

卖空约束、媒体关注与企业社会责任¹

李骏¹

1 上海财经大学

摘要：基于企业社会责任的战略观，文章假设当企业面临卖空压力时，它有动机利用企业社会责任来转移公众的注意力，以应对卖空压力带来的股价波动。利用 2009—2015 年 A 股上市公司数据，并使用 PSM-DID 和工具变量法实证检验了卖空机制对企业社会责任的影响，结果发现，卖空压力显著提高了标的企业的社会责任水平。进一步，新闻媒体作为企业的外部监督者，同时也是链接企业与外部投资者的信息中介，文章发现，对于新闻媒体曝光较高的企业，卖空压力对企业社会责任的影响减弱。另外，依据媒体性质、报道色彩和影响力三个方面对媒体关注进行异质性分析，验证了卖空制度的“信息效应”与“治理效应”。结论表明：放松卖空约束这一金融创新工具不仅能够有效促进公司治理的发挥，还可以与媒体监督机制形成替代作用，为我国加强企业监管和深化金融体制改革提供了理论参考。

关键词：卖空压力；企业社会责任；新闻媒体；双重差分

中图分类号：F832.51 **文献标识码：**A

一、引言

卖空的“立与衰”一直是学术界、从业者和监管者激烈争论的话题。一方面，卖空者可以促进价格发现，提高市场效率，并通过防止管理者的不当行为来提高公司治理水平(Boehmer 等, 2008, 2013; Dechow 等, 2001; Diamond 和 Verrecchia, 1987)。但另一方面，卖空投资者通过对公开信息的负面解读，以及对负面信息的私人挖掘，使得目标企业股价暴跌，增加市场波动，破坏投资者的信心。据新华网 3 月 19 日报道，为防止新冠疫情引发的抛售行为导致市场持续暴跌，欧盟及其成员国陆续出台措施限制市场卖空²。无论拥护抑或反对，卖空制度已在全球主要金融市场被广泛推行。2010 年 3 月 31 日，中国证监会推出了期待已久的试点方案，取消了对指定公司名单的卖空禁令，结束了中国资本市场的“看跌”空白，同时也开启了 A 股市场牛熊“角力”的新时代(Asquith 等, 2005; Boehmer 和 Wu, 2013; Saffi 和 Sigurdsson, 2011)。那么，面对放松卖空约束随之而来的卖空压力，企业管理者将选择如何应对？

从长期来看,企业可以通过改善经营和/或限制价值破坏活动,以应对卖空压力。然而,这些长期活动需要时间才能有效消除卖空的负面影响。因此,在此情况下,企业更倾向于将更多的资源用于短期业绩的维持或提升,而舍弃投资大、周期长、收益风险高的长期项目,如企业社会责任(Ederer 和 Manso, 2013)。祁怀锦和刘艳霞(2018)通过 A 股上市公司 2008—2015 年数据,验证了这一结论:融资融券标的样本降低了企业社会责任水平。但是,近期的一系列文献探讨了企业社会责任在风险管理中的战略价值,并一致认为企业社会责任具有风险缓解效应(Cheng 等, 2014; Henisz 等, 2014; Koh 等, 2014)。具体而言,良好的社会责任表现会向市场传递企业负责任的正面形象,提高投资者对目标股票的信心,可以弱化企业风险。因此,朱焱和王玉丹(2019)以及 Rusinova 和 Wernicke(2019)认为,在面对卖空压力时,企业管理者可能将社会责任看作一种具有掩饰作用和保险性质的防御策略,从而增加对企业社会责任的投资,以对抗卖空的负面效应。基于这一矛盾的观点,卖空压力与企业社会责任之间的关系有必要进一步挖掘。

为了检验卖空政策是否影响企业环境责任,本文构建了 2009–2015 年期间中国 A 股上市公司的样本,并通过多期 PSM-DID 以及工具变量法缓解了潜在的内生性问题,考察了卖空机制与企业社会责任承担之间存在显著的因果关系。并进一步详细考察了新闻媒体的关注度,以及媒体性质、报道色彩和影响力对于卖空压力与企业社会责任的调节效应。与已有文献相比,本文可能的贡献在于:首先,会计文献认为,管理者可以做出战略性的财务报告或信息披露选择来影响股票价格(Healy 和 Palepu, 2001)。大量的实证研究探讨了企业信息披露是否以及如何影响股票价格(Doh 等, 2010; Flammer, 2013; Shiu 和 Yang, 2017),但对于股票价格的行为是否对管理者的战略信息披露决策有因果关系,已有文献鲜有提供相关证据。本文通过放松卖空约束制度与企业的社会责任水平的研究填补了这一研究领域。其次,丰富了融资融券制度经济后果的研究。现有研究大多关注融资融券制度对资本市场运行的影响(Dechow 等, 2001; Boehmer 和 Wu, 2013; Xiong 等, 2017),而对于企业社会责任的影响涉及较少。本研究填补了这一空白,有助于深入理解卖空制度的外部治理作用。最后,本文对企业社会责任的“战略观”的新兴文献做出了贡献。Porter 和 Kramer(2006)认为企业社会责任和企业经营是相互依存的,并提出企业社会责任应该被整合到企业战略中以实现企业目标。与这一观点相一致,之前的研究考察了企业如何将 CSR 作为加强企业与企业利益相关者关系以保持竞争力的工具,或管理收益(Petrovits, 2006)。我们的结果表明,管理者利用企业社会责任通过创造积极的企业形象来阻止卖空者,为企业社会责任的“战略观”提供了新的经验证据。

二、理论基础与假设提出

2.1 卖空约束与企业社会责任

基于主流的卖空理论，卖空的“威胁”是因为管理层与投资者之间存在着信息不对称和代理问题。首先，信息效应表明，与普通投资者相比，卖空者在信息挖掘、收集和分析方面更加熟练(Chakrabarty 和 Shkilko, 2013; Hirshleifer 等, 2011; Karpoff 和 Lou, 2010)。例如，Chakrabarty 和 Shkilko(2013)发现了负面盈利公告和分析师降级前异常做空活动的证据，表明卖空者是知情投资者。同样，Karpoff 和 Lou(2010)也表明，卖空者可以识别出存在财务欺诈的公司。而且，当股票卖空增加时，其他市场参与者会注意到并加速发现公司的负面信息。溢出效应进一步导致该股票在市场上的抛售压力增大(Shyu 等, 2018)。因此，卖空机制将目标企业的负面信息引入了股票价格，抑制了股价增长(Callen 和 Fang, 2015; De Angelis 等, 2017; Grullon 等, 2015; Henry 和 McKenzie, 2006)。其次，治理效应表明，卖空对经理人获取私人利益起到了约束作用(Chang 等, 2019; Karpoff 和 Lou, 2010)。在不完善的市场中，经理人有强烈的动机从事机会主义行为，如收益管理、财务欺诈和次优投资。如果他们的机会主义行为被卖空者揭发，他们会遭受声誉或金钱上的损失(孙泽宇和齐保垒, 2020; 朱焱和王玉丹, 2019)。因此，经理人的潜在利益与损失之间存在着权衡。在卖空管制放松后，卖空者在揭发负面信息方面的优势会对管理者构成“威胁”，使其权衡中的潜在损失大大增加。

因此，面对卖空的短期股价的崩盘压力以及管理者声誉与薪酬问题，一个很自然的问题是，管理层将如何从战略上应对市场上的卖空行为。本文假设，在短期内，当面临卖空潮时，公司会转向一些活动来转移对公司负面信息的关注。在众多可能的速效活动中，企业社会责任是由管理层决定的，它是为数不多的最容易部署的策略之一。首先，企业社会责任已经被证明可以有效地达到转移公众注意力的目的，塑造良好的企业形象，产生积极的声誉和道德资本，从而缓解负面消息带来的冲击(Fombrun 和 Shanley, 1990; Luo 和 Bhattacharya, 2006)。例如，Godfrey 等(2009)对 178 起针对企业的负面法律或监管行动进行了事件研究，发现某些类型的企业社会责任可以减轻这些负面事件对企业股票表现的影响。Minor 和 Morgan(2011)研究表明，企业社会责任评级较好的企业在宣布产品召回时，股价跌幅较小。

其次，公司对企业社会责任的承诺表明其努力克制不道德行为，从源头上减少了卖空者挖掘坏消息的动力。一般认为，具有良好企业社会责任的企业履行了对利益相关者和社会的道德义务，这种道德义务制约着企业参与不道德的活动。例如，具有良好企业社会责任的公司较少进行实际或应计收益管理，较少受到证券交易委员会(SEC)的惩罚(Kim 等, 2012)，较少进行税收逃避(Hoi 等, 2013; Lanis 和 Richardson, 2012)，并表现出较低的内幕交易发生率(Gao 等, 2014)。而且，企业社会责任水平高的公司会承诺提高公司透明度，从而为投资者提供更加可靠、透明、及时的财务信息，从而减小了卖空的压力。因此，本文认为，为了应对日益增长的卖空压力，管理者有动机增加企业的企业社会责任投资。

假设 1：放松卖空约束增加了企业的社会责任投资。

2.2 新闻媒体的调节效应

(此处省略)

三、研究设计

(此处省略)

四、实证结果与分析

4.1 描述性统计与相关性检验

表 3 为模型中主要变量的描述性统计分析及相关系数矩阵。如表 3 可以看出, 样本企业的社会责任的均值为 27.129, 大于标准差 17.586, 说明目前中国企业的社会责任整体水平较低。媒体关注度的均值为 13.452, 小于标准差 28.070, 说明企业的受到的媒体关注度可能存在较大差异。进一步, 媒体关注度与企业社会责任两者间呈正向关联, 且在统计上显著。另外, 自变量之间的相关系数均不超过 0.6, 意味着自变量之间不存在严重的多重共线性问题(李骏和万君宝, 2019)。

表 3 描述性统计与 Pearson 相关性检验

4.2 基本回归结果

表 4 显示了卖空制度与企业社会责任之间关系的回归结果。其中, 模型 1 为基准模型(仅所有控制变量), 模型 2 和模型 3 是加入卖空制度变量及时间的固定效应的结果。模型 3 的结果表明, 卖空压力与企业社会责任水平之间存在显著的正相关关系($\beta=1.387, p<0.1$), 这说明相比于没有受到卖空制度影响的企业, 放松卖空约束的企业, 其企业社会责任会更高。模型 4-6 的因变量是虚拟变量“企业是否发布 CSR 报告”(CSR_dummy), 模型 6 的结果同样证实了卖空制度对企业社会责任的积极影响 ($\beta=0.788, p<0.01$), 从而, 本文的假设 1 得以支持, 即目标企业属于可卖空的范畴时, 卖空的压力会迫使企业进行更多的企业社会责任活动, 如发布社会责任报告与提升社会责任水平等。

表 4 卖空压力与企业社会责任的基本回归结果

4.3 稳健性检验

为了验证上述结果的稳健性, 本文进行了如下稳健性检验: (1) 2008 年证券交易所明确规定“上证公司治理板块”样本公司、发行境外上市外资股公司、金融类公司以及“深证 100”成分股公司应按照《上市公司社会责任指引》发布企业社会责任报告。因此, 中国的企业社会责任报告的披露数量从 2009 年开始骤然增加。由于卖空制度的实施与社会责任信

息强制披露年份接近，为了排除企业社会水平的增加是受政府部门的强制披露规定所影响，本文将以上四类企业从总样本删除，其结果如表 5 中的模型 7 和模型 8 所示，卖空压力显著正向影响企业的社会责任水平。

(2) 为保证结果的稳健性，本文参考 Massa 等(2015) 和李春涛等(2017)，进一步使用年末 ETF 基金持股占公司流通股的比值作为卖空制度的工具变量以缓解潜在的内生性问题。一方面，ETF 指数是一揽子股票的组合，为了控制风险，ETF 组合中会有一部分可卖空的股票被用来进行对冲，因此 ETF 持股比例与卖空压力正相关；另一方面，基金公司只关注 ETF 的收益率，并不参与公司的经营管理，因此与企业社会责任无关，因此，ETF 持股比例满足工具变量“与内生变量相关，且与因变量不相关”的条件。表 5 的第(3)和第(4)列报告了 IV-2SLS 和 IV-Probit 的估计结果，卖空压力对企业社会责任的影响系数显著为正，说明在解决了可能存在的内生性问题后，本文的结论依然成立，即卖空机制的引入可以显著提升企业的社会责任水平。

(3) 诸多案例表明，企业社会责任的影响具有连续性。前期承担社会责任会影响大众对企业未来社会责任表现的预期。一旦企业停止承担社会责任，可能会引发公众的失望和不满(朱华伟等，2014)。为了解决这一跨期产生的内生性问题，本文使用动态面板广义 GMM 模型。结果如模型 11-12 所示，卖空制度显著正向影响企业的社会责任得分(CSR_score)，且二阶自相关不显著，Sargan 检验不显著，意味着符合动态面板的要求。

(4) 由于无法完全排除放松卖空约束的企业与未放开卖空约束的企业之间存在一些不可观测的变量随时间变化产生系统性差异，卖空制度对企业承担社会责任水平的影响可能正是这些不可观测变量的系统性差异引起的，而非放松卖空约束的作用。为了消除这些可能存在的误差，我们借助安慰剂检验(Placebo Test)重新测度回归结果。一个合理的推断是，如果卖空制度对属于融资融券标的企业提高社会责任水平确实具有因果效应，那么在企业不属于放松卖空约束的标的时便不应观察到企业社会责任水平出现显著变化。我们在 2009-2015 的观测年份中随机选取 2012 年作为统一放松约束的年份，构造“伪放松卖空”的虚拟变量 DID_short_2012。表 5 中模型 13 列出的安慰剂检验结果显示，DID_short_2012 的估计系数不显著，这进一步缓解了不可观测的系统性误差对估计结果进行了干扰的担忧。

(5) DID 有效的基本条件是处理组和对照组必须有共同趋势，并且不随着时间发生系统性差异。在放松卖空约束的企业中，那些绩效良好、社会责任水平较高，不会因为卖空压力而产生股价剧烈波动的企业也许更容易成为放松卖空约束的试点企业。而如果放松卖空约束的企业在未成为融资融券标的前就已经表现出更好的社会责任发展趋势，那么我们观察到的放松卖空约束后的差异，就有一部分来源于处理组与控制组之间原有趋势上的差异，而非

放松卖空约束带来的净效应。为此，本文参考陈钊和熊瑞祥（2015）等学者的研究方法，通过生成年份虚拟变量与实验组虚拟变量的交互项，采用改变放松卖空约束的时间窗口来检验其效果：Before4、Before3、Before2、Before1 和 Current、After1、After2、After3、After4、After5 分别表示放松卖空约束前后的各个对应年份。表 5 第（14）列结果显示，企业在成为放松卖空约束的标的企业的当年，企业的社会责任水平就出现显著地增长，说明卖空制度对企业社会责任水平的促进效应即时显现，并且，在后续的两年中产生持续的影响。

表 5 卖空压力与企业社会责任水平的稳健性检验

4.4 媒体关注度的调节效应

在过去 20 年中，越来越多的市场研究从社会建构主义的角度出发，强调社会结构如何加强有用和可信的信息流动，市场参与者利用这些信息来减少市场交易的不确定性（Aldrich 和 Fiol, 1994; Zuckerman, 1999）。其中，新闻媒体是社会中的重要信息中介机构，因此，本文以新闻媒体对企业的关注度来衡量企业的外部信息环境，进一步检验在不同的信息环境中，卖空制度如何影响企业的社会责任水平。表 6 模型 17 的结果显示，卖空制度与媒体关注度之间的交互项显著负向影响企业社会责任水平（ $\beta = -0.000189$, $p < 0.01$ ），支持了假设 2。同时，模型 20 的结果同样验证了信息环境更差的情境下，卖空制度对企业产生了更多的压力，迫使企业更多地从事社会责任活动。

表 6 媒体关注情境下卖空压力对企业社会责任的影响结果

4.5 补充性分析

（1）以往文献指出不同类型的媒体关注对公司行为的监督效力存在差异，市场导向的媒体相比政策导向的媒体其监督效力更强。因此，参考已有文献（李培功和沈艺峰，2013；梁上坤，2017），将《中国证券报》《证券日报》《证券时报》《上海证券报》界定为政策导向媒体（Media_pol），将《中国经营报》《经济观察报》《21 世纪经济报道》《第一财经日报》归为市场导向媒体（Media_mar）。结果如表 7 的模型 21 和模型 22 所示，政策导向媒体的关注下，卖空压力对企业社会责任水平没有显著影响（ $\beta = -0.0539$, $p > 0.1$ ），而在市场导向的媒体关注下，卖空压力对企业社会责任水平产生了显著的正向影响（ $\beta = 0.917$, $p < 0.05$ ）。在中国背景下，行政干预是媒体关注发挥作用的重要途径（梁上坤，2017）。由此，政策导向的媒体关注意味着公司行为可能被更直接地呈现于监管视线之下，会对公司行为构成更强的约束，这也意味着政策导向媒体关注度越高，企业的内部治理更完善，不太可能出现管理者“自利”和“捂盘”行为，从而也就削弱了卖空投资者挖掘负面消息的动机。

（2）除了按媒体性质分类之外，本文还区分了媒体报道色彩。具体而言，我们沿袭了 Loughran 和 McDonald（2011）和谭松涛等（2015）的方法，构造了一个包含 3755 个正面词

汇, 6017 个负面词汇的金融词库。然后, 基于这一词库对公司 i 的每篇报道中的词汇进行归类, 分别计算出目标企业的正面报道数量 ($Media_positive$) 和负面报道数量 ($Media_negative$)。结果如模型 23-24 所示, 在正面报道越多的情况下, 卖空压力对企业社会责任水平的影响越大 ($\beta = -0.0166$, $p < 0.05$), 而在负面报道越多的情况下, 卖空压力对企业社会责任水平的影响越小 ($\beta = 0.0227$, $p < 0.1$)。通常认为, 卖空投资者通过挖掘目标企业隐藏的负面信息来实现做空利润, 而如果企业的负面报道已经经媒体报道, 反映在股价中, 那么, 再次通过负面新闻打压股价则相对困难, 降低了卖空的压力。

(3) 最后, 本文还以媒体的影响力强弱对新闻报道的数量进行区分, 参考梁上坤 (2017) 的做法, 将《中国证券报》《证券时报》《证券日报》《上海证券报》《中国经营报》《经济观察报》《21 世纪经济报道》《第一财经日报》等 8 份在全国具有较高影响力的新闻媒体来衡量权威媒体的关注 ($Media_big8$), 而剩余的报刊划分为影响力较小的新闻媒体 ($Media_big8$)。一般而言, $big8$ 的报到内容更客观, 企业内部信息挖掘更深, 信息量更大。相比之下, 受到非 $big8$ 报刊关注的企业, 信息环境更差, 这也意味着对卖空投资者的吸引力更大。其结果如模型 25 和模型 26 所示, 受 $big8$ 报刊关注较多的企业, 卖空压力对企业社会责任水平的影响积极, 但不显著 ($\beta = 0.287$, $p > 0.1$), 而受非 $big8$ 报刊关注较多的企业, 卖空压力对企业社会责任水平的影响显著正相关 ($\beta = 2.408$, $p < 0.01$), 验证了上述逻辑。

表 7 异质性媒体关注的情境下卖空压力对企业社会责任的影响结果

五、结论与政策建议

本文利用中国 2010 年开始实施的系列放松卖空约束限制作为外生冲击, 构造 PSM-DID 模型, 在控制了卖空压力与企业社会责任水平之间的内生性问题后, 发现卖空压力可以显著地提高标的公司的社会责任水平; 然后, 本文使用媒体关注度作为企业外部信息环境的测度指标, 并进一步依据政策导向与市场导向、正面报道与负面报道、 $big8$ 媒体与非 $big8$ 媒体对媒体关注度进行异质性分析, 验证了在信息环境差的情况下, 卖空制度对企业实施社会责任活动的压力更大。

依据文中的结论, 本文提出如下的政策建议: (1) 卖空制度有利于企业的社会责任信息披露和社会责任水平提升, 提升企业治理机制, 引导企业更好地服务于社会。因此应该适当放松卖空约束的范围。(2) 本文发现, 新闻媒体的具有替代卖空机制的治理机制, 因此不仅仅要放松资本市场中的卖空约束, 也要坚定不移地完善新闻媒体的监督功能, 发展新闻媒体的社会建构主义, 和促进信息流动功能, 使其更好地服务于资本市场, 引导企业注重长远利益, 并鞭策企业改善内部治理。

注释

¹作者简介：李骏（1990-），男，安徽安庆人，上海财经大学商学院博士研究生，研究方向为技术创新、战略管理。联系地址：上海市杨浦区国定路 777 号上海财经大学商学院；联系电话：13262559229；电子邮箱：lijun@163.sufe.edu.cn；邮编：200433。

² 资料来源于新华网 http://www.xinhuanet.com/fortune/2020-03/19/c_1125737624.htm

参考文献

1. Aldrich, H. E., & Fiol, C. M. (1994). Fools rush in? The institutional context of industry creation. *Academy of Management Review*, 19(4), 645-670.
2. Asquith, P., Pathak, P. A., & Ritter, J. R. (2005). Short interest, institutional ownership, and stock returns. *Journal of financial economics*, 78(2), 243-276.
3. Audia, P. G., & Greve, H. R. (2006). Less likely to fail: Low performance, firm size, and factory expansion in the shipbuilding industry. *Management science*, 52(1), 83-94.
4. Beck, T., Levine, R., & Levkov, A. (2010). Big bad banks? The winners and losers from bank deregulation in the United States. *The Journal of Finance*, 65(5), 1637-1667.
5. Boehmer, E., Jones, C. M., & Zhang, X. (2008). Which shorts are informed? *The Journal of Finance*, 63(2), 491-527.
6. Boehmer, E., Jones, C. M., & Zhang, X. (2013). Shackling short sellers: The 2008 shorting ban. *The Review of Financial Studies*, 26(6), 1363-1400.
7. Boehmer, E., & Wu, J. (2013). Short selling and the price discovery process. *The Review of Financial Studies*, 26(2), 287-322.
8. Brammer, S., & Millington, A. (2008). Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 29(12), 1325-1343.
9. Callen, J. L., & Fang, X. (2015). Religion and stock price crash risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 169-195.
10. Chakrabarty, B., & Shkilko, A. (2013). Information transfers and learning in financial markets: Evidence from short selling around insider sales. *Journal of Banking & Finance*, 37(5), 1560-1572.
11. Chang, E. C., Lin, T.-C., & Ma, X. (2019). Does short-selling threat discipline managers in mergers and acquisitions decisions? *Journal of Accounting and Economics*, 68(1), 101223.
11. Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23.
12. De Angelis, D., Gullon, G., & Michenaud, S. (2017). The effects of short-selling threats on incentive contracts: Evidence from an experiment. *The Review of Financial Studies*, 30(5), 1627-1659.
13. Dechow, P. M., Hutton, A. P., Meulbroek, L., & Sloan, R. G. (2001). Short-sellers, fundamental analysis, and stock returns. *Journal of financial economics*, 61(1), 77-106.
14. Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1987). Constraints on short-selling and asset price

-
- adjustment to private information. *Journal of financial economics*, 18(2), 277-311.
14. Djankov, S., McLiesh, C., Nenova, T., & Shleifer, A. (2002). Media ownership and prosperity. *The right to tell: The role of mass media in economic development. Washington DC: The World Bank*, 141-166.
 15. Doh, J. P., Howton, S. D., Howton, S. W., & Siegel, D. S. (2010). Does the market respond to an endorsement of social responsibility? The role of institutions, information, and legitimacy. *Journal of Management*, 36(6), 1461-1485.
 16. Ederer, F., & Manso, G. (2013). Is pay for performance detrimental to innovation? *Management science*, 59(7), 1496-1513.
 17. Flammer, C. (2013). Corporate social responsibility and shareholder reaction: The environmental awareness of investors. *Academy of Management Journal*, 56(3), 758-781.
 18. Fiss, P. C., & Zajac, E. J. (2006). The symbolic management of strategic change: Sensegiving via framing and decoupling. *Academy of Management journal*, 49(6), 1173-1193.
 19. Fombrun, C., & Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management journal*, 33(2), 233-258.
 20. Gao, F., Lisic, L. L., & Zhang, I. X. (2014). Commitment to social good and insider trading. *Journal of Accounting and Economics*, 57(2-3), 149-175.
 21. Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30(4), 425-445.
 22. Grullon, G., Michenaud, S., & Weston, J. P. (2015). The real effects of short-selling constraints. *The Review of Financial Studies*, 28(6), 1737-1767.
 23. Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
 24. Henisz, W. J., Dorobantu, S., & Nartey, L. J. (2014). Spinning gold: The financial returns to stakeholder engagement. *Strategic Management Journal*, 35(12), 1727-1748.
 25. Henry, Ó. T., & McKenzie, M. (2006). The impact of short selling on the price - volume relationship: Evidence from Hong Kong. *The Journal of Business*, 79(2), 671-691.
 26. Hirshleifer, D., Teoh, S. H., & Yu, J. J. (2011). Short arbitrage, return asymmetry, and the accrual anomaly. *The Review of Financial Studies*, 24(7), 2429-2461.
 27. Hoi, C. K., Wu, Q., & Zhang, H. (2013). Is corporate social responsibility (CSR) associated with tax avoidance? Evidence from irresponsible CSR activities. *The Accounting Review*, 88(6), 2025-2059.
 28. Julian, S. D., & Ofori -dankwa, J. C. (2013). Financial resource availability and corporate social responsibility expenditures in a sub - Saharan economy: The institutional difference hypothesis. *Strategic Management Journal*, 34(11), 1314-1330.
 29. Karpoff, J. M., & Lou, X. (2010). Short sellers and financial misconduct. *The Journal of Finance*, 65(5), 1879-1913.
 30. Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The Accounting Review*, 87(3), 761-796.
 31. Koh, P. S., Qian, C., & Wang, H. (2014). Firm litigation risk and the insurance value of corporate social performance. *Strategic Management Journal*, 35(10), 1464-1482.

-
32. Lanis, R., & Richardson, G. (2012). Corporate social responsibility and tax aggressiveness: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(1), 86–108.
 33. Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. *The Journal of Finance*, 66(1), 35–65.
 34. Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2006). Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of Marketing*, 70(4), 1–18.
 35. Marquis, C., & Qian, C. (2014). Corporate social responsibility reporting in China: Symbol or substance? *Organization Science*, 25(1), 127–148.
 36. Massa, M., Zhang, B., & Zhang, H. (2015). The invisible hand of short selling: Does short selling discipline earnings management? *The Review of Financial Studies*, 28(6), 1701–1736.
 37. McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21(5), 603–609.
 38. Meng, Q., Li, Y., Jiang, X., & Chan, K. C. (2017). Informed or speculative trading? Evidence from short selling before star and non-star analysts' downgrade announcements in an emerging market. *Journal of Empirical Finance*, 42, 240–255.
 39. Minor, D., & Morgan, J. (2011). CSR as reputation insurance: Primum non nocere. *California Management Review*, 53(3), 40–59.
 40. Petrovits, C. M. (2006). Corporate-sponsored foundations and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 41(3), 335–362.
 41. Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard business review*, 84(12), 78–92.
 42. Rindova, V. P., Pollock, T. G., & Hayward, M. L. (2006). Celebrity firms: The social construction of market popularity. *Academy of Management Review*, 31(1), 50–71.
 43. Rusinova, V., & Wernicke, G. (2019). *Short Selling and Performance on Corporate Social Responsibility: Evidence from a Natural Experiment*. Paper presented at the Academy of Management Proceedings.
 44. Saffi, P. A., & Sigurdsson, K. (2011). Price efficiency and short selling. *The Review of Financial Studies*, 24(3), 821–852.
 45. SHIU, Yung - Ming; YANG, Shou - Lin. Does engagement in corporate social responsibility provide strategic insurance - like effects?. *Strategic Management Journal*, 2017, 38.2: 455–470.
 46. Shyu, Y. -W., Chan, K. C., & Liang, H. -Y. (2018). Spillovers of price efficiency and informed trading from short sales to margin purchases in absence of uptick rule. *Pacific-Basin Finance Journal*, 50, 163–183.
 47. Zuckerman, E. W. (1999). The categorical imperative: Securities analysts and the illegitimacy discount. *American journal of sociology*, 104(5), 1398–1438.
 48. 陈钊, & 熊瑞祥. (2015). 比较优势与产业政策效果——来自出口加工区准实验的证据. *管理世界*, 000(008), 67–80.
 49. 贾兴平, & 刘益. (2014). 外部环境, 内部资源与企业社会责任. *南开管理评论*(6), 13–18.
 - 李春涛, 刘贝贝, 周鹏. (2017). 卖空与信息披露: 融券准自然实验的证据. *金融研究*, 447(9), 130–145.
 50. 李骏, 万君宝. (2019). 研发补贴与融资约束: 信号效应的检验. *上海财经大学学报: 哲学社会科学版*, 21(6), 81–95.
 51. 李培功, 沈艺峰. (2013). 经理薪酬, 轰动报道与媒体的公司治理作用. *管理科学学报*, 16(10),

52. 梁上坤. (2017). 媒体关注, 信息环境与公司费用粘性. *中国工业经济*(2), 154-173.
53. 祁怀锦, 刘艳霞. (2018). 管理者自信会影响企业社会责任行为吗?——兼论融资融券制度的公司外部治理效应. *经济管理*(5), 10.
54. 孙泽宇, 齐保垒. (2020). 放松卖空管制与企业社会责任——基于融资融券制度的准自然实验. *当代财经*(2), 12.
55. 王清刚, 徐欣宇. (2016). 企业社会责任的价值创造机理及实证检验——基于利益相关者理论和生命周期理论. *中国软科学*(2016 年 02), 179-192.
56. 朱华伟, 涂荣庭, 靳菲. (2014). 好事是否要做到底: 企业停止承担社会责任后公众的态度变化. *南开管理评论*(6), 4-12.
57. 朱焱, 王玉丹. (2019). 卖空机制与企业社会责任承担——基于中国融资融券制度的准自然实验研究. *会计研究*(12), 9.

Altruism or Hypocrisy? Relaxing Short-selling Constraints and Corporate Social Responsibility

Abstract: Based on the strategic view of CSR, we argue that firms, facing the pressure of short selling, have an incentive to use CSR to divert public attention, and alleviate the stock price volatility. Using the data of A-share listed companies from 2009-2015 and employing PSM-DID and instrumental variable method to empirically test the effect of short selling on firms' CSR, the results found that the short selling significantly improved the firm's corporate social responsibility. Further, the results reveal that the effect of short selling on the firm's corporate social responsibility is more significant for firms in poor information environment. Therefore, we suggest that continuing to widen the scope of the short selling can make short selling improve the corporate governance effectively in capital market.

Keywords: short selling, corporate social responsibility, media, difference-in-difference