

企业社会责任优先权对公司特有风险的影响

杨艳, 张卓

(湖南大学工商管理学院, 湖南省、长沙市, 410082)

摘要: 有研究表明企业社会责任有利于降低企业风险。然而由于不同利益相关者具有不同的显著性, 在不同的企业社会责任结构下, 社会责任的风险减少效果可能不同。本研究从企业社会责任优先权的角度研究了企业社会责任内部结构对公司特有风险的影响。实证结果表明, 只有给予股东优先权才具有显著的特有风险减弱效应。考虑利益相关者显著性的动态变化后, 发现企业在不同什么阶段给予不同利益相关者优先权会产生不同的结果。

关键词: 公司特有风险; 企业社会责任优先权; 利益相关者显著性; 企业生命阶段; 企业社会责任

中图分类号: F23 **文献标识码:** A

1 引言

可持续发展战略是当代企业寻求长远发展的基础, 而这要求企业不仅仅只追求股东利益最大化, 还需要协调不同利益相关者的资源, 以此实现企业价值最大化。越来越多的人也意识到企业在发展过程中要时刻关注社会各阶层利益相关者的切身利益, 相对公平的分配资源才能确保企业健康发展。自中国社科院发布《企业社会责任蓝皮书》的 11 年以来, 企业社会责任发展指数整体呈上升趋势, 从 2009 年的 15.2 分到 2020 年的 36.0 分, 企业社会责任发展指数已经翻倍, 这也说明从整体上来看, 我国企业社会责任的发展比较迅速, 企业的社会责任意识逐渐增强, 越来越多的企业开始注重保护利益相关者的利益。

但 2019 年发布的《企业社会责任蓝皮书》显示, 企业本质责任指数领先于社会责任和环境责任指数, 而 2020 年的社会责任指数领先于本质责任和环境责任指数。这反映企业对于不同利益相关者的重视程度是不一样的, 企业确实社会责任资源的分配上存在差异。对一类利益相关者的重视意味着企业区别对待其他的利益相关者。企业社会责任内部结构可能会向利益相关者传递这样一个信息: 哪个利益相关者维度比其他维度更受重视? 利益相关者对自身利益是否被满足的感知以及在各个利益相关者中的权衡必然会影响其资源提供决策, 最终影响企业风险。也就是说, 不同的企业社会责任结构会引起不同的利益相关者感知, 进而影响企业的资源获取能力和经营风险。由于企业社会责任内部结构是一个比较宽泛的问题, 我们主要专注于优先履行某个维度利益相关者的社会责任优先权。本文主要研究了将优先权分配给不同的利益相关者会对公司特有风险造成何种影响, 并且由于利益相关者显著性的动态性特征, 本文分析这种关系在不同生命阶段下会有何差异。

2 文献回顾

由于企业社会责任是否能够降低公司特有风险没得到普遍的共识, 许多研究将重心放在了能够影响两者关系的因素上。Chen 等 (2018) 以台湾的上市公司 2010 到 2014 年的数据为样本, 并根据台湾证券交易所指数的平均年度收益, 将 2010-2014 年的市场地位划分为上升市场 (2010, 2013), 下降市场 (2011) 以及修正市场 (2012, 2014), 最终发现不管处在何种市场状态, 企业社会责任能够降低特有风险^[1]。Benlemlih 和 Girerd-Potin (2017) 发现只有在大陆法系国家, 企业社会责任才能降低公司特有风险, 而英美法系国家企业社会责任不能降低公司特有风险^[2]。Mishra 和 Modi (2013) 发现高财务杠杆会减弱企业社会责

任对于公司特有风险的降低作用^[3]。Lee 和 Faff (2009) 发现具有领先全球可持续投资组合的公司, 其社会责任能够降低公司特有风险, 而落后的可持续投资组合的公司, 其公司特有风险降低作用不明显。但是还没有研究从企业社会责任的内部结构来考虑企业社会责任和公司特有风险之间的关系^[4]。

另外, 许多研究将企业社会责任作为一个整体来研究。Boutin-Dufresne 和 Savaria (2004) 将加拿大公司作为样本, 将企业社会责任水平排名最高的四分之一的公司构建成为一个负责任的投资组合, 并以同样的方式, 将排名最低的四分之一的公司构建成为一个不负责任的投资组合。发现负责任的投资组合可以降低公司特有风险, 而不负责任的投资组合的公司特有风险明显高于负责任的投资组合^[5]。Jo 和 Na (2012) 从有争议的行业, 如酒精、烟草、赌博和其他行业中选取了 1991-2010 年的美国样本, 发现在有争议的行业内企业社会责任可以降低特有风险, 并且提出进一步的工作需要考虑到有争议的行业中的企业的具体社会责任活动如何在微观层面影响企业风险^[6]。Lee 和 Faff (2009) 和 Chen 等 (2018) 也从整体的企业社会责任来研究其对特有风险的影响^{[4][1]}。

但是, 作为一个多维结构, 企业社会责任的聚合可能会混淆各个企业社会责任维度的影响, 并且这些影响并不是同等重要和相关的^{[7][8]}。因此, 有学者从单独的企业社会责任维度来研究其对特有风险的影响。Bouslah 等 (2013) 将样本公司分成 S&P500 指数成员和非 S&P500 指数成员, 研究了社会绩效的各个组成部分与公司风险之间的关系。对于整个样本而言, 只有员工关系和人权两个维度与特有风险呈负相关关系, 但区分两个子样本时, 各个维度与公司特有风险之间的关系又有不同, 支持并不是所有的企业社会责任维度都与企业风险评估相关的观点^[9]。这也与 Kim (2010) 的研究不谋而合, Kim 发现整体的企业社会责任与公司的系统风险和特有风险均显著负相关, 但是从单一的利益相关者维度的企业社会责任角度来考虑, 产品/顾客以及员工关系这两个维度的企业社会责任会增加公司特有风险^[10]。Benlemlih 和 Girerd-Potin (2017) 也发现人力资源、社区参与、公司治理以及企业行为与公司特有风险之间存在负相关关系, 而环境以及人权得分与特有风险关系不大, 在区分是大陆法系还是英美法系国家样本之后, 也出现不同维度的企业社会责任对于公司特有风险存在不同影响的现象^[2]。

经过以上文献的梳理发现, 大部分的研究表明企业社会责任可以降低公司特有风险, 但仍有研究表明企业社会责任会增加特有风险或者两者之间不存在关联。因此, 一部分的研究将落脚点放在了可能会影响企业社会责任以及公司特有风险两者关系的因素上。另外, 大部分的学者仍然将企业社会责任作为一个整体去研究, 没有考虑到不同维度的企业社会责任对于特有风险的影响会具有差异性。同时, 极少有学者从企业社会责任内部结构这一角度去思考其对公司的影响。因此本文从优先权的角度分析企业社会责任内部结构的差异会对公司特有风险产生何种影响。

3 研究假设

3.1 企业社会责任优先权对特有风险

企业社会责任优先权是指企业在分配企业社会责任资源时对于特定利益相关者的一种偏爱^[11], 体现了企业对于这类利益相关者的重视。因为不同的利益相关者提供的资源会对企业经营产生不同的影响。另外, 契约理论认为公司是公司与相关方之间一系列契约的集合, 不同相关方对公司有不同的利益或期望。这些相关方组成公司的利益相关者。不同的利益相关者下了不同的“赌注”, 他们承担的风险也会有所差异。因此他们可能以不同的方式对企业施加压力, 对企业社会责任的重视程度也不同。此外, 由于企业对不同利益相关者所控制的资源的依赖程度不同, 他们对不同利益相关者的责任履行的重视程度也会不同。将企业社会责任的优先权给予重要利益相关者, 可以向他们释放信号, 获得积极反馈, 降低企业特有风险。

利益相关者显著性理论从三个因素(权力、合法性以及紧急性)专门针对解决利益相关

者优先权的选择问题^[12]。因此，我们从显著性理论出发分析将优先权分配给不同利益相关者如何影响企业社会责任的特有风险降低效应。不同的利益相关者在权力、合法性以及紧急性上会表现出差异，这些差异的存在也使其显著性也有所不同。股东在向公司注入企业经营的命脉资本的同时，与公司签订长期合同，享有所有权和剩余索取权。因此，他们有权投票决定公司的重大决策，有权聘用或解雇管理层。也就是说，股东对公司经营具有强大的影响力，且其受到公司法的保护，符合社会规范和公众期望。因此，股东被赋予了权力和合法性属性。同时，股东将长期资本投入到公司，不得不承担公司经营失败造成的损失，因此股东更有动力去监督公司的决策，管理者为股东创造价值的任务也变得紧急。因此固定同时拥有权力、合法性和紧急性这三个属性，股东的地位在利益相关者中趋于突出。而其他利益相关者，比如客户、供应商、政府和社区，他们与股东相比，通常不能够通过其显性或隐性的契约干涉公司的经营决策，尽管他们中的一些，比如政府、员工、供应商和客户也有重要的资源。只有在公司违反相关法律法规的情况下，他们的治理权才具有合法性。并且其他的利益相关者承担的风险相对而言较少，他们通常不会关心企业的经营情况。因此，如果其他利益相关者的关注程度不高，管理者可能不会认为满足其他利益相关者的需求是紧迫性。因此，基于权力、合法性和紧急性三个方面的比较，股东的显著性高于其他利益相关者。

优先股东的需求也得到了新古典主义经济学家和社会学家的认可。Wood 和 Jones (1995) 认为，在企业的新古典经济学理论中，企业社会责任只有在增加股东价值的情况下才会是一个可行的概念^[13]。换言之，在股东价值最大化的前提下，如果企业社会责任与股东价值的提升相一致，董事很可能会追求更广泛的与企业社会责任相一致的社会和经济目标^[14]。此外，在企业社会责任的四个层面中，经济层面是其他三个层面（法律责任、伦理责任和慈善责任）的基础^[15]。金融经济学家也认为，当企业将股东价值最大化时，每个人——工人、消费者、供应商和分销商——都会因此而受益^[16]。基于以上分析，股东相对于其他利益相关者拥有最大的权力、合法性和权力。因此，由于股东的高显著性，他们更有可能影响公司经营和社会责任战略。重视股东的行为会使企业受益更多。因此，我们假设：

H1：优先履行股东的社会责任比优先履行其他利益相关者的社会责任具有更强的特有风险降低效应。

3.2 不同生命阶段下企业社会责任优先权对公司特有风险

因为我们选择中国上市公司作为样本，而所有上市公司在上市前已经度过了引入期，因此我们不考虑引入期，主要关注成长期、成熟期和衰退期的企业。处于成长期的企业特征是产品或服务的需求增加，收入增长。但由于企业刚度过引入期，公司所掌握的资源在各个方面都非常有限，难以满足销售快速增长的需求。且成长期企业仍面临较大的风险，他们需要培养自己的核心竞争力，扩大其经营规模。在这种情况下，企业依赖各种类型的资源，包括资本、劳动力、可持续供应、政府支持和客户。资本给企业规模扩张提供资金基础，劳动力为企业发展提供人力基础，供应商为企业提供充分高质的原材料，消费者让企业产品有可销之路，政府的支持为企业发展之路更加顺畅，所有利益相关者都具有影响企业社会责任行为的紧急性、权力和合法性。因此，如果公司为一个利益相关者承担更多的责任，其他人可能会觉得不被尊重，停止支持公司。因此，对于成长阶段的企业，优先考虑利益相关者群体并不能降低企业经营风险。

进入成熟期的企业，完成了企业规模的扩张，产品其市场占有率稳定，具有较高的盈利能力和偿债能力以及成熟的管理体系。但随着投资机会的减少，收入和收入增长率下降，财务疲软开始出现。在这个阶段，经营和投资现金流都变为正的。并且由于股东在引入和成长期的投入多于回报，在企业进入稳定经营时期，股东会更多的关注回报，因此，与其他阶段的企业相比，股东对前期投资收益的期望会越来越高。股东拥有公司的所有权，与其他利益相关者相比，股东被赋予了最大的权力和合法性。成熟阶段使得股东的地位更加突出，对股东的责任更加紧急。相比之下，对于其他没有投入任何资本，也没有期望任何财务回报的利

益相关者来说，当公司处于成熟阶段的品牌得到了很好的认可时，他们会非常关注公司。因此，在成熟阶段，企业社会责任优先于股东的风险减弱效果最强。

处于衰退期的企业面临着市场需求萎缩、产能过剩和人员过剩等困境。因为成熟期已经耗尽了他们的正净现值项目，这意味着他们在衰退期的投资机会更少^[17]。如何在经济衰退中生存下来成为公司最紧迫的任务。在这一阶段，产品基本趋于同质化，市场中的产品基本大同小异，保持价格优势和稳定的客户则成为保护经济效益的两大手段。稳定的供应商关系可以为企业节约原材料成本，从而为企业实施低价销售策略提供基础，增加产品的市场竞争力，稳定的客户关系有利于保证产品销售渠道。因此，当企业处于衰退阶段时，作为价值链中最重要的两方——顾客和供应商，就成为了至关重要和迫切的利益相关者。因此，我们假设：

H2: 对于成长期的企业，无论优先履行哪个利益相关者维度的社会责任均不能产生特有风险降低效应。

H3: 对于成熟期的企业，优先履行股东的社会责任比优先履行其他利益相关者的社会责任具有更强的特有风险降低效应。

H4: 对于衰退期的企业，优先履行供应链的社会责任比优先履行其他利益相关者的社会责任具有更强的特有风险降低效应。

4 研究设计

4.1 样本选择与数据来源

受数据来源的限制，本文选取 2010 年到 2019 年 A 股上市公司为样本进行检验，本文数据来自 CSMAR 数据库、和讯网。其中企业财务数据来自 CSMAR 数据库，企业社会责任数据来自和讯网，并对原始数据进行了筛选：（1）由于金融、保险行业特殊性，删除金融类公司；（2）删除 ST 的公司（3）删除了财务数据缺失的公司；（4）删除未连续评级的公司。为避免异常值的影响，对连续变量进行了 1% 的 Winsorize 处理，考虑到变量数量级的差别，同时对连续变量进行了标准化处理。

4.2 变量定义

自变量是企业社会责任优先权 (Pri)，在每个公司年内，各个维度的企业社会责任得分都会有差异，我们认为得分最高的维度是企业最为重视的，因此将其定义优先权。对于利益相关者的企业社会责任参与程度，通常以第三方评估的得分来衡量。和讯网是中国最具影响力的企业社会责任评级机构之一，是根据上市公司的年报和企业社会责任报告从五个利益相关者维度（股东、员工、供应链、环境和政府）对所有上市公司的社会责任参与度进行评级。因此本研究使用和讯网的企业社会责任评分数据。我们通过比较不同利益相关者的 CSR 得分，将得分最高的利益相关者维度作为企业优先的利益相关者。最终我们创建了五个虚拟变量，分别描述了这五个利益相关者的优先权。

本研究的因变量为特有风险 (Irisk)。为了衡量 Irisk，我们参考 Ang 等 (2006) 的研究，他们提出超额收益不仅来自市场因素、规模因素和账面市值比因素，还来自公司特有因素^[19]。因此，我们建立模型 (1)。

$$r_{i,t,y} - r_{f,t,y} = \alpha_{i,y} + \beta_{i,y}^M MKT_{t,y} + \beta_{i,y}^S SMB_{t,y} + \beta_{i,y}^H HML_{t,y} + \varepsilon_{i,t,y} \quad (1)$$

$r_{i,t,y}$ 和 $r_{f,t,y}$ 分别表示股票 i 在 y 年第 t 周的收益和无风险收益。 $r_{i,t,y} - r_{f,t,y}$ 是周超额收益。 $MKT_{t,y}$ 、 $SMB_{t,y}$ 和 $HML_{t,y}$ 分别表示市场组合因子、公司规模因子和市账比因子。 $\varepsilon_{i,t,y}$ 是残差项。残差项恰好反映了该公司特有风险因素的溢价，即 Fama-French 三因素模型回归残差的标准差，因此，股票 i 第 y 年的特有风险可描述为：

$$Irisk_{i,y} = std(\varepsilon_{i,t,y}) \quad (2)$$

Dickinson (2011) 认为，现金流量作为企业生命力的核心，是企业经营发展战略与资

源配置能力的具体体现,所以根据企业在不同生命周期阶段现金流所展现出的特征,将经营、投资和筹资净现金流的流入与流出进行组合,并以此作为企业生命周期的判断标准^[17]。本文在 Dickinson (2011) 的研究基础上,根据我国上市公司实际情况对各个生命阶段的现金流量特征进行梳理。由于本研究的样本均为上市公司,而已成功上市的公司基本度过初创期^[18],本文将引入期与成长期进行合并,最终分类标准如表 1 所示:

表 1 企业不同生命阶段的现金流组合

指标名称	成长期		成熟期			衰退期		
经营现金净流量	-	+	+	+	+	-	-	-
投资现金净流量	-	-	+	+	-	-	+	+
筹资现金净流量	+	+	-	+	-	-	+	-

我们按照 Ferreira 和 Laux (2007) 的方法,并控制了七个变量,即盈利能力 (ROA)、财务杠杆 (LEV)、股利支付率 (DIV)、企业规模 (Size)、股票市值 (TobinQ)、营业现金流量 (OCFR)、上市年龄 (Age)^[20]。所有变量的定义见表 2。

表 2 变量定义

变量	符号	定义
特有风险	<i>Irisk</i>	Fama-French (1993)三因素模型得出
	<i>Pri_s</i>	当给予股东社会责任优先权时为 1, 否则为 0
	<i>Pri_e</i>	当给予员工社会责任优先权时为 1, 否则为 0
	<i>Pri</i>	<i>Pri_c</i>
<i>Pri_{ev}</i>		当给予环境社会责任优先权时为 1, 否则为 0
<i>Pri_d</i>		当给予政府 c 社会责任优先权时为 1, 否则为 0
企业生命周期	<i>Life</i>	根据改进 Dickinson (2011) 的研究得出
盈利能力	<i>ROA</i>	净利润 / 资产平均余额
财务杠杆	<i>LEV</i>	总负债 / 总资产
股利支付率	<i>DIV</i>	每股股利 / 每股收益
股票市值	<i>TobinQ</i>	市场价值 / 总资产
上市年龄	<i>Age</i>	公司上市年限
公司规模	<i>Size</i>	期末总资产的自然对数
营业现金流量	<i>OCFR</i>	营业现金流量净额 / 总资产

4.3 模型设定

为了研究企业社会责任优先权与特有风险之间的关系,我们设定模型 (3) 如下:

$$Irisk_{i,t} = \alpha + \beta_1 Pri_{i,t,f} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 DIV_{i,t} + \beta_5 TobinQ_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 OCFR_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,下标 *i* 代表公司, *t* 代表年度, *Pri_{i,t,f}* 表示第 *i* 个公司第 *t* 年的优先权给至第 *f* 个社会责任维度。

首先,为了验证假设 1,本文基于模型 (3) 研究优先履行不同维度的企业社会责任对

于公司特有风险的影响。其次，为了验证假设 2-4，首先将样本根据其所处生命阶段分为成长期、成熟期和衰退期。然后基于模型（3）进行分组回归以研究处于不同生命阶段的企业优先履行不同维度的企业社会责任会对公司特有风险产生何种影响。

5 实证结果与分析

5.1 企业社会责任优先权对特有风险的实证结果分析

假设 1 的检验结果如表 3 所示。其中，在第（1）列中， Pri_s 的系数显著为负，表明优先股东维度的企业社会责任在 1%的水平上有显著的特有风险减弱效应。在（2）到（5）列中， Pri_e 、 Pri_c 、 Pri_{ev} 和 Pri_d 的系数均不显著，表明优先员工、供应链、环境或者政府的企业社会责任不能降低公司特有风险。该结论支持假设 1。

表 3 企业社会责任优先权对公司特有风险的影响

变量	(1) 特有风险	(2) 特有风险	(3) 特有风险	(4) 特有风险	(5) 特有风险
Pri_s	-0.045*** (-2.985)				
Pri_e		0.036 (1.198)			
Pri_c			-0.034 (-1.358)		
Pri_{ev}				0.026 (1.307)	
Pri_d					0.018 (0.998)
ROA	-0.436*** (-2.614)	-0.513*** (-3.161)	-0.534*** (-3.332)	-0.509*** (-3.118)	-0.532*** (-3.299)
LEV	0.005** (2.400)	0.005** (2.405)	0.005** (2.426)	0.005** (2.412)	0.005** (2.444)
DIV	-0.013 (-1.191)	-0.013 (-1.212)	-0.013 (-1.230)	-0.013 (-1.205)	-0.013 (-1.248)
TobinQ	0.069*** (4.729)	0.069*** (4.696)	0.069*** (4.716)	0.069*** (4.704)	0.069*** (4.731)
Age	-0.012** (-8.467)	-0.012** (-8.109)	-0.011** (-7.938)	-0.011** (-7.983)	-0.012** (-8.014)
Size	-0.042** (-4.740)	-0.042** (-4.744)	-0.041** (-4.611)	-0.042** (-4.732)	-0.041** (-4.597)
OCFR	-0.030 (-0.266)	-0.042 (-0.368)	-0.044 (-0.397)	-0.046 (-0.406)	-0.044 (-0.399)
Constant	1.294*** (5.228)	1.278*** (5.160)	1.263*** (5.088)	1.274*** (5.149)	1.258*** (5.037)
Year	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制
F-statistics	1367.250	1390.939	1379.303	1369.924	1373.850
Observations	14970	14970	14970	14970	14970
R-squared	0.377	0.377	0.377	0.377	0.377

注：参数估计值下方括号中报告的为 t 值，并进行了企业层面的聚类分析调整。***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著。

5.2 不同生命阶段下企业社会责任优先权对公司特有风险的实证结果分析

表 4 列示了成长期企业的企业社会责任优先权和公司特有风险之间的关系。在（1）到（5）列中， Pri_s 、 Pri_e 、 Pri_c 、 Pri_{ev} 和 Pri_d 的系数均不显著，表明对于成长期的企业而言，不论优先股东、员工、供应链、环境或者政府的企业社会责任均不能降低公司特有风险。该结论支持假设 2。

表 4 成长期企业社会责任优先权对公司特有风险的影响

变量	(1) 特有风险	(2) 特有风险	(3) 特有风险	(4) 特有风险	(5) 特有风险
Pri _s	-0.019 (-0.934)				
Pri _e		0.019 (0.754)			
Pri _c			0.012 (0.326)		
Pri _{ev}				-0.006 (-0.216)	
Pri _d					0.007 (0.337)
ROA	-0.364 [*] (-1.850)	-0.388 [*] (-1.951)	-0.403 ^{**} (-2.024)	-0.408 ^{**} (-2.064)	-0.400 ^{**} (-2.006)
LEV	0.004 ^{***} (2.585)	0.004 ^{***} (2.619)	0.004 ^{***} (2.641)	0.004 ^{***} (2.635)	0.004 ^{***} (2.622)
DIV	-0.021 (-1.575)	-0.021 (-1.571)	-0.021 (-1.581)	-0.021 (-1.588)	-0.021 (-1.589)
TobinQ	0.087 ^{***} (4.010)	0.086 ^{***} (4.012)	0.086 ^{***} (4.016)	0.086 ^{***} (4.028)	0.087 ^{***} (4.020)
Age	-0.015 ^{**} (-7.808)	-0.014 ^{**} (-7.583)	-0.014 ^{**} (-7.529)	-0.014 ^{**} (-7.562)	-0.014 ^{**} (-7.624)
Size	-0.034 ^{**} (-3.021)	-0.034 ^{**} (-3.050)	-0.034 ^{**} (-3.034)	-0.034 ^{**} (-3.036)	-0.033 ^{**} (-2.963)
OCFR	-0.417 ^{**} (-2.742)	-0.424 ^{**} (-2.780)	-0.427 ^{**} (-2.800)	-0.426 ^{**} (-2.796)	-0.423 ^{**} (-2.778)
Constant	0.919 ^{***} (2.735)	0.920 ^{***} (2.728)	0.916 ^{***} (2.718)	0.913 ^{***} (2.713)	0.904 ^{***} (2.669)
Year	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制
F-statistics	391.286	391.913	391.253	392.845	391.517
Observations	6561	6561	6561	6561	6561
R-squared	0.487	0.487	0.487	0.487	0.487

注：参数估计值下方括号中报告的为 t 值，并进行了企业层面的聚类分析调整。***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著。

表 5 列示了成熟期企业的企业社会责任优先权和公司特有风险之间的关系。其中，在第（1）列中，Pri_s的系数显著为负，表明优先股东维度的企业社会责任在 1%的水平上有显著的特有风险减弱效应。在（2）到（5）列中，Pri_e、Pri_c、Pri_{ev}和 Pri_d的系数均不显著，表明对于成熟期的企业而言，优先员工、供应链、环境或者政府的企业社会责任不能降低公司特有风险。该结论支持假设 3。

表 5 成熟期企业社会责任优先权对公司特有风险的影响

变量	(1) 特有风险	(2) 特有风险	(3) 特有风险	(4) 特有风险	(5) 特有风险
Pri _s	-0.057 ^{***} (-2.684)				
Pri _e		0.064 (1.054)			
Pri _c			-0.053 (-1.631)		
Pri _{ev}				0.025 (0.810)	
Pri _d					0.027 (0.878)
ROA	-0.875 ^{***}	-0.992 ^{***}	-1.044 ^{***}	-1.025 ^{***}	-1.031 ^{***}

LEV	(-3.189) 0.011*	(-3.771) 0.012*	(-4.104) 0.012*	(-3.927) 0.012*	(-3.989) 0.012*
DIV	(1.760) -0.003	(1.811) -0.003	(1.825) -0.003	(1.803) -0.003	(1.835) -0.004
TobinQ	(-0.237) 0.087***	(-0.248) 0.087***	(-0.287) 0.088***	(-0.270) 0.087***	(-0.317) 0.088***
Age	(5.735) -0.007***	(5.704) -0.007***	(5.761) -0.007***	(5.730) -0.007***	(5.768) -0.007***
Size	(-3.866) -0.035***	(-3.595) -0.035***	(-3.481) -0.033***	(-3.500) -0.034***	(-3.598) -0.033***
OCFR	(-3.501) 0.287	(-3.479) 0.292	(-3.279) 0.298	(-3.448) 0.290	(-3.314) 0.298
Constant	(1.379) 1.149***	(1.404) 1.112***	(1.427) 1.089***	(1.392) 1.115***	(1.436) 1.090***
Year	(3.897) 控制	(3.809) 控制	(3.707) 控制	(3.800) 控制	(3.644) 控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制
F-statistics	398.739	405.077	403.561	401.314	401.366
Observations	7118	7118	7118	7118	7118
R-squared	0.313	0.313	0.313	0.313	0.313

注：参数估计值下方括号中报告的为 t 值，并进行了企业层面的聚类分析调整。***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著。

表 6 列示了衰退期企业的企业社会责任优先权和公司特有风险之间的关系。其中，在第 (3) 列中， Pri_c 的系数显著为负，表明优先供应链维度的企业社会责任在 5%的水平上有显著的特有风险减弱效应。在 (1)、(2)、(4) 和 (5) 列中， Pri_s 、 Pri_e 、 Pri_{ev} 和 Pri_d 的系数均不显著，表明对于衰退期的企业而言，优先股东、员工、环境或者政府的企业社会责任不能降低公司特有风险。该结论支持假设 4。

表 6 衰退企业优先和均衡履行企业社会责任对公司特有风险的影响

变量	(1) 特有风险	(2) 特有风险	(3) 特有风险	(4) 特有风险	(5) 特有风险
Pri_s	-0.033 (-0.616)				
Pri_e		-0.015 (-0.260)			
Pri_c			-0.233** (-2.536)		
Pri_{ev}				0.136** (2.047)	
Pri_d					-0.012 (-0.233)
ROA	-0.119 (-0.406)	-0.173 (-0.633)	-0.139 (-0.508)	-0.007 (-0.023)	-0.162 (-0.597)
LEV	0.016 (0.876)	0.017 (0.901)	0.017 (0.910)	0.014 (0.746)	0.017 (0.898)
DIV	-0.050 (-1.953)	-0.051 (-1.987)	-0.052 (-2.106)	-0.050 (-2.013)	-0.051 (-1.988)
TobinQ	0.019 (1.735)	0.019 (1.701)	0.019 (1.725)	0.020 (1.889)	0.019 (1.691)
Age	-0.019*** (-4.944)	-0.018*** (-4.785)	-0.018*** (-4.914)	-0.018*** (-4.731)	-0.018*** (-4.815)
Size	-0.057** (-2.571)	-0.057** (-2.562)	-0.055** (-2.460)	-0.053** (-2.406)	-0.057** (-2.565)
OCFR	0.134 (0.910)	0.115 (0.783)	0.131 (0.904)	0.151 (1.058)	0.120 (0.829)

Constant	1.784 ^{***} (3.026)	1.787 ^{***} (3.031)	1.746 ^{***} (2.960)	1.665 ^{***} (2.869)	1.785 ^{***} (3.016)
Year	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制
F-statistics	66.344	66.749	67.089	65.133	66.859
Observations	1291	1291	1291	1291	1291
R-squared	0.368	0.368	0.370	0.370	0.368

注：参数估计值下方括号中报告的为 t 值，并进行了企业层面的聚类分析调整。***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著。

5.3 稳健性检验

为使研究结果更加稳健，本文首先采用滞后一期的企业社会责任优先权做工具变量，采用二阶段最小二乘法解决内生性问题；再采用 CAPM 模型替代三因素模型衡量特有风险并对四个假设进行检验。检验结果均符合假设。限于篇幅，未列出内生性和稳健性的回归结果。

6 结论

本文给出了企业社会责任优先权对公司特有风险的研究结果。首先，将企业社会责任优先权分配给股东而非其他利益相关者具有的特有风险降低效应，验证了中国的股东治理仍然比其他利益相关者更有效。股东控制着最重要的资源，享有公司所有权，并承担最大的经营风险，他们有更大的权力以及动力对公司进行治理。因此，尽管政府和一些组织一直在努力提高其他利益相关者的治理意识，但股东的社会责任对公司的影响更强。其次，为股东创造价值是降低公司特有风险效应的前提，这一发现正好与 Carroll 和 Shabana (2010) 的论点相吻合，即公司的经济责任是其他责任的基础^[15]。因此，企业倾向于将企业社会责任资源优先让给那些控制着对企业运营起决定性作用资源的股东。然而，由于经济责任可能是通过牺牲其他利益相关者的利益和社会的可持续性来实现的，因此，政府必须创造一种制度环境，赋予所有其他利益相关者影响公司行为的权利。建议政府制定有效的政策来治理公司行为，对损害其他利益相关者利益的公司行为进行惩罚，从而增强股东的正义和道德意识^[21]，培养其他利益相关者对公司的治理意识。最后，企业生命阶段对企业社会责任结构特征与企业特质风险关系的动态影响表明，企业会根据不同生命阶段的资源条件和发展目标，将企业社会责任资源配置给不同的利益相关者。同时，由于利益相关者处于不同的生命阶段，不同的企业社会责任资源配置方式为企业创造了不同的价值，这就需要对企业社会责任进行战略安排，实现经济价值和社会价值的整合。

参考文献

- [1] Chen R C Y, Hung S W, Lee C H. Corporate social responsibility and firm idiosyncratic risk in different market states[J]. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 2018, 25(4): 642-658.
- [2] Benlemlih M, Girerd-Potin I. Corporate social responsibility and firm financial risk reduction: On the moderating role of the legal environment[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2017, 44(7-8): 1137-1166.
- [3] Mishra S, Modi S B. Positive and negative corporate social responsibility, financial leverage, and idiosyncratic risk[J]. Journal of Business Ethics, 2013, 117(2): 431-448.
- [4] Lee D D, Faff R W. Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk: A global perspective[J]. Financial Review, 2009, 44(2): 213-237.
- [5] Boutin-Dufresne F, Savaria P. Corporate social responsibility and financial risk[J]. The Journal of Investing, 2004, 13(1): 57-66.
- [6] Jo H, Na H. Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors[J]. Journal of Business Ethics, 2012, 110(4): 441-456.

- [7] Griffin J J, Mahon J F. The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research[J]. *Business & Society*, 1997, 36(1): 5-31.
- [8] Johnson R A, Greening D W. The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance[J]. *Academy of Management Journal*, 1999, 42(5): 564-576.
- [9] Bouslah K, Kryzanowski L, M'zali B. The impact of the dimensions of social performance on firm risk[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2013, 37(4): 1258-1273.
- [10] Kim J W. Assessing the long-term financial performance of ethical companies[J]. *Journal of Targeting, Measurement and Analysis for Marketing*, 2010, 18(3-4): 199-208.
- [11] Boesso G, Favotto F, Michelon G. Stakeholder prioritization, strategic corporate social responsibility and company performance: further evidence[J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2015, 22(6): 424-440.
- [12] Mitchell R K, Agle B R, Wood D J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts[J]. *Academy of Management Review*, 1997, 22(4): 853-886.
- [13] Wood D J, Jones R E. Stakeholder mismatching: A theoretical problem in empirical research on corporate social performance[J]. *The International Journal of Organizational Analysis*, 1995, 3(3): 229-267.
- [14] Tudway, R., Pascal, A. M. Corporate governance, shareholder value and societal expectations[J]. *Corporate Governance*, 2006, 6(3), 305-316.
- [15] Carroll A B, Shabana K M. The business case for corporate social responsibility: A review of concepts, research and practice[J]. *International Journal of Management Reviews*, 2010, 12(1): 85-105.
- [16] Lazonick W, O'sullivan M. Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance[J]. *Economy and Society*, 2000, 29(1): 13-35.
- [17] Dickinson V. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle[J]. *The Accounting Review*, 2011, 86(6): 1969-1994.
- [18] 侯巧铭, 宋力, 蒋亚朋. 管理者行为、企业生命周期与非效率投资[J]. *会计研究*, 2017, 3: 61-67, 95.
- [19] Ang A, Hodrick R J, Xing Y, et al. The cross-section of volatility and expected returns[J]. *The Journal of Finance*, 2006, 61(1): 259-299.
- [20] Ferreira M A, Laux P A. Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow[J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62(2): 951-989.
- [21] Bridoux F M, Vishwanathan P. When do powerful stakeholders give managers the latitude to balance all stakeholders' interests?[J]. *Business & Society*, 2020, 59(2): 232-262.

The Impact of Corporate Social Responsibility Priority on Idiosyncratic Risk

YANG Yan, ZHANG Zhuo

(Business School, Hunan University, Changsha / Hunan, 410082)

Abstract: A lot of evidences show that corporate social responsibility (CSR) engagement is conducive to the reduction of corporate risk. However, given that different stakeholders possess different salience,

the risk deduction effects of CSR may vary under different structures of CSR among stakeholders. This study examines the impact of the internal structure of CSR on corporate idiosyncratic risk from the perspective of stakeholder priority of CSR and how the relationship varies in different life cycle stages. The empirical results indicate that only the CSR priority given to the shareholders have significant corporate idiosyncratic risk deduction effect. Taking the dynamics of stakeholder salience into account, the CSR priorities given to different stakeholders were found to have different results when firms at different life stages.

Keywords: idiosyncratic risk; stakeholder priority; stakeholder salience; corporate life stage; corporate social responsibility

作者简介: 杨艳(1976-), 女, 湖南娄底人, 博士、副教授, 研究方向为公司财务与战略、企业社会责任, 电子邮箱: yangyan@hnu.edu.cn; 张卓(1995-), 女, 湖南长沙人, 硕士研究生, 研究方向为企业社会责任, 电子邮箱: zhangzhuo@hnu.edu.cn。