算   |    |
| INTERROA             | ROA波动风险承担变量与企业社会责任总分交互项(相乘)          | 本文计算   |    |
| LCSRSORE             | 滞后一年的企业社会责任总分                        | 本文计算   |    |
| IVCSRSORE            | 工具变量-各行业企业社会责任总分的中位数                 | 本文计算   |    |



### 三、实证分析

#### (一) 描述性统计

从表3可以看到,风险变量 CEX(资本支出与总资产之比)的平均值为 0.05,而最大值也为0.55,说明资本支出与总资产之比在公司中普遍较高,较符合市场规律;风险变量 AEX(收购支出与总资产之比)的平均值为 0.64,而其最大值为 364.46,说明不同公司之间的收购支出相差较大,甚至还有超过本身资产去收购其他公司的,这在市场上也有类似的情况,比如历史上曾有 KKR 公司对其他公司进行高杠杆收购的行为;风险变量 SROA(5年 ROA 的标准差)平均值为 0.06,最大值为19.27,说明样本公司的 ROA 波动还是比较大,从侧面说明有些公司的风险承担水平可能处于较高的水平。然后是各个风险变量超过最佳风险水平偏差的风险承担变量的描述统计。 $RESI_{-CEX}$ 、 $RESI_{-AEX}$ 、 $RESI_{-ROA}$  的平均值分别为 0.03、1.35、0.07,最小值均为 0,最大值则分别为 0.49、361.15 和 19.15,说明收购支出普遍存在较高偏离最佳风险水平的行为,这也说明了收购行为本身就是一种比较偏离最佳风险水平的行为。而企业社会责任评分的相关变量,CSRSCORE(总分)的平均分为 38.3,最小值 11.69,最大值 89.3,说明各公司之间的社会责任质量还是有较大的差别,而且整个上证上市公司的企业社会责任表现并不是特别理想,与国内企业社会责任起步不久有较大的关系,CSRSM、CSRC、CSRT、CSRI 的平均值分别是 12.63、17.84、6.75 和 2.18,说明社会责任评分的小项中公司的表现也不是很突出,相对来说在报告内容性方面较其他方面表现较好,但是总体的质量仍然需要提升。

表3 主要变量的描述性统计

| 变量名称          | 均值       | 标准差      | 最小值     | 最大值        |
|---------------|----------|----------|---------|------------|
| CAPEX         | 1.54E+09 | 1.08E+10 | 0       | 3.31E+11   |
| CEX           | 0.05     | 0.05     | 0       | 0.55       |
| ACQEX         | 1.35E+09 | 4.77E+09 | 0       | 1.08E+11   |
| AEX           | 0.64     | 9.55     | 0       | 364.46     |
| GDPGTH        | 0.12     | 0.05     | 0.07    | 0.18       |
| DEBT          | 1.00E+11 | 9.58E+11 | 287 924 | 2.22E+13   |
| LDEBT         | 0.59     | 1.16     | 0       | 63.97      |
| SROA          | 0.06     | 0.42     | 0       | 19.27      |
| LEBIT         | 0.05     | 0.64     | -48.31  | 12.83      |
| SHreturn      | 0.04     | 0.39     | -0.65   | 0.80       |
| MBR           | 2.87     | 6.9      | 0.57    | 393.01     |
| CEOAGE        | 48.77    | 6.23     | 24      | 76         |
| CEOMALE       | 0.95     | 0.21     | 0       | 1          |
| EMPLOY        | 7.84     | 1.62     | 1.1     | 13.22      |
| DIRAGE        | 50.89    | 3.63     | 37.83   | 63.13      |
| DIRREN        | 46.05    | 30.08    | 0       | 215.71     |
| DIRCEO        | 1.86     | 0.35     | 1       | 2          |
| INDDIR        | 0.37     | 0.06     | 0       | 0.80       |
| SALETH        | 17.19    | 1 473.06 | -1      | 134 607.10 |
| ASSET         | 22.22    | 1.78     | 15.42   | 30.81      |
| TOBINQ        | 2.71     | 7.70     | 0.04    | 450.18     |
| CSRSM         | 12.63    | 5.37     | 2.28    | 88.85      |
| CSRC          | 17.84    | 6.59     | 3       | 40.65      |
| CSRT          | 6.75     | 2.36     | 0.56    | 22.36      |
| CSRI          | 2.18     | 1.85     | 0       | 9.06       |
| CSRSCORE      | 38.30    | 14.46    | 11.69   | 89.30      |
| $RESI_{-CEX}$ | 0.03     | 0.04     | 0       | 0.49       |
| $RESI_{-AEX}$ | 1.35     | 9.26     | 0       | 361.15     |
| $RESI_{-ROA}$ | 0.07     | 0.36     | 0       | 19.15      |

## (二) 相关分析

从表4可以看出,企业社会责任的总分CSRSCORE和小项得分CSRM、CSRC、CSRT、CSRI均有较大的相关性,这也说明评级分数在一定程度上是一致的,而且公司价值变量和评级分数有较大的相关性,和风险承担变量RECI<sub>-CEX</sub>、RECI<sub>-AEX</sub>、RECI<sub>-ROA</sub>也有一定的相关性,同时风险承担变量之间的相关性相对较弱,说明不同的风险承担变量之间没有较大的关联,同时采用三种相对来说没有太大关联的变量能够提高回归分析结果的稳健性。

从表5中可以看出,其他自变量以及控制变量在一定程度上还是有相关性的,比如GDPGTH(国内生产总值的增长率)和大部分控制变量相关性较高,这也说明一个国家的生产总值能够有效地影响市场和公司层面的变量,对SHreturn(上证综合指数的收益率)、CEOAGE(经理人年龄)、CEOMALE(经理人性别)、DIRAGE(董事会董事平均年龄)、INDDIR(独立董事比率)等管理层、董事会变量均有较大的相关性。而且董事会层面的变量之间也有较大的相关性。SALETH(营业收入增长率)则与LEBIT(息税前利润与总资产之比)、MBR(市场价值与账面价值之比)有较大的相关性。

表4 企业社会责任(CSR)与因变量相关分析

| No | Variables            | 1        | 2       | 3        | 4        | 5        | 6        | 7       | 8     | 9 |
|----|----------------------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|---------|-------|---|
| 1  | TOBINQ               | 1        |         |          |          |          |          |         |       |   |
| 2  | CSRM                 | -0.154 * | 1       |          |          |          |          |         |       |   |
| 3  | CSRC                 | -0.126 * | 0.801 * | 1        |          |          |          |         |       |   |
| 4  | CSRT                 | -0.049   | 0.729 * | 0.806 *  | 1        |          |          |         |       |   |
| 5  | CSRI                 | -0.093 * | 0.679 * | 0.722 *  | 0.641 *  | 1        |          |         |       |   |
| 6  | CSRSCORE             | -0.118 * | 0.915 * | 0.954 *  | 0.854 *  | 0.789 *  | 1        |         |       |   |
| 7  | RESI <sub>-CEX</sub> | 0.014    | -0.22 * | -0.220 * | -0.214 * | -0.162 * | -0.238 * | 1       |       |   |
| 8  | RESI <sub>-AEX</sub> | 0.653 *  | 0.003   | -0.053   | -0.033   | -0.041   | -0.028   | 0.026   | 1     |   |
| 9  | RESI <sub>-ROA</sub> | 0.345 *  | 0.037   | -0.029   | 0.007    | 0.027    | 0.015    | 0.055 * | 0.281 | 1 |

注:\*表示在5%及以上的水平显著

表5 其他变量相关分析

| No | Variable | 1        | 2        | 3        | 4        | 5        | 6        | 7        | 8        | 9        | 10      | 11      | 12      | 13       | 14       | 15     | 16 |
|----|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|----------|----------|--------|----|
| 1  | CEX      | 1        |          |          |          |          |          |          |          |          |         |         |         |          |          |        |    |
| 2  | AEX      | -0.026   | 1        |          |          |          |          |          |          |          |         |         |         |          |          |        |    |
| 3  | GDPGTH   | 0.120 *  | 0.014    | 1        |          |          |          |          |          |          |         |         |         |          |          |        |    |
| 4  | LDEBT    | -0.036 * | 0.315 *  | 0.025 *  | 1        |          |          |          |          |          |         |         |         |          |          |        |    |
| 5  | SROA     | -0.011   | 0.232 *  | 0.015    | 0.555 *  | 1        |          |          |          |          |         |         |         |          |          |        |    |
| 6  | LEBIT    | 0.035 *  | 0.271 *  | 0.025 *  | -0.584 * | -0.459 * | 1        |          |          |          |         |         |         |          |          |        |    |
| 7  | SHreturn | -0.058 * | 0.005    | -0.636 * | -0.003   | 0.004    | -0.018   | 1        |          |          |         |         |         |          |          |        |    |
| 8  | MBR      | -0.025 * | 0.259 *  | 0.074 *  | 0.610 *  | 0.291 *  | -0.121 * | -0.080 * | 1        |          |         |         |         |          |          |        |    |
| 9  | CEOAGE   | -0.001   | 0.004    | -0.109 * | -0.036 * | -0.076 * | 0.028 *  | 0.045 *  | -0.033 * | 1        |         |         |         |          |          |        |    |
| 10 | CEOMALE  | 0.015    | 0.011    | -0.025 * | -0.037 * | -0.032 * | -0.003   | 0.013    | -0.007   | 0.031 *  | 1       |         |         |          |          |        |    |
| 11 | EMPLOY   | 0.153 *  | -0.122 * | -0.072 * | -0.086 * | -0.156 * | 0.049 *  | 0.016    | -0.221 * | 0.192 *  | 0.074 * | 1       |         |          |          |        |    |
| 12 | DIRAGE   | 0.034 *  | -0.012   | -0.157 * | -0.080 * | -0.088 * | 0.027 *  | 0.061 *  | -0.095 * | 0.336 *  | 0.080 * | 0.301 * | 1       |          |          |        |    |
| 13 | DIRREN   | -0.077 * | -0.007   | -0.523 * | -0.028   | -0.039 * | 0.010    | 0.170 *  | -0.086 * | 0.166 *  | -0.007  | 0.088 * | 0.204 * | 1        |          |        |    |
| 14 | DIRCEO   | 0.007    | 0.006    | 0.07 *   | 0.009    | -0.013   | -0.004   | -0.013   | -0.031 * | -0.083 * | 0.023   | 0.100 * | 0.078 * | -0.059 * | 1        |        |    |
| 15 | INDDIR   | -0.035 * | 0.014    | -0.043 * | -0.001   | 0.020    | -0.004   | 0.003    | 0.026 *  | 0.029 *  | 0.005   | 0.034 * | 0.030 * | 0.058 *  | -0.041 * | 1      |    |
| 16 | SALETH   | 0.0003   | -0.003   | -0.003   | 0.057 *  | 0.016    | -0.025 * | 0.0005   | 0.133 *  | -0.011   | 0.003   | 0.004   | -0.015  | -0.034   | 0.004    | -0.007 | 1  |

注:\*表示在5%及以上的水平显著

### (三) 回归分析

#### 1. CSR 对风险承担的影响

对于企业社会责任与风险承担变量的回归,本文利用最小二乘法(OLS)方法并且采用两维度(公司水平和年)聚类标准误差<sup>[38]</sup>来提高回归结果的稳健性。回归结果如表6和表7所示。

表6 企业社会责任(CSR)与风险承担变量的回归结果

|           | RESI <sub>-CEX</sub>   | RESI <sub>-AEX</sub>  | RESI <sub>-ROA</sub>   |
|-----------|------------------------|-----------------------|------------------------|
| CSRSCORE  | -0.000 3***<br>(-2.59) | -0.005 0**<br>(-2.09) | -0.000 6***<br>(-4.99) |
| CEOAGE    | -0.000 4*<br>(-1.88)   | -0.001 3<br>(-0.33)   | -0.000 02<br>(-0.12)   |
| CEOMALE   | -0.008 1<br>(-0.71)    | 0.047 3<br>(0.34)     | -0.013 4<br>(-0.80)    |
| DIRCEO    | -0.005 6<br>(-1.12)    | 0.057 5<br>(0.75)     | 0.006 8**<br>(2.07)    |
| DIRAGE    | -0.000 5<br>(-1.12)    | -0.013 6*<br>(-1.81)  | -0.000 8<br>(-1.64)    |
| DIRREN    | -0.000 05<br>(-0.87)   | -0.000 6<br>(-0.55)   | -0.000 2***<br>(-3.47) |
| INDDIR    | 0.038 4<br>(1.33)      | -0.472 0<br>(-0.97)   | 0.038 9<br>(1.51)      |
| EMPLOY    | -0.005 0***<br>(-2.81) | 0.012 6<br>(0.43)     | -0.003 8***<br>(-2.92) |
| SALETH    | -0.000 2<br>(-0.65)    | 0.146 0*<br>(1.95)    | -0.000 9***<br>(-3.76) |
| ASSET     | 0.001 3<br>(0.89)      | 0.066 0**<br>(2.30)   | 0.011 0***<br>(8.59)   |
| Constant  | 2.315 0<br>(1.18)      | -61.260 0*<br>(-1.80) | -5.785 0***<br>(-3.94) |
| YEAR      | YES                    | YES                   | YES                    |
| INDUS     | YES                    | YES                   | YES                    |
| N         | 834                    | 720                   | 720                    |
| R squared | 0.080 3                | 0.106 7               | 0.125 3                |

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别为 10%、5%、1% 显著性,括号内为 *t* 值

从表6可以看出,CSRSCORE(企业社会责任变量)与RESI<sub>-CEX</sub>(资本支出代表的风险承担变量)、RESI<sub>-AEX</sub>(收购支出代表的风险承担变量)、RESI<sub>-ROA</sub>(ROA标准差代表的风险承担变量)均呈负相关,而且分别在1%和5%水平上显著,这个与Harjoto等<sup>[39]</sup>的实证分析结果一致,也说明本文的假设一成立,也即企业社会责任和偏离最佳风险承担水平的程度呈负相关,也就是说企业社会责任是一种减少公司偏离最优风险承担水平的有效机制。较高的企业社会责任能够将公司的风险承担水平保持在最佳水平上,根据利益相关方理论和资源依赖理论,这可能是由于良好的企业社会责任是以各利益相关方都能得到最好的利益分配为目标,包括股东和其他利益相关方,比如雇员或者消费者。当公司风险承担水平偏离最佳水平的时候,企业社会责任作为一个补偿性的因素使得资源在投资者和非投资者之间得到重新平衡。考虑到公司资源的有限性,过度投资于风险水平较高的项目上可能会忽视非投资者的需要,这些非投资者反过来可能会使用他们的权利来限制公司得到他们控制的资源(比如雇员会由

于较差的工作环境抵制劳动,客户会由于较差的满意度而不购买产品)。因此当公司风险承担超过了最佳水平,企业社会责任会起到负向的调节作用。当风险承担水平低于最优水平时,关注企业社会责任的经理人必须在不减少他们对非投资者责任的情况下增加风险性的投资。过度的风险规避会使得公司对股东有着较少的吸引力,他们就会限制对未来增长的资金供应。考虑到有限的资源,利益相关者管理要求经理人关注那些同时满足投资者和非投资者利益的项目。所以,企业社会责任是一种减少公司偏离最优风险承担水平的有效机制,假设一成立。

另外,从回归结果还可以看出,企业社会责任评分每增加1%,分别可以减少0.03%的资本支出的风险承担偏差,减少0.5%的收购支出的风险承担偏差,以及减少0.06%的资产收益率(ROA)的风险承担偏差。这里,企业社会责任调节ROA波动性的力度最大,收购支出次之,资本支出最小。

表7 企业社会责任小项得分对RESI<sub>-CEX</sub>的回归分析

|           | (1)<br>RESI <sub>-CEX</sub> | (2)<br>RESI <sub>-CEX</sub> | (3)<br>RESI <sub>-CEX</sub> | (4)<br>RESI <sub>-CEX</sub> |
|-----------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| CSRM      | -0.000 9**<br>(-2.32)       |                             |                             |                             |
| CSRC      |                             | -0.000 7**<br>(-2.43)       |                             |                             |
| CSRT      |                             |                             | -0.002 5***<br>(-3.65)      |                             |
| CSRI      |                             |                             |                             | -0.000 9<br>(-1.03)         |
| CEOAGE    | -0.000 3<br>(-1.05)         | -0.000 3<br>(-1.11)         | -0.000 3<br>(-1.15)         | -0.000 3<br>(-1.10)         |
| CEOMALE   | -0.009 3<br>(-0.77)         | -0.009 2<br>(-0.77)         | -0.010 2<br>(-0.85)         | -0.010 5<br>(-0.71)         |
| DIRCEO    | -0.003 4<br>(-0.63)         | -0.003 8<br>(-0.71)         | -0.003 1<br>(-0.59)         | -0.001 7<br>(-0.30)         |
| DIRAGE    | -0.000 4<br>(-0.69)         | -0.000 4<br>(-0.70)         | -0.000 4<br>(-0.74)         | -0.000 8<br>(-1.32)         |
| DIRREN    | -0.000 07<br>(-1.04)        | -0.000 06<br>(-0.94)        | -0.000 07<br>(-1.11)        | -0.000 05<br>(-0.64)        |
| INDDIR    | 0.041 4<br>(1.34)           | 0.038 8<br>(1.26)           | 0.039 4<br>(1.28)           | 0.044 1<br>(1.33)           |
| EMPLOY    | -0.004 5**<br>(-2.41)       | -0.004 4**<br>(-2.35)       | -0.004 5**<br>(-2.43)       | -0.004 8**<br>(-2.32)       |
| SALETH    | -0.000 3<br>(-0.92)         | -0.000 3<br>(-0.96)         | -0.000 4<br>(-1.33)         | -0.000 6<br>(-0.18)         |
| ASSET     | 0.000 7<br>(0.46)           | 0.000 9<br>(0.58)           | 0.001 3<br>(0.86)           | 0.000 4<br>(0.23)           |
| Constant  | 1.936 0<br>(0.85)           | 3.764 0*<br>(1.68)          | 4.157 0*<br>(1.85)          | 4.824 0<br>(1.64)           |
| YEAR      | YES                         | YES                         | YES                         | YES                         |
| INDUS     | YES                         | YES                         | YES                         | YES                         |
| N         | 756                         | 756                         | 756                         | 620                         |
| R squared | 0.072 4                     | 0.074 5                     | 0.078 7                     | 0.076 4                     |

注:\*、\*\*、\*\*\* 分别为10%、5%、1%显著性,括号内为t值

接着,本文对企业社会责任评分中的每个小项,即整体性得分(CSRM)、内容性得分(CSRC)、技术性得分(CSRT)、行业性得分(CSRI)分别对  $RESI_{-CEX}$ 、 $RESI_{-AEX}$ 、 $RESI_{-ROA}$  进行回归分析,探究每个小项的分数对风险承担变量之间的关系。由于篇幅所限,这里仅报告了企业社会责任小项得分对  $RESI_{-CEX}$ (资本支出所代表的偏离最佳风险水平的风险承担变量)的回归分析,表7中列(1)、列(2)、列(3)、列(4)分别是整体性、内容性、技术性和行业性的回归结果。从中可以发现整体性得分、内容性得分、技术性得分分别在5%、5%、1%水平上与  $RESI_{-CEX}$  变量显著负相关,这与上述关于总分的回归结果相吻合,只有行业性得分与风险承担变量显著性不高,可能是由于行业性得分在2010年才开始统计,所以有一些偏差。

未报告的关于  $RESI_{-AEX}$  的回归结果表明,企业社会责任小项得分对  $RESI_{-AEX}$ (收购支出所代表的偏离最佳风险水平的风险承担变量)的回归分析中发现内容性得分、行业性得分分别在5%、1%水平上与  $RESI_{-AEX}$  变量显著负相关,这个与上述关于总分的回归结果相吻合,只有技术性得分和整体性得分与风险承担变量显著性不高,可能是由收购支出的数据量较少引起的。但是其他两个方面的得分仍然保持着结果的稳健性。

未报告的关于  $RESI_{-ROA}$  的回归结果表明,企业社会责任小项得分对  $RESI_{-ROA}$ (5年ROA标准差所代表的偏离最佳风险水平的风险承担变量)的回归分析发现整体性、内容性得分、技术性得分、行业性得分分别在1%、1%、5%、1%水平上与  $RESI_{-ROA}$  变量显著负相关,这个与上述关于总分的回归结果相吻合。尤其是行业性得分对风险承担变量的影响较大,每一单位的行业性得分可以降低0.00436单位的风险偏差。

表8 企业社会责任(CSR)对公司价值的回归分析

## 2. CSR 对公司价值的影响

从表8中可以看出,企业社会责任变量(CSRSCORE)在1%的水平上和公司价值变量TOBINQ显著正相关,说明企业社会责任对公司价值具有正相关的作用,即企业社会责任越高,公司越有能力协调各利益相关方的利益,从而提高资源利用效率,提升公司价值,这个和本文的假设二是一致的。虽然相关学者在对企业社会责任的研究中大量地检验了企业社会责任和公司表现的关系,其结果为不确定性<sup>[40]</sup>,但是在中国这个市场上,以上交所公司为研究对象发现,企业社会责任对公司价值有着显著的正相关,这与Margolis等<sup>[12]</sup>、Roberts和Dowling<sup>[11]</sup>等的结论相同。这可能是由于随着市场和社会越来越关注企业社会责任的表现,比如消费者越来越偏好有着较好社会责任贡献的公司,政府对承担社会责任较多的公司也有着一系列

| 变量        | TOBINQ                   |
|-----------|--------------------------|
| CSRSCORE  | 0.013 3 ***<br>(4.36)    |
| CEOAGE    | 0.002 5<br>(0.58)        |
| CEOMALE   | -0.535 0 *<br>(-1.96)    |
| DIRCEO    | -0.125 0<br>(-1.00)      |
| DIRAGE    | -0.014 2<br>(-1.15)      |
| DIRREN    | -0.002 1<br>(-1.22)      |
| INDDIR    | 0.941 0<br>(1.29)        |
| EMPLOY    | 0.041 3<br>(1.02)        |
| SALETH    | 0.047 8 ***<br>(3.16)    |
| ASSET     | -0.384 0 ***<br>(-10.36) |
| Constant  | 26.370 0<br>(0.52)       |
| YEAR      | YES                      |
| INDUS     | YES                      |
| N         | 739                      |
| R squared | 0.259 9                  |

注:\*、\*\*、\*\*\*分别为10%、5%、1%显著性,括号内为t值

优惠政策,公司的规模和效益会随着这些资源的获取而变得更加有竞争力,因此相对某一领域其他承担社会责任较少的公司来说有着更好的发展机会,因此公司的价值逐渐上升,进而股东对该公司的期望越来越高,可能投入更多的资金,在这种良性循环之下,公司价值逐渐上升。所以从某一方面来说,企业社会责任对公司价值有着促进作用,为此,假设二成立。

在对企业社会责任小项得分对公司价值回归之后发现整体性、内容性得分、技术性得分、行业性得分分别在1%、1%、1%、5%水平上与公司价值变量 TOBINQ 显著正相关,这个与上述关于总分的回归结果相吻合。说明各个小项的得分和总分有较好的一致性,从侧面也检验了企业社会责任对公司价值正相关作用。

### 3.CSR 的交互项分析

这里采用引入交互项分析针对中国上海证券交易所的上市公司,探究企业社会责任和风险承担能否对公司价值有交互影响及其影响方向,也即研究本文的假设三。

从表9中可以看出,企业社会责任和风险承担的交互项对公司价值的影响方向并不确定而且也并不显著,说明企业社会责任并没有通过风险承担变量对公司价值产生进一步的影响,这与 Harjoto 和 Laksmana<sup>[24]</sup>的结论并不一致,可能的原因有:(1)目前中国的上市公司所处的环境相比于国外来说并不是特别发达,在国外比如欧洲或者美国市场上某些规律和机制在国内市场上并不完全适用,所以企业社会责任通过风险承担对公司价值产生影响的机制没有很好地体现在国内市场上,因此会有表9的结果。(2)就国内而言,企业社会责任的概念较晚才被人们所认知,很多上市公司的经理人或者董事会成员没有充分认识到企业社会责任对公司价值的影响,所以企业社会责任对公司价值的影响并没有被充分地挖掘出来,因而并不能通过风险承担来间接影响公司价值。(3)国内上市公司以盈利为主要目的,自然而然也会以股东的利益为首要考虑点,所以很多时候往往风险较大的项目会产生较大的盈利和利润,公司处于风险偏好的立场来投资和运营公司,所以偏离最佳风险水平的风险承担变量并不能很好地起到传导企业社会责任对公司价值的作用。

因此,对中国上交所上市公司而言,风险承担并不是企业社会责任影响公司价值的间接途径,假设三不成立。

## 四、稳健性检验

### (一)替换公司价值变量

上文中采用了 TOBINQ 作为公司价值的变量,这里采用其他可以衡量公司价值的变量来检验其和企业社会责任之间关系的稳健性。本文使用锐思数据库中公司价值(EV)来检验其稳健性,公司价值一般可解释为该企业预期自由现金流量以其加权平均资本成本为贴现率折现的现值。和前文一样,在采取公司价值 EV 变量和企业社会责任总分的回归分析的同时,分别与企业社会责任小项得分进行回归,表10中列(1)、列(2)、列(3)、列(4)分别是整体性、内容性、技术性和行业性的回归结果。从中可以看出,CSRSCORE、CSRM、CSRC、CSRT 分别在1%、1%、1%、1%水平上与公司价值 EV 显著正相关,虽然 CSRI 与公司价值之间不显著,但总体来说,企业社会责任与公司价值之间正相关,公司的社会责任表现好,公司价值逐渐上升,所以从某一方面看,企业社会责任对公司价值有着促进作用,因此本文的假设二的结论具有稳健性。

### (二)内生性检验

在企业社会责任与对风险承担和价值的影响研究中,可能存在一些内生性问题,所以这里还进行了内生性的检验。

表9 企业社会责任与风险承担的交互项分析

|                      | (17)<br>TOBINQ          | (18)<br>TOBINQ         | (19)<br>TOBINQ         |
|----------------------|-------------------------|------------------------|------------------------|
| RESI <sub>-CEX</sub> | 3.511 0**<br>(2.06)     |                        |                        |
| INTERCEX             | -0.105 0**<br>(-2.05)   |                        |                        |
| RESI <sub>-AEX</sub> |                         | -0.053 6<br>(-0.12)    |                        |
| INTERAEX             |                         | 0.002 03<br>(0.18)     |                        |
| RESI <sub>-ROA</sub> |                         |                        | 5.649 0<br>(0.99)      |
| INTERROA             |                         |                        | -0.139 0<br>(-0.85)    |
| CSRSCORE             | 0.017 1***<br>(5.10)    | 0.005 6<br>(0.68)      | 0.017 7**<br>(2.31)    |
| CEOAGE               | 0.002 4<br>(0.55)       | 0.006 4<br>(0.89)      | 0.002 3<br>(0.53)      |
| CEOMALE              | -0.528 0*<br>(-1.96)    | 0.020 3<br>(0.08)      | -0.452 0*<br>(-1.91)   |
| DIRCEO               | -0.136 0<br>(-1.09)     | 0.211 0<br>(1.23)      | -0.142 0<br>(-1.13)    |
| DIRAGE               | -0.014 2<br>(-1.16)     | -0.027 5<br>(-1.17)    | -0.013 0<br>(-1.08)    |
| DIRREN               | -0.002 0<br>(-1.19)     | 0.001 1<br>(0.37)      | -0.002 0<br>(-1.13)    |
| INDDIR               | 1.025 0<br>(1.37)       | 1.412 0<br>(1.19)      | 0.879 0<br>(1.22)      |
| EMPLOY               | 0.050 6<br>(1.22)       | 0.045 8<br>(0.58)      | 0.065 8<br>(1.55)      |
| SALETH               | 0.048 2***<br>(3.15)    | 0.242 0<br>(0.81)      | 0.050 4***<br>(3.39)   |
| ASSET                | -0.396 0***<br>(-10.52) | -0.422 0***<br>(-5.69) | -0.434 0***<br>(-9.41) |
| constant             | 21.200 0<br>(0.42)      | 33.260 0<br>(0.36)     | 4.109 0<br>(0.08)      |
| YEAR                 | YES                     | YES                    | YES                    |
| INDUS                | YES                     | YES                    | YES                    |
| N                    | 739                     | 258                    | 718                    |
| R squared            | 0.262 0                 | 0.261 6                | 0.267 1                |

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别为 10%、5%、1%显著性,括号内为 *t* 值

首先,本文使用滞后一年的企业社会责任指标而不是采用当年的企业社会责任指标。当年的企业社会责任对当年的公司管理风险承担的决策有影响时,这些结果是否表现在接下来的年份中,即上一年度的企业社会责任是否对下一年度偏离最佳风险水平的偏差还有公司价值产生影响? 这里保持控制变量和回归方式不变。回归结果如表 11 所示。列(6)、(7)、(8)、(9)分别是 LCSRSCORE(滞后一年的企业社会责任变量)和 RESI<sub>-CEX</sub>(资本支出所代表的偏离最佳风险水平的

风险承担变量)、RESI<sub>AEX</sub>(收购支出所代表的偏离最佳风险水平的风险承担变量)、RESI<sub>ROA</sub>(5年ROA标准差所代表的偏离最佳风险水平的风险承担变量)、TOBINQ(公司价值)。从表中可以看出,除了收购支出,其余结果均和上述结果一致。LCSRSCORE在1%显著性上与RESI<sub>CEX</sub>、RESI<sub>ROA</sub>显著负相关,在1%显著性上与TOBINQ显著正相关,说明当年的企业社会责任对当年在资本支出和ROA波动的公司管理风险承担的决策有影响时,这些结果会表现在接下来的年份中,而对收购支出的影响较小,可能的原因是收购支出并非每年都有,而且收购行为本身就不具有年度间的连续性,会依据公司本身的一些战略行为而产生,所以上一年度的企业社会责任对下一年度的收购支出风险承担决策影响较小;而当年的企业社会责任对下一年度的公司价值也具有相同的影响,更加显示出企业社会责任对一家公司的重要性,承担好当年的企业社会责任能够有效增加公司下一年度的价值,使得公司发展更加具有连贯性。

表10 公司价值(EV)与企业社会责任的回归分析结果

|           | (1)<br>EV             | (2)<br>EV             | (3)<br>EV             | (4)<br>EV               | (5)<br>EV             |
|-----------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------|
| CSRSCORE  | 0.004 44***<br>(3.65) |                       |                       |                         |                       |
| CSRM      |                       | 0.011 3***<br>(2.93)  |                       |                         |                       |
| CSRC      |                       |                       | 0.008 66***<br>(3.48) |                         |                       |
| CSRT      |                       |                       |                       | 0.045 9***<br>(5.68)    |                       |
| CSRI      |                       |                       |                       |                         | 0.011 8<br>(1.10)     |
| CEOAGE    | 0.002 25<br>(1.18)    | 0.001 37<br>(0.72)    | 0.001 48<br>(0.79)    | 0.001 67<br>(0.91)      | 0.002 47<br>(1.12)    |
| CEOMALE   | -0.116<br>(-1.49)     | -0.108<br>(-1.47)     | -0.109<br>(-1.45)     | -0.094 0<br>(-1.29)     | -0.020 0<br>(-0.29)   |
| DIRCEO    | -0.081 3*<br>(-1.79)  | -0.112 **<br>(-2.50)  | -0.106 **<br>(-2.34)  | -0.114 ***<br>(-2.62)   | -0.109 **<br>(-2.24)  |
| DIRAGE    | -0.000 228<br>(-0.05) | 0.000 887<br>(0.19)   | 0.000 982<br>(0.21)   | 0.001 39<br>(0.31)      | 0.002 55<br>(0.49)    |
| DIRREN    | -0.000 917<br>(-1.39) | -0.000 114<br>(-0.17) | -0.000 186<br>(-0.28) | -0.000 052 8<br>(-0.08) | -0.000 106<br>(-0.15) |
| INDDIR    | 0.074 6<br>(0.28)     | -0.075 1<br>(-0.27)   | -0.034 3<br>(-0.12)   | -0.043 3<br>(-0.16)     | -0.170<br>(-0.56)     |
| EMPLOY    | 0.027 0<br>(1.56)     | 0.036 0**<br>(2.05)   | 0.034 7*<br>(1.97)    | 0.037 6**<br>(2.16)     | 0.045 7**<br>(2.24)   |
| SALETH    | 0.025 8***<br>(4.59)  | 0.023 3***<br>(4.16)  | 0.023 2***<br>(3.84)  | 0.025 3***<br>(4.60)    | 0.110 **<br>(2.22)    |
| ASSET     | 0.812 ***<br>(51.83)  | 0.802 ***<br>(49.37)  | 0.800 ***<br>(50.51)  | 0.787 ***<br>(50.60)    | 0.805 ***<br>(46.21)  |
| Constant  | 12.54<br>(0.62)       | 108.1 ***<br>(4.29)   | 84.37 ***<br>(3.71)   | 77.92 ***<br>(3.47)     | 38.62<br>(1.30)       |
| YEAR      | YES                   | YES                   | YES                   | YES                     | YES                   |
| INDUS     | YES                   | YES                   | YES                   | YES                     | YES                   |
| N         | 669                   | 669                   | 669                   | 548                     | 549                   |
| R squared | 0.922 0               | 0.923 5               | 0.923 7               | 0.926 1                 | 0.925 3               |

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别为10%、5%、1%显著性,括号内为t值



表 11 滞后一年的企业社会责任与风险承担及价值回归结果

|           | (6)<br>RESI <sub>-CEX</sub> | (7)<br>RESI <sub>-AEX</sub> | (8)<br>RESI <sub>-ROA</sub> | (9)<br>TOBINQ          |
|-----------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|------------------------|
| LCSRSORE  | -0.000 416 ***<br>(-3.29)   | -0.002 40<br>(-0.84)        | -0.000 613 ***<br>(-4.68)   | 0.012 5 ***<br>(3.92)  |
| CEOAGE    | -0.000 357<br>(-1.52)       | -0.000 022 9<br>(-0.01)     | -0.000 005 24<br>(-0.03)    | 0.004 95<br>(1.08)     |
| CEOMALE   | -0.013 4<br>(-1.14)         | 0.093 4<br>(1.05)           | -0.007 31<br>(-0.52)        | -0.316<br>(-1.38)      |
| DIRCEO    | -0.002 03<br>(-0.43)        | 0.171 **<br>(2.03)          | 0.007 22 **<br>(2.13)       | -0.270 **<br>(-2.13)   |
| DIRAGE    | -0.000 258<br>(-0.52)       | -0.010 2<br>(-1.10)         | -0.000 838 *<br>(-1.66)     | -0.008 78<br>(-0.67)   |
| DIRREN    | -0.000 088 0<br>(-1.62)     | -0.000 688<br>(-0.71)       | -0.000 140 ***<br>(-3.18)   | -0.002 51<br>(-1.61)   |
| INDDIR    | 0.027 2<br>(0.97)           | -0.33 3<br>(-0.72)          | 0.031 7<br>(1.45)           | 0.461<br>(0.64)        |
| EMPLOY    | -0.003 71 *<br>(-1.96)      | 0.022 2<br>(0.60)           | -0.006 13 ***<br>(-4.13)    | 0.079 5 *<br>(1.82)    |
| SALETH    | -0.001 90<br>(-0.69)        | 0.187 **<br>(2.08)          | 0.002 33<br>(0.77)          | 0.244 *<br>(1.97)      |
| ASSET     | 0.001 67<br>(1.11)          | 0.038 2<br>(1.02)           | 0.013 6 ***<br>(10.14)      | -0.437 ***<br>(-10.24) |
| Constant  | 0.822<br>(0.46)             | -80.08 **<br>(-2.16)        | -4.322 ***<br>(-3.05)       | 14.80<br>(0.26)        |
| YEAR      | YES                         | YES                         | YES                         | YES                    |
| INDUS     | YES                         | YES                         | YES                         | YES                    |
| N         | 818                         | 237                         | 720                         | 674                    |
| R squared | 0.070 8                     | 0.116 4                     | 0.166 4                     | 0.292 0                |

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别为 10%、5%、1% 显著性, 括号内为 *t* 值

其次,考虑到企业社会责任变量与其他变量可能存在内生性,在风险承担变量方面,除了企业社会责任可以影响其偏离最佳风险水平之外,经理人和董事会的特征变量可能会影响风险承担相关的决策,因此会有内生性存在的影响。鉴于此,我们采用了两阶段回归(2SLS)来检测,第一阶段的回归检验经理人和董事会特征变量对企业社会责任的影响,第二阶段检验企业社会责任对偏离最佳风险承担水平的偏差的影响。相关回归结果如表 12、表 13 所示。从表中可以发现,虽然企业社会责任和经理人及董事特征之间确实存在内生性,但是企业社会责任对风险承担偏差的影响仍然保持上述的结论,即企业社会责任与风险承担距离最佳风险承担水平的偏差呈显著负相关,说明其是调节风险承担朝着最佳水平发展的有效机制,假设一的结论稳健。

表 12 两阶段回归(2SLS)第一阶段

|           | CSRSORE                 |
|-----------|-------------------------|
| CEOAGE    | 0.193 **<br>(2.43)      |
| CEOMALE   | 3.399<br>(1.39)         |
| DIRCEO    | 1.765<br>(1.16)         |
| DIRAGE    | 0.891 ***<br>(6.26)     |
| DIRREN    | -0.026 3<br>(-1.25)     |
| INDDIR    | -10.48<br>(-1.16)       |
| Constant  | -3 679.2 ***<br>(-5.82) |
| YEAR      | YES                     |
| INDUS     | YES                     |
| N         | 834                     |
| R squared | 0.141 0                 |

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别为 10%、5%、1% 显著性, 括号内为 *t* 值

表 13 两阶段回归(2SLS)第二阶段

|           | (10)<br>RESI <sub>-CEX</sub> | (11)<br>RESI <sub>-AEX</sub> | (12)<br>RESI <sub>-ROA</sub> |
|-----------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| CSR       | -0.000 794 **<br>(-2.34)     | -0.030 9 **<br>(-2.18)       | -0.001 62 *<br>(-1.88)       |
| EMPLOY    | -0.004 98 ***<br>(-3.56)     | -0.053 7<br>(-0.86)          | -0.011 9 ***<br>(-3.31)      |
| SALETH    | -0.000 020 1<br>(-0.39)      | 0.013 8 ***<br>(9.73)        | 0.003 47 ***<br>(27.06)      |
| ASSET     | 0.000 874<br>(0.74)          | -0.004 16<br>(-0.07)         | 0.009 54 ***<br>(2.83)       |
| Constant  | 1.921<br>(1.15)              | -179.2 **<br>(-2.37)         | 6.552<br>(1.51)              |
| YEAR      | YES                          | YES                          | YES                          |
| INDUS     | YES                          | YES                          | YES                          |
| N         | 1 181                        | 377                          | 1 066                        |
| R squared | 0.062 2                      | 0.224 4                      | 0.420 9                      |

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别为 10%、5%、1% 显著性, 括号内为 *t* 值

最后,我们还采用行业分类的行业企业社会责任中位数作为工具变量(IV)来代表企业社会责任表现<sup>[40]</sup>,结果如表 14 所示。虽然 RESI<sub>-AEX</sub>、RESI<sub>-ROA</sub> 显著性有所降低,但是企业社会责任仍然与 RESI<sub>-CEX</sub> 在 1% 水平上显著负相关,企业社会责任仍然与 TOBINQ 在 1% 水平上显著正相关,总体而言,上述结论是稳健的。

表 14 工具变量(IV)回归结果

|            | (13)<br>RESI <sub>-CEX</sub> | (14)<br>RESI <sub>-AEX</sub> | (15)<br>RESI <sub>-ROA</sub> | (16)<br>TOBINQ        |
|------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|-----------------------|
| IVCSRSCORE | -0.000 794 ***<br>(-2.74)    | -0.007 70<br>(-1.32)         | -0.000 404<br>(-0.88)        | 0.026 1 ***<br>(2.64) |
| CEOAGE     | -0.000 396<br>(-1.60)        | -0.001 17<br>(-0.29)         | -0.000 082 3<br>(-0.37)      | 0.001 29<br>(0.21)    |
| CEOMALE    | -0.008 67<br>(-1.13)         | 0.049 8<br>(0.34)            | -0.01 36 **<br>(-2.08)       | -0.532 ***<br>(-2.94) |
| DIRCEO     | -0.006 41<br>(-1.35)         | 0.074 8<br>(0.92)            | 0.008 62 *<br>(1.98)         | -0.101<br>(-0.85)     |
| DIRAGE     | -0.000 621<br>(-1.29)        | -0.010 6<br>(-1.32)          | -0.000 641<br>(-1.49)        | -0.012 7<br>(-1.07)   |
| DIRREN     | -0.000 060 6<br>(-0.94)      | -0.001 18<br>(-1.01)         | -0.000 157 ***<br>(-2.75)    | -0.002 00<br>(-1.27)  |
| INDDIR     | 0.040 9<br>(1.46)            | -0.33 4<br>(-0.65)           | 0.037 0<br>(1.40)            | 0.940<br>(1.29)       |
| EMPLOY     | -0.004 39 **<br>(-2.40)      | -0.005 87<br>(-0.18)         | -0.004 55 ***<br>(-2.79)     | 0.037 3<br>(0.85)     |
| SALETH     | -0.000 135<br>(-0.13)        | 0.130<br>(1.64)              | -0.001 03<br>(-1.16)         | 0.046 2 *<br>(1.87)   |
| ASSET      | 0.003 43 *<br>(1.72)         | 0.030 2<br>(0.89)            | 0.007 63 ***<br>(3.45)       | -0.442 ***<br>(-7.44) |
| Constant   | 0.651<br>(0.30)              | -21.42<br>(-0.54)            | -2.597<br>(-1.12)            | 62.58<br>(1.12)       |
| YEAR       | YES                          | YES                          | YES                          | YES                   |
| INDUS      | YES                          | YES                          | YES                          | YES                   |
| N          | 834                          | 259                          | 720                          | 739                   |
| R squared  | 0.064 9                      | 0.005 7                      | 0.047 8                      | 0.246 3               |

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别为 10%、5%、1% 显著性, 括号内为 *t* 值

### (三) 剔除金融类公司

考虑到样本数据中存在一些金融行业的公司,这些行业会由于有较高的风险承担水平而被监测,也会有一些监管的措施和限制来控制过高的风险承担,因此在排除了金融领域(比如银行、保险和其他金融企业)公司后再一次进行了回归检验,结果如表 15 所示。从表 15 中看出,企业社会责任仍然分别在 10%、5%、1% 水平上与  $RESI_{-CEX}$ 、 $RESI_{-AEX}$ 、 $RESI_{-ROA}$  显著负相关,企业社会责任与 TOBINQ 在 1% 水平上显著正相关,所以假设一、假设二的结论在排除金融行业类公司后稳健。

表 15 剔除金融行业样本的回归分析

|           | (17)<br>$RESI_{-CEX}$   | (18)<br>$RESI_{-AEX}$  | (19)<br>$RESI_{-ROA}$    | (20)<br>TOBINQ       |
|-----------|-------------------------|------------------------|--------------------------|----------------------|
| CSRSORE   | -0.000 226*<br>(-1.79)  | -0.005 87**<br>(-2.21) | -0.000 605***<br>(-4.83) | 0.010 2***<br>(2.80) |
| CEOAGE    | -0.000 391<br>(-1.62)   | -0.001 49<br>(-0.39)   | -0.000 009 71<br>(-0.05) | 0.002 60<br>(0.42)   |
| CEOMALE   | -0.008 62<br>(-0.75)    | 0.056 3<br>(0.53)      | -0.012 8**<br>(-2.04)    | -0.489***<br>(-2.71) |
| DIRCEO    | -0.005 48<br>(-1.09)    | 0.062 9<br>(0.72)      | 0.006 83*<br>(1.66)      | -0.136<br>(-1.15)    |
| DIRAGE    | -0.000 718<br>(-1.48)   | -0.014 0*<br>(-1.91)   | -0.000 778*<br>(-1.91)   | -0.015 1<br>(-1.28)  |
| DIRREN    | -0.000 044 8<br>(-0.68) | -0.000 710<br>(-0.79)  | -0.000 170***<br>(-3.09) | -0.002 06<br>(-1.29) |
| INDDIR    | 0.043 4<br>(1.51)       | -0.460<br>(-0.99)      | 0.037 0<br>(1.46)        | 0.974<br>(1.33)      |
| EMPLOY    | -0.006 44***<br>(-3.67) | 0.017 2<br>(0.57)      | -0.003 51**<br>(-2.28)   | 0.076 0*<br>(1.71)   |
| SALETH    | 0.001 29<br>(0.37)      | 0.149**<br>(1.97)      | 0.001 22<br>(0.37)       | 0.229**<br>(2.39)    |
| ASSET     | 0.004 04***<br>(2.62)   | 0.052 1<br>(1.61)      | 0.010 4***<br>(6.65)     | -0.446***<br>(-9.87) |
| Constant  | 3.922**<br>(2.04)       | -68.15*<br>(-1.97)     | -6.048***<br>(-3.45)     | 4.282<br>(0.08)      |
| YEAR      | YES                     | YES                    | YES                      | YES                  |
| INDUS     | YES                     | YES                    | YES                      | YES                  |
| N         | 791                     | 256                    | 713                      | 712                  |
| R squared | 0.077 9                 | 0.105 9                | 0.120 4                  | 0.268 8              |

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别为 10%、5%、1% 显著性,括号内为  $t$  值

## 五、结论

首先,本文在 Bargeron<sup>[29]</sup>模型的基础上,根据中国的实际情况进行了修改和完善,经过一系列的处理得到风险承担变量作为衡量最优风险承担水平的代理变量;其次,采用润灵公司 2008—2015 年的企业社会责任报告数据为企业社会责任的代理变量,对上述得到的风险承担变量和公司价值变量进行计量分析,以此研究企业社会责任对二者的影响;最后,采用交互项来探究企业社会责任与公司价值、风险承担内在的联系。本文发现:(1)企业社会责任和偏离最佳风险承担水平的偏差(也即风险承担)呈负相关;(2)企业社会责任对公司价值起到显著的正向作用;(3)企业社会责任和风险承担对公司价值的交互影响不确定,企业社会责任并没有通过风险承担变量对公司价值产生进一步影响。在经过多种稳健性检验之后,上述结论稳健。

## 参考文献:

- [1] SHELTON O. The Philosophy of Management[M]. London: Isaac Pitman Sons, 1924: 2-3.
- [2] HARJOTO M, JO H. Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility[R]. Working Paper, Santa Clara University, 2007.
- [3] RENNEBOOG L, HORST J T, ZHANG C D. Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior[J]. Journal of Banking and Finance, 2008, 32(9): 1723-1742.
- [4] KEMPF A, OSTHOFF P. The effect of socially responsible investing on financial performance[J]. European Financial Management, 2007, 13: 908-922.
- [5] GHOUL S E, GUEDHAMI O, KWOK C C Y, et al. Does corporate social responsibility affect the cost of capital?[J]. Journal of Banking and Finance, 2011, 35(9): 2388-2406.
- [6] DUTTON J E, DUKERICH J M, HARQUAIL C V. Organizational images and member identification[J]. Administrative Science Quarterly, 1994, 39(2): 239-263.
- [7] BACKHAUS K B, STONE B A, HEINER K. Exploring the relationship between corporate social performance and employer attractiveness[J]. Business and Society, 2002, 41(3): 292-318.
- [8] CARROLL A B. Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construction[J]. Business and Society, 1999, 38(3): 268-295.
- [9] DAHLSTRUD A. How corporate social responsibility is defined: An analysis of 37 definitions[J]. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 2008, 15(1): 1-13.
- [10] ROBINSON M, KLEFFNER A, BERTELS S. The value of a reputation for corporate social responsibility: Empirical evidence[R]. Working Paper, University of Michigan, 2008.
- [11] ROBERTS P W, DOWLING G R. Corporate reputation and sustained superior financial performance[J]. Strategic Management Journal, 2002, 23(12): 1077-1093.
- [12] MARGOLIS J D, ELFENBEIN H A, WALSH J P. Does it pay to be good and does it matter? A meta-analysis of the relationship between corporate social and financial performance[R]. SSRN, 2009.
- [13] NELLING E, WEBB E. Corporate social responsibility and financial performance: The "virtuous circle" revisited[J]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 2009, 32: 197-209.
- [14] 华惠毅. 企业的社会责任——访南化公司催化剂厂[J]. 瞭望周刊, 1985, 38: 21-22.
- [15] 沈禹钧. 西方企业对社会责任的认识和履行[J]. 外国经济与管理, 1989(6): 13-14.
- [16] 袁家方. 企业社会责任[M]. 北京: 海洋出版社, 1990: 1.
- [17] 吴祖明, 陈国昌. 建立中国企业社会责任会计的构想[J]. 郑州航空工业管理学院学报, 1992(2): 57-62.
- [18] 陈承, 王宗军. 广义资本视角下企业社会责任内涵界定[J]. 科技进步与对策, 2013, 30(12): 92-97.
- [19] 陈玉清, 马丽丽. 我国上市公司社会责任会计信息市场反应实证分析[J]. 会计研究, 2005(11): 76-81.
- [20] 林汉川, 王莉, 王分棉. 环境绩效, 企业责任与产品价值再造[J]. 管理世界, 2007(5): 155-157.
- [21] 龙文滨, 宋献中. 社会责任投入增进价值创造的路径与时点研究——一个理论分析[J]. 会计研究, 2013(12): 60-64.
- [22] AYADI M A, KUSY M I, PYO M, et al. Corporate social responsibility, corporate governance, and managerial risk taking[R]. SSRN, 2014.
- [23] ERHEM JAMTS O, LI Q, VENKATESWARAN A. Corporate social responsibility and its impact on firms' investment policy, organizational structure, and performance[J]. Journal of Business Ethics, 2013, 118(2): 395-412.
- [24] HARJOTO M, LAKSMANA I. The impact of corporate social responsibility on risk taking and firm value[J]. Journal of Business Ethics, 2016(1): 1-21.
- [25] 刘传俊, 杨希. 企业社会责任对风险承担能力影响的研究——基于利益相关者理论[J]. 当代经济, 2016(22): 126-128.
- [26] 曹亚勇, 王建琼, 于丽丽. 公司社会责任信息披露与投资效率的实证研究[J]. 管理世界, 2012(12): 183-185.
- [27] DHALI WAL D S, LI O Z, TSANG A, et al. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting[J]. The Accounting Review, 2011, 86(1): 59-100.
- [28] SUN W B, CUI K X. Linking corporate social responsibility to firm default risk[J]. European Management Journal, 2014, 32(2): 275-287.

- [29] BARGERON L L, LEHN K M, ZUTTER C J. Sarbanes–Oxley and corporate risk-taking [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 49(1/2): 34–52.
- [30] EDMANS A, JAYARAMAN S, SCHNEEMEIER J. The source of information in prices and investment–price sensitivity [J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 126(1): 74–96.
- [31] SERFLING M A. CEO age and the riskiness of corporate policies [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 25: 251–273.
- [32] FACCIO M, MARCHICA M T, MURA R. CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 39: 193–209.
- [33] CLINE B N, YORE A S. Silverback CEOs: Age, experience, and firm value [J]. *Journal of Empirical Finance*, 2016, 35: 169–188.
- [34] GOLDMAN E, ROCHOLL J, SO J. Do politically connected boards affect firm value? [J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(6): 2331–2360.
- [35] FALEYE O. Classified boards, firm value, and managerial entrenchment [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 83(2): 501–529.
- [36] HARFORD J, MANSI S A, MAXWELL W F. Corporate governance and firm cash holdings in the US [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(3): 835–855.
- [37] COHEN D, DEY A, LYS T. The Sarbanes Oxley Act of 2002: Implications for compensation contracts and managerial risk-taking [R]. Working paper, University of Texas at Dallas, University of Minnesota, and Northwestern University, 2007.
- [38] PETERSEN M A. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches [J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(1): 435–480.
- [39] HARJOTO M, LAKSMANA I, LEE R. Board diversity and corporate social responsibility [J]. *Journal of Business Ethics*, 2015, 132(4): 641–660.
- [40] CAI Y, JO H, PAN C. Vice or virtue? The impact of corporate social responsibility on executive compensation [J]. *Journal of Business Ethics*, 2011, 104(2): 159–173.

## Impact of corporate social responsibility on corporate risk taking and firm value

LU Jing<sup>1</sup>, XU Chuan<sup>2</sup>

(1. *School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, P.R. China*; 2. *HSBC Business School, Peking University, Shenzhen 518055, P.R. China*)

**Abstract:** Based on the listed companies of Shanghai Stock Exchange in 2008–2015, this paper uses the absolute value of residual value of the company's capital expenditure, acquisition expenditure and ROA volatility as the proxy variable to measure the optimal risk level, and the reports of the company's social responsibility from RunLing to measure the corporate social responsibility. This paper studies the impact of corporate social responsibility on the risk taking and the firm value. The study finds that corporate social responsibility is an effective mechanism to reduce the deviation of the company from the optimal risk level; corporate social responsibility is a way to increase the value of the company. However, the result of interaction effect of corporate social responsibility and risk taking on firm value shows that the corporate social responsibility does not affect the firm value further through the risk taking. After a variety of robustness tests, the above conclusions remain essentially unchanged. The results of this paper show that the importance of corporate social responsibility for the securities market regulation, the operation of listed companies and investors, and corporate social responsibility also has a great value for reference.

**Key words:** corporate social responsibility; risk taking; firm value; interaction effect

(责任编辑 傅旭东)