

企业社会责任与公司风险的实证分析

封之远¹, 王旭程^{2*}, 陈美兰³, 周晖杰⁴

(1.北京理工大学珠海学院 会计与金融学院, 广东 珠海 519088; 2.温州商学院 金融贸易学院, 浙江 温州 325035;
3.广东财经大学 国际商学院, 广东 广州 528100; 4.宁波大学 科学技术学院, 浙江 宁波 315211)

摘要: 探究了企业社会责任活动与公司风险之间的关系. 以国泰安 2008~2012 年近万所上市公司作为对象, 应用 Stata 软件进行回归分析, 检验有关上市公司从事企业社会责任活动可降低自身公司风险的假说是否成立. 测试后发现, 目前上市公司从事企业社会责任活动将增加自身公司的风险, 且上市公司高管对于公司风险可进一步把控及优化.

关键词: 企业社会责任; 公司风险; 风险管理

中图分类号: F234.3

文献标志码: A

文章编号: 1001-5132 (2019) 06-0098-05

近年来, 工业生产引发的全球气候变暖, 社会贫富差距的扩大, 环境的恶化, 社会资源分配的不公, 引发了人们对企业社会责任的思考. 企业是获取社会收益的一个大主体, 同时也承担着相应的社会责任. 企业社会责任(Corporate Social Responsibility, CSR)是指企业在进行生产经营活动时, 要对顾客、供应商、股东、员工以及企业上下游的相关利益者负责, 并在此前提下从事相关经营活动. 企业是许多社会问题的产生者, 因此也应当成为相应社会问题的解决者. 企业承担社会责任, 有利于企业吸引优质员工, 产品和服务在品牌上实现差异化, 有利于企业的风险管理等, 而其内在动力是企业生存、定位、扩张和竞争的需要.

关于企业社会责任和企业风险的研究很多, 但是只有少量文献研究了企业社会责任与企业风险的相关关系. CSR 能够为企业类似提供类似保险功能的保护, 从而提升股东的财富, 提高企业风险管理的能力, 提升企业透明度, 使企业更容易进入金融市场等, 而这些都能直接或间接地降低企业的经营风险. 在中国当前倡导可持续发展的大背景之下, 探寻中国企业社会责任与公司风险的相关关系和内在影响机制, 对完善企业的行为, 实现经济的平稳发展具有重要的意义.

本文主要研究企业风险和企业社会责任两者的关系. 在控制了企业的相关变量之后, 通过实证发现公司风险与 CSR 之间存在明显的正相关关系. 此结果对于企业是否应该履行企业社会责任提供了实证论证, 同时, 也为企业在其他方面调控风险提供了相应的理论依据.

1 文献综述与假设

关于企业社会责任对企业风险益处的国外文献不多, 常见的观点包括通过提供类似保险功能的保护, 从而提升股东的财富, 提高企业风险管理的能力, 提升企业透明度, 使企业更容易进入金融市场等, 而这些都能直接或间接地降低企业的经营风险.

首先, Godfrey^[1]认为企业道德作为一种资本是企业的无形资产, 能够提供给股东类似于保险功能的保护. 该文进一步发展了风险管理模型, 检验了 CSR 的这种功能, 研究认为一些特定类型的 CSR 活动将更可能创造企业商誉, 而企业则凭经验来判断是否参加具有这种功能的 CSR 活动^[2].

第二, Sharfman 等^[3]从企业环境风险管理方面进行了研究, 认为进行环境风险管理不仅不会增加企业日常经营的成本, 并且还会通过减低企业

收稿日期: 2019-01-14.

宁波大学学报(理工版)网址: <http://journal.g.nbu.edu.cn/>

基金项目: 浙江省自然科学基金(LY15G020015); 温州市哲学社会科学规划课题(18WSK211); 慈溪市众创空间项目.

第一作者: 封之远(1976-), 男, 广西容县人, 博士/教授, 主要研究方向: 公司理财及金融工程. E-mail: andy_fong0920@msn.com

*通信作者: 王旭程(1979-), 男, 福建福安人, 硕士/讲师, 主要研究方向: 公司金融及金融工程. E-mail: wxw@wzbc.edu.cn

的股票融资成本,使企业受益。也有文献研究发现,CSR的契约不仅能够降低公司权益融资的成本,还能降低债务融资成本^[4-5];并且由于降低了信息不对称带来的负向影响,CSR活动也就可以降低风险所带来的损失^[6-7],因此,CSR活动应当纳入企业的风险管理战略。

第三,企业存在道德管理的身份,企业以CSR作为道德的手段,能提升企业信息的透明度,提高企业的战略高度,提升企业的博爱形象,能够实现降低企业风险的目的。Wood^[8]支持了上述观点,其研究认为,随着CSR提高企业经营的透明度,有效降低了投资者与企业之间的信息不对称,从而有利于降低企业运行中存在的风险。

第四,CSR契约将降低企业的金融限制,使企业更容易进入金融市场,CSR表现好的企业会面对更低的资本限制。他们把这种CSR行为和资本限制之间的反向关系归因于增加相互信任与合作的契约精神,以及通过推动管理者着眼于长期经营目标,减少潜在的机会主义倾向。

国内对于企业社会责任的研究主要集中在以下方面,包括CSR披露状况、CSR和公司财务绩效的相关性、股票价格及股票价值的相关关系等,进一步还涉及到高管薪酬、董事会持股比例等如何影响企业履行社会责任。龚明晓等^[9]使用内容分析法,对企业会计年度报表的信息进行分析,发现企业在信息披露方面存在大量问题,许多信息不透明,给广大投资者带来的价值有限。李正等^[10]对企业的社会责任进行研究,选取了2003年的沪市企业作为样本,对涉及企业社会责任的信息进行了细致的划分和量化,研究表明绝大多数的企业在信息披露方面都只停留在描述性阶段,企业对社会公益、员工、售后等方面十分重视,而对环境问题却极少有相关的信息披露。胡建军等^[11]选取2009年的22家上市公司作为样本,对其股价和信息披露两者之间的相关关系进行实证分析,检验的结果表明,民营企业的CSR披露情况与股票价格呈负相关。同时他们还认为,企业履行社会责任不足和信息披露不及时,这种资本市场有效性的不足,会扩大投资者对企业的负面认知,进而影响其在股票市场的定价。

综上所述,从理论上讲,企业社会责任对公司

风险造成一定的影响。然而,企业社会责任行为究竟是降低还是增加公司风险,实证研究的结论并没有取得共识。不同国家的人民在不同制度、法律、文化背景下,对于企业社会责任的认知会有所差异,因此制度理论可以解释此差异。在西方国家CSR的概念和制度相比亚洲和其他一些地区更为成熟,并已经被公司相关利益者广泛接受。相反,在亚洲和其他一些地区,CSR的发展也落后于西方国家,且CSR的价值可能还没有达成共识,投资者对CSR的不同看法可能会影响他们投资企业的动机^[12]。

另外,Williamms提出投资者偏好理论,认为投资者偏好将有社会责任的公司纳入到他们的投资组合中,因此愿意降低对该类企业的预期收益,而此行为有利于减小公司收益的波动性,降低公司风险。相比较西方,中国近些年来过度注重经济发展,而忽视了企业社会责任问题,使得中国投资者对企业责任意识较为淡薄,因此在选择公司时,更关注企业的经济发展前景,而没有把企业社会责任纳入到投资组合中。因此造成企业有无社会责任无助于降低投资者的预期收益,反而由于增加了公司成本,从而对公司的收益性波动产生了一定负面的影响。因此本文提出假说:在中国,企业社会责任行为会增加企业的运营风险,即中国企业风险与企业社会责任的关系为正相关。

2 研究架构与设计

2.1 样本数据的选取

第一步,从Thomson Reuters ASSET4数据库获得用来计算2008~2012年中国企业的权益收益的数据;第二步,从国泰安(China Stock Market Accounting Research, CSMAR)数据库中获取有关企业社会责任的数据;第三步,由CSMAR数据库中获取公司的财务状况数据。权益资本成本样本数9957个,在合并企业社会责任、收益波动后,样本数为596个,再减去收益波动性与企业社会责任缺漏样本39个后,得总样本数为557。

本文实证分析中所引用的相关系数矩阵、叙述性统计及建立多元线性回归模型等均是采用Stata软件,并为抹除极端值影响,文中将所有的控制变量数据都进行了99%极端值(Winsorize)的处理。

2.2 变量的定义

(1)因变量(公司收益波动性). 企业的盈利能力越好, 其股票收益的风险就越小, 波动性越低, 反映出盈利好的企业与投资者之间的信息不对称程度越低, 所以我们可用公司股票收益的波动性来衡量公司的经营风险. (2)解释变量. 主要解释变量是 Thomson Reuters ASSET4 数据库所得的中国企业社会责任评分分数($C_{CSR,t}$). 本文设置变量如下. (1)公司规模($G_{logat,t}$): 以公司总资产的自然对数来控制公司规模. (2)资产负债率($L_{Leverage,t-1}$): 以 $t-1$ 时期的总债务与总资产的比值来表示. (3)资产收益率($R_{Roa,t-1}$): $t-1$ 时期折旧前的营业收入除以总资产. (4)销售增长率($S_{Sgr,t-1}$): 销售从 $t-1$ 到 t 时刻的增长率. (5)现金总资产比率($O_{Ocf,t-1}$): $t-1$ 时期营业现金流除以总资产的比率. (6)增值资产($M_{Mbr,t}$): t 时期资产价值超过账面价值的资产.

2.3 多元线性回归方程

根据 CSR 对企业风险影响, 建立回归模型如下:

$$V_{Vol,t} = \alpha + \beta_1 \times C_{CSR,t} + \beta_2 \times L_{Leverage,t-1} + \beta_3 \times R_{Roa,t-1} + \beta_4 \times O_{Ocf,t-1} + \beta_5 \times S_{Sgr,t-1} + \beta_6 \times G_{Logat,t} + \beta_7 \times M_{Mbr,t} + \varepsilon_t,$$

其中, $V_{Vol,t}$ 为企业风险; α 为截距项; $\beta_1 \sim \beta_7$ 为变量所对应的斜率; ε_t 为相应误差值.

3 实证结果

3.1 叙述性统计

从表 1 可见, $V_{Vol,t}$ 的均值为 0.022 6, 25%中位数为 0.019 3, 50%中位数为 0.022 6, 75%中位数为 0.025 8, 标准差为 0.005 0, 从结果看, $V_{Vol,t}$ 值的变化十分稳定.

3.2 相关系数矩阵

由表 2 可以看出, $C_{CSR,t}$, $G_{logat,t}$, $L_{Leverage,t-1}$, $R_{Roa,t-1}$, $O_{Ocf,t-1}$, $S_{Sgr,t-1}$, $M_{Mbr,t}$ 与 $V_{Vol,t}$ 的相关性都比较弱, 相关系数分别为 0.048 9, -0.489 4, -0.089 9, -0.044 3, -0.004 9, 0.041 1 和 0.203 9, 其中 $G_{logat,t}$ 的数值最大为 -0.489 4, 表明 $G_{logat,t}$ 与 $V_{Vol,t}$ 的相关性最强, $O_{Ocf,t-1}$ 的数值为 -0.004 9, 是 7 个数值中最小的一个, 说明其与 $V_{Vol,t}$ 的相关性相对而言是最小的.

3.3 多元回归分析

表 3 显示企业风险和企业社会责任之间的回归结果, 在企业社会责任模型中, 企业风险与企业社会责任呈现出正向相关关系. 这说明企业社会责任支出越多, 就越会增加企业的不稳定性, 扩大

表 1 叙述性统计表

变量名	样本数	均值	25%中位数	50%中位数	75%中位数	标准差
$V_{Vol,t}$	557	0.022 6	0.019 3	0.022 6	0.025 8	0.005 0
$C_{CSR,t}$	557	7.759 4	7.000 0	8.000 0	9.000 0	1.534 8
$S_{Sgr,t-1}$	557	0.199 7	0.050 3	0.125 4	0.329 9	0.902 2
$O_{Ocf,t-1}$	557	0.025 8	0.000 1	0.022 0	0.046 5	0.049 3
$R_{Roa,t-1}$	557	0.014 0	0.004 1	0.011 5	0.022 3	0.019 5

表 2 相关系数矩阵

	$V_{Vol,t}$	$C_{CSR,t}$	$G_{logat,t}$	$L_{Leverage,t-1}$	$R_{Roa,t-1}$	$O_{Ocf,t-1}$	$S_{Sgr,t-1}$
$V_{Vol,t}$	1.000 0						
$C_{CSR,t}$	0.048 9	1.000 0					
$G_{logat,t}$	-0.489 4*	-0.031 6	1.000 0				
$L_{Leverage,t-1}$	-0.089 9*	0.107 5*	0.559 5*	1.000 0			
$R_{Roa,t-1}$	-0.044 3	0.042 7	-0.115 4*	-0.359 4*	1.000 0		
$O_{Ocf,t-1}$	-0.004 9	-0.004 1	-0.066 9	-0.154 8*	0.322 6*	1.000 0	
$S_{Sgr,t-1}$	0.041 1	-0.086 3*	0.039 5	0.018 3	0.184 8*	0.134 9*	1.000 0
$M_{Mbr,t}$	0.203 9*	-0.007 0	-0.318 4*	-0.182 5*	0.361 1*	0.177 6*	0.060 5

注: 该表格解释了变量之间的 Pearson 相关系数, *则表示该数据在 10%水平上显著; 在此表格当中, 数值均是采用四舍五入法, 并取小数点后 4 位.

企业的风险。这符合我们预期的假设: 在国内, 企业的社会责任行为将会增加企业风险, 即中国企业风险与企业社会责任的关系为正相关。在企业社会责任与企业风险的模型中, 模型(1)中加入资产负债率($L_{Leverage,t-1}$)、企业规模指标($G_{logat,t}$)、销售增长率($S_{Sgr,t-1}$)以及现金总资产比率($O_{Ocf,t-1}$) 4 个控制变量后, 给出了企业风险对企业社会责任的回归结果, 就此不难得出企业社会风险和企业社会责任呈正相关。接下来在模型(1)基础上逐渐地增加其他变量, 首先增加资产收益率($R_{Roa,t-1}$), 从模型(2)中看出企业风险与企业社会责任呈正相关。最后再加增值资产($M_{Mbr,t}$)变量, 从模型(3)可以发现企业风险与企业社会责任呈显著正相关。由此可见, 即便所控制的变量有所不同, 但依然可以显示出同样结果, 而这样的结果显示了企业风险和企业社会责任之间的正相关关系比较稳定, 增强了结果的可信度, 也从侧面表明由于文化、社会、法律、体制等存在的差异性, 许多的国内企业其社会责任对于企业的发展影响和欧美国家的企业明显不同。在中国, 投资者们普遍认为企业履行社会责任会增加企业发展的成本, 形成企业负担, 投资者认为这对于企业而言是十分不利的一种活动。

另外, 从表 3 还可以得到一些变量对于公司风险的影响。资产负债率($L_{Leverage,t-1}$)和企业风险($V_{Vol,t}$)之间呈现正向相关, 说明公司资产负债率越高, 公司的风险就越高。销售增长率($S_{Sgr,t-1}$)、增值资产($M_{Mbr,t}$)和企业风险之间($V_{Vol,t}$)呈显著正相关关系, 说明销售增长率和增值资产越高, 企业风险越高。此外, 企业的规模($G_{logat,t}$)、现金总资产比率($O_{Ocf,t-1}$)以及资产收益率($R_{Roa,t-1}$)和企业风险之间呈现显著的负相关关系。说明企业的规模越大、企业所持流动性现金越多以及企业的收益越多, 则公司的运营风险越低。这些变量与企业风险的关系和以往的研究结论基本一致。

4 结论与建议

通过对中国上市公司 2008~2012 年企业的社会责任行为样本数据进行实证分析, 得到了下述结论: (1)在企业社会责任绩效与企业存在的风险之间呈现正相关关系, 表明目前在国内, 企业很难通过履行企业社会责任来降低企业运行的风险,

表 3 企业社会责任与企业风险回归结果

变量名	$V_{Vol,t}$		
	模型(1)	模型(2)	模型(3)
$C_{Csr,t}$	0.000 2 ¹⁾ (1.77)	0.000 2 ¹⁾ (1.79)	0.000 2 ¹⁾ (1.83)
$L_{Leverage,t-1}$	0.006 7 ²⁾ (6.25)	0.0063 ²⁾ (5.56)	0.006 0 ²⁾ (5.27)
$G_{logat,t}$	-0.002 ²⁾ (-14.93)	-0.002 2 ²⁾ (14.74)	-0.002 1 ²⁾ (-13.41)
$S_{Sgr,t-1}$	0.000 4 ¹⁾ (1.90)	0.000 4 ³⁾ (2.05)	0.000 4 ³⁾ (2.06)
$O_{Ocf,t-1}$	-0.001 5 (-0.40)	-0.000 5 (-0.12)	-0.001 0 (-0.25)
$R_{Roa,t-1}$		-0.010 4 (-0.99)	-0.017 4 (-1.56)
$M_{Mbr,t}$			0.000 2 ¹⁾ (1.87)
N	557	557	557
Adj. R^2	0.290 4	0.290 3	0.293 6
F -Statistic	46.50 ²⁾	38.91 ²⁾	34.00 ²⁾

注: 括号中所包含的数值为 P 值; 1)、2)、3)各自代表 10%、1% 及 5% 的显著性水平, N 为样本数, Adj. R^2 为调整的拟合度, F -Statistic 为 F 统计量。

恰恰相反, 这样的行为会增加企业的成本, 提高企业运营的不确定性, 扩大企业风险。(2)资产负债率、销售增长率和增值资产与企业风险呈正向相关, 说明企业负债越多, 销售增长率越大, 增值资产越好, 企业风险越大。(3)企业风险和资产收益率、企业的规模、现金总资产收益率三者之间存在较为显著的负相关, 说明企业的规模越大, 企业所持流动性现金越多, 企业的收益越多, 那么企业的运营风险越低。

本文的研究结果与胡建军等^[11]研究结论一致, 后者得出企业的信息披露与股票市价负相关, 与本文数据支持的结论一致。但是这与国外一些 CSR 研究的结果有出入, 原因在于中国对 CSR 的认知相对国外起步较晚, 国内投资者对 CSR 活动能降低企业的风险、增加企业的收益存有疑虑, 同时将 CSR 活动认为是企业额外的费用, 会拖慢企业的发展。

参考文献:

- [1] Godfrey P. C. The relationship between corporate

- philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective[J]. *Academy of Management Review*, 2005, 30(4):777-798.
- [2] Godfrey P C, Merrill C B, Hansen J M. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis[J]. *Strategic Management Journal*, 2009, 30(4): 425-445.
- [3] Sharfman M P, Fernando C S. Environmental risk management and the cost of capital[J]. *Strategic Management Journal*, 2008, 29:569-592.
- [4] Dhaliwal 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.
- [5] Feng Z Y, Huang H W, Wang M L. Corporate social responsibility and equity financing in the global tourism industry[J]. *Tourism Economics*, 2014, 20(4):869-883.
- [6] Feng Z Y, Wang M L, Huang H W. Equity financing and social responsibility: Further international evidence[J]. *The International Journal of Accounting*, 2015, 50:247-280.
- [7] Feng Z Y, Carl C, Tseng Y T. Do capital market value corporate social responsibility? Evidence from seasoned equity offerings[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2018, 94:54-74.
- [8] Wood D J. Corporate social performance revisited[J]. *Academy of Management Review*, 1991, 16(4):691-718.
- [9] 龚明晓. 企业社会责任信息决策价值研究[D]. 广州:暨南大学, 2007.
- [10] 李正, 向锐. 中国企业社会责任信息披露的内容界定、计量方法和现状研究[J]. *会计研究*, 2007(7):3-11.
- [11] 胡建军, 董大勇, 金炜东. 企业社会责任信息披露与股票价格关系研究——沪市民营企业的经验证据[J]. *商业经济与管理*, 2013, 4(4):73-80.
- [12] 封之远, 王旭程, 封德台, 等. 企业社会责任行为与权益资本成本——基于中国上市公司的实证研究[J]. *会计之友*, 2016(12):46-52.

Empirical study on corporate social responsibility and corporate risk

FENG Zhiyuan¹, WANG Xucheng^{2*}, CHEN Meilan³, ZHOU Huijie⁴

(1.School of Accounting and Finance, Beijing Institute of Technology (Zhuhai), Zhuhai 519088, China;

2.School of Finance and Trade, Wenzhou Business College, Wenzhou 325035, China;

3.International Business School, Guangdong University of Finance & Economics, Guangzhou 528100, China;

4.College of Science and Technology, Ningbo University, Ningbo 315211, China)

Abstract: In the paper, we examine the relation between corporate social responsibility and corporate risk. Employing the samples during the 2008-2012 period from CSMAR, and applying regressing analysis with Stata software, we find that CSR engagement is inversely associated with corporate risk after taking into account various corporate characteristics. To deal with endogeneity issue, by adopting a system equation approach and difference regressions, we further find that CSR engagement positively affects corporate risk. These findings support the notion that the top management of Chinese firms is, in general, risk-averse and that their CSR engagement is worth their risk management efforts.

Key words: corporate social responsibility; risk reduction; corporate risk

(责任编辑 章践立)