

欢迎按以下格式引用:陈承,殷飘滢.重大突发公共事件下企业社会责任的类保险效应——内部控制与机构投资者持股的调节作用[J].长江大学学报(社会科学版),2023,46(4):93-106.

重大突发公共事件下企业社会责任的类保险效应

——内部控制与机构投资者持股的调节作用

陈承 殷飘滢

(长江大学 经济与管理学院,湖北 荆州 434023)

摘要:结合利益相关者理论、组织韧性理论和信号理论视角,阐释了重大突发公共事件冲击下企业前期社会责任对公司市场价值的类保险作用机理,并分别剖析了内部控制和机构投资者持股对企业前期社会责任与公司市场价值关系的调节作用机理。论文基于 2020 年初暴发的新冠肺炎疫情事件,采用事件研究法,以中国沪深 A 股 3033 家上市公司为研究样本开展了实证检验。研究发现,企业前期社会责任与公司市场价值显著正相关;内部控制和机构投资者持股比例在企业前期社会责任与公司市场价值关系中均发挥显著的负向调节作用。进一步分析发现,企业前期社会责任对公司市场价值的类保险效应仅在非国有企业样本组中得到经验证据支持;相对于公共型企业社会责任,前期技术型企业社会责任对公司市场价值的类保险效应更为显著。

关键词:重大突发公共事件;企业社会责任;类保险效应;内部控制;机构投资者

分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1673-1395(2023)04-0093-14

一、引言

党的二十大报告指出,我国发展进入战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期,各种“黑天鹅”“灰犀牛”事件随时可能发生。这意味着,后疫情时代不可预测的重大突发公共事件将会变得愈加频发,使得我国国家治理体系和治理能力面临严峻考验。企业是国家治理体系的重要主体之一,社会责任实践是企业参与公共危机治理及其它社会治理的基本方式和主要途径。在此背景下,深入探究中国企业如何践行社会责任以应对重大突发公共事件带来的负面影响,具有重要而深远的现实意义。

重大突发公共事件通常会导致股票市场价格大幅下跌,使得公司市场价值受损并进一步加剧金融

系统性风险。例如,2020 年 2 月 3 日,随着新冠肺炎疫情的突然暴发,上证综指下跌 7.72%,沪深两市超 3200 只股票出现跌停,占比 85%以上;同年 3 月美股连续 4 次触发熔断机制,其他国家股市也遭遇了暴跌。现有大量文献以企业自身原因引发的内生性危机事件为背景,探讨了企业社会责任的类保险效应,认为企业前期社会责任投资类似于购买了某种保险,从而有效缓解了利益相关者对危机事件的消极反应(Godfrey 等,2009)^[1]。那么,在负面影响巨大且难以预测的外生性重大突发公共事件冲击下,企业前期社会责任对公司市场价值是否也同样会发挥类保险效应?其类保险作用机理是什么?是否存在边界条件?

为了回答以上问题,本文以新冠肺炎疫情这一

收稿日期:2022-04-16

基金项目:国家社会科学基金项目“‘双碳’目标下政府环境治理与民营企业绿色发展协同机制与路径研究”(22BGL082)

第一作者简介:陈承(1978-),男,湖北潜江人,教授,博士,主要从事企业社会责任研究。

通信作者:殷飘滢(1996-),女,湖北孝感人,主要从事企业社会责任研究,E-mail:122041733@qq.com。

重大突发公共事件为例,运用事件研究法,采用2020年中国沪深A股3033家上市公司为研究样本,实证检验了企业前期社会责任对公司市场价值的类保险效应,并分别从内部控制和外部机构投资者持股两方面考察了这一类保险效应的边界条件。本文的主要创新与贡献在于:(1)聚焦于重大突发公共事件,探讨了企业前期社会责任缓解公司市场价值损失的内在机理,弥补了企业社会责任在外生性重大突发公共事件中类保险作用的研究缺口,为管理层通过实施企业社会责任战略有效应对重大突发公共事件的负面影响提供了重要启示;(2)整合利益相关者理论、组织韧性理论和信号传递理论等多个视角,将组织韧性具象化为企业与利益相关者相互依赖关系的稳定性和灵活性特征,揭示了重大突发公共事件下企业前期社会责任作为表征组织韧性的信号对投资者决策的影响机理,有助于深化对组织韧性理论的认识,并拓展其在企业社会责任领域的应用;(3)从内部控制与机构投资者持股两个层面,对重大突发公共事件冲击下企业社会责任类保险效应的边界条件展开探索,丰富了公司治理领域的相关文献,为推进企业社会责任治理体系和治理能力现代化提供理论借鉴和对策参考。

二、文献回顾

企业社会责任是以提高社会福利为目的,并超越法律规定之上和明确的交易利益之外的企业自愿性行为(McWilliams等,2001)^[2]。有关企业社会责任经济后果的研究大多聚焦于公司财务绩效或竞争优势等方面。近年来,一些学者开始将研究转向特定的危机事件,并对企业社会责任的类保险效应展开讨论。根据危机事件归责对象的不同,大体上可将以往研究划分为以下两类。

第一类研究聚焦于由企业及其所处行业相关的原因引发的内生性危机事件,如财务造假、违法行为、环境污染、产品召回等,尝试回答企业社会责任对危机事件引发的声誉风险是否和如何发挥类保险作用。一些学者基于“道德资本假说”提供了解释,认为履行社会责任有助于企业与利益相关者之间积累道德资本,而道德资本促使利益相关者对危机事件做出积极归因,从而缓解其对公司的负面评价或制裁(Godfrey等,2009;Shiu等,2017)^[1,3]。而另一些学者从责任归属角度进一步探讨了企业社会责任

类保险功能的作用边界,例如,张丹妮等(2022)在将内生性危机事件划分为低责任归因事件和高责任归因事件后,发现高责任归因事件中企业社会责任的良好表现反而导致更加消极的市场反应,之后他们结合期望违背理论提供了解释(Bundy等,2015)^[4,5]。此外,还有一些学者将内生性危机事件限定为企业社会责任缺失行为,探讨与这些缺失行为所处同一领域的企业社会责任表现在危机冲击下的市场反应,但研究结论却并不一致;李井林等(2019)以疫苗门事件为例,发现企业消费者责任发挥类保险效应^[6];而Carlos等(2018)则认为企业不同维度社会责任表现在应对与之处相同领域的违规事件冲击时,不仅未能发挥类保险作用,而且还适得其反^[7]。

第二类研究聚焦于外生性危机事件,如飓风、911恐怖袭击事件、金融危机等,尝试回答企业社会责任对危机事件引发的经营风险是否和如何发挥类保险作用。部分学者基于“风险缓解假说”提供了解释,认为对社会负责任的公司会更倾向于关注利益相关者群体,更积极地参与解决社会问题,进而更容易获得降低风险的私人信息或专业知识,由此在外生危机事件下这些公司规避内在风险的能力会更强(Ongsakul等,2021)^[8];同时从社会资本视角来看,履行社会责任还有助于企业与利益相关者建立信任关系,而这种信任关系可抵御危机冲击下公众信任下降带来的经营风险(Lins等,2017)^[9]。另一部分学者结合利益相关者注意理论,发现新闻媒体覆盖度可增强外生危机事件冲击下企业社会责任的类保险效应(Madsen等,2015)^[10]。此外,尽管“风险缓解假说”在一定程度上解释了企业具有承载外生冲击的风险抵御能力,但是无法解释现实中为什么会存在一些企业,不仅能承载外生冲击而且还拥有从中恢复至原有状态甚至反弹的潜在能力。这种能力被组织行为学领域的学者称之为组织韧性。为此,有学者引入组织韧性视角,探讨了企业社会责任在危机事件中影响股票市场反应的内在作用机理,发现外生危机事件冲击下社会责任表现越好的企业,相应地其股票价格下跌幅度越小且恢复至原有水平的时间也越短(Desjardine等,2019;Sajko等,2021)^[11,12]。

综上所述,以往学者围绕企业社会责任的类保险效应开展了广泛研究,但仍存在一些不足。一方面,相对于内生性危机事件,聚焦于外生性危机事件的研究文献还较为缺乏,尤其缺乏针对新冠肺炎疫情这类重大突发公共事件的专门研究。另一方面,

“风险缓解假说”适用于负面影响可预测的外生性危机事件(如自然灾害),但是可能并不适用于负面影响巨大且难预测的重大突发公共事件(如新冠肺炎疫情),引入新的理论视角解释该情境下企业社会责任的类保险机制,成为亟待研究的议题。此外,从投资者视角,结合信号理论来看,企业社会责任通过信息披露的方式发送信号影响投资者认知和决策,而处于信号发送端的内部控制水平和处于信号接收端的机构投资者持股比例是影响这一信号传递过程的两个重要情境因素,但现有文献还鲜少关注二者的调节作用。

三、理论分析与研究假设

(一)重大突发公共事件下企业社会责任的类保险作用

重大突发公共事件通常会打击投资者信心,导致公司股价急剧下跌。根据组织韧性理论,在遭遇外生危机事件冲击时,具备稳定性和灵活性特征的韧性组织,更有能力承载冲击并从中恢复和保持原有状态(Buyl等,2019)^[13]。这意味着,重大突发公共事件冲击下组织韧性能增强投资者信心,从而缓解公司股价下跌。利益相关者理论认为,企业根植于利益相关者结构之中,该结构能否持续稳定地为企业提供关键资源,取决于企业与利益相关者签订的一系列显性或隐性契约的履约程度(Freeman, 1999)^[14]。显性契约(如供货合同等)体现了企业与利益相关者之间的交易关系,而隐性契约(如相互信任等)则体现了二者之间的信任关系。已有研究表明,承担社会责任是企业与所有利益相关者保持持久、有益关系的重要途径(刘乾等,2021)^[15]。本文推测,企业社会责任的长期投资通过促进企业与利益相关者之间的相互依赖,从而创造了稳定性和灵活性的组织韧性特征。

首先,企业社会责任投资有助于增强组织稳定性。重大突发公共事件使得企业与利益相关者之间显性契约的违约风险增大,同时与隐性契约有关的信任关系也可能遭到不同程度的破坏。但是,前期社会责任表现更好的企业更有能力为显性契约和隐性契约提供保护,从而更有利于增强企业与利益相关者之间的交易关系与信任关系的稳定性。一方面,前期社会责任表现良好的企业更倾向于保持与外部制度规范的一致性,为了保持正面的社会形象或获取积极的社会认同(崔维军等,2022)^[16],这些企业会将外部制度规范作为一种社会责任理念,嵌

入企业内部的组织体系、惯例和结构之中,这不仅能为企业与利益相关者之间的显性契约提供保护,而且还能避免或减少公司面临的非系统性风险(Desjardine等,2019)^[11],进而有助于增强企业与利益相关者交易关系的稳定性和持久性。另一方面,前期社会责任投资有助于企业与利益相关者之间积累基于信任的关系资产,并形成积极的道德资本(Godfrey等,2009)^[1],而道德资本有助于保护企业与利益相关者之间的隐性契约,从而强化了信任关系的稳定性。此外,前期社会责任投资积累的道德资本还可增强利益相关者的心理安全感(Stoverink等,2020)^[17],当企业因重大突发公共事件冲击而被迫违约时,这种心理安全感不仅可规避违约成本,甚至还可能产生更多的互惠行为,例如,具有良好劳动关系的公司雇员更愿意接受工作时间和工资的调整,以支持公司渡过难关(Sajko等,2021)^[12]。

其次,企业社会责任投资有助于增强组织灵活性。重大突发公共事件冲击下企业经营环境的多变性、不确定性、复杂性和模糊性不断增加,使得企业在机会识别、运营调整 and 战略决策等方面的环境应变能力面临巨大的考验,组织灵活性是这些应变能力的重要体现(Sajko等,2021)^[12]。企业社会责任投资对组织灵活性的积极影响主要体现在以下三个方面:一是有助于企业与利益相关者之间产生更多的互惠行为,如顾客或供应商更愿意主动分享多样化且独特的信息或知识,从而帮助企业更好地识别新技术(Harrison等,2010)^[18],并激发创新行为;二是有助于企业与潜在的利益相关者建立新的合作关系,这是由于前期社会责任的良好表现发送了企业具有利他特征的积极信号,感知到这些信号的潜在利益相关者更愿意与企业建立合作关系(Zhang等,2020)^[19],从而增强企业快速调整运营活动的能力;三是有助于增强企业适应环境变化的战略决策能力,前期社会责任表现好的企业通常会建立利益相关者参与的决策机制,以确保决策信息的广泛性和多样性,进而更能提升高层管理团队对环境变化的敏感性和前瞻性。

综上,企业社会责任投资创造了组织稳定性与灵活性的韧性特征,这些韧性特征反映了组织承载冲击并从中恢复或超越原有状态的潜在能力。这种潜在能力借助企业社会责任信息披露影响投资者的决策行为,最终通过投资者买入与卖出企业股票的行为影响企业的市场价值(朱焱等,2021)^[20]。这意味着,尽管重大突发公共事件冲击会导致股票市场

价格普遍下跌,但是前期社会责任表现良好的企业向投资者发送了其自身具有组织韧性的积极信号。换言之,企业社会责任长期投资可视对组织韧性支付的保险费,从而在重大突发公共事件暴发的窗口期抑制公司市场价值的损失,进而对公司市场价值发挥类保险效应。基于此,本文提出如下假设:

H1:在重大突发公共事件暴发的窗口期,前期企业社会责任的表现越好,越能显著地缓解公司市场价值的损失。

(二)内部控制对企业社会责任类保险效应的调节作用

内部控制作为公司治理的制度基础,对于抑制高管决策过程中的机会主义行为、促进高管做出正确合理的战略决策和确保员工精准高效地执行决策等等,均发挥着重要作用。已有研究探讨了内部控制对企业社会责任与企业价值关系的调节作用,认为内部控制对企业社会责任领域的资源投入及其价值转换具有重要的保障作用(李志斌等,2020)^[21]。但是,以上结论存在至少两个隐含的前提假定,一是企业所处内外部经营环境相对稳定,二是价值创造仅取决于企业自身对资源的利用和整合方式。显然,这两个前提假定在本研究中均不成立,一方面,重大突发公共事件冲击下宏观经济环境与微观企业经营环境均充满不确定性;另一方面,公司市场价值不仅取决于企业的经营状况,同时也取决于投资者根据企业经营有关的信号做出的预期及相应的行为选择。因此,本文推测,在重大突发公共事件冲击下,内部控制对企业社会责任的类保险效应仍会发挥调节作用,而调节作用机理可能与以往研究有所不同。

如前文所述,重大突发公共事件冲击下,前期社会责任的良好表现向投资者传递出企业具有稳定性和灵活性的韧性特征信号,这有助于增强投资者信心,从而缓解公司市场价值的损失。但是,当企业内部控制处于较高水平时,企业前期社会责任向投资者传递出的韧性特征信号会减弱。原因在于:一是过高的内部控制水平可能会导致决策过程繁琐缓慢,员工必须按照特定的程序执行工作,以至于利益相关者分享的独特且有价值的信息或知识难以转化为市场机会;二是过高的内部控制水平虽然有助于增强组织稳定性,但过于稳定会导致组织缺乏开放性和灵活性,不利于企业与更广泛的利益相关者建立更多的相互依赖性;三是过高的内部控制水平会导致高管层过度关注内部规定和规避风险(祝新等,2021)^[22],进而对重大突发公共事件冲击带来的环

境变化缺乏敏感性和洞察力。因此,当投资者感知到由企业前期社会责任传递出的韧性特征信号因内部控制水平过高而减弱时,会相应地降低对企业投资价值的预期,从而导致公司市场价值损失被缓解的程度有所下降。据此,本研究提出如下假设:

H2:在重大突发公共事件暴发的窗口期,内部控制对企业前期社会责任与公司市场价值的关系发挥负向调节作用。

(三)机构投资者持股对企业社会责任类保险效应的调节作用

从信号传递过程来看,重大突发公共事件冲击下企业前期社会责任对公司市场价值发挥的类保险效应,很大程度上取决于投资者对企业前期社会责任所传递出的组织韧性特征信号的获取与解码能力。当考虑到不同类型投资者在信号获取和解码能力方面的差异性时,企业前期社会责任对公司市场价值的类保险效应可能会随之发生变化。机构投资者和个人投资者在信息获取、识别和分析方面存在较大的差异性。机构投资者往往设立专门的信息搜集部门,有专职人员从事信息搜集和分析活动,对上市公司的各类信息包括社会责任信息比较关注,对信息的解读能力比较强;与个人投资者相比,机构投资者对同样的信息更能够及时、准确地进行分析和判断(赵新华,2019)^[23]。由此,本文推测,在重大突发公共事件冲击下,机构投资者持股在企业前期社会责任与公司市场价值的关系中有可能发挥调节作用。

如前文所述,重大突发公共事件冲击下企业前期社会责任向投资者传递出企业具有组织韧性特征的信号,当机构投资者持股比例较高时,这些信号对于缓解公司市场价值的作用,可能会较之机构投资者持股比例较低时有所下降。原因在于:一是当前我国上市公司履行社会责任仍有很大一部分动因缘自于外部制度压力的驱动,经济后果的驱动作用较弱,而相较于单个投资者,机构投资者更容易获取这些履责动因的信息,进而会据此降低企业社会责任信号带来的经济价值预期;二是机构投资者在依据企业社会责任表现评估公司市场价值时更具专业优势,在对企业价值的评估方面更趋理性(Alfred等,2019)^[24],而单个投资者受自身认知能力和情绪的影响,在企业社会责任表现较好(较差)时容易高估(低估)企业价值。基于此,本研究提出如下假设:

H3:在重大突发公共事件暴发的窗口期,机构投资者持股比例对企业前期社会责任与公司市场价值的关系发挥负向调节作用。

四、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本研究以新冠肺炎疫情暴发后 2020 年 1 月 10 日~2 月 4 日沪深 A 股上市公司作为研究对象。首先,利用 Python 软件在巨潮资讯网爬取沪深 A 股上市公司在样本期间的个股行情数据和市场指数数据。其次,新冠肺炎疫情前期企业社会责任表现采用和讯网上市公司社会责任测评体系数据。再者,内部控制质量数据来源于迪博(DIB)内部控制与风险管理数据库,其余数据来源于国泰安(CSRAR)数据库。最后,筛选样本,进行了如下处理:(1)剔除主要变量数据缺失的样本;(2)剔除非上市公司、金融保险类上市公司;(3)剔除当年交易状态为 ST 和 PT 的公司样本;(4)为避免异常值的影响,对连续变量在 1%水平上进行 Winsorize 处理,所有回归标准误差聚类在企业层面。经过上述处理后,最终得到 3033 家企业的观测值。

(二)研究方法与研究过程

本研究采用事件研究法,检验企业前期社会责任表现能否缓解新冠肺炎疫情冲击对公司市场价值的负面影响。事件研究法由 Fama(1993)^[25] 等提出,是研究某一特定事件发生前后样本股票收益率的变化,进而解释该事件对样本公司股票价格变化与收益率的影响。具体研究步骤如下:

第一步,确定事件发生日。2019 年 12 月 30 日,武汉市卫健委发布紧急通知,部分医疗机构陆续出现不明原因肺炎病人,但此时社会各界并未对新冠肺炎疫情格外关注;2020 年 1 月 20 日发布了多条重大新闻,如:(1)习近平总书记对新冠肺炎疫情防控作出重要指示;(2)李克强总理召开国务院常务会议部署工作,将新冠肺炎列入乙类传染病,采取甲类传染病管理办法;(3)钟南山等高级别专家认为存在“人传人”的风险;(4)武汉市成立新冠肺炎疫情防控指挥部等。以上重大新闻可以表明新冠肺炎疫情已成为重大突发事件,故选择 2020 年 1 月 20 日作为新冠肺炎疫情事件发生日。

第二步,事件窗口及估计窗口选取。现有研究表明,过长的事件窗口期会造成过多的信息噪声被引入,高估事件的影响;而过短的事件窗口期又会导致部分信息含量受损。2020 年 2 月 3 日,上证指数暴跌 7.72%,在此期间市场反应较为敏感,因此本文事件窗口为新冠肺炎疫情发生日的前后 5 个交易日,即事件窗口为 $[-5,5]$ 。为避免太长的估计时间

可能导致的其他信息噪声的影响,以及太短的估计时间对于模型回归系数准确性的影响,本文参考以往研究(张丹妮等,2022)^[4],以事件窗口前 120 个交易日作为预期收益的估计窗口,即 $[-150,-30]$ 。

第三步,选择模型并估计异常收益率(AR)和累计异常收益率(CAR)。计算异常收益率的主要模型有原始收益率模型、均值调整模型、市场调整模型和市场模型等。由于市场模型明确考虑到了与市场相联系的风险因素和平均收益,本研究选择市场模型计算预期收益率。AR 表示样本企业的实际收益率与市场收益率之差;而 CAR 表示事件窗内 AR 之和。根据式(1)计算超额收益率 AR_{it} :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | X_t) = R_{it} - \hat{\alpha} - \hat{\beta}R_{mt} \quad (1)$$

其中, R_{it} 为股票 i 在第 t 交易日的收益率,为第 t 交易日的市场收益率。在超额收益率 AR_{it} 的基础上,本文根据式(2)计算在事件窗口中股票 i 从新冠肺炎疫情发生前 5 个交易日到第 t 交易日的累计超额收益率 CAR_{it} :

$$CAR_{it} = \sum_{t=-5}^t AR_{it}, t \in [-5, 5] \quad (2)$$

第四步,统计检验。本研究选用多元回归分析法进行统计检验。一般而言,异常收益率衡量的是股价对事件发生的异常反应程度,但针对的是某个事件日,而累积异常收益则可以更好地刻画事件对股票收益产生的连续影响。

(三)变量选择与说明

1.被解释变量

本文选取新冠肺炎疫情事件日前后公司的累计异常收益率(CAR)作为公司市场价值的衡量指标,以反映资本市场对新冠肺炎疫情事件的反应。借鉴以往学者做法(Godfrey 等,2009)^[1],在基准回归中采用基于事件研究法计算的 CAR 来度量金融市场价值的变化,分别计算了事件发生日前后 1 天、前后 3 天、前后 5 天的累计异常收益率。

2.解释变量

本文的核心解释变量为长期企业社会责任(LCSR)。首先,借鉴朱焱等(2021)的做法^[20],采用和讯网上市公司社会责任测评体系数据,该数据库综合考虑上市公司社会责任报告和年报信息,测评方式更具全面性。其次,由于本文着重考察新冠肺炎疫情发生前企业在社会责任方面持续投资的累积结果或长期表现对不同窗口期公司市场价值的类保险作用,因此借鉴 Shiu 等(2016)的做法^[2],按最近三年企业社会责任得分的加权平均数来衡量企业社

会责任的长期表现,该衡量方式假定企业社会责任对公司市场价值的类保险效应随时间推移逐渐减弱,离事件日越近,则企业社会责任的权重越大;离事件日越远,则企业社会责任的权重逐年减小。长期企业社会责任(LCSR)的计算公式如下:

$$LCSR_{i,t}=1/2CSR_{i,t}+1/4CSR_{i,t-1}+1/8CSR_{i,t-2}$$

(3)

3.调节变量

本文选择从内部和外部两个层面考察影响企业社会责任类保险效应的情境因素,一是企业内部控制的监督效应;二是机构投资者持股的治理效应。参照以往学者的做法(傅绍正,2021;韩燕等,2020)^[26,27],

本研究采用深圳迪博(DIB)发布的上市公司内部控制指数,以该指数加一后的自然对数表示内部控制质量;采用机构投资者持股数量除以企业总股本来度量机构投资者持股。

4.控制变量

借鉴以往学者的研究(Godfrey 等,2009;Mcwilliams 等,2001)^[1,2],本文选取公司规模(Size)、账面市值比(BM)、研发费用率(R&D)、第一大股东持股比例(Top1)、产权性质(SOE)等变量作为控制变量。此外,还控制了行业(Ind)固定效应。具体衡量方式如表1所示。

表 1 主要变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	累计异常收益率	CAR(−1,1)	事件发生日前后一天股票异常收益率累计和
		CAR(−3,3)	事件发生日前后三天股票异常收益率累计和
		CAR(−5,5)	事件发生日前后五天股票异常收益率累计和
解释变量	企业社会责任	LCSR	和讯网对企业社会责任的评价分数
调节变量	机构投资者持股比例	Inv	机构投资者持有的上市公司股份比例
	内部控制	ICI	(迪博内部控制指数+1)取自然对数
控制变量	公司规模	Size	对总资产取自然对数
	账面市值比	BM	资产总计/市值
	研发费用率	R&D	研发费用/营业收入
	第一大股东持股比例	Top1	第一大股东持股数量/总股数
	是否国有企业	SOE	国有控股企业取值为1,其他为0。
固定效应	行业	Ind	行业固定效应

(四)模型设定

1.回归模型设定

市场对新冠肺炎疫情的反应应用基于事件研究方法计算的CAR表示,为探究市场对新冠肺炎疫情的影响变化,用事件起点前后1天、3天、5天的股票累计异常收益率表示,构建模型:

$$CAR_{it}=\alpha_0+\alpha_1LCSR+\alpha_2Control+\epsilon_{it}$$

(4)

其中,变量CAR为累计异常收益率,LCSR为长期企业社会责任,Control为控制变量(包括Size、BM、R&D、Top1、SOE、Ind), ϵ_{it} 为残差项; α_1 是本文关注的核心系数,如果 α_1 为负则表明市场反应为负,公司市场价值下降。相比之下, α_1 为正则表明市场反应为正,公司市场价值增加。

2.调节效应模型设定

为了检验内部控制和机构投资者持股分别对企业社会责任关系和公司市场价值关系的调节作用,在模型(4)的基础上分别引入内部控制和机构投资

者持股,构建模型(5)和(6):

$$CAR_{it}=\alpha_0+\alpha_1LCSR+\alpha_2ICI+\alpha_3LCSR*ICI+\alpha_4Control+\epsilon_{it}$$

(5)

$$CAR_{it}=\alpha_0+\alpha_1LCSR+\alpha_2Inv+\alpha_3LCSR*Inv+\alpha_4Control+\epsilon_{it}$$

(6)

其中,ICI为内部控制,Inv为机构投资者持股, ϵ_{it} 为残差项; α_3 是本文关注的核心系数,如果 α_3 为负则表明调节作用为抑制,企业社会责任的类保险效应削弱。反之, α_3 为正则表明市场反应为正,企业社会责任的类保险效应增强。

五、实证结果及分析

(一)描述性统计

表2给出主要变量的描述性统计。结果显示,事件日后的累计异常报酬率(CAR)都为负,这一数据表明,新冠肺炎疫情给我国上市公司总体上带来了负面的市场反应(CAR为负)。其中,累计2天股票

累计异常收益率均值为-0.001,标准差为 0.047;累计 6 天股票累计异常收益率均值为-0.008,标准差为 0.072;累计 10 天股票超额收益率均值为-0.032%,标准差为 0.129,可见随着新冠肺炎疫情的发展,股票市场遭受的损失存在较大的差异性。此外,企业社会责任最小值为 0.373,而最大值为 30.87,标准差

为 6.815,数据之间差距较大,说明不同样本公司的企业社会责任表现存在明显差异。另外,内部控制均值为 6.340,标准差为 0.929;机构投资者持股均值为 0.418,标准差为 0.252,表明不同企业在内部控制方面表现有较大的差距,而在机构投资者持股方面差异较小。

表 2 描述性统计

变量	样本量	均值	平均值	最小值	中位数	最大值
$CAR(-1,1)$	3033	-0.001	0.047	-0.114	-0.006	0.173
$CAR(-3,3)$	3033	-0.008	0.072	-0.164	-0.017	0.261
$CAR(-5,5)$	3033	-0.032	0.129	-0.264	-0.055	0.426
$LCSR$	3033	16.927	6.750	0.477	18.064	30.866
ICI	3033	6.340	0.929	0.000	6.503	6.704
Inv	3033	0.418	0.252	0.001	0.434	0.903
$Size$	3033	22.358	1.309	20.080	22.183	26.395
BM	3033	0.674	0.252	0.149	0.673	1.209
$R\&D$	3033	0.039	0.040	0.000	0.033	0.209
$Top1$	3033	33.725	14.269	8.990	31.450	71.240
SOE	3033	0.324	0.468	0.000	0.000	1.000

(二)回归结果

1.主效应检验

表 3 报告了企业社会责任表现($LCSR$)对股票累计异常收益率(CAR)的回归结果。从中可见,模型 1、模型 3 和模型 5 是基础模型,反映各控制变量对公司市场价值的回归结果,结果显示企业规模、账面市值比及研发费用率会影响公司市场价值水平。模型 2、模型 4 和模型 6 在基础模型上加入了企业社会责任变量,以此来验证本文的假设 1。从模型 2、模型 4 和模型 6 可知, $CAR(-1,1)$ 、 $CAR(-3,3)$ 和 $CAR(-5,5)$ 三个事件窗口期的 $LCSR$ 的系数分别为 0.091、0.142、0.167,系数依次增大。该检验结果说明,企业社会责任表现越好,越能有效缓解新冠肺炎疫情冲击带来的消极市场反应,对公司市场价值的类保险效应越强,假设 1 得到验证。

上述检验结果意味着,尽管新冠肺炎疫情冲击导致整个行业产生负面的市场反应,但是在社会责任方面的长期投资可以帮助企业增强组织韧性,当新冠肺炎疫情发生时社会责任的良好表现可向投资者传递企业具有韧性特征的信号,这一信号提升了投资者对公司投资价值的预期,从而缓解了公司股票价格的下跌,对公司市场价值发挥了类似保险的保护作用。

2.调节效应检验

在基础模型中加入了企业社会责任($LCSR$)与

内部控制(ICI)的交乘项,回归结果如表 4 所示。在模型 7、模型 9 和模型 11 中, $LCSR$ 和 ICI 的系数均为正,均在 1%的置信水平上统计显著,表明社会责任的类保险作用依然存在,内部控制正向影响公司市场价值;此外, $LCSR$ 与 ICI 交乘项的系数分别为-0.007、-0.008、-0.006,系数符号为负,模型 7 和模型 9 在 5%的置信水平上统计显著,而模型 11 不显著。该检验结果表明,内部控制比例越高,随着企业社会责任表现越好,越能增强新冠肺炎疫情冲击带来的消极市场反应,削弱了企业社会责任对公司市场价值的类保险效应,假设 2 得经验证据的支持。

本文在基础模型中加入社会责任绩效($LCSR$)与机构投资者持股(Inv)的交乘项进行回归,由此验证本文的假设 3,结果如表 4 所示。在模型 8、模型 10、模型 12 中, $LCSR$ 的系数依然为正,均在 0.1%的置信水平上统计显著,表明社会责任的类保险作用依然存在,而 Inv 对负面市场反应只在模型 10 中正向显著,在 5%的置信水平上统计显著;此外, $LCSR$ 与 Inv 交乘项的回归系数分别为-0.029、-0.030、-0.013,系数符号为负,模型 1 和模型 3 在 1%的置信水平上统计显著,模型 5 不显著。在加入控制变量后(模型 2、模型 4、模型 6), $LCSR$ 与 Inv 交乘项的的回归系数分别为-0.029、-0.036、-0.023,系数符号为负,均在 5%的置信水平上统计显著。

表 3 企业社会责任与股票收益率的回归结果

变量	CAR(−1,1)		CAR(−3,3)		CAR(−5,5)	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
LCSR	—	0.091***	—	0.142***	—	0.167***
	—	(4.848)	—	(7.085)	—	(8.805)
Size	0.053*	0.027	0.117***	0.075**	0.199***	0.150***
	(2.453)	(1.185)	(5.132)	(3.144)	(9.161)	(6.565)
BM	0.033	0.057*	−0.026	0.010	−0.056*	−0.013
	(1.402)	(2.370)	(−1.058)	(0.425)	(−2.375)	(−0.560)
R&D	0.047	0.049	0.062*	0.064*	0.102***	0.104***
	(1.775)	(1.824)	(2.154)	(2.262)	(3.646)	(3.741)
Top1	−0.013	−0.033	0.009	−0.021	0.008	−0.027
	(−0.782)	(−1.886)	(0.524)	(−1.156)	(0.469)	(−1.568)
SOE	0.043	0.059	−0.001	0.024	−0.072	−0.042
	(1.077)	(1.483)	(−0.023)	(0.559)	(−1.727)	(−1.027)
常数项	−0.783***	−0.717**	−1.040***	−0.937***	−0.585*	−0.465*
	(−3.354)	(−3.000)	(−4.854)	(−4.261)	(−2.445)	(−2.013)
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
观测数	3033	3033	3033	3033	3033	3033
调整后 R ²	0.188	0.194	0.108	0.124	0.168	0.189

注:括号内数值为 *t* 值;***、**、* 分别表示在 0.1%、1%和 5%水平上显著。下同。

表 4 加入调节变量后的回归结果

变量	CAR(−1,1)		CAR(−3,3)		CAR(−5,5)	
	模型 7	模型 8	模型 9	模型 10	模型 11	模型 12
LCSR	0.397**	0.165***	0.475***	0.232***	0.431***	0.225***
	(2.721)	(4.974)	(3.119)	(6.549)	(2.805)	(6.725)
ICI	0.088***	—	0.122***	—	0.101***	—
	(2.648)	—	(3.596)	—	(2.982)	—
LCSR×ICI	−0.007*	—	−0.008*	—	−0.006	—
	(−2.168)	—	(−2.301)	—	(−1.816)	—
Inv	—	0.093	—	0.111*	—	0.053
	—	(1.851)	—	(2.063)	—	(1.038)
LCSR×Inv	—	−0.029***	—	−0.035***	—	−0.023*
	—	(−2.838)	—	(−3.261)	—	(−2.240)
Size	0.031	0.051*	0.080***	0.106***	0.154***	0.178***
	(1.388)	(2.090)	(3.369)	(4.108)	(6.790)	(7.168)
BM	0.052*	0.042	0.005	−0.009	−0.018	−0.030
	(2.174)	(1.697)	(0.205)	(−0.344)	(−0.742)	(−1.223)
R&D	0.047	0.048	0.060*	0.063*	0.101***	0.103***
	(1.767)	(1.804)	(2.151)	(2.243)	(3.649)	(3.699)
Top1	−0.033	−0.020	−0.021	−0.004	−0.028	−0.010
	(−1.876)	(−1.051)	(−1.164)	(−0.210)	(−1.579)	(−0.524)
SOE	0.059	0.069	0.020	0.038	−0.046	−0.024
	(1.476)	(1.660)	(0.476)	(0.848)	(−1.114)	(−0.563)
常数项	0.064	−0.516*	−0.075	−0.692***	0.220	−0.313
	(0.146)	(−2.063)	(−0.172)	(−2.954)	(0.494)	(−1.299)
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
观测数	3033	3033	3033	3033	3033	3033
调整后 R ²	0.196	0.196	0.128	0.127	0.192	0.191

该检验结果表明,在重大公共突发事件冲击下,相对单个投资者而言,机构投资者在对企业前期社会责任表现的市值评估方面更为理性,因此,机构投资者持股比例越高,企业前期社会责任对公司

市场价值的缓解程度越低,假设 3 得到验证。以上结论与韩燕等(2020)学者的研究结论存在差异,他们认为机构投资者抑制了信息降低股价波动的作用,并将其归因于机构投资者频繁的股票交易行

为^[27]。本文将类似问题的讨论置于重大公共突发事件背景下,发现机构投资者持股比例缓解了企业前期社会责任带来的市场反应。这意味着,一方面,未来在有关机构投资者影响股价波动的研究中有必要考察外生事件的影响,另一方面,为了应对重大公共突发事件冲击,有必要促进机构投资者参与公司治理,实现从“用脚投票”向“用手投票”的转变。

3.进一步研究

(1)企业产权性质的异质性分析

已有研究表明,不同产权性质的企业履行社会责任的经济后果存在显著的差异性(涂红等,2018)^[28]。受以往研究的启发,本研究进一步考察新冠肺炎疫情冲击下企业长期社会责任对公司市场价值的类保险效应是否会受到企业产权性质的影响。

为考察企业产权性质的影响,本研究在模型中加入了企业社会责任(LCSR)与企业性质(SOE)的交乘项,回归结果如表 5 所示。模型 13、模型 15 和模型 17 是基础模型,反映各控制变量对公司市场价值的回归结果,结果显示企业规模越大时,公司市场价值更高。在模型 14、模型 16 和模型 18 中,LCSR 的系数依然为正,均在 0.1% 的置信水平上统计显著,表明 LCSR 的类保险作用依然存在,SOE 对股

票市场的反应在模型 2、模型 4 中显著为正,在 1% 的置信水平上统计显著;此外,LCSR 与 SOE 交乘项的的回归系数分别为-0.013、-0.018、-0.010,系数符号为负,均在 5% 的置信水平上显著。

该检验结果表明,在非国有企业样本组中,企业社会责任对公司市场价值发挥显著的类保险效应。其原因可能在于,国有企业履行社会责任对组织韧性可能会产生相互矛盾的影响,使得新冠肺炎疫情冲击下投资者难以根据社会责任的表现对国有企业投资前景做出明确的判断。这种相互矛盾的影响表现为,一方面,国有企业与政府存在天然的政治联系,通过承担社会责任可帮助政府实现公共物品供给的政治目标,从而获得更多来自政府的奖励,如政府补贴、税收减免或更易进入管制行业等,二者间基于互惠的政治联系可增强国有企业的组织稳定性和灵活性;但是另一方面,由于国有企业兼具经济与社会双重目标属性,其社会责任的良好表现可能被利益相关者视为应尽之责,而非纯粹的利他行为,这可能导致国有企业与除政府之外的利益相关者之间较难建立基于信任的关系资产,进而使得他们之间的隐性契约无法得到更好的保护,这又会削弱国有企业的组织稳定性和灵活性。

表 5 加入企业产权性质的回归结果

变量	CAR(-1,1)		CAR(-3,3)		CAR(-5,5)	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
LCSR	—	0.114***	—	0.174***	—	0.185***
	—	(5.307)	—	(7.540)	—	(8.493)
SOE	—	0.270***	—	0.322***	—	0.131
	—	(2.702)	—	(3.135)	—	(1.382)
LCSR×SOE	—	-0.013*	—	-0.018***	—	-0.010*
	—	(-2.379)	—	(-3.310)	—	(-2.085)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
常数项	-0.757***	-0.741***	-1.040***	-0.972***	-0.628***	-0.485*
	(-3.251)	(-3.115)	(-4.897)	(-4.569)	(-2.666)	(-2.119)
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
观测数	3033	3033	3033	3033	3033	3033
调整后 R ²	0.188	0.195	0.108	0.127	0.167	0.190

(2)企业社会责任内容的异质性分析

由前所述,新冠肺炎疫情冲击下企业社会责任对公司市场价值发挥类保险作用的关键在于,企业与利益相关者的互动关系创造了组织稳定性和灵活性的潜在韧性特征。然而,履行不同类型的社会责任可能会强化企业与不同利益相关者的互动关系,

进而导致组织韧性特征的差异性。结合利益相关者视角,借鉴以往对企业社会责任的分类,本文将企业社会责任划分为针对主要利益相关者的技术型企业社会责任和针对次要利益相关者的公共型企业社会责任(Godfrey 等,2009;朱焱等,2021)^[1,20],并进一步考察新冠肺炎疫情冲击下不同类型企业社会责任

影响公司市场价值的差异。

为考察两种类型企业社会责任的类保险效应差异,首先,参照朱焱等(2021)的做法^[20],依据主要利益相关者和次要利益相关者的特征,结合和讯网提供的企业社会责任分类评价数据,将股东责任、员工责任以及供应商/消费者权益责任这三类责任的评分求和,用来衡量技术型企业社会责任(Technical corporate social responsibility, TCSR);将环境责任和社会责任的评分求和,用来衡量公共型企业社会责任(Institutional corporate social responsibility, ICSR);其次,采用前述 LCSR 的计算公式得出

LTCSR 和 LICSR 的变量值,并将其加入到回归模型中,回归结果如表 6 所示。

表 6 报告了技术型企业社会责任(LTCSR)和公共型企业社会责任(LICSR)对股票累计异常收益率(CAR)的回归结果。在基础模型中,加入了 LTCSR 和 LICSR 变量,结果见模型 19、模型 20 和模型 21。从表中可见,在模型 19、模型 20、模型 21 中,LTCSR 与 CAR 均呈显著的正相关关系,LTCSR 的系数分别为 0.082、0.130、0.162,均在 0.1%的置信水平上显著,而 LICSR 仍不显著。

表 6 两种类型企业社会责任与股票收益率的回归结果

变量	CAR(-1,1)	CAR(-3,3)	CAR(-5,5)
	模型 19	模型 20	模型 21
LTCSR	0.082 *** (4.092)	0.130 *** (6.442)	0.162 *** (8.527)
LICSR	0.022 (1.031)	0.034 (1.533)	0.028 (1.325)
控制变量	已控制	已控制	已控制
常数项	-0.726 *** (-3.019)	-0.950 *** (-4.290)	-0.484 * (-2.131)
行业固定效应	已控制	已控制	已控制
观测数	3033	3033	3033
调整后 R ²	0.194	0.124	0.191

该检验结果表明,相对于公共型企业社会责任,技术型企业社会责任的良好表现更有助于缓解新冠肺炎疫情冲击带来的消极市场反应,对公司市场价值的类保险效应更强。原因可能在于:一方面,技术型企业社会责任投资有助于直接增强组织稳定性,但是公共型企业社会责任投资对组织稳定性仅产生相对有限的间接贡献。相对于公共型企业社会责任,技术型企业社会责任的长期投资通过促进企业与主要利益相关者的相互依赖,更有助于增强组织核心功能(价值链活动)和结构(运营体系)的稳定性;而公共型企业社会责任主要回应次要利益相关者的合法诉求,由于他们与企业运营和价值链活动缺乏直接关联性,因此公共型企业社会责任的长期投资可能无法对组织稳定性产生直接的贡献。另一方面,相对于公共型企业社会责任,技术型企业社会责任投资更有助于增强组织灵活性。从机会识别的潜在能力来看,相对公共型企业社会责任,技术型企业社会责任更有利于企业与主要利益相关者之间产生更多的互惠行为,这使得主要利益相关者更愿意

向企业分享与企业价值链活动有关的信息或知识,从而增强企业识别商业价值机会的潜在能力;从运营调整的潜在能力来看,企业技术型社会责任投资对于增强运营调整的潜在能力发挥更为基础性的作用,如果企业不能履行对股东或顾客等主要利益相关者的应尽责任,即使公共型企业社会责任投入再多也难以激发潜在利益相关者的合作意愿;从战略决策的潜在能力来看,相对公共型企业社会责任,履行技术型社会责任的企业更注重在组织内部运营活动中建立主要利益相关者的参与机制,这些机制促进了与组织内外部环境变化有关的多样化决策信息的共享行为,而多样化的决策信息可提高高层管理团队对战略问题的认知和对复杂不确定性环境的应变能力。基于以上分析,本文认为,相对于公共型社会责任,企业在技术型社会责任方面的长期投资更有助于增强组织韧性,当新冠肺炎疫情发生时,技术型企业社会责任的良好表现可向投资者传递出更为积极的信号,表明企业更具承载新冠肺炎疫情冲击并从中恢复的潜在能力,该信号提升了投资者对公

司投资价值的预期,从而更有助于缓解公司股票价格的下跌,对公司市场价值发挥的类保险作用更强。

4.稳健性检验

(1)替换研究方法验证检验结果

本文替换研究方法,采用 Tobit 研究方法对企业社会责任与公司市场价值的关系进行了回归,并加入了控制变量,回归结果见表 7。由表 7 可知,在模型 1、模型 4 和模型 7 中,*LCSR* 与 *CAR* 均呈显

著的正相关关系,均在 0.1%的置信水平上统计显著;在模型 2、模型 5 和模型 8 中,*LCSR* 与 *ICI* 的交乘项均呈显著的负相关关系,均在 5%的置信水平上统计显著,假设 2 得到了充分验证;在模型 3 和模型 6 中,*LCSR* 与 *Inv* 的交乘项呈显著负相关关系,在 5%的置信水平上统计显著,而模型 9 中结果并不显著。以上实证结果和文章基本保持一致,因此文章结论仍成立。

表 7 替换研究方法后的回归结果

变量	CAR(-1,1)			CAR(-3,3)			CAR(-5,5)		
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8	模型 9
<i>LCSR</i>	0.087*** (5.951)	0.310*** (3.614)	0.156*** (6.095)	0.132*** (8.315)	0.388*** (4.150)	0.193*** (6.906)	0.168*** (10.689)	0.352*** (3.797)	0.208*** (7.548)
<i>ICI</i>	—	0.067*** (2.813)	—	—	0.107*** (4.045)	—	—	0.089*** (3.381)	—
<i>LCSR</i> × <i>ICI</i>	—	-0.005*** (-2.684)	—	—	-0.006*** (-2.885)	—	—	-0.005* (-2.116)	—
<i>Inv</i>	—	—	0.088* (2.158)	—	—	0.097* (2.239)	—	—	0.033 (0.737)
<i>LCSR</i> × <i>Inv</i>	—	—	-0.027*** (-3.270)	—	—	-0.022* (-2.426)	—	—	-0.016 (-1.750)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
常数项	-0.596*** (-3.073)	-0.025 (-0.086)	-0.408* (-2.010)	-0.870*** (-3.908)	-0.888*** (-3.986)	-0.204 (-0.635)	-0.390 (-1.869)	0.094 (0.301)	-0.288 (-1.317)
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
观测数	3033	3033	3033	3033	3033	3033	3033	3033	3033
调整后 R ²	0.104	0.105	0.106	0.108	0.104	0.076	0.074	0.110	0.109

(2)更改估计窗口验证检验结果

本文更改估计窗口,将原来的估计窗口(-150,-30)改变为(-180,-30),重新计算股票累计异常收益率,对企业社会责任与股票累计异常收益率间关系重新进行了回归,回归结果见表 8。由表 8 可知,在模型 1、模型 4 和模型 7 中,*LCSR* 与 *CAR* 均呈显著的正相关关系,均在 0.1%的置信水平上统计显著;在模型 2 和模型 5 中,*LCSR* 与 *ICI* 的交乘项均呈显著的负相关关系,均在 5%的置信水平上统计显著,而模型 8 中结果不显著;在模型 3、模型 6 和模型 9 中,*LCSR* 与 *Inv* 的交乘项均呈显著负相关关系,均在 1%的置信水平上统计显著。以上实证结果和文章完全保持一致,因此通过稳健性检验。

(3)排除同期其他因素的干扰

湖北省是新冠肺炎疫情最严重的省份,各类封锁和停工停产措施也更加严格,企业损失更大,面临的不确定性也更高,为排除该类因素的干扰,因此本

文剔除了注册地在湖北省的上市公司样本进行回归检验,回归结果见表 9。由表 9 结果可知,在模型 1、模型 4 和模型 7 中,*LCSR* 与 *CAR* 均呈显著的正相关关系,均在 0.1%的置信水平上统计显著;在模型 2 和模型 5 中,*LCSR* 与 *ICI* 的交乘项均呈显著的负相关关系,均在 5%的置信水平上统计显著,而模型 8 中结果不显著;在模型 3、模型 6 和模型 9 中,*LCSR* 与 *Inv* 的交乘项均呈显著负相关关系,均在 5%的置信水平上统计显著。以上检验结果与原始结果完全保持一致,通过稳健性检验。

六、研究结论与政策建议

(一)研究结论

本文以中国股票市场受新冠肺炎疫情这一重大突发公共事件为背景,引入组织韧性理论视角,阐释了企业前期社会责任表现对公司市场价值的类保险作用机理,采用事件研究法对理论假设进行了实证

检验。研究发现：

第一,在新冠肺炎疫情暴发的窗口期,前期企业社会责任的良好表现有助于缓解公司市场价值损失,产生显著的类保险效应。这一结论验证了本文基于组织韧性理论的推断,即企业社会责任的长期投资

有助于增强组织稳定性与灵活性的韧性特征,其良好表现向投资者传递出企业具有组织韧性的积极信号,在新冠肺炎疫情冲击下该信号提升了投资者对公司市场价值的预期,从而抑制了公司股票价格的下跌。

表 8 更改估计窗口后的回归结果

变量	CAR(−1,1)			CAR(−3,3)			CAR(−5,5)		
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8	模型 9
LCSR	0.098*** (5.213)	0.394*** (2.693)	0.176*** (5.365)	0.154*** (7.682)	0.4732*** (3.153)	0.257*** (7.318)	0.177*** (9.359)	0.432*** (2.777)	0.247*** (7.468)
ICI	—	0.083* (2.487)	—	—	0.114*** (3.345)	—	—	0.094*** (2.739)	—
LCSR×ICI	—	−0.007* (−2.093)	—	—	−0.008* (−2.233)	—	—	−0.006 (−1.729)	—
Inv	—	—	0.107* (2.135)	—	—	0.142*** (2.615)	—	—	0.080 (1.582)
LCSR×Inv	—	—	−0.031*** (−3.069)	—	—	−0.04*** (−3.746)	—	—	−0.028*** (−2.751)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
常数项	−0.757*** (−3.124)	−0.002 (−0.005)	−0.540* (−2.126)	−1.006*** (−4.496)	−0.182 (−0.419)	−0.721*** (−3.024)	−0.518* (−2.380)	0.143 (0.323)	−0.329 (−1.438)
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
观测数	3038	3038	3038	3038	3038	3038	3038	3038	3038
调整后 R ²	0.198	0.200	0.200	0.127	0.131	0.131	0.193	0.196	0.196

表 9 排除同期其他因素干扰后的回归结果

变量	CAR(−1,1)			CAR(−3,3)			CAR(−5,5)		
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8	模型 9
LCSR	0.092*** (4.856)	0.399*** (2.717)	0.165*** (4.946)	0.144*** (7.092)	0.479*** (3.131)	0.230*** (6.428)	0.167*** (8.729)	0.433*** (2.807)	0.224*** (6.626)
ICI	—	0.0887** (2.635)	—	—	0.123*** (3.591)	—	—	0.102** (3.001)	—
LCSR×ICI	—	−0.007* (−2.161)	—	—	−0.008* (−2.308)	—	—	−0.006 (−1.822)	—
Inv	—	—	0.088 (1.732)	—	—	0.104 (1.912)	—	—	0.051 (0.987)
LCSR×Inv	—	—	−0.029** (−2.793)	—	—	−0.034** (−3.100)	—	—	−0.022* (−2.166)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
常数项	−0.723** (−3.029)	0.058 (0.132)	−0.526* (−2.104)	−0.961*** (−4.279)	−0.097 (−0.219)	−0.727** (−3.047)	−0.478* (−2.074)	0.210 (0.472)	−0.331 (−1.373)
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
观测数	2990	2990	2990	2990	2990	2990	2990	2990	2990
调整后 R ²	0.195	0.197	0.197	0.123	0.127	0.126	0.188	0.190	0.189

第二,在新冠肺炎疫情暴发的窗口期,内部控制水平对企业前期社会责任类保险效应发挥负向调节

作用,这意味着,重大公共危机事件背景下过高的内部控制水平会抑制企业前期社会责任在塑造组织韧

性方面的作用。

第三,新冠肺炎疫情暴发的窗口期,机构投资者持股比例对企业前期社会责任类保险效应发挥负向调节作用。这意味着,重大公共危机事件下机构投资者持股比例越高,越有助于资本市场对企业前期社会责任表现做出更趋理性的反应。

第四,新冠肺炎疫情冲击下企业前期社会责任对公司市场价值的类保险效应仅在非国有企业样本组中获得经验证据的支持;同时,相对于公共型企业社会责任,前期技术型企业社会责任对公司市场价值的类保险效应更为显著。

(二)政策建议

根据以上研究结论,本文针对企业管理层和政策制定者提出如下对策建议:

第一,提升企业社会责任战略管理能力,增强企业应对突发事件的组织韧性。本文研究表明,组织韧性视角可以解释重大突发公共事件下企业前期社会责任的类保险效应的发生机制。因此,管理者应有意识地从增强组织韧性的角度全面推进企业社会责任战略变革。在战略理念上,企业应在“创造社会价值与实现自身价值的有机统一”的经营理念上达成广泛共识,并将与利益相关者建立基于信任的相互依赖关系作为确立战略理念的基本原则。在战略实施中,应结合企业自身特点实施差异化的社会责任战略,在企业社会责任战略实施的初级阶段,应着重关注针对主要利益相关者的技术型企业社会责任议题,并建立与之相匹配的企业社会责任管理制度;在企业社会责任战略实施的中高级阶段,应强化技术型与公共型企业社会责任的战略协同,尤其是在解决社会公共问题方面应重点关注与企业价值链活动具有相关性的领域,并建立基于企业社会责任信息收集、整理、分析、评价、反馈和改进的沟通协调机制。

第二,完善企业社会责任信息披露机制,发挥韧性信号在市场中的溢价作用。企业利益相关者,尤其是投资者对韧性信号的感知和解读是重大突发公共事件冲击下企业社会责任发挥类保险效应的关键。因此,应当在现有企业社会责任信息披露体系中进一步完善组织韧性特征的信号传递机制。在披露框架和标准上,监管部门或第三方独立机构可出台统一的信息披露框架,在框架中设置与组织韧性有关的社会责任信息模块,明晰信息披露标准,为企业提供披露范本,确保信息披露质量。在披露内容上,企业应在建立与利益相关者相互依赖关系、确保

内外部制度一致性、增强商业环境适应性、参与解决社会问题等方面提供更多真实可靠的实质性信息。

第三,建立刚柔相济的内部控制体系,提高企业适应外部环境变化的敏捷性。本文研究发现,在重大突发公共事件冲击下内部控制过于严格会制约组织灵活性,过于宽松则会消弱组织稳定性,进而弱化企业社会责任的类保险效应。因此,企业内部控制有必要跳出“紧紧松松”的循环怪圈,企业应当依据情境不同建立刚柔相济的内部控制体系。在外部经营环境相对稳定的情境下,针对传统业务活动,应强化内部控制的刚性特征,严格按制度、流程和标准执行;在外部经营环境不确定的情境下,针对新兴业务活动,应建立柔性内部控制体系,以责任文化理念营造柔性控制环境,强调广泛参与的动态风险评估,并衔接于严密的传统内部控制制度之上。

第四,促进机构投资者参与公司治理,增强资本市场应对突发事件冲击的韧性。本研究发现,在重大突发公共事件下机构投资者扮演着“理性调和者”的角色,缓冲了企业前期社会责任信息对资本市场的信号刺激,减轻了股票市场价格的波动。因此,应当充分发挥机构投资参与公司治理的作用。一方面,政策制定者应采取措施鼓励具有长期投资偏好和社会责任投资理念的机构投资者增加对资本市场的投资比重,对机构投资者的市场准入、业务模式、费率体系、评价激励等方面出台更加有效和更为灵活的制度。另一方面,应充分发挥证券业协会、基金业协会等的作用,如通过制定专门的投票表决指引、鼓励重大事项表决前充分沟通、定期公布机构投资者参与表决情况等,引导和促进机构投资者更多地参与公司治理,实现从“用脚投票”向“用手投票”的转变。

参考文献:

- [1] Godfrey P. C., Merrill C. B., Hansen J. M. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis[J]. Strategic Management Journal, 2009(4).
- [2] Mewilliams A., Siegel D. Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective[J]. Academy of Management Review, 2001(1).
- [3] Shiu Y. M., Yang S. L. Does engagement in corporate social responsibility provide strategic insurance-like effects? [J]. Strategic Management Journal, 2017(2).
- [4] 张丹妮, 刘春林. 违规事件下企业社会责任水平对投资者市场反应的影响研究[J]. 管理学报, 2022(9).
- [5] Bundy J., Pfarrer M. D. A burden of responsibility: The role of so-

- cial approval at the onset of a crisis[J].Academy of Management Review,2015(3).
- [6]李井林,董方红,阳镇.企业社会责任的“类保险”作用情境:基于“疫苗门”事件的研究[J].消费经济,2019(4).
- [7]Carlos W.C.,Lewis B.W.Strategic silence:Withholding certification status as a hypocrisy avoidance tactic[J].Administrative Science Quarterly,2018,63.
- [8]Ongsakul V.,Jiraporn P.,Tong S.,et al.The effect of corporate social responsibility (CSR) on shareholder value:Evidence from the 9/11 terrorist attack[J].Accounting Research Journal, 2021 (1).
- [9]LinsK. V., ServaesH., TamayoA. Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis[J].The Journal of Finance,2017(4).
- [10]Madsen P.M.,Rodgers Z.J.Looking good by doing good: The antecedents and consequences of stakeholder attention to corporate disaster relief[J].Strategic Management Journal,2015(5).
- [11]Desjardine M.,Bansal P.,Yang Y.Bouncing back:Building resilience through social and environmental practices in the context of the 2008 global financial crisis[J].Journal of Management, 2019(4).
- [12]Sajko M.,Christophe B.,Buyl T.CEO greed,corporate social responsibility,and organizational resilience to systemic shocks[J]. Journal of Management,2021(4).
- [13]Buyl T.,Boone C.,Wade J.B.CEO Narcissism,risk-taking,and resilience:An empirical analysis in U.S.commercial banks[J]. Journal of Management,2019(4).
- [14]Freeman R. E. Divergent stakeholder theory[J]. Academy of Management Review,1999(2).
- [15]刘乾,陈林.R&D 溢出效应下企业社会责任与技术创新[J].中国软科学,2021(7).
- [16]崔维军,孙成,吴杰,等.标准“背书”如何影响企业创新? ——基于组织优化视角的实证分析[J].中国软科学,2022(7).
- [17]Stoverink A.C.,Kirkman B.L.,Mistry S.,et al.Bouncing back together:Toward a theoretical model of work team resilience [J].Academy of Management Review,2020(2).
- [18]Harrison J.S.,Bosse D.A.,Phillips R.A.Managing for stakeholders,stakeholder utility functions,and competitive advantage[J]. Strategic Management Journal,2010,31.
- [19]Zhang T.T.,Zhang Z.Y.,Yang J.Y.When Does corporate social responsibility backfire in acquisitions? Signal incongruence and acquirer returns[J].Journal of Business Ethics,2020(1).
- [20]朱焱,杨青.企业社会责任活动对负面事件应对策略有效性的跨情境调节效应研究[J].会计研究,2021(2).
- [21]李志斌,阮豆豆,章铁生.企业社会责任的价值创造机制:基于内部控制视角的研究[J].会计研究,2020(11).
- [22]祝新,高海宁.信息技术业内部控制对技术创新的影响——基于股权激励的调节效应[J].南京财经大学学报,2021(3).
- [23]赵新华.治理特征与企业社会责任信息披露研究——基于我国化工上市企业的经验证据[J].技术经济与管理研究,2019(9).
- [24]Alfred Z.L.,Angel X.L.,Rui W.,et al.Too much of a good thing? The boomerang effect of firms' investments on corporate social responsibility during product recalls[J].Journal of Management Studies,2019 (57).
- [25]Fama E.F.,French K.R.Common risk factors in the returns on stocks and bonds[J].Journal of Financial Economics,1993(1).
- [26]傅绍正.高管权力、内部控制与国企费用归类操纵[J].管理评论,2021(1).
- [27]韩燕,崔鑫,成宇星.上市公司信息数量对股价波动的影响研究[J].管理评论,2020(12).
- [28]涂红,郑洪.企业社会责任、所有制与公司价值[J].南开学报(哲学社会科学版),2018(6).

责任编辑 刘玉成 E-mail:770533213@qq.com