



实质性视角下的企业社会责任与债务违约风险

袁雪莹¹, 李仲飞², 许金花¹, 商丽霞¹

1 广东工业大学 管理学院, 广州 510520

2 南方科技大学 商学院, 广东 深圳 518055

摘要: 可持续发展经济已成为中国未来发展的重要趋势, 企业社会责任的履行已成为必然选择。企业社会责任建设伴随着持续的投资和较长的回报周期, 常常会遭受偿债压力, 鲜有研究关注企业社会责任对债务违约的影响。

由于缺少明晰的社会责任指引, 部分企业社会责任未落到实处。因此, 本研究选取2010年至2019年A股上市公司为研究样本, 基于实质性社会责任视角, 手工搜集具备行业特征的实质性企业社会责任数据, 探索实质性企业社会责任的履行对债务违约的影响。基于信号理论和资源依赖理论, 分别从事前预测和事后检验两方面评估企业债务违约率, 考察社会责任履行水平对企业声誉和资源获取的影响效果与企业违约率的关系, 以及在地区市场环境和政府干预因素下的异质性特点。

研究结果发现, 企业社会责任, 尤其是非实质性企业社会责任, 能通过信号效应降低预期债务违约率, 在社会信用度低的地区该信号效应更强, 从侧面证实了企业社会责任解耦的现象; 而实质性社会责任通过政府的隐性担保获得银行的信贷倾斜, 干扰了银行原本的信贷筛选决策, 使银行难以有效发挥监督作用, 提高了债务违约率, 该现象在国企或政府干预强的地区更为显著。

从实质性视角探索企业社会责任对债务风险的影响, 有助于排除投机行为的噪音干扰, 揭示企业社会责任履行的内在动因及风险传导机制。研究关注了银行主动通过对企业社会责任的信贷筛选偏好, 并强调了政府隐性担保对信贷决策的干预, 不仅丰富了企业社会责任的经济后果的研究, 也对政府监管机构如何完善和优化资本市场具有一定的参考价值 and 借鉴意义。

关键词: 企业社会责任; 实质性企业社会责任; 债务违约率; 信贷筛选; 政府干预

中图分类号: F27

文献标识码: A

doi: 10.3969/j.issn.1672-0334.2024.03.006

文章编号: 1672-0334(2024)03-0071-17

收稿日期: 2023-03-30 **修返日期:** 2023-11-23

基金项目: 国家自然科学基金 (72432005, 71991474, 71721001, 72072042)

作者简介: 袁雪莹, 经济学博士, 广东工业大学管理学院博士后, 研究方向为财务与投资、企业社会责任、绿色金融与公司治理等, 代表性学术成果为“ESG disclosure and corporate financial irregularities—Evidence from Chinese listed firms”, 发表在2022年第332卷《Journal of Cleaner Production》, E-mail: yuanxy@gdut.edu.cn

李仲飞, 管理学博士, 南方科技大学商学院教授, 研究方向为绿色金融与碳经济、金融科技与数字金融、金融市场与投资等, 代表性学术成果为“Foreign institutional ownership and liquidity commonality around the world”, 发表在2018年第51卷《Journal of Corporate Finance》, E-mail: lizf6@sustech.edu.cn

许金花, 经济学博士, 广东工业大学管理学院教授, 研究方向为并购重组、公司财务与数字经济等, 代表性学术成果为“控制权防御是企业创新的‘绊脚石’吗?”, 发表在2021年第7期《管理科学学报》, E-mail: xujinhua@gdut.edu.cn

商丽霞, 广东工业大学管理学院博士生, 研究方向为公司财务、绿色治理与并购重组等, 代表性学术成果为“社会责任披露能抑制上市公司信息违规吗?”, 发表在2023年第7期《财会月刊》, E-mail: 1112408008@mail2.gdut.edu.cn

引言

在低碳发展模式的要求下,绿色发展与共享经济的理念进一步赋予了企业社会责任(CSR)新的含义,然而有时却与现行的经济激励措施相冲突^[1],对企业的财务状况形成重大考验,甚至引发债务违约事件。企业债务违约是对企业造成最具破坏性的事件之一。自2021年恒大集团暴雷,集团下总负债现已高达2万亿元人民币,其债务之巨大,不仅冲击了整个房地产市场及其合作的上下游行业,也击碎了投资者的信心,进一步恶化了经济形势。此时,清晰深入的洞察企业债务违约产生的真实原因,并尽早评估企业债务违约之前的行为风险,是确保中国经济有序运行的前提条件,也是避免企业发生重大财务风险的核心保障。

尽管已有大量关于企业社会责任与公司风险评级之间关系的研究^[2],但仍缺乏关于企业社会责任在信贷市场上定价的证据。当前,中国企业社会责任履行仍存在明显瓶颈,由于缺乏明确的企业社会责任执行指引,相当多企业发展受限、无所适从^[3],不仅企业披露情况不佳^[4],还常发生“言行不一”的现象^[5]。因此,本研究旨在考察企业社会责任实质性履行水平,并利用银行在债务市场中发挥的独特中介作用,研究企业社会责任对违约率的影响,不仅识别、量化、分析实质性企业社会责任水平,对现有的企业社会责任研究的范围和分析视角进一步深化及拓展,还从事前预测和事后检验两方面分别识别企业债务违约率,有助于检验企业社会责任的内在动机和作用机制,为改善法治环境建设、银行信贷配置策略及资本市场风险管理、防范重大金融风险的发生提供了有益参考。

1 相关研究评述

现代企业社会责任(CSR)通常包括环境、社会和公司治理三个角度,2004年在联合国秘书长安南的号召下,ESG理念被正式提出。ESG原则既是用于衡量公司是否具备足够社会责任感的重要标准,又是影响股东取得长期收益的一个重要因素。企业社会责任与ESG的高度重合使大部分学术研究选用了ESG框架下的测度标准来衡量企业社会责任的履行水平,企业对ESG的环境和社会方面的关注推动公司治理结构与其环境和社会活动之间的相互关系方面的研究。

从时间维度上看,企业利益可以分为短期利益和长期利益。企业在履行社会责任的同时可以获取更多的社会资源^[6],对冲风险^[7],营造良好的经营环境,从而降低隐性和显性成本,实现价值创造的目标,并提供长期竞争优势,提升企业形象和实现产品差异化,有助于企业实现长期利益最大化和可持续发展。部分学者认为,企业履行社会责任是企业负责任的一种表现,代表着更高的思想道德水平和修养,能有效抑制盈余管理行为^[8],企业主动违规的可能性较低^[9]。从信息披露的角度看,企业社会责任披露可以加强

企业与利益相关者沟通,有效缓解企业内外部的信息不对称的问题^[10],有助于提高信息透明度^[11]。社会责任报告作为非财务信息披露为利益相关者提供了财务会计信息之外的、具有增量价值的信息,降低了企业内外部的信息不对称程度^[12]。

由于企业承担社会责任或ESG投资关系会关联到现金流,企业短期还款能力会被影响^[13],越来越多的研究开始探索企业社会责任对债务违约率的重要影响^[14]。企业债务违约率是指企业无法偿还所欠债务和利息的可能性^[15]。当企业现金流低于偿债成本和本金支付时,就易发生债务违约。由此可见,企业的资产价值与债务水平是导致企业违约率的决定性因素^[16]。大量研究发现,企业的社会责任投资能够提高企业的声誉、降低融资成本,进而降低企业的违约率。例如,谭劲松等^[17]发现企业良好的ESG表现能够帮助企业提升从不同利益相关方获取资源的能力,从而抑制企业风险。ALBUQUERQUE et al.^[18]提出了一个行业均衡模型,将企业社会责任建模为增加产品差异化的投资,证据表明企业社会责任会降低系统风险并增加公司价值。BADAYI et al.^[19]研究发现,企业社会责任表现使企业轻松获得替代资本,从而减少了引起债务违约的债务资本,降低了企业违约的可能性。LI et al.^[14]利用中国A股上市公司的数据研究发现,较高的ESG评级可以降低公司的违约率,认为信贷市场能够很好地反映企业的ESG实践。CHEN et al.^[20]分析了管理能力在企业社会责任与企业违约率关系中的作用,发现与管理者能力相关的社会责任与企业违约率显著负相关。已有关于企业社会责任与债务违约的相关研究多从微观视角出发,得到企业社会责任的履行与提高企业获取金融资源的能力相关的证据,却鲜有研究关注在信贷活动过程中银行的信贷筛选作用。对此,银行是否能识别企业的负责任行为并在信贷中表现出偏好仍值得讨论。

AMEL-ZADEH et al.^[21]对主流投资机构进行调查后发现,因其对投资业绩有着重要影响,ESG信息已被投资者广泛采纳作为风险评估的关键指标。然而,随着企业可持续性发展议题愈加纷繁复杂,人们逐渐认识到并非所有可持续发展问题都能对各个行业的公司产生同等重要的影响。事实上,不同行业可持续发展问题的重要性会根据具体公司和行业的特性而系统地变化^[22]。水管理对饮料生产商来说至关重要(一个环境问题,E);数据安全则是软件行业公司关注的焦点(一个社会问题,S);管理利益冲突对投资银行来说具有不言而喻的重要性(一个公司治理问题,G)。长期有效地管理上述问题不仅能通过降低运营成本提高声誉、增强风险抵御能力、构建潜在竞争优势,还能推动企业价值的长期增长,从而显著提高业务绩效。

然而,值得注意的是,许多研究在探讨跨行业可持续发展问题时,往往未能充分重视不同问题在不同行业中的差异性影响^[15]。因此,本研究旨在提出

一种全新的企业社会责任实质性评价体系,利用行业间可持续性问题的实质性差异,通过减少不必要的衡量维度,提高在评估企业社会责任履行水平及其影响时的信号噪声比,以期为企业和投资者提供更精准、更有针对性的决策支持。

2 理论分析和研究假设

2.1 企业社会责任与预期债务违约率

银行信贷的持续供给是企业建设企业社会责任重要的外部投入要素。在贷款活动中,银行通过收集关于借款人的硬性和软性私有信息,进行信贷筛选并监督借款人的持续表现^[23],这种监督作用能够有效提高贷款市场的信息效率^[24]。YI et al.^[25]认为,贷款市场在债券市场之前就反映了违约率。首先,银行系统能够产生有效的信息揭示机制,缓解社会责任投资由于信息不对称导致的逆向选择和道德风险问题。其次,银行作为受委托的监督者,从根本上不同于其他利益相关者,银行可以访问外部可能无法获得的有关企业的信息,并对企业履行其贷款业务的能力做出初步决定,并在签订贷款协议后监控企业确保还款。最后,基于融资优序理论,对企业而言,向银行借贷一方面能够避免股权融资要求的强制信息披露,规避企业内部情况和商业机密的泄露,从而保护企业的信息安全;另一方面,在防止向外界传递不利消息的前提下,降低控股权的稀释股权被转移的风险,是企业除内源融资外首选的资金获取渠道。因此,本研究通过将焦点转移到银行提供的债务,利用银行作为企业“准内部人”的独特角色探讨贷方能否区分企业社会责任水平高低的企业,并探讨具有不同企业社会责任评价的企业是否蕴含了不同的违约率。

已有研究发现,企业社会责任能以非财务信息的方式产生沟通效应,自愿传递私有信息,有效降低企业的信息不对称程度^[26],通过利益相关者对企业决策的道德色彩的推断,使企业免于遭受不利压力的舆论。由于市场中责任投资者比例和态度的不确定性,企业社会责任对企业违约率的影响也可能产生不同的结果^[27]。若市场中责任投资者的存在并不常见,那么企业社会责任的地位可能并不重要;若市场中责任投资者占主导,那么显性的投资偏好会倒逼企业履行社会责任。在中国当下发展强劲的绿色低碳治理要求下,企业的社会责任执行力度对投资者而言可能会是一个强信号。根据信号理论,企业社会责任披露可以使利益相关方和市场感知良好的企业声誉^[28]。具有良好社会责任声誉的企业,可以吸引优质的顾客、投资者和供应商等,获得更多生产经营所需的优势资源^[29],实现更高的财务绩效^[30]。可见,企业社会责任可以有效降低外界对企业的风险预期^[6]。因此,根据以上分析,本研究基于信号理论,以企业社会责任的信息沟通作用为基础,从债务违约率预测的角度提出以下假设。

H₁ 企业社会责任履行水平越高,企业的预期债

务违约率越低。

2.2 实质性企业社会责任与实际债务违约率

事实上,非财务信息的有效性取决于这些信息能否被合理地验证。而非财务信息更多是以非数量化的形式进行披露,这一定程度上提高了事前验证其可靠性的难度。同时,也有研究认为,企业社会责任由企业高管主导,这为企业高管谋取私利提供了绝佳机会。大量研究从事后检验的角度讨论了企业社会责任的策略性目标,证实了企业^[1,3]或管理人^[31]的自利性动机。一方面,企业将社会责任视作对抗风险的工具^[32],鱼目混珠的“擦边球”社会责任行为屡见不鲜,为隐瞒管理层潜在的失德行为提供了温床^[31];另一方面,企业通过选择性披露反而恶化了信息不透明现象^[33],提高了股价崩盘风险^[34]。因此,如何有针对性地对企业社会责任水平进行合理评估,排除企业“隔靴搔痒”等机会主义行为的干扰,是分析实质性企业社会责任经济后果的基础^[35]。

许多提供ESG报告指导的机构和组织提出对企业社会责任实质性(materiality)的划分构想^[22],旨在筛选出那些对企业经营业绩或财务状况产生潜在重大影响的企业社会责任问题,并将其定义为实质性社会责任项目。实质性企业社会责任活动通常与企业长期战略和核心竞争力紧密相连,如环保技术创新、供应链管理中的公平贸易等;而非实质性企业社会责任则可能更多地涉及一次性捐赠、漂绿营销宣传等与企业核心业务关联度不高的活动。对企业而言,由于各行业的核心业务侧重点不同,实质性的认定标准呈现出行业性的特征。例如,管理气候变化风险对农副产品企业来说,可能具有重要战略意义,因为气候变化直接影响了农副产品的产量及上下游供应链的运输成本;产品安全问题对生物制药公司来说更有可能具有战略意义,因其可能带来严重的医疗事故和法律风险。因此,实质性标准的划分将更清晰地界定企业社会责任的履行边界,为企业制定社会责任决策提供明确的理论指导^[36]。另一方面,实质性企业社会责任可以有效地提升信息透明度和代理人监督水平^[10],该提升效果在内部控制水平高的企业中更为明显。相比之下,非实质性社会责任不仅未能有效增强企业核心业务的影响力,反而可能消耗企业资源,损害股东利益,进而对企业的长期价值产生负面影响^[37]。因此,对企业社会责任实质性的划分,有利于识别企业的投机行为,并独立地评价实质性企业社会责任带来的社会资本效用,以重新审视并准确评估企业社会责任对财务绩效的实际影响^[38]。

对银行而言,实质性社会责任作为更高效的非财务信息,将有益于银行进一步地进行信贷筛选^[39]。根据资源依赖理论,为了生存,所有组织都需要获取外部环境资源,而对环境产生依赖。在资本市场处于新兴阶段时,以政府为主导的资本投资是经济的主要增长动力,政府掌握的资源对企业生存极为重要。在低碳发展背景下,如何在发展经济的同时保

护好环境,并最大化社会福祉,是地方政府面临的重要政治任务。事实上,地区政府有动机通过影响企业的投资决策以鼓励企业提高企业社会责任执行力度,同时通过干涉金融机构的借贷决策,从资金渠道上支持企业^[40]。然而,袁建国等^[41]的研究指出,道德风险问题会随着政策性负担而出现,从而降低企业的投资效率。政府对于企业的背书使银行在贷款决策中放松了要求,进而削弱了市场调控的作用,破坏了银行与企业之间基于经济效率最大化的自由信贷契约,造成社会主义经济中预算约束软化^[42]。与之相反,银行更关心自身利益最大化,银行不会给没有收益或者风险收益不匹配的项目进行融资贷款。但倘若政府通过相关政策或者向银行施压,将导致银行为本不符合条件的融资项目贷款,此时银行难以有效发挥其在贷款前后的监督作用,最终导致银行的治理功能丧失^[41]。

因此,实质性企业社会责任对债务违约率可能会表现为两个方面的影响:一是由于银行对负责任企业的偏爱,使企业社会责任表现好的企业获得了更高的融资便利性^[40],同时客观上通过更高的投资者关注产生舆论监督,最终降低债务违约率;另一方面,随着绿色信贷等政策的出台,政府为负责任企业提供了隐性担保^[43],银行不得不对企业社会责任表现更好的企业提供信贷倾斜,干扰了信贷决策,从而造成逆向选择,企业债务违约率随之升高。对企业而言,实质性企业社会责任表现可以获得更多的财务和舆论支持^[44],也有可能通过逆向选择获得更多的信贷,从而激发债务违约率。据此,本研究基于实质性社会责任对于企业财务的实际影响,从债务违约事后检验的角度提出以下对立假设。

H_{2a} 实质性企业社会责任履行水平越高,企业的实际债务违约率越低。

H_{2b} 实质性企业社会责任履行水平越高,企业的实际债务违约率越高。

图 1 给出本研究的理论逻辑推演。

3 研究设计

3.1 样本与数据来源

本研究选取 2010 年至 2019 年所有 A 股上市公司为初始样本,并根据以下基本原则对原始样本进行筛选处理:①剔除金融及保险行业的公司;②剔除 ST 及 PT 的公司样本;③剔除 A、B 和 H 股交叉股样

本;④剔除主要变量数据缺失的样本;⑤对主要的连续变量的上下 1% 分位进行缩尾处理,以消除相关极端值造成的不利影响。最终获得 7 202 个年度观测值。

可持续发展会计准则委员会基金会 (SASB) 是最早提出企业社会责任实质性概念的组织之一^[45],通过分析不同行业的企业社会责任项目的会计影响力,形成了独特的可持续行业分类系统 (SICS),同时考虑了商业模式、资源密集度、可持续性影响和可持续性创新潜力,界定了关于财务重要性的实质性社会责任分类标准^[35]。这一工作获得了美国国家标准协会 (ANSI) 的权威认证,充分证实了 SASB 对于开放性、平衡性、共识性和正当程序的严格标准^[39]。鉴于 SASB 与彭博 ESG 数据库中关于可持续发展的议题在概念层面存在显著的相似性^[38],本研究参考 KHAN et al.^[22] 的方法,根据行业特征,通过人工比对的方式将 SASB 的 SICS 标准下的企业社会责任实质性议题与彭博 ESG 数据库的二级议题进行精确匹配。在此基础上,本研究根据企业在这些议题上的具体表现,构建企业社会责任实质性得分体系,以全面评估公司在关键可持续性议题上的表现。

根据合并的数据,本研究为每个年度-公司样本构建了一个实质性分数,用于测量实质性社会责任履行水平。进一步地,为了更加全面地反映公司的社会责任履行情况,本研究不仅针对符合 SICS 标准的议题进行评价,还针对那些不属于 SICS 标准范畴的议题,为每个年度-公司样本单独构建了一个非实质性分数。这一分数旨在量化公司在非实质性社会责任方面的履行水平,从而为企业提供更为全面、多维度的社会责任履行评估。通过这一方法,为企业社会责任的评估提供更为精准、科学的依据。

上市公司的财务数据以及公司治理有关的变量均来自国泰安数据库,债务违约数据来自万德数据库。对于可疑或缺失的数据,本研究将万德数据库、国泰安数据库的信息进行手工交叉核对以保证数据的准确性。数据分析采用 Stata 13.0 统计软件。

3.2 研究变量的选择

3.2.1 债务违约率

(1) 预期违约率 (Edp)

MERTON^[46] 基于期权定价理论提出 DD (Default Distance) 模型估算违约概率,该做法得到了广泛的应用。为了捕捉预期违约率,本研究参考 BROGAARD et al.^[47] 的研究,使用简化预期违约概率 Edp 度量。Edp

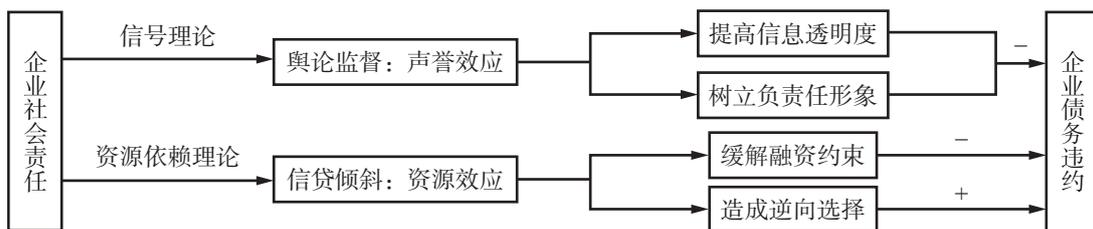


图 1 理论分析框架

Figure 1 Theoretical Analysis Framework

是基于 Merton 结构距离默认模型的简化版本,通过构建违约可能性模型给出横断面和随时间变化的违约概率。Merton DD 模型中违约距离的计算公式为

$$DD_t = \frac{\ln\left(\frac{V_{E,t} + V_{D,t}}{D_t}\right) + \left(\frac{\mu_t - \sigma_{v,t}^2}{2}\right)T}{\sigma_{v,t} \sqrt{T}} \quad (1)$$

其中, $V_{E,t}$ 为 t 时刻企业的权益价值, $V_{D,t}$ 为企业该时刻的权益价值, D_t 为当期债务的账面价值, μ_t 为企业资产价值的当期期望回报率, $\sigma_{v,t}$ 为企业该时刻资产价值变化的波动率, T 为看涨期权的期限。在保证与 Merton DD 模型相同信息含量的情况下,本研究根据 BHARATH et al.^[48] 提出的简化模型计算得到的简化违约概率作为企业预期违约率的测量指标,记为 Edp 。假定企业债务的市场价值等于其账面价值,得到

$$V_{D,t} = D_t \quad (2)$$

其中,债务的账面价值 D 为短期负债与 0.5 倍长期负债之和。采用权益的波动率对企业债务的波动率进行近似估计

$$\sigma_{D,t} = 0.050 + 0.250\sigma_{E,t} \quad (3)$$

其中, 5% 为企业债务的结构性波动, 25% 为与违约率相关的波动范围。结合 (1) 式与 (2) 式, 可以近似估计企业价值总波动率

$$\sigma_{v,t} = \frac{V_{E,t}}{V_{E,t} + V_{D,t}} \sigma_{E,t} + \frac{V_{D,t}}{V_{E,t} + V_{D,t}} \sigma_{D,t} = \frac{V_{E,t}}{V_{E,t} + D_t} \sigma_{E,t} + \frac{D_t}{V_{E,t} + D_t} (0.050 + 0.250\sigma_{E,t}) \quad (4)$$

假设企业资产的预期回报率等于企业前一年的股票收益率, 即

$$\mu_t = r_{i,t-1} \quad (5)$$

进一步, 类比 Merton DD 模型中违约距离的 (1) 式, 可以得到简化的违约距离

$$DD_t = \frac{\ln\left(\frac{V_{E,t} + D_t}{D_t}\right) + (r_{i,t-1} - 0.5\sigma_{v,t}^2)T}{\sigma_{E,t} \sqrt{T}} \quad (6)$$

将期权的到期时间 T 设定为 1 年, 再结合 (4) 式对 (6) 式的计算结果求累计标准正态分布, 可得简化违约概率

$$Edp_t = N(-DD_t) \quad (7)$$

Edp_t 值服从正态分布, 取值范围在 [0,1] 内, 该值越大, 代表企业违约率越大。

(2) 事后违约率 (Def)

同时, 本研究也考虑了事后违约率。参考翟淑萍等^[49] 的做法, 若企业存在逾期违约事件, 则计算企业向银行借贷的当年度债务违约次数 Def 作为实际违约率的度量; 若企业不存在逾期违约事件, 则将 Def 记为 0。

3.2.2 企业社会责任履行水平

如何准确测量企业社会责任是本研究需要克服的关键问题之一。已有大量研究使用企业社会责任披露指数作为企业社会责任履行水平的测度^[8]。为

了克服这一局限性, 本研究参考 BORGHESI et al.^[50] 的做法, 以彭博 ESG 数据库的二级指标作为核心数据基础, 对企业社会责任进行更为全面和客观的评估。这一做法旨在减少仅依赖企业自主披露报告带来的潜在偏差。基于上述原始数据, 本研究采用了统一的标准化处理方法, 将所有 ESG 框架下的评价指标进行 0-1 的量化转换。在处理定性指标时, 若企业就某一议题有所陈述或行动, 则取值为 1, 否则取值为 0。对于定量指标, 则通过比较企业在该议题上的表现与同行业中位数的差异进行定性化处理。具体而言, 若企业的表现达到或超越同年份同行业的中位数水平, 取值为 1, 否则取值为 0。

该评分模式有效规避了评分过程中的主观性干扰, 确保了评估结果的客观性和公正性。同时, 这种方法还使数据自然地转化为在学术研究中易于分析的虚拟变量, 为后续的深入研究提供了坚实的数据支撑。进一步地, 本研究利用 SASB 建立可持续行业分类系统 (SICS), 对不同行业企业社会责任的实质性标准的划分, 基于彭博 ESG 二级议题, 筛选出不同行业关于财务实质性的议题。经过实质性界定, 本研究发现部分议题对所有行业都不具有实质性影响, 该部分议题主要来自于公司治理 (G) 方面, 与已有的研究一致^[51]。本研究的匹配工作有效降低了该部分议题的比例。

此外, 鉴于原始指标在情感色彩上的中立性, 本研究参考 ALBUQUERQUE et al.^[18] 的研究范式, 对评价体系中的可持续发展议题进行了更为精细的划分。根据这些议题对企业财务绩效潜在的正面或负面影响, 将其分为优势和隐患两个方向, 并将这两个方向下的所有评分累加汇总。优势议题的得分越高, 反映出企业在履行社会责任方面表现越优异; 相反, 隐患议题的得分越高, 则表明企业在社会责任履行方面存在的问题和隐患越多, 从而反映出其社会责任表现相对较差。本研究根据优势和隐患总分的差值得到企业 - 年度企业社会责任评分, 并根据实质性的划分, 分别计算出企业社会责任实质性评分和非实质性评分。

$$Csr_{i,t} = Str_{i,t} - Con_{i,t} \quad (8)$$

$$Mat_{i,t} = SASB_{Str_{i,t}} - SASB_{Con_{i,t}} \quad (9)$$

$$Imm_{i,t} = nonSASB_{Str_{i,t}} - nonSASB_{Con_{i,t}} \quad (10)$$

其中, $Str_{i,t}$ 和 $Con_{i,t}$ 分别表示 i 企业在 t 时刻的企业社会责任优势和隐患的评分, 而两者之间的差值 $Csr_{i,t}$ 代表 i 企业在 t 时刻的企业社会责任总分。 $SASB_{Str_{i,t}}$ 和 $SASB_{Con_{i,t}}$ 分别表示所处行业在 SASB 标准下企业实质性社会责任优势和隐患的评分。类似的, $nonSASB_{Str_{i,t}}$ 和 $nonSASB_{Con_{i,t}}$ 表示该企业在 t 时刻社会责任承担内容中 SASB 标准以外的议题优势和隐患评分。 $Mat_{i,t}$ 代表 i 企业在 t 时刻的实质性企业社会责任评分, $Imm_{i,t}$ 代表非实质性企业社会责任评分。

3.2.3 控制变量

除上述核心变量, 借鉴已有相关研究^[52], 本研究

控制了以下变量:上市公司规模 (*Siz*)、上市公司财务杠杆 (*Lev*)、总资产收益率 (*Roa*)、产权性质 (*Soe*)、成长性 (*Gro*)、资产周转率 (*Tur*)、有形资产比例 (*Tan*)、经营现金流 (*Fcf*)、企业年龄 (*Age*)、股权集中度 (*Top*)、独董占比 (*Idp*)。为了尽量减弱其他因素的干扰,本研究还加入了年度固定效应和行业固定效应,在检验结果中未报告年度及行业控制变量的回归系数和显著性。

3.3 模型与变量设计

为了初步验证企业社会责任履行水平对债务违约率的具体影响,本研究构建了以下两个回归模型作为基础分析框架。在模型中,本研究选取债务违约率作为因变量,分别通过 *Edp* 和 *Def* 两个指标测量,如 (11) 式和 (12) 式所示。为了有效减轻潜在的内生性问题干扰,本研究将所有解释变量和控制变量均滞后一期纳入模型^[53]。若 (11) 式和 (12) 式中 β_1 显著为负,则表明企业社会责任履行水平的提升会显著降低债务违约率, H_1 得到支持。其中,模型各变量的具体定义和解释见表 1。

$$\begin{aligned} Edp_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Csr_{i,t-1} + \beta_2 Siz_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \\ & \beta_4 Roa_{i,t-1} + \beta_5 Soe_{i,t-1} + \beta_6 Gro_{i,t-1} + \beta_7 Tan_{i,t-1} + \\ & \beta_8 Fcf_{i,t-1} + \beta_9 Age_{i,t-1} + \beta_{10} Top_{i,t-1} + \\ & \beta_{11} Idp_{i,t-1} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (11)$$

$$\begin{aligned} Def_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Csr_{i,t-1} + \beta_2 Siz_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \\ & \beta_4 Roa_{i,t-1} + \beta_5 Soe_{i,t-1} + \beta_6 Gro_{i,t-1} + \beta_7 Tan_{i,t-1} + \\ & \beta_8 Fcf_{i,t-1} + \beta_9 Age_{i,t-1} + \beta_{10} Top_{i,t-1} + \\ & \beta_{11} Idp_{i,t-1} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (12)$$

接下来,为了深入探究实质性企业社会责任与非实质性社会责任对债务违约率各自的影响,本研究进一步将二者分别作为解释变量重新纳入回归模型进行分析,具体如 (13) 式至 (16) 式所示。

$$\begin{aligned} Edp_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Mat_{i,t-1} + \beta_2 Siz_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \\ & \beta_4 Roa_{i,t-1} + \beta_5 Soe_{i,t-1} + \beta_6 Gro_{i,t-1} + \beta_7 Tan_{i,t-1} + \\ & \beta_8 Fcf_{i,t-1} + \beta_9 Age_{i,t-1} + \beta_{10} Top_{i,t-1} + \\ & \beta_{11} Idp_{i,t-1} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (13)$$

$$\begin{aligned} Edp_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Imm_{i,t-1} + \beta_2 Siz_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \\ & \beta_4 Roa_{i,t-1} + \beta_5 Soe_{i,t-1} + \beta_6 Gro_{i,t-1} + \beta_7 Tan_{i,t-1} + \\ & \beta_8 Fcf_{i,t-1} + \beta_9 Age_{i,t-1} + \beta_{10} Top_{i,t-1} + \\ & \beta_{11} Idp_{i,t-1} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (14)$$

$$\begin{aligned} Def_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Mat_{i,t-1} + \beta_2 Siz_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \\ & \beta_4 Roa_{i,t-1} + \beta_5 Soe_{i,t-1} + \beta_6 Gro_{i,t-1} + \beta_7 Tan_{i,t-1} + \\ & \beta_8 Fcf_{i,t-1} + \beta_9 Age_{i,t-1} + \beta_{10} Top_{i,t-1} + \\ & \beta_{11} Idp_{i,t-1} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (15)$$

表 1 变量定义

Table 1 Definitions of Variables

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	预期违约率	<i>Edp</i>	使用简化预期违约概率模型度量
	实际违约率	<i>Def</i>	当期债务违约次数总和
解释变量	企业社会责任	<i>Csr</i>	企业社会责任履行水平
	实质性社会责任	<i>Mat</i>	实质性企业社会责任履行水平
	非实质性社会责任	<i>Imm</i>	非实质性企业社会责任履行水平
控制变量	上市公司规模	<i>Siz</i>	总资产的对数
	上市公司财务杠杆	<i>Lev</i>	期末负债与总资产的比值
	总资产收益率	<i>Roa</i>	净利润与总资产平均余额的比值
	产权性质	<i>Soe</i>	国有上市公司取值为1, 否则取值为0
	成长性	<i>Gro</i>	利润率年增长率
	资产周转率	<i>Tur</i>	企业营业收入与总资产的比值
	有形资产比例	<i>Tan</i>	存货及固定资产之和与总资产的比值
	经营现金流	<i>Fcf</i>	经营现金流与总资产的比值
	企业年龄	<i>Age</i>	成立的年限
	股权集中度	<i>Top</i>	前十大股东持股数占总股本的比例
	独董占比	<i>Idp</i>	独立董事人数与董事会总人数之比

$$\begin{aligned}
 Def_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Imm_{i,t-1} + \beta_2 Siz_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \\
 & \beta_4 Roa_{i,t-1} + \beta_5 Soe_{i,t-1} + \beta_6 Gro_{i,t-1} + \beta_7 Tan_{i,t-1} + \\
 & \beta_8 Fcf_{i,t-1} + \beta_9 Age_{i,t-1} + \beta_{10} Top_{i,t-1} + \\
 & \beta_{11} Idp_{i,t-1} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (16)
 \end{aligned}$$

4 实证结果与分析

4.1 描述性统计

表2给出主要变量的描述性统计结果。从全样本来看, *Def*的均值为5.822, 中位数为1, 均值远大于中位数, 说明债务违约主要集中在小部分企业中, 与实际情况一致^[54]; *Edp*的中位数为0, 均值为0.038, 与许红梅等^[55]关于2000年至2015年沪深A股上市公司的样本统计基本一致; 其他控制变量的表现, 本研究中的描述性统计结果与其他研究中基本一致。在相关性系数检验中, 主要变量间不存在多重共线关系, 限于篇幅, 留存备案。本研究将在控制其他变量后, 分别从事前预测和事后检验两个角度, 进一步讨论企业社会责任履行水平与债务违约率的关系。

4.2 多元回归分析

表3的(1)列~(3)列报告了企业社会责任履行水平与预期违约率的回归结果, 回归模型如(11)式、(13)式和(14)式所示。其中, *Csr*的回归系数为-0.002, 在5%的水平上显著为负, 表明企业社会责任履行水平每提高一个标准差, 预期违约率就降低0.881%, 从而H₁得到支持。同时Oster检验的δ值为

负, 有效地排除了潜在遗漏变量对模型结果的影响, 进一步增强了回归分析的可靠性和稳健性。从控制变量的角度来看, *Lev*与*Edp*呈正相关, 意味着较高的杠杆率提高了企业的预期违约率。同时, *Roa*和*Tur*与债务违约概率呈负相关, 揭示了收益薄弱和周转能力较差的企业更容易面临债务违约的风险。这些发现与已有研究保持一致^[54]。为了排除噪声干扰, 本研究进一步对企业社会责任的实质性进行讨论。通过对比(2)列和(3)列的结果, 可以看到非实质性社会责任在1%的水平上显著降低了预期债务违约率, 而实质性社会责任对预期债务违约率的影响则不显著。因此, 企业社会责任降低预期债务违约率主要是通过非实质性社会责任的作用。

表3的(4)列~(6)列报告了企业社会责任履行水平与实际债务违约率的回归结果, 回归方程见(12)式、(15)式、(16)式。(4)列中*Csr*的回归系数为正但不显著, 说明企业社会责任履行水平整体而言与实际债务违约情况相关性不强。接下来, 将实质性社会责任与非实质性社会责任作为解释变量分别加入对实际违约率的回归模型, 结果见表3的(5)列~(6)列, 可以发现*Mat*的回归系数为0.186且在5%的水平上显著为正, Oster检验的δ值大于1, 说明排除了潜在的遗漏变量的影响后该结果保持稳健。以上结果表明实质性企业社会责任的履行不仅没有降低实际债务违约率, 反而使其有所上升。从经济意义上来说, 企业社会责任履行水平每增加一个标准

表2 主要变量的描述性统计
Table 2 Descriptive Statistics of Main Variables

变量	样本量	均值	最小值	中位数	最大值	标准差
<i>Edp</i>	7 024	0.038	0	0	2.891	0.311
<i>Def</i>	7 024	5.822	0	1	69	10.968
<i>Csr</i>	7 024	6.644	0	7	18	4.407
<i>Mat</i>	7 024	1.842	0	1	8	2.026
<i>Imm</i>	7 024	3.963	0	3	14	3.285
<i>Siz</i>	7 024	23.061	20.488	22.994	26.452	1.216
<i>Lev</i>	7 024	0.509	0.112	0.516	0.880	0.185
<i>Roa</i>	7 024	0.043	-0.133	0.036	0.197	0.049
<i>Soe</i>	7 024	0.556	0	1	1	0.497
<i>Gro</i>	7 024	0.200	-0.469	0.123	2.795	0.426
<i>Tur</i>	7 024	0.669	0.091	0.561	2.702	0.469
<i>Tan</i>	7 024	0.404	0.036	0.395	0.831	0.184
<i>Fcf</i>	7 024	0.052	-0.146	0.050	0.244	0.067
<i>Age</i>	7 024	2.861	1.792	2.890	3.434	0.315
<i>Top</i>	7 024	58.259	22.800	58.700	89.720	15.220
<i>Idp</i>	7 024	0.374	0.333	0.364	0.571	0.054

表3 企业社会责任履行水平与债务违约率的回归结果
Table 3 Regression Results of CSR and Debt Default Possibility

变量	<i>Edp</i>			<i>Def</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Csr</i>	-0.002** (-2.407)			0.008 (0.266)		
<i>Mat</i>		0.00005 (0.025)			0.186** (2.549)	
<i>Imm</i>			-0.004*** (-3.171)			-0.015 (-0.314)
<i>Siz</i>	0.022*** (5.017)	0.019*** (4.376)	0.022*** (5.212)	0.753*** (5.158)	0.706*** (5.202)	0.778*** (5.473)
<i>Lev</i>	0.237*** (7.001)	0.243*** (7.016)	0.235*** (7.007)	11.504*** (13.171)	11.604*** (13.293)	11.450*** (13.115)
<i>Roa</i>	-0.195** (-2.445)	-0.205** (-2.567)	-0.199** (-2.492)	9.174*** (3.105)	9.081*** (3.067)	9.235*** (3.120)
<i>Soe</i>	0.0004 (0.053)	-0.002 (-0.188)	0.001 (0.146)	-1.647*** (-5.426)	-1.668*** (-5.461)	-1.629*** (-5.327)
<i>Gro</i>	-0.003 (-0.268)	-0.002 (-0.142)	-0.003 (-0.233)	0.792*** (2.702)	0.788*** (2.694)	0.783*** (2.673)
<i>Tur</i>	-0.018* (-1.845)	-0.018* (-1.937)	-0.019** (-1.980)	1.050*** (2.811)	0.997*** (2.646)	1.052*** (2.830)
<i>Tan</i>	0.029 (1.202)	0.026 (1.075)	0.029 (1.207)	-4.235*** (-5.617)	-4.388*** (-5.850)	-4.214*** (-5.572)
<i>Fcf</i>	-0.081 (-1.300)	-0.082 (-1.318)	-0.084 (-1.340)	-14.032*** (-6.695)	-14.065*** (-6.705)	-14.033*** (-6.692)
<i>Age</i>	0.007 (0.495)	0.005 (0.365)	0.006 (0.433)	-1.053** (-2.198)	-1.076** (-2.252)	-1.043** (-2.182)
<i>Top</i>	-0.0001 (-0.416)	-0.00006 (-0.251)	-0.0001 (-0.420)	-0.048*** (-4.897)	-0.045*** (-4.655)	-0.048*** (-4.960)
<i>Idp</i>	0.044 (0.546)	0.043 (0.533)	0.045 (0.553)	-4.158* (-1.650)	-4.350* (-1.725)	-4.147* (-1.647)
<i>_cons</i>	-0.570*** (-4.985)	-0.506*** (-4.561)	-0.573*** (-5.100)	-11.145*** (-3.269)	-10.468*** (-3.276)	-11.653*** (-3.471)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Yea</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Oster</i> δ	-2.868	0.089	-0.581	-2.868	5.718	-3.563
样本量	7 024	7 024	7 024	7 024	7 024	7 024
R^2	0.055	0.054	0.055	0.126	0.127	0.126
调整的 R^2	0.050	0.049	0.050	0.121	0.122	0.121

注：括号中数据为t值；*为在10%水平上显著，**为在5%水平上显著，***为在1%水平上显著，下同。

差, 债务违约的风险增加 0.410 次。该结果支持了 H_{2b}, 即实质性企业社会责任的履行水平越高, 企业的实际债务违约率也越高。

总体而言, 企业社会责任对预期违约率具有显著的抑制作用, 而这种作用主要源于非实质性社会责任的履行。这一发现从侧面验证了企业社会责任解耦现象的存在, 即企业为塑造环保且道德的良好形象, 可能采取了策略性的社会责任建设措施, 而缺乏实际行动的支撑。这种行为旨在维护企业声誉, 与权小锋等^[34]、田利辉等^[3]的研究结果一致。然而, 另一方面, 企业社会责任也在一定程度上推动了实际债务违约率的上升, 这主要是实质性社会责任的作用结果。具体而言, 当企业在实质性社会责任方面表现出色时, 其债务违约情况反而更为严重。这一发现揭示了在中国的信贷环境中, 实质性社会责任的履行可能反而恶化了企业的债务偿还状况。

为了检验以上结果背后的成因, 本研究将就事前的预期违约率和事后的实际违约率分别进行相关的机制路径检验。

4.3 机制路径检验

4.3.1 非实质性企业社会责任履行与预期违约率: 信号效应

宋献中等^[56]的研究发现, 企业社会责任的履行能够通过声誉效应降低企业风险, 提高信息透明度。更重要的是, 通过塑造诚信负责的企业形象, 企业成功赢得了广泛的社会信誉与宝贵的社会资本^[6], 不仅引发了更多的社会关注, 而且在公众舆论监督的加持下, 企业的债务违约风险得到了有效抑制。这种作用机制可以视作一种信号效应, 不仅规范了企业的经营行为, 更有助于通过构建良好的声誉吸引更多的投资者, 从而降低债务违约的预期发生率。根据前文的分析, 本研究基于信号理论, 推测非实质性企业社会责任尽管没有直接对企业的核心业务产生影响, 却仍然可以通过信号效应降低预期债务违约率。为检验投资者关注的中介效应, 本研究借鉴温忠麟等^[57]提出的中介效应检验程序, 参照黄金波等^[58]、宋献中等^[56]等的做法, 使用年度网络搜索量总数的对数 *IC* 来测量企业的投资者关注度, 设定如下三步路径模型进行分析, 具体见 (17) 式 ~ (19) 式。

第一步:

$$Edp_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Imm_{i,t-1} + \beta_2 Siz_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \beta_4 Roa_{i,t-1} + \beta_5 Soe_{i,t-1} + \beta_6 Gro_{i,t-1} + \beta_7 Tan_{i,t-1} + \beta_8 Fcf_{i,t-1} + \beta_9 Age_{i,t-1} + \beta_{10} Top_{i,t-1} + \beta_{11} Idp_{i,t-1} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (17)$$

第二步:

$$IC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Imm_{i,t} + \alpha_2 Siz_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Roa_{i,t} + \alpha_5 Soe_{i,t} + \alpha_6 Gro_{i,t} + \alpha_7 Tan_{i,t} + \alpha_8 Fcf_{i,t} + \alpha_9 Age_{i,t} + \alpha_{10} Top_{i,t} + \alpha_{11} Idp_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (18)$$

第三步:

$$Edp_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Imm_{i,t-1} + \beta_2 IC_{i,t-1} + \beta_3 Siz_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 Roa_{i,t-1} + \beta_6 Soe_{i,t-1} + \beta_7 Gro_{i,t-1} + \beta_8 Tan_{i,t-1} + \beta_9 Fcf_{i,t-1} + \beta_{10} Age_{i,t-1} + \beta_{11} Top_{i,t-1} + \beta_{12} Idp_{i,t-1} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (19)$$

第一步, 在上文基础回归模型中, 检验非实质性社会责任 *Imm* 对预期债务违约率 *Edp* 的影响, 在表 4 的 (1) 列中观察 (17) 式中的回归系数 β_1 结果, 发现 *Imm* 的回归系数在 1% 的水平上显著为负。第二步, 检验 *Imm* 对 *IC* 的影响, 在 (2) 列中发现 *Imm* 对 *IC* 的回归系数显著为正, 说明非实质性社会责任履行水平正向影响投资者关注指数, 与推理一致。第三步, 同时分析 *Imm* 和 *IC* 对 *Edp* 的影响, 在 (19) 式的回归结果中观察 β_1 和 β_2 的系数。结果发现, 在 (3) 列中 *IC* 的回归系数在 1% 的水平上显著为负, 支持了中介效应假设, 即投资者关注在非实质性社会责任影响债务违约率的过程中起到了部分中介作用。这一结果表明, 企业通过非实质性社会责任的履行吸引了投资者关注, 从而影响了市场对企业违约率的预期。

表 4 非实质性企业社会责任履行与预期违约率: 信号效应

Table 4 Signal Effect: Immaterial CSR Performance and Expected Default Possibility

变量	<i>Edp</i> (1)	<i>IC</i> (2)	<i>Edp</i> (3)
<i>Imm</i>	-0.004*** (-3.662)	0.012*** (5.949)	-0.004*** (-3.495)
<i>IC</i>			-0.016** (-2.026)
_cons	-0.401*** (-3.656)	-2.100*** (-13.129)	-0.435*** (-3.934)
控制变量	控制	控制	控制
<i>Yea</i>	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制
样本量	6 400	6 400	6 400
<i>R</i> ²	0.058	0.514	0.059
调整的 <i>R</i> ²	0.052	0.511	0.053

4.3.2 实质性社会责任与企业实际违约率: 资源效应

在中国资本市场中, 企业的投资决策和政府与市场之间的作用的关系十分紧密。企业的投资规模大小和投资方向会被企业所处的政治生态环境所影响, 地区政府有动机通过影响企业的投资决策以鼓励企业提高企业社会责任执行力度, 同时通过干涉金融机构的借贷决策, 从资金渠道上支持企业^[43]。然而,

通过政府干预的方式获得贷款的企业,在将社会性成本转嫁给政府之后,会导致企业还款积极性大幅降低。政府与银行间的紧密联系,包括政府对银行的引导性影响、对陷入困境银行的援助措施及提供的担保,均可能引发预算约束的软化效应^[59]。因此,在政府干预下,银行在进行信贷决策时将纳入政府目标的考虑,给财务质量不达标企业发放贷款,通过逆向选择使财务状况不佳的企业通过投机行为获得贷款^[43],造成企业投资效率下降,进而导致企业现金流短缺,更容易引发贷款违约。

总体而言,银行对企业社会责任的信贷偏好为企业社会责任履行水平高的企业带来更高的融资便利性^[60],进而提高其偿债能力并抑制违约率。也有可能通过逆向选择使得财务状况不佳的企业通过投机行为获得贷款^[43]。基于以上分析,本研究参考袁雪莹等^[61]的做法,运用贷款率 *Ban*,即企业获得贷款总额与总资产的比值,来测量企业的融资便利性并检验其对实际违约率的中介效应,检验方法类似(17)式~(19)式的说明。其中自变量为实质性社会责任 *Mat*,中介变量为 *Ban*,因变量为 *Def*。

回归结果如表5所示。(2)列的结果显示,*Mat*对*Ban*的回归系数在1%的水平上显著为正,说明实质性社会责任评分越高,企业获得的贷款比例越大,实质性企业社会责任履行水平显著提高了企业的融资便利性,与本研究的理论推演结果一致。(3)列中*Mat*的回归系数显著为正,且小于(1)列中*Mat*的绝对值,此时*Ban*的符号不变且仍然显著,证明了融资便利性的部分中介效用,即实质性企业社会责任通过提高融资便利性,增加了企业的债务违约率,支持了资源效应的假说。以上结果表明,不仅企业需要来自政府提供的关键资源与发展支持,政府也需要

表5 实质性企业社会责任与实际违约率：资源效应
Table 5 Resource Effect: Material CSR and Actual Debt Default Possibility

变量	<i>Def</i> (1)	<i>Ban</i> (2)	<i>Def</i> (3)
<i>Mat</i>	0.186** (2.549)	0.005*** (8.359)	0.170** (2.324)
<i>Ban</i>			3.069** (2.310)
<i>_cons</i>	-10.468*** (-3.276)	0.206*** (6.934)	-11.101*** (-3.475)
控制变量	控制	控制	控制
<i>Yea</i>	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制
样本量	7 024	7 024	7 024
R^2	0.127	0.542	0.128
调整的 R^2	0.122	0.539	0.123

企业遵从国家战略发展目标,履行社会责任以提升地方政府的政绩。在地方经济仍依赖商业银行体系对经济增长推动的背景下,企业通过社会责任承担了部分政治目标,使政府倾向于隐性干预银行信贷决策,鼓励银行对社会责任履行较好的企业发放信贷。当银行的信贷决策受干预较强时,银行资源将向负责任企业倾斜,削弱银行本来的利润驱动下的信贷筛选功能。这可能导致一些具有社会福利价值而利润率不高的项目被淘汰的几率降低,最终导致整体的违约率升高。

4.4 进一步检验

上文已针对企业社会责任的实质性判定,分别检验了社会责任履行对预期违约率和实际违约率的影响及作用路径。由于外部环境和企业微观特征的不同,银行所承受的政治压力及企业可能获得的隐性担保的强度不同,接下来,本研究将对社会责任履行对预期违约率和实际违约率的影响从外部环境和企业微观层面进行异质性分析,对上文的结果进行进一步检验。

4.4.1 信用环境与信号效应

新制度主义认为组织的生存必须适应其所处的环境,并强调企业的行为在相当大的程度上会受到环境的制约和影响^[62]。社会的文化理念会通过影响身处其中的社会人员的思维方式和行为规范,而进一步指导社会人员的经济行为。在繁杂的经济活动中,诚信更是一项重要的品质,当企业诚信缺失时,尤其在借贷这一信息不对称的过程中,银行所面临的损失风险就会提高。

为了测量诚信水平,本研究选取了地区数据而非企业数据,原因有以下三点:①通过调查数据显示的企业诚信常常被高估,因为被采访者常夸大自己的诚信倾向;②通过企业文化传播内容进行的文本分析也被发现存在“挂羊头卖狗肉”的现象且在企业之间的模仿借鉴行为非常常见^[63],对企业诚信水平的度量并不准确;③诚信文化反映的是地区主流意识形态对民众个人行为、企业决策都具有长期而稳定的影响。因此,本研究使用国家公共信用信息中心披露的《全国城市信用状况监测排名》数据,通过信用制度和基础建设、营商环境、信用监管、权益保护四大方面对城市的信用水平进行测量。其中,该报告仅披露了36个省会及副省级以上城市综合信用指数前20名及261个地级市综合信用指数前50名,从而推进城市信用体系建设,促进未上榜的城市加快提升信用水平。本研究将已披露分数的共70个城市视作信用度较好的地区,其余归为信用度较差的地区,并根据企业的注册地进行分样本讨论。

表6给出基于企业注册所在地区层面信用特征的异质性检验。结果显示*Imm*的回归系数为负,且在地区信用度较差的子样本中显著,并通过了组间差异检验。这一发现意味着,在地区信用度较好的环境下,企业的行为更易受到外部监管和市场的透明评估,这在一定程度上限制了非实质性社会责任

表6 信用环境与信号效应
Table 6 Credit Environment and Signal Effect

变量	<i>Edp</i>	
	地区信用好 (1)	地区信用差 (2)
<i>Imm</i>	-0.001 (-0.409)	-0.004*** (-3.273)
<i>_cons</i>	-0.303 (-1.608)	-0.601*** (-4.920)
控制变量	控制	控制
<i>Yea</i>	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制
组间差异	0.004	
样本量	877	6 147
<i>R</i> ²	0.053	0.060
调整的 <i>R</i> ²	0.011	0.054

注:组间差异汇报为*p*值,根据交互模型的Chow检验的估计结果得到。

的过度包装和虚假宣传。而在整体信用环境不佳的背景下,由于缺乏有效的外部监督和透明度要求,非实质性CSR活动成为了企业塑造积极形象、传递正面信号的重要手段。此时,非实质性企业社会责任的投机行为变得更为隐蔽,但其作为信号传递的效用却得到了显著增强。该结论不仅揭示了企业社会责任实践的复杂性,还强调了地区信用环境对企业行为及其市场效应的重要影响。

4.4.2 政府干预与资源效应

社会主义经济中,政府对负责任企业常采取追加补贴、增加贷款等方式进行扶持,这将扭曲企业的微观行为,并加剧资金错配现象,其根源来自于政策性负担,政府的隐性担保使企业的盈亏不反映其真实的经营状况,而优先执行政治目标,因此产生政策性损失。银行作为最主要的金融机构,也会受到政府对其信贷决策的干预。本研究假设,中国政府干预企业社会责任及银行的信贷决策是为了帮助实现就业、财政健康、区域发展、社会稳定等社会和政治目标^[64],这会通过对企业的隐性担保改变银行的信贷筛选决策,导致信贷配置效率低下。因此本研究推测,政府干预越强,市场的力量越弱,银企之间的信贷效率越低。此外,由于地方政府对经济的干预强度不同,本研究参考王小鲁等^[65]的《中国分省份市场化指数报告(2016)》中“政府与市场的关系”指标来测量政府干预强度,根据企业注册地,依据年度-地区中位数分为弱干预地区和强干预地区,分别进行检验。

表7的(1)列和(2)列报告了不同政府干预强度下企业社会责任对企业债务违约率影响的异质性。其中,(1)列结果显示,在政府干预较弱地区的样本中,*Mat*的回归系数在1%的水平上显著为负,说明在政府干预较弱的情况下,企业的实质性社会责任有助于抑制债务违约率。这可能是因为银行在此类地区能够更自主地评估企业的社会责任表现,并将其作为信贷决策的重要依据,通过充分的事前筛选和事后监督,促使企业及时还款。根据表7的(2)列的结果,在政府干预强的区域,样本中*Mat*的回归系数在1%的水平上显著为正。强干预区域中的银行在隐性担保的作用下,降低了对企业的事前筛选标准和

表7 政府干预与资源效应
Table 7 Government Intervention and Resource Effect

变量	<i>Def</i>			
	弱干预地区 (1)	强干预地区 (2)	国有企业 (3)	非国有企业 (4)
<i>Mat</i>	-0.374*** (-3.711)	0.648*** (6.161)	0.307*** (3.355)	-0.053 (-0.438)
<i>_cons</i>	-9.802** (-2.083)	-8.962** (-1.970)	-0.513 (-0.138)	-38.032*** (-5.901)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>Yea</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制
组间差异	0		0.017	
样本量	3 483	3 541	3 908	3 116
<i>R</i> ²	0.150	0.145	0.139	0.141
调整的 <i>R</i> ²	0.140	0.136	0.130	0.130

事后监督力度,促成了盈利水平低的企业也获得了贷款。基于政治目标的考虑进行的借贷,降低了银行对企业业绩和盈利的要求,在一定程度上将企业可能存在的违约风险转嫁给银行承担。由于财务风险被分摊,企业盈利和还款的积极性降低,进一步加剧了逆向选择的风险,从而提高了该地区企业的整体债务违约率。该结果通过了Chow组间差异检验,证实了结果的稳健性。

此外,虽然政府对商业的干预并非中国独有,但中国的环境之所以特别有趣,有两个原因。首先,中国政府凭借其对国有企业的多数股权在商业活动中发挥着至关重要的作用。尽管中国上市民营企业数量在增长,并在过去20年中推动了中国经济的大幅度增长,但上市国有企业仍然主导着中国的资本市场^[66]。其次,政府通过任命高管来维持对上市国有企业的控制,其中许多高管拥有现任或前任政府官员的政治关联。中国上市公司中不同的股权结构及高管的政治关系,利于本研究探究政府干预是否以及如何影响公司的违约率。本研究根据企业的产权性质将样本分为国企与非国企两个子样本分别进行检验,探讨实质性社会责任对实际违约率的影响。表7的(3)列和(4)列报告了相关的结果。在国企样本中,Mat的回归系数在1%的水平上显著为正,而在非国企样本中不显著,并通过了组间差异检验,证明国企的实质性社会责任显著提高了实际债务违约率。由于政府通过任命高管来确保对国有企业的控制,因此有政治关联高管的国有企业更有可能受到干预。国有企业具备天然的政治关联优势,对政策感知敏锐度更高,并且投资不以企业价值最大化为目标,而

是以实现政府偏好的目标为目的。相比之下,非国有企业有更简单的价值最大化目标结构,只有当这些关系带来经济利益时,才会寻求政治关联。因此,政府在银行对国有企业的贷款过程中施加了更多压力,国有企业的实质性企业社会责任履行要求更高,进一步证实了政府隐性担保的存在。

4.5 稳健性检验

考虑到可观测变量对于本研究中因变量的非线性影响和可能存在的遗漏变量问题均有可能导致回归模型的估计结果有偏,同时,也考虑到样本选取可能存在的自选择问题和可能存在的所选取指标的测量偏误,为了缓解以上可能存在的内生性问题,本研究将对以上的实证结果进行稳健性检验。

4.5.1 样本选择偏误

针对可能存在的样本选择偏误问题,本研究运用Heckman两阶段检验法缓解内生性问题的影响。首先,参考YUAN et al.^[67]的做法,纳入2010年至2019年A股上市企业主要变量无缺失情况的样本,定义披露企业社会责任的企业,虚拟变量为1,作为因变量进入Probit模型进行回归,并计算逆米尔斯比率IMR。接着,基于(11)式和(12)式的模型框架,加入IMR作为关键变量进入模型进行第二步的回归。结果与主要结论一致,增强了研究结论的稳健性和可靠性。

4.5.2 替代变量

在前文的计算中,本研究采取实际违约年度频率作为实际违约率的度量,当企业的资金链断裂时,同年可能会发生多次债务违约事件。从某种程度上来说,前文的测量存在高估违约率的可能性。因此,为

表8 稳健性检验: Tobit模型
Table 8 Robustness Test: Tobit Model

变量	Edp			Def		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Csr	-0.005* (-1.762)			0.026 (1.052)		
Mat		0.005 (0.943)			0.382*** (3.849)	
Imm			-0.008** (-2.514)			-0.007 (-0.109)
_cons	-4.016*** (-10.902)	-3.877*** (-10.808)	-4.044*** (-10.979)	16.706*** (6.596)	-1.675 (-0.358)	-3.694 (-0.751)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Yea	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	7 024	7 024	7 024	7 024	7 024	7 024
调整的R ²	0.303	0.303	0.303	0.0402	0.029	0.029

解决这一问题的潜在内生性后果,参考钱雪松等^[68]的做法,本研究使用企业当年度债务违约的虚拟变量 *Def_d* 作为实际违约率的替代变量,进入回归模型重新进行检验,与上文的研究结果基本一致。

4.5.3 滞后效应

为了进一步缓解本研究可能面临的由滞后效应引起的内生性问题,本研究将解释变量和控制变量均实施了滞后两期的处理。*Csr* 和 *Imm* 对 *Edp* 的回归结果显著为负, *Mat* 与 *Def* 间的回归结果显著为正,与上文的研究结果保持了一致。

4.5.4 模型设定

尽管本研究已对违约率进行了累计标准正态分布的计算,然而在现实中,违约等极端事件仍然存在较为普遍的偏态现象。为了缓解本研究基于 OLS 模型正态分布假设带来的估计偏误,本研究采用了 Tobit 模型进行稳健性检验。回归结果见表 8, *Csr* 和 *Imm* 对 *Edp* 的回归系数显著为负,且 *Mat* 对 *Def* 的回归结果仍显著为正,与上文的分析结果一致。此外,由于 bootstrap 法受残差和极值的影响较小,本研究基于该方法进一步进行了稳健回归,旨在放宽对正态分布的假设依赖。结果与上文的结果一致,说明本研究结论仍然保持稳健和可靠。

综上所述,经过一系列稳健性检验,包括运用 Heckman 模型以缓解样本选择偏误、替换关键变量以验证结论的普适性、考察二期滞后效应的影响,以及充分考虑模型设定的假设条件,本研究的主要结果依然保持不变。这一系列的检验确保了实证研究的可靠性和稳健性,从而增强了本研究结论的可信度和适用性。

5 结论

本研究以 2010 年至 2019 年中国 A 股上市企业为样本,利用银行的信贷筛选功能,针对企业社会责任履行过程中长期可持续性战略发展目标和短期的财务约束之间的冲突,对企业社会责任对债务违约率影响进行理论和实证分析。首先,结合国外的研究采用的数据分类方法和针对中国市场的企业社会责任履行水平评估的可得数据,构建了中国 A 股上市企业实质性与非实质性企业社会责任履行水平数据库。其次,利用银行在私人债务市场中发挥的独特中介作用和比其他市场更高的信息效率,通过银行对信贷筛选的决策判断和企业对银行借贷的偿债情况,检验企业的债务违约率,发现企业社会责任履行水平通过信号效应树立道德的形象,获得更高的关注并赢得更好的声誉及信任,能够显著降低企业的预期违约率;然而,为迎合低碳目标以及社会期望,银行出于来自政府隐性担保的压力,将有限的资源倾斜给实质履行社会责任的企业,从而将政治压力凌驾在盈利压力之上,贷款给了利润率不高的企业,通过逆向选择过程,企业实际违约率升高。因此,政府干预对银行贷款行为施加的压力使银行难以有效发挥监督作用,使其信贷筛选及治理功能遭到损害,

这种现象在国有企业、或政府干预强、信用度差的地区更为显著。

本研究的理论价值在于:第一,本研究为中国上市企业利用企业社会责任的工具性特征建立诚信形象的行为提供了进一步的证据和解释。随着新格局新发展态势的到来,金融机构将社会责任因素纳入信贷配给决策当中,倒逼企业履行社会责任。企业为了迎合市场的可持续发展,通过企业社会责任向投资者释放了诚信信号,获得了更低的违约率预测。

第二,有助于深入理解现代企业为迎合新的低碳发展模式所经历的转型期的行为特点,拓展了企业风险识别研究的范围。在中国现处的绿色共享经济转型阶段,以往的财务风险模型并未将企业社会责任纳入风险考察范围,有时并不能很好地预测未来的债务违约率。因此,本研究对企业债务违约的准确预测提供了新的经验和依据。

第三,对政府监管机构如何完善和优化资本市场具有一定的参考价值和借鉴意义。本研究通过对地区信用及政府干预特征的进一步剖析,从政府隐性担保的视角重新认识银企关系之上的政治压力现象,有助于更深入的理解低碳发展背景下,企业社会责任履行水平与债务违约背后的影响机制。

本研究也具有实践意义,在中国全面加强金融监管、防范化解经济金融领域风险,强化市场监管和反垄断规制的时代背景下,中国企业转型进入全新的可持续发展的新时期是必然的。对于企业而言,任何旨在提高声誉和实现企业可持续发展目标的决策规划,都须立足于企业财务状况的稳定基础之上。对于银行等金融机构而言,企业社会责任的履行水平不一定保证了良好的财务绩效,而应综合考虑企业财务状况,进行理性的信贷筛选,注意做好风险防范工作。对地方政府而言,相关部门应尽快落实、出台政策法规明确环境责任信息披露的具体要求,提高企业社会责任信息披露质量而非数量,杜绝将信息披露过程流于表面形式的现象;在力求实现企业社会责任目标的前提下,仍应预防企业社会责任投资过度衍生的债务风险;通过建立专项基金等外部支持方式缓解企业在企业社会责任上长期投入带来的资金压力,同时保障银行应有的信贷配置效率,确保银行正常发挥治理及监督作用;此外,应加强对企业社会责任实质性的识别,通过社会的力量更好地推动民生建设。

本研究仍然存在一些不足。为了考察银行在信贷筛选中的独特地位,本研究将企业主体视作单独的对象,并未深入分析该过程中企业内部的代理问题,在未来研究中可以设计新的研究场景并扩展实验样本,以进一步考察企业社会责任的工具性作用。此外,由于较多研究已重点考察企业社会责任的成本效应,本研究未关注可能存在的融资成本影响,未来研究可从微观层面的企业融资决策角度进行深入研究。

参考文献:

- [1] FLAMMER C. Corporate green bonds. *Journal of Financial Economics*, 2021, 142(2): 499–516.
- [2] GIBSON BRANDON R, KRUEGER P, SCHMIDT P S. ESG rating disagreement and stock returns. *Financial Analysts Journal*, 2021, 77(4): 104–127.
- [3] 田利辉, 王可第. 社会责任信息披露的“掩饰效应”和上市公司崩盘风险: 来自中国股票市场的 DID-PSM 分析. *管理世界*, 2017, 33(11): 146–157.
TIAN Lihui, WANG Kedi. Masking effect of corporate social responsibility information disclosure and stock crash risk: DID-PSM analysis from the Chinese stock market. *Journal of Management World*, 2017, 33(11): 146–157.
- [4] 朱炜, 孙雨兴, 汤倩. 实质性披露还是选择性披露: 企业环境表现对环境信息披露质量的影响. *会计研究*, 2019(3): 10–17.
ZHU Wei, SUN Yuxing, TANG Qian. Substantive disclosure or selective disclosure: the impact of corporate environmental performance on the quality of environmental information disclosure. *Accounting Research*, 2019(3): 10–17.
- [5] 李力, 刘全齐, 唐登莉. 碳绩效、碳信息披露质量与股权融资成本. *管理评论*, 2019, 31(1): 221–235.
LI Li, LIU Quanqi, TANG Dengli. Carbon performance, carbon information disclosure quality and cost of equity financing. *Management Review*, 2019, 31(1): 221–235.
- [6] LINS K V, SERVAES H, TAMAYO A. Social capital, trust, and firm performance: the value of corporate social responsibility during the Financial Crisis. *The Journal of Finance*, 2017, 72(4): 1785–1824.
- [7] 黄宇璇, 杨胜刚, 朱琦, 等. 社会责任与企业风险: 基于新冠疫情冲击的证据. *管理科学*, 2023, 36(1): 132–146.
HUANG Yuxuan, YANG Shenggang, ZHU Qi, et al. Social responsibility and corporate risk: evidence from the COVID-19 shock. *Journal of Management Science*, 2023, 36(1): 132–146.
- [8] 宋岩, 滕萍萍, 秦昌才. 企业社会责任与盈余管理: 基于中国沪深股市 A 股制造业上市公司的实证研究. *中国管理科学*, 2017, 25(5): 187–196.
SONG Yan, TENG Pingping, QIN Changcai. Corporate social responsibility and earnings management: based on the empirical study of Shanghai and Shenzhen stock a-share manufacturing listed companies in China. *Chinese Journal of Management Science*, 2017, 25(5): 187–196.
- [9] 陈金, 孙晓, 刘力钢, 等. 中国上市旅游企业社会责任对违规行为的影响: 不同经济发展阶段的异质性作用. *南开管理评论*, 2024, 27(1): 106–117.
CHEN Jin, SUN Xiao, LIU Ligang, et al. The influence of corporate social responsibility on the violation behavior of listed tourism companies in China: heterogeneous effects of economic development in different stages. *Nankai Business Review*, 2024, 27(1): 106–117.
- [10] 周阔, 王瑞新, 陶云清, 等. 企业绿色化转型与股价崩盘风险. *管理科学*, 2022, 35(6): 56–69.
ZHOU Kuo, WANG Ruixin, TAO Yunqing, et al. Firm green transformation and stock price crash risk. *Journal of Management Science*, 2022, 35(6): 56–69.
- [11] CORMIER D, MAGNAN M. The economic relevance of environmental disclosure and its impact on corporate legitimacy: an empirical investigation. *Business Strategy and the Environment*, 2015, 24(6): 431–450.
- [12] YUAN X Y, LI Z F, XU J H, et al. ESG disclosure and corporate financial irregularities: evidence from Chinese listed firms. *Journal of Cleaner Production*, 2022, 332: 129992–1–129992–11.
- [13] SUN W B, CUI K X. Linking corporate social responsibility to firm default risk. *European Management Journal*, 2014, 32(2): 275–287.
- [14] LI H, ZHANG X, ZHAO Y. ESG and firm's default risk. *Finance Research Letters*, 2022, 47: 102713–1–102713–11.
- [15] VASSALOU M, XING Y H. Default risk in equity returns. *The Journal of Finance*, 2004, 59(2): 831–868.
- [16] 邓路, 刘欢, 侯粲然. 金融资产配置与违约风险: 蓄水池效应, 还是逐利效应? *金融研究*, 2020(7): 172–189.
DENG Lu, LIU Huan, HOU Canran. Financial asset allocation and default risk: the reservoir effect versus the profit-seeking effect?. *Journal of Financial Research*, 2020(7): 172–189.
- [17] 谭劲松, 黄仁玉, 张京心. ESG 表现与企业风险—基于资源获取视角的解释. *管理科学*, 2022, 35(5): 3–18.
TAN Jinsong, HUANG Renyu, ZHANG Jingxin. ESG performance and corporate risk: an explanation from a resource acquisition perspective. *Journal of Management Science*, 2022, 35(5): 3–18.
- [18] ALBUQUERQUE R, KOSKINEN Y, ZHANG C D. Corporate social responsibility and firm risk: theory and empirical evidence. *Management Science*, 2019, 65(10): 4451–4469.
- [19] BADAYI S A, MATEMILOLA B T, A. N B A, et al. Does corporate social responsibility influence firm probability of default?. *International Journal of Finance & Economics*, 2021, 26(3): 3377–3395.
- [20] CHEN H H, HO K C, ZHANG M, et al. Effect of managerial ability toward corporate social responsibility on enterprise default risk. *Finance Research Letters*, 2023, 54: 103700–1–103700–9.
- [21] AMEL-ZADEH A, SERAFEIM G. Why and how investors use ESG information: evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 2018, 74(3): 87–103.
- [22] KHAN M, SERAFEIM G, YOON A. Corporate sustainability: first evidence on materiality. *The Accounting Review*, 2016, 91(6): 1697–1724.
- [23] YILDIRIM A. The effect of relationship banking on firm efficiency and default risk. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 65: 101500–1–101500–25.
- [24] PÁSTOR L, STAMBAUGH R F, TAYLOR L A. Sustainable investing in equilibrium. *Journal of Financial Economics*, 2021, 142(2): 550–571.
- [25] YI H C, MULLINEAUX D J. The informational role of bank loan ratings. *Journal of Financial Research*, 2006, 29(4): 481–501.
- [26] VERRECCHIA R E. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 32(1/3): 97–180.
- [27] ZAVYALOVA A, PFARRER M D, REGER R K, et al. Reputation as a benefit and a burden? How stakeholders' organizational identification affects the role of reputation following a negative event. *Academy of Management Journal*, 2016, 59(1): 253–276.
- [28] KIM S. The process model of corporate social responsibility (CSR) communication: CSR communication and its relationship with consumers' CSR knowledge, trust, and corporate reputation perception. *Journal of Business Ethics*, 2019, 154(4): 1143–1159.

- [29] 张麟,王夏阳,陈宏辉,等.企业承担社会责任对求职者会产生吸引力吗:一项基于实验的实证研究. *南开管理评论*, 2017, 20(5): 116-130.
ZHANG Lin, WANG Xiayang, CHEN Honghui, et al. Can corporate social responsibility improve organizational attractiveness? Evidences from experiments. *Nankai Business Review*, 2017, 20(5): 116-130.
- [30] 张弛,张兆国,包莉丽.企业环境责任与财务绩效的交互跨期影响及其作用机理研究. *管理评论*, 2020, 32(2): 76-89.
ZHANG Chi, ZHANG Zhaoguo, BAO Lili. A study on the interactive and intertemporal influence and mechanism of corporate environmental responsibility and financial performance. *Management Review*, 2020, 32(2): 76-89.
- [31] CUI J H, JO H, NA H. Does corporate social responsibility affect information asymmetry?. *Journal of Business Ethics*, 2018, 148(3): 549-572.
- [32] 王永海,郝晓敏.经济政策不确定性与企业社会责任. *管理评论*, 2022, 34(2): 18-32.
WANG Yonghai, HAO Xiaomin. Economic policy uncertainty and corporate social responsibility. *Management Review*, 2022, 34(2): 18-32.
- [33] 孙晓华,车天琪,马雪娇.企业碳信息披露的迎合行为:识别、溢价损失与作用机制. *中国工业经济*, 2023(1): 132-150.
SUN Xiaohua, CHE Tianqi, MA Xuejiao. Catering behavior of firms' carbon information disclosure: identification, premium loss and mechanisms. *China Industrial Economics*, 2023(1): 132-150.
- [34] 权小锋,吴世农,尹洪英.企业社会责任与股价崩盘风险:“价值利器”或“自利工具”? *经济研究*, 2015, 50(11): 49-64.
QUAN Xiaofeng, WU Shinong, YIN Hongying. Corporate social responsibility and stock price crash risk: self-interest tool or value strategy?. *Economic Research Journal*, 2015, 50(11): 49-64.
- [35] ECCLES R G, MIRCHANDANI B. We need universal ESG accounting standards. *Harvard Business Review* (Online), 2022.
- [36] LEE D. Corporate social responsibility and management forecast accuracy. *Journal of Business Ethics*, 2017, 140(2): 353-367.
- [37] XIE J, TANAKA Y, KEELEY A R, et al. Do investors incorporate financial materiality? Remapping the environmental information in corporate sustainability reporting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2023, 30(6): 2924-2952.
- [38] GREWAL J, HAUPTMANN C, SERAFEIM G. Material sustainability information and stock price informativeness. *Journal of Business Ethics*, 2021, 171(3): 513-544.
- [39] SCHIEHL E, KOLAHGAR S. Financial materiality in the informativeness of sustainability reporting. *Business Strategy and the Environment*, 2021, 30(2): 840-855.
- [40] CHENG B T, IOANNOU I, SERAFEIM G. Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 2014, 35(1): 1-23.
- [41] 袁建国,后青松,程晨.企业政治资源的诅咒效应:基于政治关联与企业技术创新的考察. *管理世界*, 2015, 31(1): 139-155.
YUAN Jianguo, HOU Qingsong, CHENG Chen. The imprecation effect of firm's political resources. *Journal of Management World*, 2015, 31(1): 139-155.
- [42] 陈德球,刘经纬,董志勇.社会破产成本、企业债务违约与信贷资金配置效率. *金融研究*, 2013(11): 68-81.
CHEN Deqiu, LIU Jingwei, DONG Zhiyong. Social bankruptcy cost, debt default, and credit fund allocation. *Journal of Financial Research*, 2013(11): 68-81.
- [43] 蔡海静,汪祥耀,谭超.绿色信贷政策、企业新增银行借款与环保效应. *会计研究*, 2019(3): 88-95.
CAI Haijing, WANG Xiangyao, TAN Chao. Green credit policy, incremental bank loans and environmental protection effect. *Accounting Research*, 2019(3): 88-95.
- [44] 张杨,袁宝龙,郑晶晶,等.策略性回应还是实质性响应?碳排放权交易政策的企业绿色创新效应. *南开管理评论*, 2024, 27(3): 129-138.
ZHANG Yang, YUAN Baolong, ZHENG Jingjing, et al. Strategic response or substantive response? The effect of China's carbon emissions trading policy on enterprise green innovation. *Nankai Business Review*, 2024, 27(3): 129-138.
- [45] MATSUMURA E M, PRAKASH R, VERA-MUÑOZ S C. Climate-risk materiality and firm risk. *Review of Accounting Studies*, 2024, 29(1): 33-74.
- [46] MERTON R C. On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates. *The Journal of Finance*, 1974, 29(2): 449-470.
- [47] BROGAARD J, LI D, XIA Y. Stock liquidity and default risk. *Journal of Financial Economics*, 2017, 124(3): 486-502.
- [48] BHARATH S T, SHUMWAY T. Forecasting default with the Merton distance to default model. *The Review of Financial Studies*, 2008, 21(3): 1339-1369.
- [49] 翟淑萍,韩贤,张晓琳,等.数字金融能降低企业债务违约风险吗. *会计研究*, 2022(2): 117-131.
ZHAI Shuping, HAN Xian, ZHANG Xiaolin, et al. Can digital finance reduce the risk of corporate debt default?. *Accounting Research*, 2022(2): 117-131.
- [50] BORGHESI R, HOUSTON J F, NARANJO A. Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 26: 164-181.
- [51] NOFSINGER J R, SULAEMAN J, VARMA A. Institutional investors and corporate social responsibility. *Journal of Corporate Finance*, 2019, 58: 700-725.
- [52] 孟庆斌,侯粲然,鲁冰.企业创新与违约风险. *世界经济*, 2019, 42(10): 169-192.
MENG Qingbin, HOU Canran, LU Bing. Firms' innovation and the risk of default. *The Journal of World Economy*, 2019, 42(10): 169-192.
- [53] 王化成,侯粲然,刘欢.战略定位差异、业绩期望差距与企业违约风险. *南开管理评论*, 2019, 22(4): 4-19.
WANG Huacheng, HOU Canran, LIU Huan. Strategic deviance, performance aspiration disparity and default risk. *Nankai Business Review*, 2019, 22(4): 4-19.
- [54] 陈国进,王佳琪,赵向琴.气候转型风险对企业违约率的影响. *管理科学*, 2023, 36(3): 144-159.
CHEN Guojin, WANG Jiaqi, ZHAO Xiangqin. Impact of climate transition risks on corporate default rates. *Journal of Management Science*, 2023, 36(3): 144-159.
- [55] 许红梅,李春涛.劳动保护、社保压力与企业违约风险:基于《社会保险法》实施的研究. *金融研究*, 2020(3): 115-133.
XU Hongmei, LI Chuntao. Labor protection, social insurance pressure and corporate default risk: evidence from the "Social Insurance Law" in China. *Journal of Financial Research*, 2020(3): 115-133.

- [56] 宋献中, 胡珺, 李四海. 社会责任信息披露与股价崩盘风险: 基于信息效应与声誉保险效应的路径分析. *金融研究*, 2017(4): 161–175.
SONG Xianzhong, HU Jun, LI Sihai. Corporate social responsibility disclosure and stock price crash risk: based on information effect and reputation insurance effect. *Journal of Financial Research*, 2017(4): 161–175.
- [57] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用. *心理学报*, 2004, 36(5): 614–620.
WEN Zhonglin, ZHANG Lei, HOU Jietai, et al. Testing and application of the mediating effects. *Acta Psychologica Sinica*, 2004, 36(5): 614–620.
- [58] 黄金波, 陈伶俐, 丁杰. 企业社会责任、媒体报道与股价崩盘风险. *中国管理科学*, 2022, 30(3): 1–12.
HUANG Jinbo, CHEN Lingxi, DING Jie. Corporate social responsibility, mediacoverage and stock pricecrash risk. *Chinese Journal of Management Science*, 2022, 30(3): 1–12.
- [59] BERGLOF E, ROLAND G. Soft budget constraints and banking in transition economies. *Journal of Comparative Economics*, 1998, 26(1): 18–40.
- [60] JUNG J, HERBOHN K, CLARKSON P. Carbon risk, carbon risk awareness and the cost of debt financing. *Journal of Business Ethics*, 2018, 150(4): 1151–1171.
- [61] 袁雪莹, 商丽霞, 许金花. 绿色金融改革与企业绿色投资: 基于激励效应和规制效应双重视角. *财会月刊*, 2024, 45(20): 51–57.
YUAN Xueying, SHANG Lixia, XU Jinhua. Green finance reform and corporate green investment: based on a dual perspective of incentive effect and regulative effect. *Finance and Accounting Monthly*, 2024, 45(20): 51–57.
- [62] BREUER W, MÜLLER T, ROSENBAACH D, et al. Corporate social responsibility, investor protection, and cost of equity: a cross-country comparison. *Journal of Banking & Finance*, 2018, 96: 34–55.
- [63] GUISSO L, SAPIENZA P, ZINGALES L. The value of corporate culture. *Journal of Financial Economics*, 2015, 117(1): 60–76.
- [64] 张军扩, 侯永志, 刘培林, 等. 高质量发展的目标要求和战略路径. *管理世界*, 2019, 35(7): 1–7.
ZHANG Junkuo, HOU Yongzhi, LIU Peilin, et al. The goals and strategy path of high-quality development. *Journal of Management World*, 2019, 35(7): 1–7.
- [65] 王小鲁, 樊纲, 余静文. *中国分省份市场化指数报告 (2016)*. 北京: 社会科学文献出版社, 2017.
WANG Xiaolu, FAN Gang, YU Jingwen. *Marketization Index of China's provinces: NERI report 2016*. Beijing: Social Science Literature Publishing House, 2017.
- [66] XU J H, YE F S, LI X X. Carbon intensity constraint policy and firm green innovation in China: a quasi-DID analysis. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 2024, 15(3): 704–730.
- [67] YUAN X Y, XU J H, SHANG L X. Exaggerating, distracting, or window-dressing? An empirical study on firm greenwashing recognition. *Finance Research Letters*, 2024, 67: 105845–1–105845–15.
- [68] 钱雪松, 石鑫. 企业财务杠杆、债务偿还压力与劳动雇用: 来自中国的证据. *世界经济*, 2023, 46(9): 108–132.
QIAN Xuesong, SHI Xin. Leverage, debt repayment pressure and employment: evidence from China. *The Journal of World Economy*, 2023, 46(9): 108–132.

Corporate Social Responsibility and Debt Default from the Perspective of Materiality

YUAN Xueying¹, LI Zhongfei², XU Jinhua¹, SHANG Lixia¹

¹ School of Management, Guangdong University of Technology, Guangzhou 510520, China

² School of Business, Southern University of Science and Technology, Shenzhen 518055, China

Abstract: Sustainable economic development has emerged as a key trend for the future growth of China. In this context, the fulfillment of corporate social responsibility (CSR) has evolved as an inevitable decision for companies. While some scholars have examined the implications of CSR on corporate financial risk and financing decisions, the integration of CSR often comes with prolonged investment and extended return periods, leaving the companies faced with notable debt pressure. Despite this, limited research has been conducted on the potential influence of CSR on the possibility of debt default.

Notably, due to the lack of clear and precise CSR guidelines, CSR practices in some companies currently incline towards being superficial and lack material implementation. Hence, by choosing A-share listed companies from 2010 to 2019 as our research samples, we collect manual industry-specific CSR data from the perspective of material CSR. We explore the impact of material CSR on the possibility of debt default. Guided by signal theory and resource dependence theory, we evaluate corporate debt default possibility from both ex-ante prediction and ex-post testing perspectives. This study examines the impact of both material and immaterial CSR fulfilments have on corporate reputation and resource allocation, and subsequently its impact on the relationship with the debt default possibility. And the research also considers the heterogeneous characteristics of the regional market environment and government intervention factors.

This study finds that the level of CSR fulfillment, especially immaterial CSR, can reduce the expected possibility of debt

default through signal effects. This impact is more pronounced in areas with lower social credit level, partially affirming the presence of greenwashing. However, material CSR obtains bank credit bias through the implicit guarantee of the government, which disrupts the bank's initial credit screening decision, impeding the banks' ability to perform an efficient supervisory role, thereby increasing the possibility of corporate debt default. This phenomenon is more pronounced in state-owned enterprises or regions with strong government intervention.

Exploring CSR's impact on debt default from a materiality perspective helps eliminate the noise interference of speculative behavior, thus exposing the intrinsic motivation and risk transmission mechanism of CSR fulfillment. This study concentrates on the bank's proactive credit screening preference for material CSR. It emphasizes the government's implicit guarantee on credit decisions and their ability to identify material CSR. It not only enriches the research on CSR's economic consequences but also provides some benchmark values for government regulatory agencies on how to improve and optimize the capital market.

Keywords: corporate social responsibility; material corporate social responsibility; debt default possibility; credit screening; government intervention

Received Date: March 30th, 2023 **Accepted Date:** November 23rd, 2023

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China (72432005, 71991474, 71721001, 72072042)

Biography: YUAN Xueying, doctor in economics, is a research fellow at post-doctoral working station in the School of Management at Guangdong University of Technology. Her research interests cover finance and investment, corporate social responsibility, green finance and corporate governance. Her representative paper titled "ESG disclosure and corporate financial irregularities—Evidence from Chinese listed firms" was published in the *Journal of Cleaner Production* (Volume 332, 2022). E-mail: yuanxy@gdut.edu.cn

LI Zhongfei, doctor in management, is a professor in the School of Business at Southern University of Science and Technology. His current research interests cover green finance and carbon economy, fintech and digital finance, financial market and investment. His representative paper titled "Foreign institutional ownership and liquidity commonality around the world" was published in the *Journal of Corporate Finance* (Volume 51, 2018). E-mail: lizf6@sustech.edu.cn

XU Jinhua, doctor in economics, is a professor in the School of Management at Guangdong University of Technology. Her research interests include Mergers and Acquisitions, Corporate Finance and Digital Economy. Her representative paper titled "Will corporate defense hamper corporate innovation?" was published in the *Journal of Management Sciences in China* (Issue 7, 2021). E-mail: xujinhua@gdut.edu.cn

SHANG Lixia is a Ph.D candidate in the School of Management at Guangdong University of Technology. Her research interests cover corporate finance, green governance, and mergers and acquisitions. Her representative paper titled "Can social responsibility disclosure inhibit information violations in listed companies" was published in the *Finance and Accounting Monthly* (Issue 7, 2023). E-mail: 1112408008@mail2.gdut.edu.cn

□

(责任编辑: 李祎博)