

# 上市公司履行社会责任的财务困境 风险防范效应研究

吴星泽, 刘赛

(南京审计大学 会计学院, 江苏 南京 211815)

**摘要:**为提高企业财务安全软边际,降低企业陷入财务困境的风险,选取2009~2019年沪深两市27 022个上市公司为样本,以企业披露的社会责任信息为数据来源,从防范财务困境风险角度实证检验了企业履行社会责任的经济后果。研究认为,企业履行社会责任与财务困境之间存在经济上和统计上都显著的负相关关系,且企业履行社会责任的质量越好,越不容易陷入财务困境;非国有企业履行社会责任可以对财务困境起到较为显著的抑制作用,而国有企业履行社会责任与财务困境之间的关系相对较弱。研究表明,企业有意识地通过加大履行社会责任的投入和强化社会责任信息披露,主动做好利益相关者管理,建立良性利益相关者关系机制,提高企业财务安全硬边际和软边际,可以有效防止企业陷入财务困境。

**关键词:**企业社会责任;财务困境;财务安全;软边际;硬边际;国有企业;非国有企业;企业规模;公司治理

中图分类号:F270

文献标志码:A

文章编号:1671-6248(2021)02-0061-14

## Financial distress risk prevention effect of listed companies performing corporate social responsibility

WU Xingze, LIU Sai

(School of Accounting, Nanjing Audit University, Nanjing 211815, Jiangsu, China)

**Abstract:** In order to improve the soft margin of financial security for enterprises and reduce their risk of falling into financial distress, this paper takes 27 022 companies listed on Shanghai Stock Exchange or Shenzhen Stock Exchange from 2009 to 2019 as samples, and empirically tests the economic

收稿日期:2020-09-20

基金项目:江苏省高校哲学社会科学研究重点项目(2018SJD068);江苏省研究生科研与实践创新计划项目(KYCX19\_1544);江苏省社科应用研究精品工程财经发展专项(20SCB-28)

作者简介:吴星泽(1974-),男,江苏连云港人,教授,管理学博士。

consequences of enterprises fulfilling their social responsibilities from the perspective of preventing the risk of financial distress, using the corporate social responsibility information disclosed by the enterprises as data source. The study finds that there is an economically and statistically significant negative correlation between corporate social responsibility and financial distress. Companies which undertake higher quality corporate social responsibility are less prone to fall into financial distress. Such inhibiting effect is more significant in non-state-owned enterprises than in state-owned ones. This means that companies can effectively prevent financial distress by consciously increasing social responsibility investment and strengthening social responsibility information disclosure, performing stakeholder management properly, establishing a benign stakeholder relation mechanism, and improving the hard margin and soft margin of corporate financial security.

**Key words:** corporate social responsibility; financial distress; financial security; soft margin; hard margin; state-owned enterprise; non-state-owned enterprises; corporate scale; corporate governance

习近平总书记多次强调,要“统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作”。近年来,外部环境的不稳定性、不确定性明显增强,更加凸显防风险工作的重要性。在微观企业层面,防风险的一个重要方面就是防范企业陷入财务困境的风险。财务困境对企业的可持续经营会造成一定的危害,是企业着力避免的非健康财务状态。企业对待财务困境的态度,有被动治理与主动防范之分。被动治理是指企业在财务困境状况已经形成以后,再采取措施以防止财务困境进一步恶化成财务危机,或者采取措施改善财务状况并脱离财务困境的过程。主动防范是指企业在发生财务困境之前,即对可能导致财务困境发生的情况进行预判并采取主动防御措施的过程。由于被动治理往往成本巨大且未必有效,主动防范显然应是企业的优先选择。主动防范可以采取改善内部经营管理、增强自身获利能力和偿债能力的做法,提高财务安全硬边际;也可以采取主动做好利益相关者管理,建立良性利益相关者关系的做法,提高财务安全软边际<sup>①</sup>。早期企业多侧重于前者。自20世纪末以来,特别是近10年来,伴随着互联网技术的发展,由于负面信息扩散的速度更快、范围更广、利益相关者卷入程度更深,后者的作用越来越重要,有时更直接决定企业是否真正陷入财务危机<sup>[1]</sup>和能否度过危机<sup>[2]</sup>,使得企业开始更加

注重后者。但财务困境风险研究者对这一变化的呼应不多,现有研究仍然以建立财务预警模型和寻找财务预警信号为主,没有切入到财务困境防范管理层面<sup>②</sup>。有限的关于利益相关者行为与财务后果的研究也主要集中在管理层的“代理问题”<sup>[3]</sup>、大股东的“隧道挖掘”、“环保事故”的影响等方面,偏重于研究利益相关者行为对企业的负面财务后果。

然而,利益相关者对企业财务的影响并不都是负面的,当这种影响为正面时,就构成了一种阻止企业陷入财务困境的力量<sup>[1]</sup>。那么,这种力量能否通过企业向利益相关者主动示好,即承担社会责任的行为激发出来,并确实表现出可以防范财务困境风险的效应呢?目前还鲜有研究提出经验证据。

企业社会责任信息的强制或自愿披露,为观测和研究上述问题提供了一个契机。中国在2006

① 财务安全硬边际是指企业自身拥有的可以用以直接消解债务负担的财务资源与负债之间的差额。财务安全软边际是指不属于企业自身拥有,但能对企业偿债能力产生重要的积极影响的潜在财务资源与企业负债之间的差额。吴星泽对利益相关者行为与财务危机关系的研究表明,嵌入利益相关者行为后,由于利益相关者对企业财务影响有的是正面的,有的是负面的,企业不同程度地存在财务“伪危机”和“伪健康”现象。

② 笔者一直认为,财务困境研究有多个视角:债权人视角、投资者视角、政府视角和企业自身视角。目前的财务预警成果多是站在债权人和投资者视角,侧重于财务困境的判别。典型的是以Altman的Z-score和ZETA模型为代表的多元判别分析方法。这些方法对于债权人和投资者的风险防范是有用的,但是不能对企业的财务困境预防产生实质性的帮助。

年将社会责任写入《中华人民共和国公司法》总则,同年《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》发布,“倡导上市公司积极承担社会责任”。2007 年,21 家深市上市公司开始自愿披露社会责任信息。2008 年 12 月 31 日,上海证券交易所《关于做好上市公司 2008 年年度报告工作的通知》中,明确要求上证公司治理板块公司、金融类公司和境外上市公司必须披露履行社会责任的报告,拉开了强制披露社会责任信息的序幕。2018 年,披露社会责任报告的沪深上市公司已达 851 家,其中,自愿披露报告的公司达 444 家,占比 52.2%。本文拟以 2009~2019 年沪深上市公司为样本,对履行社会责任是否有助于建立良性利益相关者关系,增强企业的财务安全硬边际和软边际,进而防止企业陷入财务困境的效应进行检验。同时,本文还检验了人们对不同类型企业(国有企业和非国有企业)履行社会责任的预期对上述效应的影响。研究表明,企业履行社会责任与财务困境之间存在负相关关系,且企业履行社会责任的质量越好,越不容易陷入财务困境。另外,非国有企业履行社会责任可以对财务困境起到较为显著的抑制作用,而国有企业履行社会责任与财务困境之间的关系相对较弱。

## 一、文献综述

### (一) 财务困境文献综述

财务困境的研究较多,主要涉及财务困境成本<sup>[4-6]</sup>、财务困境影响因素<sup>[7-8]</sup>、财务困境形成机理<sup>[9-10]</sup>、财务困境识别和预警<sup>[11-13]</sup>以及财务困境应对<sup>[14-15]</sup>等方面。早期研究多侧重于财务困境识别和预警,近年来开始更多地关注财务困境应对或治理。同时,研究视角也更多地从企业自身和财务指标转向利益相关者和非财务指标。

防范和应对财务困境需要分析财务困境形成的原因和机制。Argenti 提出了企业财务失败的八大原因,包括企业管理差、会计信息不足或会计信

息系统存在缺陷、企业对经营环境的变化不能采取恰当的应对措施、制约公司对环境变化作出反应的因素、过度经营、开发大项目、高杠杆经营和常见经营风险<sup>[16]</sup>。吴星泽分析了财务危机发生的机理,提出企业内外部因素形成的两种基本力量<sup>①</sup>的对比是财务危机发生的本质原因,而这种财务困境最终是否发生,还和企业自适应、自学习能力密切相关<sup>[10]</sup>。吴星泽进一步讨论了利益相关者的影响,指出嵌入利益相关者行为后,可以识别财务“伪危机”和“伪健康”现象<sup>[1]</sup>。现有的实证研究表明,不完善的公司治理结构、企业经营管理因素、丧失核心竞争能力的多元化投资、盲目的扩张以及管理层心理因素等内部因素<sup>[7,17-18]</sup>,国家宏观经济环境的变化、行业不景气、市场竞争激烈、货币政策波动等外部因素<sup>[8,10]</sup>,都与企业财务困境有关。而要应对财务困境,企业需要站在全局的角度进行公司治理重组、战略和运营重组、资产重组和财务重组,在这一过程中,政府干预体现为“支持之手”<sup>[14]</sup>。应对财务困境的效果则与具体的策略选择、企业的资源配置有关,王宁研究发现,降低费用支出、裁员、资产重组、资产购建和改变分配政策,以及其中不超过 4 项的策略组合,都对公司化解财务困境有帮助,但是发行债券则会降低公司摆脱困境的可能性<sup>[15]</sup>。遗憾的是,上述研究的角度都是被动治理,从主动防范特别是履行社会责任视角研究财务困境防范的直接经验证据还很少,并且主要是国外的研究,如 Orlitzky et al. 发现企业履行社会责任与企业财务风险之间存在显著的负相关性<sup>[19]</sup>,Verwijmeren et al. 发现员工福利好的公司显著地降低了破产风险<sup>[20]</sup>,Boubaker et al. 则发现高社会责任绩效使企业更值得信赖、拥有更好融资渠道进而减少了财务违约的可能<sup>[21]</sup>。

### (二) 企业社会责任文献综述

企业社会责任研究主要涉及企业社会责任的

① 一种是导致财务危机发生的力量,如市场持续萎缩、投资失败、治理混乱、银行逼债等;另一种是抵抗财务危机发生的力量,如企业盈利、股东注资、政府免税、债权人支持等。

内容、企业社会责任绩效的衡量、企业社会责任与企业财务绩效之间的关系等方面。Pava et al. 采用列举法逐项列举企业社会责任的内容<sup>[22]</sup>, Carroll 提出了经济、法律、伦理与自愿活动 4 类责任模型<sup>[23]</sup>, Dahlsrud 则提出环境、社会、经济、利益相关者和自愿行为的五维模型<sup>[24]</sup>。在企业社会责任绩效衡量方面,比较有代表性的是 Moskowitz 创建的声誉指数法<sup>[25]</sup>和 Bowman et al. 提出的内容分析法<sup>[26]</sup>。此外,大批学者研究了企业社会责任和企业财务绩效的关系,包括企业社会责任影响企业财务绩效的路径以及二者之间关系的实证研究。

李国平等对企业社会责任影响企业财务绩效的路径进行了总结,认为企业社会责任主要通过 5 条路径影响企业财务绩效:(1)帮助企业降低资本成本;(2)提高企业在消费者中的认知度和消费者对企业的忠诚度,并吸引社会责任感强的新客户;(3)帮助企业获得竞争优势;(4)有助于企业吸引到优秀雇员;(5)帮助企业降低风险<sup>[27]</sup>。Barnett et al.<sup>[28]</sup>、温素彬等<sup>[29]</sup>对企业社会责任与企业财务绩效间的关系作了实证分析,发现企业履行社会责任确实能够对消费者的购买意向产生积极影响、为自身带来较好的声誉和竞争力、进一步实现更大的价值。马龙龙进一步分析了企业社会责任对消费者购买行为的影响机制,指出企业社会责任激发消费者响应的前提是其触发了消费者的经济理性或迎合了消费者的自我概念<sup>[30]</sup>。McWilliams et al. 研究发现,积极地听取公众诉求,无论是通过改良产品,提供适合的就业岗位或者是慈善捐赠、赞助,在帮助解决社会问题的同时树立了企业的良好形象,这也有助于促进企业市场价值的提高<sup>[31]</sup>。此外,企业承担对政府的社会责任,诸如合法经营、依法纳税等,可以为企业建立良好的诚信记录,很多投资机构乐于为诚信度高的公司投资,短时间内能够提高企业的偿债能力,诚信度较高的公司也很容易赢得公众的认可,从而扩大经营,提高企业的盈利能力<sup>[32]</sup>。上述文献表明了企业履行社会责任对企业价值或财务绩效的正面影响机制或实证结果。此外,也有学者认为,企业履行社会责任是将自己的

经济利益让渡给社会,减少了企业自身利润<sup>[33]</sup>,所以企业履行社会责任的價值或绩效影响也可能不全是正向的。Brammer et al.<sup>[34]</sup>、Makni et al.<sup>[35]</sup>提供了企业社会责任和财务绩效之间负相关的证据,而 Aupperle et al.<sup>[36]</sup>、石军伟等<sup>[37]</sup>则得出了二者不相关的结论。

总的来说,现有有关社会责任与财务绩效关系的实证研究提供的证据是混合的,而关于社会责任与财务困境之间关系的研究还不深入,实证证据还很少。如果把企业的目标定义为一个区间,追求高财务绩效或高企业价值应该是这一目标的上限,防范财务困境则是它的下限。在履行社会责任对企业上限目标的经济后果没有取得一致的实证证据的情况下,研究其对企业下限目标的经济后果不失为一种有益的尝试。

## 二、理论分析与假设提出

履行社会责任通常会消耗一定量的企业资源,增加企业成本,但这类成本的付出,往往可以通过提升企业声誉、带来“道德消费”<sup>[38]</sup>,或通过社会责任信号的传递机制,减少不同投资者之间信息的不对称,从而降低权益资本成本<sup>[39]</sup>,或通过整合企业与社会资源,从整体上改进企业绩效<sup>[40]</sup>等途径提升企业财务安全硬边际。此外,履行社会责任,有助于建立良性利益相关者关系,同时可能因为“投桃报李”效应,在面临可能的财务困难时,得到利益相关者的正向支持,如大股东注资、债权人的债务延期或减免利息、员工的主动降薪、政府的减免税等。这样,企业履行社会责任,就能增强企业的财务安全硬边际和软边际,起到防止企业陷入财务困境的效果。相反,如果企业不重视社会责任,不能与各利益相关者之间保持良好的关系,企业就不能从各利益相关者处获得资源和支持,甚至可能要承担相应的风险,如声誉损失、交易成本增加、消费者抵制、人才流失、再融资困难、法律制裁等<sup>[41]</sup>,使企业陷入财务困境的可能性增大。综上所述,本文提出

假设 1:履行社会责任有利于防止企业陷入财务困境。

企业为了提升竞争力、吸引消费者、树立良好的形象会选择履行社会责任,企业承担社会责任动机不同,预期效果也就不一样:对于比较重视并主动承担社会责任的企业来说,在制定发展战略时会主动考虑社会责任的融入,并相应地和社会责任方面投入较合理的资源,形成较为合理的社会责任分配格局,提高社会责任的履行质量,从而带来较为理想的效果;而如果企业履行社会责任是被动选择,则往往不会制定详细合理的社会责任计划,履行社会责任的质量较低,利益相关者感受不到企业履行社会责任的诚意,也就不存在上文所说的正面效应。因此,履行较低质量的社会责任既占用了资源又达不到预期效果,最后反而可能会带来严重的财务问题。基于此,本文提出

假设 2:企业履行社会责任的质量越好,越不容易陷入财务困境。

改革开放以来,市场上已形成国有企业与非国有企业两大群体。产权异质性、人们对其履行社会责任的预期不同等因素使得这两类企业履行社会责任的动机和财务后果可能存在不同。凭借着与政府的密切关系,与非国有企业相比,国有企业受到更多政府优待,更容易获得政府所控制的关键性资源<sup>[42]</sup>。例如,国有企业更容易得到银行信贷支持<sup>[43]</sup>,更容易获得补贴与再融资支持<sup>[44]</sup>。这就使得国有企业通过主动承担社会责任增进效益的动机弱于非国有企业,而政府对该类企业债务隐性担保责任的存在<sup>[45]</sup>,更使得国有企业通过承担社会责任防范财务困境的动机弱化。然而,人们对国有企业履行社会责任的预期显然高于非国有企业,甚至认为国有企业履行社会责任是天经地义的。这样一来,国有企业履行社会责任的行为就不会带来额外的声誉效应,从而显著降低国有企业履行社会责任的正面财务后果。导致国有企业履行社会责任的质量高低和缓解财务困境之间并无显著的关系。

非国有企业则有更强的自主性,履行社会责任的

动机可能会更加复杂,利己行为动机可能会更加鲜明。非国有企业在面对市场和财务风险时,一般不容易得到政府的直接支持,大多需靠自身业务和市场进行调节。由于人们对其履行社会责任的预期较低,反而导致履行社会责任的非国有企业声誉效应更强,从而帮助其吸收更多的外部投资,获得更多的销售业绩和更好的财务绩效<sup>①</sup>,提高财务安全边际,从而减少陷入财务困境的风险。因此,本文提出

假设 3:不同产权性质下,企业履行社会责任的质量对财务困境的影响不同。

非国有企业履行高质量的社会责任可以对财务困境起到抑制作用,而国有企业履行社会责任的质量高低与缓解财务困境之间并无明显关系。

### 三、研究设计

#### (一)数据来源

本文选取 2009 ~ 2019 年所有上市公司作为初选样本,并参考同类文献进行了如下处理:剔除了财务数据缺失的样本、剔除了金融与保险行业、剔除了变量值明显异常的公司,最后共得到 27 022 个样本。进一步从这 27 022 个样本中筛选,最终得到 5 618 个 2009 ~ 2019 年对外披露企业社会责任报告并获得润灵社会责任评分的样本数据。本文的企业社会责任数据来自于润灵环球责任评级官方网站,其他财务和治理数据来自于 CCER 和国泰安数据库。

#### (二)研究模型与变量设计

##### 1. 研究模型

为验证假设 1,构建如下 logit 回归模型

$$\begin{aligned} Distress = & \alpha_0 + \alpha_1 CSR + \alpha_2 Ocf + \alpha_3 ROA + \\ & \alpha_4 Size + \alpha_5 Lev + \alpha_6 Noperate + \\ & \alpha_7 DSratio + \alpha_8 First + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

为了验证假设 2,构建如下 logit 回归模型

$$Distress = \beta_0 + \beta_1 Q\_CSR_i + \beta_2 Ocf + \beta_3 ROA +$$

① 2008 年汶川地震后,生产王老吉红罐凉茶的广东加多宝集团捐款一个亿,有网友喊出“买断王老吉”的口号,当年红罐王老吉的销售突破了 100 亿元,较前一年增长了 50 亿元。

$$\beta_4 Size + \beta_5 Lev + \beta_6 Noperate + \beta_7 DSratio + \beta_8 First + \varepsilon \quad (2)$$

$$Distress = \delta_0 + \delta_1 Q\_CSR_{t-1} + \delta_2 Ocf + \delta_3 ROA + \delta_4 Size + \delta_5 Lev + \delta_6 Noperate + \delta_7 DSratio + \delta_8 First + \varepsilon \quad (3)$$

为验证假设 3, 本文根据产权性质将披露企业社会责任的企业样本分为国有组和非国有组进行分组回归, 仍然使用模型(2)和模型(3)。

上述 3 个模型中,  $CSR$  表示企业社会责任,  $Q\_CSR_t$  表示当期社会责任质量,  $Q\_CSR_{t-1}$  表示提前一期的企业社会责任质量。  $\alpha_0$ 、 $\beta_0$ 、 $\delta_0$  为常数项,  $\alpha_i$ 、 $\beta_i$ 、 $\delta_i$  ( $i=1, 2, \dots, 8$ ) 为变量系数,  $\varepsilon$  为误差项。模型中所有变量的详细含义见表 1。

对于模型(1), 我们采用的是全部 27 022 个样本, 如果企业披露社会责任报告, 我们将  $CSR$  赋值为 1, 否则  $CSR$  取值为 0; 对于模型(2)和(3), 我们采用的是模型(1)中  $CSR$  赋值为 1 的这部分样本, 并采用润灵公益事业机构对其社会责任报告给出的评分高低代表当期企业社会责任质量 ( $Q\_CSR$ )。

## 2. 变量定义

(1) 被解释变量。本文的被解释变量为财务困境 ( $Distress$ )。企业财务困境的度量方式主要有被 ST、资不抵债、首亏、财务杠杆过高等, 借鉴 Altman<sup>[11]</sup>、姜付秀等<sup>[7]</sup> 人的处理方法, 我们用 Z 指数 ( $Zscore$ ) 加以衡量, 计算公式为  $Z = 1.2 \times \text{营运资金} / \text{总资产} + 1.4 \times \text{留存收益} / \text{总资产} + 3.3 \times \text{息税前利润} / \text{总资产} + 0.6 \times \text{股票总市值} / \text{负债账面价值} + 0.999 \times \text{销售收入} / \text{总资产}$ , Z 值越大, 表明企业越不容易陷入财务困境<sup>[17]</sup>。尽管 Z 值的判断标准在各国间有相当的差异, 但各国“财务失败组”的 Z 值的平均值都低于临界值 1.8<sup>[7]</sup>, 因此本文参考现有研究, 以 1.8 为临界值设置虚拟变量, 如果 Z 值小于 1.8, 我们将  $Distress$  赋值为 1, 否则取 0。

(2) 解释变量。本文的解释变量有两个: 企业社会责任 ( $CSR$ ) 和企业社会责任质量 ( $Q\_CSR$ )。考虑到数据的可获取性和本文的研究特点, 我们以企业是否披露企业社会责任报告来衡量企业社会责任, 并以  $CSR$  表示。一般来说, 企业披露企业社会

责任报告, 说明这类企业确实履行社会责任且对承担一定的社会责任比较重视, 满足利益相关者的信息需求, 所以本文将  $CSR$  设置为哑变量, 当上市公司披露企业社会责任报告时,  $CSR$  取 1, 否则取 0。

关于企业社会责任质量 ( $Q\_CSR$ ), 我们对披露企业社会责任报告的这部分上市公司进行了进一步探讨。目前, 国内对于企业社会责任的学术研究普遍使用润灵环球责任评级 (RKS) 的专家打分, 作为企业发布的社会责任报告质量的代理变量<sup>[46]</sup>。根据润灵公益事业咨询机构对各个企业社会责任的评级打分, 本文设置  $Q\_CSR$  变量来表示企业社会责任的报告质量, 并以此作为企业社会责任质量的代理变量。润灵环球评级满分标准为 100 分, 分值越高, 说明外界对该企业披露的社会责任更加认可, 企业社会责任披露质量越高, 代表企业有更强的企业社会责任。具体来说, 以  $Q\_CSR_t$  表示当期企业社会责任质量, 以  $Q\_CSR_{t-1}$  表示提前一期企业社会责任质量。

(3) 控制变量。根据相关文献的研究<sup>[47-48]</sup>, 本文选取经营现金流 ( $Ocf$ )、总资产收益率 ( $ROA$ )、企业规模 ( $Size$ )、财务杠杆 ( $Lev$ )、独立董事比例 ( $DSratio$ )、第一大股东持股比例 ( $First$ )、营业外收支净额 ( $Noperate$ ) 为控制变量。具体变量定义如表 1 所示。

## 四、实证分析

### (一) 描述性统计

表 2 报告了变量的描述性统计结果。其中可以看出披露企业社会责任报告的公司并不多, 只占全部样本总数的 21.8%, 并且国有企业和非国有企业  $Q\_CSR_t$  的平均值分别是 39.912 和 36.231, 子样本总体的  $Q\_CSR_t$  平均值只有 38.565, 说明中国上市公司履行社会责任的整体水平需要进一步加强。全样本的主要控制变量方面, 经营现金流占比 ( $Ocf$ ) 最大值为 112.7%, 最小值为 -1 105.6%, 均值为 4.4%, 说明样本公司创造经营性现金流能力

表 1 变量定义		
变量符号	变量名称	定义
<i>Distress</i>	财务困境	若 $Z$ 值 $< 1.8$ , <i>Distress</i> 取 1, 否则取 0
<i>CSR</i>	企业社会责任	虚拟变量, 企业披露社会责任取 1, 否则取 0
$Q\_CSR_i$	企业社会责任质量	分值越高, 企业社会责任越强
$Q\_CSR_{i-1}$	企业社会责任质量	提前一期的企业社会责任
<i>Ocf</i>	经营现金流	营运现金流/年末总资产
<i>ROA</i>	总资产收益率	净利润/平均资产总额
<i>Size</i>	企业规模	公司年末总资产自然对数
<i>Lev</i>	财务杠杆	公司年末总负债/总资产
<i>Noperate</i>	营业外收支净额	营业外收支净额/年末总资产
<i>DSratio</i>	独立董事比例	独立董事人数占董事会人数比例
<i>First</i>	第一大股东持股比例	第一大股东持股总数占总股本的比重

变异较大,但总体保持平稳增长势头;资产负债率(*Lev*)均值为 45.7%,说明样本上市公司的资产负债率水平适中,营业外收支净额(*Noperate*)最大值为 4.190,最小值为 -4.945,说明样本选取存在一定的差异性,比较合理。从其他数据的均值、最大最小值以及中位数来看,基本符合正态分布,在此不再赘述。

## (二) 回归结果分析

### 1. 企业社会责任与财务困境

表 3 为模型(1)的回归结果。模型(1)检测的是企业社会责任与财务困境的关系,在该模型中,企业社会责任(*CSR*)的系数为 -0.493,并在 1% 水平上显著,说明了企业社会责任投入与财务困境之间存在负相关关系,假设 1 得到验证。在控制变量方面,经营现金流(*Ocf*)和总资产收益率(*ROA*)的系数均显著为负,说明企业经营活动资金越多、盈利能力越强,越不易陷入财务困境,这与大多数研究的结论是一致的。公司规模(*Size*)的系数显著为正,说明企业规模越大,反而越容易陷入财务困境。其原因可能是企业规模越大,发展速度越快,业务问题越复杂,越容易忽略一些问题。公司财务杠杆(*Lev*)系数显著为正,说明资产负债率越高,企业越容易陷入财务困境。营业外收支净额(*Noperate*)系数为正,说明更多依赖非经营性损益的企业更容易

表 2 描述性统计				
Panel A 全样本 $N = 27\ 022$				
变量	最大值	均值	最小值	标准差
<i>Distress</i>	1	0.279	0	0.448
<i>CSR</i>	1	0.218	0	0.413
<i>Ocf</i>	1.127	0.044	-11.056	0.113
<i>ROA</i>	4.091	0.041	-1.997	0.097
<i>Size</i>	28.635	22.095	13.076	1.359
<i>Lev</i>	9.841	0.457	0.002	0.313
<i>Noperate</i>	4.190	0.005	-4.945	0.072
<i>DSratio</i>	1	0.374	0	0.073
<i>First</i>	0.900	0.342	0.000	0.154
Panel B 验证当期社会责任质量影响的子样本				
变量	非国有企业组		国有企业组	
	$N = 2\ 055$		$N = 3\ 563$	
	均值	标准差	均值	标准差
<i>Distress</i>	0.249	0.432	0.434	0.496
$Q\_CSR_i$	36.231	10.407	39.912	12.973
<i>Ocf</i>	0.053	0.077	0.051	0.070
<i>ROA</i>	0.054	0.077	0.034	0.056
<i>Size</i>	22.501	1.206	23.461	1.480
<i>Lev</i>	0.441	0.203	0.530	0.196
<i>Noperate</i>	0.005	0.025	0.004	0.013
<i>DSratio</i>	0.376	0.074	0.375	0.076
<i>First</i>	0.315	0.153	0.412	0.161
Panel C 验证提前一期社会责任质量影响的子样本①				
变量	非国有企业组		国有企业组	
	$N = 2\ 005$		$N = 3\ 440$	
	均值	标准差	均值	标准差
变量	均值	标准差	均值	标准差
<i>Distress</i>	0.268	0.443	0.446	0.497
$Q\_CSR_{i-1}$	36.321	10.511	39.956	12.959
<i>Ocf</i>	0.058	0.073	0.051	0.067
<i>ROA</i>	0.052	0.085	0.037	0.058
<i>Size</i>	22.666	1.233	23.567	1.494
<i>Lev</i>	0.452	0.212	0.531	0.200
<i>Noperate</i>	0.002	0.042	0.004	0.013
<i>DSratio</i>	0.376	0.075	0.376	0.077
<i>First</i>	0.308	0.150	0.409	0.160

陷入财务困境。独立董事比例系数为负,但不显著,说明提高独立董事的比例未必能有效防止企业出现财务困境问题。

① Panel C 中,国有企业组和非国有企业组的总样本数为 5 445,比 Panel B 中 5 618 的总样本数少,是由于模型(3)使用提前一期的企业社会责任而使得变量数据间匹配关系发生变化所致。

表 3 企业社会责任对财务困境影响的回归结果

变量	(1)
	<i>Distress</i>
<i>CSR</i>	-0.493 *** (-9.99)
<i>Ocf</i>	-5.106 *** (-18.66)
<i>ROA</i>	-11.042 *** (-32.20)
<i>Size</i>	0.722 *** (38.40)
<i>Lev</i>	6.905 *** (55.42)
<i>Noperate</i>	1.070 ** (2.34)
<i>DSratio</i>	-0.134 (-0.50)
<i>First</i>	-0.278 *** (-2.14)
<i>Constant</i>	-20.316 ** (-37.22)
<i>N</i>	27 022
<i>Industry</i>	Control
<i>Year</i>	Control

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的水平显著。

2. 企业社会责任质量与财务困境

表 4 为企业社会责任质量的回归结果。企业社会责任质量用润灵环球责任评级的评分来衡量,以  $Q\_CSR_t$  表示当期企业社会责任质量,  $Q\_CSR_{t-1}$  表示提前一期企业社会责任质量,回归模型分别为模型(2)和模型(3)。由表 4 第(1)列可以看出,当期企业社会责任与被解释变量显著负相关,说明企业社会责任质量与企业财务困境是负相关的,质量越好,企业越“安全”,越不易陷入财务困境,假设 2 得到验证。

模型(3)以  $Q\_CSR_{t-1}$  表示提前一期的企业社会责任质量,回归结果如表 4 第(2)列所示。结果表明,企业社会责任与财务困境也是存在负相关关系,这与模型(2)的结果是一致的。本次结果同时说明了运用提前一期的企业社会责任作为解释变量来进行回归的情形,可以消除因果倒置这一内生性问题,这也说明了本文的研究结果是稳健的。在控制变量方面,企业经营现金流系数和总资产收益率系数都显著为负,说明了企业自身创造价值能力越高,越不易陷入财务困境。而营业外收支净额系数有正有负,说明非经营性损益对企业财务的影响方向不确定。独立董事占比的结果与假设(1)的结果类似,在经济上和统计上仍然是不显著的。

表 4 企业社会责任质量对财务困境影响的回归结果

变量	(1)	(2)
	<i>Distress</i>	
$Q\_CSR_t$	-0.011 *** (-2.71)	
$Q\_CSR_{t-1}$		-0.011 *** (-2.64)
<i>Ocf</i>	-6.310 ***	-6.845 ***
	(-8.66)	(-8.86)
<i>ROA</i>	-19.732 ***	-18.473 ***
	(-16.48)	(-16.33)
<i>Size</i>	0.622 ***	0.554 ***
	(14.24)	(13.06)
<i>Lev</i>	7.917 ***	8.611 ***
	(22.15)	(24.29)
<i>Noperate</i>	5.160	-4.842 **
	(1.49)	(-1.96)
<i>DSratio</i>	-0.350	-0.350
	(-0.61)	(-0.62)
<i>First</i>	-0.979 ***	-1.099 ***
	(-3.72)	(-4.07)
<i>Constant</i>	-16.626 ***	-15.448 ***
	(-18.70)	(-15.88)
<i>N</i>	5 618	5 445
<i>Industry</i>	Control	Control
<i>Year</i>	Control	Control

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的水平显著。

3. 分产权回归结果

为区分产权性质来说明企业社会责任与财务困境的关系,本文将样本分为国有企业组和非国有企业组进行回归。表 5 为分产权回归结果。由回归结果可以看出,在不同的产权性质组,企业社会责任的系数差异很大,非国有组的  $Q\_CSR_t$  为 -0.028,  $Q\_CSR_{t-1}$  为 -0.030,且均在 1% 水平上显著,说明非国有企业履行社会责任与财务困境存在负相关关系,进一步说明非国有上市公司通过履行社会责任可以在一定程度上防止企业陷入财务困境;作为对比,国有组  $Q\_CSR_t$  和  $Q\_CSR_{t-1}$  的系数很小,并且都不显著,说明国有企业履行社会责任与自身业绩、财务风险无明显关联,这与前述分析结果是一致的,假设 3 得到验证。

(三) 稳健性检验

借鉴窦鑫丰<sup>[49]</sup>的做法,我们采用企业社会捐



表 5 分产权回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
		Distress		
	非国有组	国有组	非国有组	国有组
$Q\_CSR_t$	-0.028*** (-3.24)	-0.007 (-1.60)		
$Q\_CSR_{t-1}$			-0.030*** (-3.56)	-0.007 (-1.49)
$Ocf$	-7.200*** (-5.71)	-6.652*** (-7.30)	-8.763*** (-6.18)	-6.578*** (-6.93)
$ROA$	-22.916*** (-11.16)	-19.822*** (-12.72)	-20.204*** (-9.87)	-18.334*** (-13.44)
$Size$	0.756*** (7.92)	0.620*** (12.05)	0.658*** (7.34)	0.550*** (11.03)
$Lev$	8.408*** (12.24)	7.895*** (18.02)	8.970*** (13.03)	8.551*** (20.17)
$Noperate$	18.418*** (3.66)	-4.321 (-0.99)	-6.284** (-2.13)	-7.723** (-2.03)
$DSratio$	0.036 (0.03)	-0.527 (-0.77)	-1.052 (-0.95)	-0.212 (-0.31)
$First$	0.166 (0.30)	-1.373*** (-4.22)	-0.015 (-0.03)	-1.476*** (-4.40)
$Constant$	-20.091*** (-9.42)	-16.328*** (-13.89)	-17.257*** (-8.57)	-15.273*** (-13.06)
$N$	2 055	3 557	2 005	3 433
$Industry$	Control	Control	Control	Control
$Year$	Control	Control	Control	Control

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的水平显著。

赠 (*Donation*) 作为企业社会责任代理变量进行稳健性检验。表 6 报告了稳健性检验的结果。由表 6 结果可知,使用企业社会捐赠作为企业社会责任的代理变量之后,尽管系数的数值有所变化,但其对财务困境的影响方向没变且仍然在统计上显著。

进一步地,本文借鉴吕长江等<sup>[6]</sup>、王克敏等<sup>[50]</sup>对财务困境判别标准,用“资不抵债”定义财务困境公司,即把连续流动比率小于 1 并持续 2 年作为财务困境公司的标准。若连续 2 年流动比率小于 1,我们将设置 *distress* 变量并赋值为 1,否则为 0,回归结果如表 7 所示。由表 7 第(1)、(2)列回归结果可以看出,履行社会责任的质量与财务困境之间存在负相关关系,且都在 1% 水平上显著,支

表 6 替代变量法(一)

变量	(1)
	Distress
$Donation$	-0.422*** (-6.10)
$Ocf$	-5.112*** (-18.73)
$ROA$	-10.911*** (-31.87)
$Size$	0.684*** (37.78)
$Lev$	6.886*** (55.40)
$Noperate$	0.995** (2.16)
$DSratio$	-0.133 (-0.50)
$First$	-0.300*** (-2.32)
$Constant$	-19.505*** (-36.64)
$N$	27,022
$Industry$	Control
$Year$	Control

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的水平显著。

持了假设 2。第(3)、(5)和(4)、(6)列结果显示非国有企业和国有企业履行高质量的社会责任都有一定的防止财务困境发生的作用,但是国有企业履行社会责任质量与财务困境的负向关系较非国有企业弱。这说明不同产权性质下,企业履行社会责任的质量对财务困境的影响确实有所不同。不过这种不同与假设 3 中非国有企业履行高质量的社会责任可以对财务困境起到抑制作用,而国有企业履行社会责任质量与财务困境之间并无明显关系的假设不完全一致。假设 3 部分地通过了稳健性检验。以上结果表明,我们的结论总体上是稳健的。

在所有披露社会责任报告的公司中,一部分属于应规披露<sup>①</sup>,一部分属于自愿披露。除应规披露的公司外,其他上市公司是否披露社会责任报告都是一个自愿选择的过程。因此在我们的样本中,很可能有部分履行社会责任水平较高的样本由于没有披露社会责任报告,而落入履行社会责任水平低的集合里。如果这种情况发生,则会导致回归结果有偏。为了判断前文得出的结论是否稳健,本部分还对前面获得的经验证据采用

① 上海证券交易所规定,上证治理板块公司、发行海外权益的公司以及金融类公司应披露社会责任报告,深圳证券交易所规定,属于深证 100 指数成分股的公司应披露社会责任报告。

表 7 替代变量法(二)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>distress</i>					
			非国有组	国有组	非国有组	国有组
$Q\_CSR_t$	-0.017***		-0.029***	-0.016***		
	(-4.45)		(-2.95)	(-3.63)		
$Q\_CSR_{t-1}$		-0.019***			-0.035***	-0.017***
		(-4.51)			(-3.08)	(-3.70)
$Ocf$	6.925***	7.684***	6.154***	6.998***	7.254***	7.562***
	(9.46)	(9.25)	(4.60)	(7.86)	(4.62)	(7.63)
$ROA$	-9.476***	-9.237***	-7.661***	-10.018***	-7.406***	-9.418***
	(-10.16)	(-8.96)	(-4.98)	(-8.18)	(-4.20)	(-7.27)
$Size$	0.298***	0.293***	0.125	0.347***	0.068	0.350***
	(7.38)	(6.73)	(1.35)	(7.49)	(0.65)	(7.02)
$Lev$	6.583***	6.769***	8.243***	6.141***	8.361***	6.483***
	(19.03)	(17.70)	(10.94)	(15.21)	(9.84)	(14.57)
$Noperate$	4.860*	5.123*	3.046	5.789	7.686	3.692
	(1.82)	(1.65)	(0.68)	(1.64)	(1.53)	(0.96)
$DSratio$	-0.555	-0.550	0.781	-0.715	1.094	-0.764
	(-0.96)	(-0.89)	(0.63)	(-1.06)	(0.83)	(-1.06)
$First$	0.394	0.343	0.759	0.174	0.614	0.121
	(1.49)	(1.20)	(1.28)	(0.55)	(0.93)	(0.35)
$Constant$	-10.063***	-10.364***	-8.067***	-10.475	-4.827**	-10.368
	(-10.88)	(-10.16)	(-3.61)	(-10.50)	(-2.11)	(-9.62)
$N$	5 592	4 695	2 033	3 379	1 632	2 916
$Industry$	Control	Control	Control	Control	Control	Control
$Year$	Control	Control	Control	Control	Control	Control

注：\*、\*\*、\*\*\*分别代表 10%、5%、1% 的水平显著。

Heckman<sup>[51]</sup>介绍的两阶段回归方法实施内生性检验。Heckman 检验包括两个阶段：一是利用 Probit 估计选择方程,得到逆米尔斯比率(inverse Mill’s ratio);二是将第一阶段得到的逆米尔斯比率作为解释变量放入原模型中进行回归,以缓解内生性影响。为了计算逆米尔斯比率,我们建立模型(4)

$$Probit( CSR = 1 ) = \theta_0 + \theta_1 Compul + \theta_2 Dual + \theta_3 Power + \theta_4 D\_Scale + \theta_5 DSratio + \theta_6 Lev + \theta_7 ROA + \theta_8 Size + \theta_9 Fnlctl + \varepsilon \tag{4}$$

模型(4)中变量含义见表 8。 $\theta_0$  为常数项, $\theta_i$  ( $i = 1, 2, \cdots, 9$ )为变量系数, $\varepsilon$  为误差项。有效样本数为 22 507 个。回归结果见表 9。

第二步将模型(4)中求出的逆米尔斯比率  $Lambda$  放入模型(1)、(2)、(3)中,建立相应的新

表 8 模型(4)中变量及其含义

变量符号	变量名称	定义
$CSR$	企业社会责任	虚拟变量,企业披露社会责任取 1, 否则取 0
$Compul$	强制披露	虚拟变量,应规披露的公司取 1, 否则取 0
$Dual$	两职合一	虚拟变量,董事长与总理由一人担任取 1,否则取 0
$Power$	股权制衡度	第一大股东持股数量与前五大股东中其他四大股东持股数量之和的比值
$D\_Scale$	董事会规模	董事会总人数
$DSratio$	独立董事比例	独立董事人数占董事会人数比例
$Lev$	财务杠杆	公司年末总负债除以总资产
$ROA$	总资产收益率	净利润/平均资产总额
$Size$	企业规模	公司年末总资产自然对数
$Fnlctl$	最终控制人类型	虚拟变量,国有控股取 1,非国有取 0

表 9 Heckman 检验第一阶段回归结果

变量	(1)
	CSR
Compul	2.737 *** (55.78)
Dual	-0.114 *** (-3.94)
Power	-0.002(-1.27)
D_Scale	-0.001(-0.11)
DSratio	0.044(0.23)
Lev	-0.400 *** (-5.83)
ROA	-0.055(-0.32)
Size	0.324 *** (26.51)
Fnltcl	-0.074 *** (-3.82)
Constant	-8.098 *** (-27.37)
N	22 507
Industry	Control
Year	Control
LR chi <sup>2</sup>	10 855.24 ***
Pseudo R <sup>2</sup>	0.429 5

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的水平显著。  
模型,并对含有 *Lambda* 的数据分别进行回归,得到结果如表 10 所示。

从表 10 可以看出,与表(3)至表(5)报告的基准回归值相比,尽管 *Lambda* 的系数显著,但全部模型中解释变量的系数符号没变。*CSR* 系数数值由 -0.493 变为 -0.248,仍然具有经济学意义上很高的显著性。 $Q\_CSR_t$  和  $Q\_CSR_{t-1}$  的系数的绝对值较基准回归值则有所提高,统计学意义上的显著性水平则整体有所提高,特别是国有组的系数由不显著变为在 5% 水平上显著,说明在控制内生性之后,国有企业履行社会责任也对财务困境有一定的抑制作用,只不过这种作用较非国有企业为弱。总的来看,尽管存在内生性问题,但本文的主要研究结论未受内生性问题的实质影响。

五、结论与启示

企业积极履行社会责任,并对外披露社会责任信息是一种利于企业发展的信号传递机制,向外部投资者、消费者、政府等利益相关者传达了

积极的信号,可以通过营造良好声誉、建立良性利益相关者关系等机制提高企业财务安全硬边际和软边际,从而防止企业陷入财务困境。同时,产权异质性可能对上述关系产生影响,因为不同产权性质的企业,其履行社会责任的动机存在差异,而且民众等利益相关者对不同产权性质企业履行社会责任的预期也不一样。本文以 2009~2019 年中国沪深上市公司为样本,对上述关系进行了经验分析。本文的结论主要有:第一,企业社会责任与财务困境存在负相关关系,企业履行社会责任有利于防止其陷入财务困境。第二,企业履行社会责任质量与财务困境存在负相关关系。企业履行社会责任质量越高,越被外界认可,企业越不容易陷入财务困境。第三,非国有企业履行高质量的社会责任可以对财务困境起到显著抑制作用,而国有企业履行社会责任质量抑制财务困境的作用稍弱。这一差异极有可能是人们对国有企业与非国有企业履行社会责任预期不同带来的。另外,国有企业承担社会责任与财务困境之间无明显关系的假设并没有得到验证。造成这一结果的原因也许在于,通过多年的社会责任建设,人们对于国有企业承担社会责任的行为由中性评价转变为更多的正面评价和回应。事实是否是这样,需要更多的调查或经验证据来证明。

六、结语

本研究丰富了现有关于企业承担社会责任所产生经济后果的文献,也为企业防范财务困境风险提示了一条新的思路,即通过履行社会责任、主动做好利益相关者管理、建立良性利益相关者关系、提高财务安全软边际等。本文的结果有助于企业管理层根据自身的发展制定合适的企业社会责任战略,也有助于外部利益相关者对企业进行投资等相关决策。

表 10 Heckman 检验第二阶段回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Distress						
				非国有组	国有组	非国有组	国有组
CSR	-0.248 ***						
	( -3.63)						
Q_CSR <sub>t</sub>		-0.014 ***		-0.035 ***	-0.010 * *		
		( -3.39)		( -3.97)	( -2.09)		
Q_CSR <sub>t-1</sub>			-0.016 ***			-0.039 ***	-0.012 * *
			( -3.54)			( -3.84)	( -2.35)
Oef	-4.915 ***	-6.451 ***	-7.152 ***	-7.205 ***	-6.904 ***	-8.495 ***	-7.159 ***
	( -16.71)	( -8.70)	( -8.45)	( -5.62)	( -7.40)	( -5.36)	( -6.96)
ROA	-12.127 ***	-19.155 ***	-19.742 ***	-22.634 ***	-19.699 ***	-23.943 ***	-19.007 ***
	( -28.50)	( -15.93)	( -14.47)	( -11.26)	( -12.30)	( -9.59)	( -11.23)
Size	0.866 ***	0.749 ***	0.731 ***	1.067 ***	0.713 ***	1.058 ***	0.681 ***
	(30.95)	(15.00)	(13.48)	(9.04)	(12.52)	(7.99)	(11.17)
Lev	6.616 ***	8.281 ***	8.575 ***	9.075 ***	8.049 ***	9.057 ***	8.459 ***
	(46.58)	(22.25)	(20.72)	(12.75)	(17.80)	(11.00)	(17.12)
Noperate	2.002 ***	5.598	2.319	18.816 ***	-5.094	15.431 *	-5.657
	(3.74)	(1.61)	(0.58)	(3.78)	( -1.14)	(1.94)	( -1.20)
DSratio	-0.056	-0.215	-0.256	-0.630	-0.235	-1.695	-0.089
	( -0.19)	( -0.36)	( -0.40)	( -0.52)	( -0.33)	( -1.27)	( -0.12)
First	-0.219	-1.052 ***	-1.126 ***	0.016	-1.470 ***	-0.121	-1.424 ***
	( -1.52)	( -3.92)	( -3.81)	(0.03)	( -4.42)	( -0.18)	( -3.97)
Lambda	0.353 ***	0.424 ***	0.386 ***	0.693 ***	0.362 ***	0.623 ***	0.349 ***
	(5.75)	(5.98)	(4.89)	(5.14)	(4.00)	(4.16)	(3.46)
Constant	-23.505 ***	-19.980 ***	-19.540 ***	-27.291 ***	-18.763 ***	-26.236 ***	-18.387 ***
	( -33.20)	( -17.46)	( -15.65)	( -10.16)	( -14.20)	( -8.72)	( -12.96)
N	22 507	5 466	4 582	2 012	3 449	1 605	2 972
Industry	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
Year	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的水平显著。

参考文献：

[ 1 ] 吴星泽. 财务危机预警研究:存在问题与框架重构 [J]. 会计研究,2011(2):59-65.

[ 2 ] 王红丽,崔晓明. 你第一时间选对核心利益相关者了吗? [J]. 管理世界,2013(12):133-144.

[ 3 ] Jensen M C,Meckling W H. Theory of the firm; managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics,1976,4(3):305-360.

[ 4 ] Warner J B. Bankruptcy costs; some evidence [J]. The Journal of Finance,1977,32(2):337-347.

[ 5 ] Altman E I. A further empirical investigation of the bankruptcy cost question [J]. The Journal of Finance,1984,39(4):1067-1089.

[ 6 ] 吕长江,韩慧博. 财务困境、财务困境间接成本与公司业绩 [J]. 南开管理评论,2004(3):80-85.

[ 7 ] 姜付秀,张敏,陆正飞,等. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境 [J]. 经济研究,2009(1):131-143.

[ 8 ] 章铁生,方淑田. 货币政策波动、内部控制免疫系统与企业财务困境风险 [J]. 财务研究,2017(5):35-45.

[ 9 ] 李心合. 财务失败及其预警 [J]. 财务与会计 (理财版),2007(12):57-59.

[ 10 ] 吴星泽. 财务预警的非财务观 [J]. 当代财经,2010(4):122-128.

- [11] Altman E I. Financial ratios, discriminant analysis, and the prediction of corporate bankruptcy[J]. The Journal of Finance, 1968, 23(4): 589-609.
- [12] 李敏. 危机预警与财务诊断: 企业医治理论与实践[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2019.
- [13] Megginson W L, Meles A, Sampagnaro G, et al. Financial distress risk in initial public offerings: how much do venture capitalists matter? [J]. Journal of Corporate Finance, 2019, 59: 10-30.
- [14] 祝继高, 齐肖, 汤谷良. 产权性质、政府干预与企业财务困境应对——基于中国远洋、尚德电力和李宁公司的多案例研究[J]. 会计研究, 2015(5): 28-34.
- [15] 王宁. 基于违约距离的财务困境化解问题研究[J]. 财经问题研究, 2019(6): 82-90.
- [16] Argenti J. Corporate collapse: the cause and symptoms [M]. New York: McGraw-Hill, 1976.
- [17] 钱忠华. 公司治理与企业财务困境——基于股权结构角度的实证分析[J]. 经济与管理研究, 2009(5): 80-86.
- [18] 李秉成, 朱慧颖. 管理者过度自信、企业价值与企业财务困境的关系——基于东星集团的案例研究[J]. 管理案例研究与评论, 2012(5): 391-403.
- [19] Orlitzky M, Benjamin J D. Corporate social performance and firm risk: a meta-analytic review[J]. Business & Society, 2001, 40(4): 369-396.
- [20] Verwijmeren P, Derwall J. Employee well-being, firm leverage, and bankruptcy risk [J]. Journal of Banking & Finance, 2010, 34(5): 956-964.
- [21] Boubaker S, Cellier A, Manita, et al. Does corporate social responsibility reduce financial distress risk? [J]. Economic Modelling, 2020, 91: 835-851.
- [22] Pava L, Krausz J. Corporate social responsibility and financial performance: the paradox of social cost [J]. Journal of Business Ethics, 1996, 15: 321-357.
- [23] Carroll A. A three-dimensional conceptual model of corporate performance [J]. Academy of Management Review, 1979, 4(4): 497-505.
- [24] Dahlsrud A. How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions [J]. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 2008, 15(1): 1-13.
- [25] Moskowitz M. Choosing socially responsible stocks [J]. Business & Society Review, 1972, 1: 71-75.
- [26] Bowman E H, Haire M. A strategic posture toward corporate social responsibility [J]. California Management Review, 1975, 18: 49-58.
- [27] 李国平, 韦晓茜. 企业社会责任内涵、度量与经济后果[J]. 会计研究, 2014(8): 33-40.
- [28] Barnett M L, Salomon R M. Beyond dichotomy: the curvilinear relationship between social responsibility and financial performance [J]. Strategic Management Journal, 2006, 27(11): 1101-1122.
- [29] 温素彬, 方苑. 企业社会责任与财务绩效关系的实证研究——利益相关者视角的面板数据分析[J]. 中国工业经济, 2008(10): 150-160.
- [30] 马龙龙. 企业社会责任对消费者购买意愿的影响机制研究[J]. 管理世界, 2011(5): 120-126.
- [31] McWilliams A, Siegal D S, Wright P M. Corporate social responsibility: strategic implications [J]. Journal of Management Studies, 2006(1): 1-18.
- [32] 杨皖苏, 杨善林. 中国情境下企业社会责任与财务绩效关系的实证研究——基于大、中小型上市公司的对比分析[J]. 中国管理科学, 2016(1): 143-150.
- [33] 邵君利. 企业社会责任活动对企业价值的影响——根据中国化学制品行业上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2009(1): 75-80.
- [34] Brammer S, Brooks C, Pavelin S. Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures [J]. Financial Management, 2006, 35(3): 97-116.
- [35] Makni R, Francoeur C, Bellavance F. Causality between corporate social performance and financial performance: evidence from Canadian firms [J]. Journal of Business Ethics, 2009, 89: 409-422.
- [36] Aupperle K E, Carroll A B, Hatfield J D. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability [J]. The Academy of Management Journal, 1985, 28(2): 446-463.
- [37] 石军伟, 胡立君, 付海燕. 企业社会责任、社会资本与组织竞争优势: 一个战略互动视角[J]. 中国工业经济, 2009(11): 87-97.

- [38] 曾慧宇,曾爱民. 企业应将履行社会责任提升到战略高度[N]. 人民日报,2017-07-24(7).
- [39] 李姝,赵颖,童婧. 社会责任报告降低了企业权益资本成本吗?——来自中国资本市场的经验证据[J]. 会计研究,2013(9):64-70.
- [40] Porter M E, Kramer M R. The link between competitive advantage and corporate social responsibility[J]. Harvard Business Review, 2006(12):1-15.
- [41] Kytte B, Ruggie J. Corporate social responsibility as risk management[EB/OL]. (2005-03-01)[2020-09-15]. <http://www.doc88.com/p-8601607339887.html>.
- [42] 黎文靖,池勤伟. 高管职务消费对企业业绩影响机理研究——基于产权性质的视角[J]. 中国工业经济,2015(4):122-134.
- [43] 孙铮,刘凤委,李增泉. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构[J]. 经济研究,2005(5):52-63.
- [44] 林毅夫,李志资. 政策性负担、道德风险与预算软约束[J]. 经济研究,2004(2):17-27.
- [45] 袁淳,荆新,廖冠民. 国有公司的信贷优惠:信贷干预还是隐性担保——基于信用贷款的实证检验[J]. 会计研究,2010(8):49-54.
- [46] 赵天骄,肖翔,张冰石. 企业社会责任对资本配置效率的动态影响效应——基于公司治理视角的实证研究[J]. 山西财经大学学报,2018(11):66-80.
- [47] 胡宁,靳庆鲁. 社会性负担与公司财务困境动态——基于ST制度的考察[J]. 会计研究,2018(11):28-35.
- [48] 胡国柳,彭远怀. 董事高管责任保险与企业财务困境风险——基于A股上市公司的经验证据[J]. 财经理论与实践,2018(6):75-82.
- [49] 窦鑫丰. 企业社会责任对财务绩效影响的滞后效应——基于沪深上市公司面板数据的实证分析[J]. 产业经济研究,2015(3):74-81.
- [50] 王克敏,姬美光,赵沫. 宏观经济环境、公司治理与财务困境研究[J]. 经济与管理研究,2006(9):18-25.
- [51] Heckman J J. The common structure of statistical models of truncation, sample selection and limited dependent variables and a simple estimator for such models[J]. Annals of Economic and Social Measurement, 1976,5(4):475-492.

(责任编辑:王佳)