

# 以利他之名行利己之实：卖空压力与企业社会责任

李骏<sup>1,2</sup>, 刘洪伟<sup>3</sup>, 李静雯<sup>4</sup>

(1. 中国人保资产管理有限公司 投资研究部, 上海200122; 2. 上海财经大学 博士后流动站, 上海200433; 3. 湘潭大学 商学院, 湖南 湘潭 411105; 4. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

**摘要:** 卖空压力的信息效应和治理效应为企业社会责任治理提供了一种可行的资本市场途径。文章以2008—2015年A股上市公司为研究样本, 使用倾向得分匹配和双重差分法实证检验了卖空压力对企业社会责任水平的影响。结果显示, 卖空压力显著提高了企业的社会责任水平, 尤其是对外部利益相关者和远端利益相关者的社会责任, 而对内部利益相关者的社会责任没有影响, 验证了企业履行社会责任的差异性观点。进一步, 机制检验发现, 卖空压力对企业社会责任提升作用在信息不对称程度较高或代理成本较高的情况下更为显著, 证明卖空压力影响企业履行社会责任水平的信息效应和治理效应。文章揭示了卖空机制与公司社会责任之间的内在联系, 丰富了卖空机制经济后果和战略管理领域的文献, 对促进中国资本市场的制度建设和公司战略管理实践的发展具有重要的现实意义。

**关键词:** 卖空压力; 企业社会责任; 信息效应; 治理效应

**中图分类号:** F276 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2022)05-0079-13

## 一、引言

卖空机制的立与衰一直是学术界、企业界和监管者激烈争论的话题。一方面, 卖空者通过对公开信息的负面解读, 或者对负面信息的私人挖掘, 使得目标企业股价暴跌, 加剧市场波动, 破坏投资者的信心 (Boehmer和Wu, 2013)。另一方面, 卖空者可以促进价格发现, 提高市场效率, 并通过做空压力阻止管理者的不当行为来提高公司治理水平 (Boehmer等, 2020; Feng和Chan, 2016)。2010年3月31日, 中国证监会推出了卖空试点方案, 使得股票价格同时反映正面和负面信息, 结束了“只看涨不看跌”的历史, 开启了中国A股市场牛熊“角力”的新时代 (Feng和Chan, 2016)。但随着卖空约束的放松, “千股跌停”“强制平仓”“恶意做空”等名词却成为了A股市场的热点问题, 那么, 如何在发挥卖空机制积极作用的同时, 确立应对卖空压力的管理策略, 是兼具现实意义和学术价值的重大问题。

**收稿日期:** 2022-08-04

**基金项目:** 国家社会科学基金重点项目“技术创新成本分担机制及效应研究”(20AJY003); 上海市“超级博士后”资助项目(2021148)。

**作者简介:** 李骏(1990—), 男, 安徽安庆人, 中国人保资产管理有限公司投资研究部、上海财经大学博士后流动站, 博士;  
刘洪伟(1966—), 男, 湖南湘潭人, 湘潭大学商学院教授、博士生导师;  
李静雯(1995—), 女, 山东潍坊人, 上海财经大学会计学院, 硕士研究生(通讯作者)。

从长期来看,企业可以通过改善经营和/或限制价值破坏活动,以应对卖空压力。然而,这些活动需要较长的时间才能有效消除卖空的负面影响。因此,企业更倾向于将更多的资源用于短期内提升企业的市场形象和声誉的项目,如履行企业社会责任(Corporate Social Responsibility,简称CSR)。具体而言,企业可以借助履行社会责任的“利他之名”向市场传递负责任的正面形象,从而提振投资者对目标股票的信心,避免盲目跟随卖空者抛售股票引发股价崩盘,弱化企业的自身风险(朱焱和王玉丹,2019);同时,企业管理者可能将履行社会责任看作是一种声誉保险,转移利益相关者对其不当行为的关注和审查,以图减小利益相关者对管理者的负面评价,降低负面事件给管理者带来的损失等“利己”之实(Boehmer等,2020)。

为此,本文构建了2008—2015年期间中国A股上市公司的样本,运用双重差分(DID)和工具变量法,检验了卖空压力与CSR及其各维度之间的关系。在此基础上,进一步考察了卖空压力与CSR关系的影响机制。与已有文献相比,本文的贡献在于:首先,现有文献对于卖空与CSR的关系仍存在冲突,如祁怀锦和刘艳霞(2018)采用每股社会贡献值度量CSR水平,检验了卖空机制与CSR的负向效应。而本文参考贾兴平和刘益(2014)、王清刚和徐欣宇(2016)等,使用企业社会责任评分为衡量工具,缓和了现有文献关于两者的观点冲突,并验证了卖空机制的“信息效应”与“治理效应”,拓展了卖空机制对企业微观决策行为影响机制的研究。其次,根据Zhang等(2020)的研究,企业通常会在CSR各个领域全覆盖的基础上,侧重加强CSR的某一个维度,从而在合法性与差异性之间实现均衡。因此,本文增加了对CSR各维度的检验,为卖空机制与CSR之间的关系提供更多的见解。最后,本文对企业社会责任的“战略观”的新兴文献也做出了贡献。过往的研究主要考察企业如何将CSR作为加强其与利益相关者关系以保持竞争力的工具。本文的研究结果表明,管理者利用CSR创造积极的企业形象来缓解卖空压力,为企业社会责任的“战略观”提供了新情境。

## 二、文献回顾与研究假说

### (一) 卖空约束的影响研究

卖空通常被定义为卖方出售不拥有的股票或资产的做法(Elineau, 2011)。目前文献关于卖空的影响主要集中关注于两方面。从宏观层面看,卖空有助于提高价格信息效率。一些文献表明,卖空者提供市场效率作用的一个必要条件是他们是知情交易者,即私人信息假说。这些文献认为,卖空者是知情的,并且有渠道获得私人信息,因此,卖空者的交易行为将被解读为更多的额外私人信息(Boehmer等,2020;Feng和Chan,2016)。Boehmer等(2020)利用美国SHO(short-sale rule,《证券卖空条例》)试点计划调查了卖空者信息优势的来源,发现在负面盈利公告、分析师评级下调以及分析师盈利预测下调前一周,做空现象较严重,这些证据表明卖空者是知情交易者。Feng和Chan(2016)则基于中国股市连续五次解禁做空的数据库,研究盈利公告前后的卖空行为,发现卖空者在负(正)盈利公告前显著增加(减少)其空头头寸。同样,Gagnon和Witmer(2009)以及Kolasinski等(2013)分别以加拿大和英国的相关数据为样本研究了管理层发布预测公告和盈利公告日期前后的卖空行为,验证了私人信息假说。但其他研究认为,卖空者并不具备信息优势。与大多数普通投资者一样,卖空者也是根据公开信息进行交易,甚至是纯粹的投机者,即分析能力假说。具体而言,盈利公告往往伴随着冗长的文件和电话会议等,这些文件和电话会议都是卖空者仔细研究的对象。他们具有卓越的才能将这些文本与数据转化为与价值相关的信息,并在股票交易中获得高额回报。

从微观层面看,卖空有助于改善公司治理水平。一方面,由于卖空会对股价产生下行压力,

管理层的股权收益便会遭受损失。而且, 卖空机制的引入更容易揭露管理层的道德风险行为, 从而负面影响管理层的声誉。以非理性散户交易者占主导的中国股市, 羊群效应产生的推波助澜作用会进一步加剧因卖空导致的股价下跌, 此时公司被敌意收购的风险提高, 管理层被替换的概率加大 (De Angelis等, 2017)。因此, 出于私人收益与职业发展的考虑, 管理层会主动降低机会主义和短视行为。权小锋和尹洪英 (2017) 以我国融资融券标的股票分步扩容为自然实验事件, 发现融资融券制度具有“创新激励效应”, 能够显著提升标的公司的创新产出和创新效率。另一方面, 对于受股价影响最直接的利益相关者, 公司大股东在卖空压力下会更有动力监督管理层的行为。褚剑和方军雄 (2018) 研究发现, 卖空约束放松会促使大股东积极监督管理层的决策行为, 减轻高管超额在职消费。

综上, 鉴于卖空给公司带来的这些预期约束, 管理者有动力采取措施, 缓解卖空压力对公司的负面影响。然而, 关于公司如何对卖空压力作出战略反应的研究有限。部分研究考察了利用法律行动 (Lamont, 2012)、改善员工关系 (Brockman等, 2020), 以及缩小公司经营范围 (Wong和Zhao, 2017) 来阻止和/或抵消卖空的负面影响。但是, 迄今为止探索企业的CSR行为对卖空压力的反应的相关文献相对有限。

## (二) 卖空压力与企业社会责任

企业社会责任实践是指公司在努力处理和创建与众多利益相关者和自然环境的关系时所开发的一系列战略和运营实践 (Waddock, 2004)。Godfrey (2005) 首先提出企业社会责任的“保险假说”, 即当发生与企业经营有关的负面事件时, CSR实践能够减少负面事件对其股价的潜在影响。因此, 企业履行社会责任可以被看作是支付的企业保险费, 以避免或减少由于负面事件造成的市场价值损失。例如, Godfrey等 (2009) 表明, 如果公司事先参与了企业社会责任, 那么牵涉到负面法律或监管行动的公司的股票价格下跌幅度较小。Minor和Morgan (2011)、Flammer (2013) 分别在产品召回和企业环境表现不佳的情况下发现了类似的效应。同样, 企业社会责任的风险收益也可以适用于产品失败后的消费者品牌评价 (Klein和Dawar, 2004), 新闻媒体对CEO过度补偿的不认可 (Vergne等, 2018), 或者组织欺诈事件后的企业声誉 (Williams和Barrett, 2000)。

基于企业社会责任的“保险假说”, 其风险缓解效应在卖空压力的背景下尤为重要。更具体地说, 参与企业社会责任可以在利益相关者中获得更好的声誉, 而且它还表明, 如果公司被牵连到一个负面事件中, 利益相关者的反应会因为这种参与而不那么强烈 (Fombrun等, 2000)。简言之, 企业社会责任水平高的公司对卖空者的吸引力较小, 它们被卷入负面事件的可能性较小, 如果它们被卷入负面事件, 其股票受到的影响也较小。因此, 本文认为, 在短期内, 当面临卖空压力时, 公司会转向一些活动来转移对公司负面信息的关注; 而在众多可能的速效活动中, CSR是由管理层决定的为数不多的最容易部署的策略之一。基于此, 本文提出如下假说:

H1: 卖空压力能够提高企业的社会责任水平。

企业社会责任 (CSR) 是一个多维度的概念, 涵盖了公司对广泛的利益相关者的要求和期望的反应 (Carroll, 1979)。根据印象管理理论, 企业社会责任信息的披露是有失偏颇的, 以试图影响公众的认知, 增加公司的合法性 (Minor和Morgan, 2011)。Zhang等 (2020) 认为企业社会责任战略包含两个要素: 一是范围维度, 反映了目标企业所覆盖的不同企业社会责任领域的数量; 二是重点维度, 评估了目标企业在每个企业社会责任领域的努力程度。其中, 企业社会责任的范围维度与企业社会实践的合法性有关, 而企业社会责任的重点维度更加抽象, 允许企业选择不同的重点, 使企业的社会责任实践与同行相比更加独特。由于企业的资源是有限的, 因

此,我们有理由认为,虽然企业会在CSR各维度均有投入,但会更加聚焦某个特定的维度,以彰显出独特性,同时更加被外部投资者关注。

Sirgy (2002)提出了将利益相关者细分成内部利益相关者、外部利益相关者和远端利益相关者三类。内部利益相关者包括企业员工、管理人员、企业部门和董事会。外部利益相关者包括企业股东、供应商、债权人、本地社区和自然环境。而远端利益相关者包括竞争对手、消费者、政府机构、选民和工会等。由于卖空压力主要来源于外部的压力,相对于内部利益相关者,外部利益相关者对企业的熟悉程度更低。因此,消除与外界的信息不对称问题,聚焦于外部利益相关者的沟通是企业面对卖空压力的首要选择。基于此,本文提出如下假设:

H2: 相对于外部利益相关者和远端利益相关者,卖空压力对于企业关注内部利益相关者的社会责任的影响更大。

### (三) 卖空压力的信息效应

基于主流的卖空理论,卖空的“威胁”是因为管理层与投资者之间存在着信息不对称和代理问题。信息效应认为,信息环境良好的公司,如新闻媒体和金融分析师关注更多的企业,其企业社会责任信息的披露,有助于投资者全面了解公司在供应链、雇员关系、环境保护与慈善捐赠等方面的综合表现,不仅可以增强其对企业的信心,还可以缓解跟风卖出的“空头”力量。反之,如果公司透明度不高,管理层则更容易为掩盖经营弱点而进行机会主义行为(Lang和Maffett, 2011),卖空压力带来的股价“雪崩效应”更为显著。因此,相对于信息不对称程度较低,当公司的信息不对称程度较高时,卖空者的惩戒效应更强,信息不对称性较强的公司也会吸引更多的卖空者,因为股价被高估的可能性很大,企业也越有动力从事社会责任行为。基于此,本文提出如下假设:

H3: 相对于低信息不对称企业,卖空压力对高信息不对称企业的社会责任影响更大。

### (四) 卖空压力的治理效应

治理效应认为,良好的公司治理体系可以约束管理层的机会主义行为(Cohen等, 2002),降低企业内部的代理成本。如机构投资者,他们拥有更多的资源,并有动机监督公司(Kim等, 2011),约束管理层的机会主义行为,缓解投资者和管理层之间的冲突。而且,降低预期损失是驱动决策者抵御卖空的主要动机,相比于企业股价的下跌,利己主义的决策者更担心卖空者对其失德行为的挖掘和传播所造成的个人声誉及利益损失。而且,较好的公司治理,意味着公司的内幕信息更少,信息披露更加规范,被做空机构抓住的“把柄”更少,因此,受到卖空的压力相对更低。而决策者有动机采取事前措施以应对卖空投资者对其个人造成的不可预期的风险,社会责任的工具性特征恰好为决策者基于上述目的的行为提供了实施便利。换言之,决策者可能将社会责任看作一种具有掩饰作用和保险性质的防御策略——既能在事前降低私人不当行为被发现的可能性,又能在事后缓解负面事件曝光导致的消极影响(朱焱和王玉丹, 2019)。基于此,本文提出如下假设:

H4: 相对于高公司治理水平企业,卖空压力对低治理水平企业的社会责任影响更大。

## 三、研究设计

### (一) 样本与数据

本文以中国A股企业为研究对象:首先,在中国,卖空更有可能是一种知情而非投机的交易策略(Meng等, 2017),知情的卖空者具有更强烈的动机去发掘公司的负面信息。为了应对汹涌而来的卖空潮,管理层需要迅速做出应对策略,以抵御卖空压力。而且,中国自2010年3月开

始试点融资融券业务,标志着卖空管制的逐步放松,为探讨卖空压力的影响提供了一个干净的实验环境。其次,企业社会责任问题在中国政府议程上越来越重要。自2005年以来,“和谐社会”的概念被正式作为各级政府的施政方针,并被纳入中央政府的“十一五”规划和中国共产党的党章。由此,中国政府积极引导整个社会从强调经济增长转向平衡发展,同时注重解决社会和环境问题。

由于中国证券交易监督委员会在2008年颁布实施《上市公司社会责任指引》,规范上市企业的社会责任报告,因此本文的样本主要涵盖了2008年至2015年在上海和深圳证券交易所上市的所有中国公司。在样本的筛选上,按照通常的做法(Massa等,2015),本文剔除了金融企业、特殊处理ST企业、期间曾经进入融资融券标的名单而后又被剔出的样本以及财务信息严重缺失的企业,然后通过wind获得观测年份期间的融资融券样本,使其与非融资融券样本进行匹配。经过上述处理,初步得到939个处理公司(列入可做空名单)和1704个控制公司(在整个样本期内未被允许做空的公司),共计17907个公司-年度的观测值。本文的数据来源包括中国Wind数据库、CSMAR数据库、中国研究数据服务平台(CNRDS)财经新闻数据和和讯股票网站<sup>①</sup>。其中,“融资融券”标的企业及其融资融券成交量及余额数据主要源自Wind数据库,新闻媒体数据则主要源自CNRDS数据服务平台。企业社会责任评级及细分数据来源于和讯财经网络,制度环境水平数据则来源于樊纲编制的《中国市场化指数》,企业的基本信息与其他数据则来自于国泰安CSRMAR数据库。

## (二) 模型设定和变量定义

为验证前述假设,本文利用双重差分的方法对受卖空行为影响的企业和未受影响的企业,以及卖空制度放宽前后相关企业的社会责任水平进行比较,以考察卖空压力对CSR的影响,因此将模型设定为:

$$CSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 DID\_short_{it} + \beta_k Z_{it} + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,CSR为企业的社会责任水平。目前在关于“卖空与企业社会责任”相关文献中,Hou等(2019)以慈善捐赠作为CSR的代理变量,祁怀锦和刘艳霞(2018)使用每股社会贡献值<sup>②</sup>进行衡量,而朱焱和王玉丹(2019)使用润灵环球的社会责任评分。本文认为润灵环球的社会责任评分数据缺失严重,即使在2015年仍有近2/3的CSR数据缺失,而慈善捐赠和每股社会贡献值不能完全反映企业的社会责任水平。因此,本文借鉴已有相关研究对CSR的衡量方式(贾兴平和刘益,2014;王清刚和徐欣宇,2016),采用和讯网上市公司资料中的CSR评分( $CSR\_score$ )<sup>③</sup>。和讯网依托于上市公司CSR报告对股东责任、员工责任、供应商与客户及消费者权益责任、环境责任和社会责任等各方面指标的描述,对其相应指标打分,为我们研究CSR水平提供了便利。

卖空压力( $DID\_short$ ),定义为上市公司在进入可卖空的年份开始取1,否则取0;而对于在整个观测期始终未成为“融资融券”标的的上市公司,其取值为0。而Z则代表一组控制变量, $\beta$ 为第k项要素对CSR的影响, $\delta$ 为时间固定效应, $\varepsilon$ 为随机干扰项。各类下标如i、t分别代表企业和年份。

<sup>①</sup>数据来源于<http://stockdata.stock.hexun.com/zrbg/Plate.aspx#>。

<sup>②</sup>每股社会贡献值,即在公司为股东创造的基本每股收益的基础上,增加公司年内为国家创造的税收、向员工支付的工资、向银行等债权人给付的借款利息、公司对外捐赠额等其他利益相关者创造的价值额,并扣除公司因环境污染等造成的其他社会成本,计算形成的公司为社会创造的每股增值额,从而帮助社会公众更全面地了解公司为其股东、员工、客户、债权人、社区以及整个社会所创造的真正价值。

<sup>③</sup>目前,润灵环球社会责任指数、和讯网社会责任得分与每股社会贡献值是文献中最常用的社会责任综合指标,三者各有利弊。本文使用和讯网社会责任得分不仅因为数据缺失较少,而且它可以分为五个子指标,分别反映了不同类型的社会责任。同时,它也是为目前关于“卖空压力与企业社会责任”文献的研究提供了一个新的角度。

信息不对称 (*Asymmetry*): 新闻媒体和金融分析师是商业社会中重要信息媒介。其中, 分析师覆盖率 (*Asymmetry1*) 是指关注一家公司并定期发布预测和建议的分析师数量 (姜付秀等, 2016)。分析师的覆盖率是提高组织知名度的重要机制, 分析师覆盖率较高的企业通常会得到更多的公众关注, 当企业取得良好的企业社会绩效时, 更容易得到利益相关者的正面评价。新闻媒体 (*Asymmetry2*) 是另一个重要的信息中介, 沿袭已有方法 (梁上坤等, 2017) 的方法, 根据公司名称和公司股票代码, 在《中国重要报纸全文数据库》中检索每家公司的月度新闻报道量, 加总获得全年的新闻报道数量。为保证数据分布正态性, 对该数值进行加1取对数处理。

公司治理 (*Governance*): 为了验证“治理效应”, 本文同样构建了两个指标: “机构持股比例” (*Governance1*) 和“审计机构是否为‘四大’会计师事务所” (*Governance2*) (薄仙慧和吴联生, 2009; 郑国坚等, 2013)。“机构持股比例”以机构投资者对目标企业持股的比例为代理变量, “审计机构是否为四大会计师事务所”则为一个虚拟变量, “1”代表审计机构是四大会计师事务所; 反之, 为0。

在控制变量中, 本文参考已有研究 (Hou等, 2019; 朱焱和王玉丹, 2019), 控制了企业性质、规模、年龄、股权集中度、研发强度、冗余资源等企业内部基本特质, 以及产品市场竞争程度与地区市场化程度等外部环境特质。最后, 我们还控制了个体和时间固定效应。表1列示了本文的相关变量与度量标准。

表1 变量定义与度量

变量名称	度量标准	数据来源
企业社会责任	和讯网公布的CSR得分	和讯网
时间虚拟变量	公司股票成为融资融券标的以后年度的样本取值为1; 否则为0	Wind
事件虚拟变量	若公司股票在研究期间成为融资融券标的取值为1; 否则为0	Wind
金融分析师	关注一家公司并定期发布预测和建议的分析师数量	CNRDS
新闻媒体	新闻媒体报道一家公司的数量	CNRDS
机构投资者	机构投资者对目标企业持股的比例	CSMAR
外部审计	审计机构是否为四大会计师事务所	CSMAR
冗余资源	留存收益与总资产的比例	CSMAR
企业年龄	观测期年份减去企业成立的年份	CSMAR
企业成长性	主营业务收入增长率	CSMAR
股权集中度	第一大股东的股权比重	CSMAR
政治关联	企业的董事长与总经理是否存在政治关联	CSMAR
企业规模	企业员工数量的自然对数	CSMAR
企业性质	企业最终控制人是否属于政府	CSMAR
风险投资介入	企业前十大股东中是否有风险投资介入	CSMAR
研发强度	研发投入/销售收入	CSMAR
产品市场竞争力	销售费用/总销售额	CSMAR
制度环境	市场化制度	《中国市场化指数》

#### 四、实证结果与分析

##### (一) 基本回归结果

表2显示了卖空压力与CSR之间关系的回归结果。其中, 模型1为基准模型 (仅包括所有控制变量), 模型2和模型3是逐步加入卖空制度变量及时间的固定效应的结果, 标准误差聚类到企业层面。模型3的结果表明, 卖空压力与CSR水平之间存在显著的正相关关系 ( $\beta=0.513$ ,

$p < 0.01$ ), 这说明相比没有受到卖空压力影响的企业, 受卖空压力影响的企业, 其CSR水平会更高。从而, 本文的假说1得以支持, 即目标企业属于可卖空的范畴时, 卖空的压力会迫使企业进行更多的CSR投资。

表2 卖空压力与企业社会责任的基本回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	CSR_score	CSR_score	CSR_score	Shareholder	Employee	Customer	Environment	Society
<i>DID_short</i>		0.738*** (3.41)	0.513*** (3.10)	0.875*** (5.72)	0.184 (0.82)	0.259* (1.89)	0.473** (2.54)	0.0956** (1.98)
<i>Slack</i>	0.122*** (6.30)	0.124*** (6.37)	0.125*** (6.63)	0.0909*** (16.27)	0.00898** (2.43)	0.00807 (1.36)	0.0142** (2.09)	-0.00769** (-2.17)
<i>Age</i>	-1.260*** (-7.65)	-1.217*** (-7.26)	0.204 (0.23)	0.250 (0.96)	-0.0770 (-0.45)	-0.0154 (-0.06)	-0.0607 (-0.19)	0.0851 (0.52)
<i>Growth</i>	0.657 (1.11)	0.616 (1.04)	2.127*** (3.66)	0.329* (1.91)	0.534*** (4.69)	0.436** (2.37)	0.578*** (2.75)	0.110 (1.00)
<i>Top1</i>	0.0104 (0.35)	0.0106 (0.36)	-0.0153 (-0.53)	0.0482*** (5.66)	-0.0170*** (-3.02)	-0.0221** (-2.43)	-0.0278*** (-2.68)	0.000179 (0.03)
<i>Pties</i>	1.181** (2.43)	1.197** (2.46)	0.667 (1.38)	0.0270 (0.19)	0.0701 (0.74)	0.246 (1.60)	0.245 (1.40)	-0.0377 (-0.41)
<i>Size</i>	2.548*** (6.66)	2.592*** (6.75)	2.034*** (5.45)	0.830*** (7.48)	-0.0311 (-0.42)	0.426*** (3.60)	0.462*** (3.42)	0.255*** (3.62)
<i>State</i>	0.801 (0.47)	0.867 (0.51)	0.749 (0.45)	-2.007*** (-4.07)	0.407 (1.25)	1.305** (2.48)	0.815 (1.36)	-0.0754 (-0.24)
<i>VC_dum</i>	1.528*** (3.78)	1.519*** (3.76)	1.435*** (3.67)	0.591*** (5.09)	0.233*** (3.04)	0.290** (2.34)	0.384*** (2.71)	-0.0902 (-1.22)
<i>R&amp;D intensity</i>	0.142 (0.87)	0.146 (0.90)	-0.220 (-1.37)	0.0457 (0.96)	-0.0181 (-0.58)	-0.0721 (-1.42)	-0.0471 (-0.81)	-0.0531* (-1.76)
<i>Competition</i>	-23.44*** (-8.63)	-23.55*** (-8.66)	-24.57*** (-9.32)	-19.37*** (-24.73)	1.157** (2.24)	0.335 (0.40)	1.223 (1.28)	-3.324*** (-6.69)
<i>Marketization</i>	-1.006** (-2.08)	-0.968** (-1.99)	-0.228 (-0.45)	0.0395 (0.26)	-0.0620 (-0.63)	-0.142 (-0.89)	-0.128 (-0.70)	-0.104 (-1.09)
<i>Year fixed effect</i>	NO	NO	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>_cons</i>	32.11*** (8.95)	31.00*** (8.44)	12.86 (1.22)	5.212* (1.67)	4.522** (2.19)	0.518 (0.16)	0.968 (0.25)	3.506* (1.77)
<i>R<sup>2</sup></i>	0.0745	0.0746	0.1328	0.1698	0.0755	0.0921	0.0916	0.0222
<i>F-value</i>	56.98***	52.36***	70.11***	93.68***	37.42***	46.46***	46.19***	10.42***
<i>N</i>	10094	10094	10094	10094	10094	10094	10094	10094

注: \*, \*\*, \*\*\*分别表示在10%、5%、1%的置信水平上显著(双尾检验)。下表同。

进一步, 本文将CSR分成五大方面进行评价, 分别为股东责任 (*Shareholder*)、员工责任 (*Employee*)、供应商、客户和消费者权益责任 (*Customer*)、环境责任 (*Environment*) 以及社会责任 (*Society*)。表2显示, *DID\_short*的系数在模型(4)、(6)、(7)和(8)中有统计意义上显著性。这说明, 为了应对卖空压力, 企业在股东、供应商与顾客、自然环境和社会公益活动等外部和远端利益相关者方面有显著提升, 而且, 不管是影响系数, 抑或影响效应, 卖空压力对企业承担股东责任的影响最大。但是, 卖空压力对企业员工等方面社会责任上并未有显著影响。选择性履行社会责任, 符合卖空压力下企业对社会责任活动工具性利用的内在逻辑。首先, 只要股东不跟随卖空者抛售股票, 卖空者就无法借入更多的股票进行做空。因此, 获得股东的支持是经理人应对卖空压力的最好的策略。其次, 与外部和远端利益相关者的沟通通常反映了公开和高度可见的主动行动和传播模式, 这些行动和模式主要是通过寻求公众对本组织及其做法的支持, 增加社会资本的积累(Ghoshal和Moran, 1996)。最后, 虽然内部利益相关者中的高级管理人员也是有股权配置, 属于广义的股东。但是, 在卖空压力的现实情境下, 基于“经济人”的自利假

设,高管没有理由跟随做空机构一起做空自己的公司,因为这不但不损害了股东的权益,而且伤害了职业经理人的自身声誉。而且,对被做空的企业而言,最大担心是其他投资人盲目相信做空机构而产生恐慌性抛售股票导致的股价崩盘现象,而内部人士最熟悉企业的经营状况,利用CSR对内部利益相关者进行印象管理的意义相对较小。因此,面对卖空的压力,企业更有可能增加对外部及远端的社会责任的投资(股东、供应商与顾客、自然环境与社会公益),而不是对内部社会责任(如员工责任)增加投资,验证了假设2。

### (二) 机制检验

1. 企业信息环境。表3中模型(1)-(4)的结果显示,分析师关注度显著影响企业的社会责任水平( $\beta_1=2.251, p<0.01$ ),而分析师关注度与卖空压力的交互项( $DID\_short \times Asymmetry_1$ )则显著负向影响企业的社会责任水平( $\beta_1=-4.907, p<0.01$ );同样,新闻媒体显著正向影响企业的社会责任水平( $\beta_1=4.669, p<0.01$ ),其与卖空压力的交互项显著负向影响企业的社会责任水平( $\beta_1=-6.570, p<0.01$ )。上述回归结果表明,分析师/新闻媒体关注度低,即信息不对称越高的企业更容易成为卖空者的目标,卖空者通过曝光企业的负面信息,施压目标企业的管理层,使得目标企业更倾向于从事社会责任行为,从而支持了假设3。

2. 外部治理环境。当存在不同的公司治理水平时,卖空压力对CSR产生不同的作用:当外部治理水平高时,卖空压力对CSR的提升作用弱;当外部治理水平低时,卖空压力对CSR的提升作用强。为检验这一假设,本文检验了机构持股比例和“四大”为企业审计师与卖空压力的交互项对CSR产生显著影响,表3中的模型(5)-(8)的结果显示,机构持股与“四大”审计显著且积极地影响企业的社会责任水平( $\beta_1=0.0169, p<0.1; \beta_2=4.496, p<0.05$ ),其与卖空压力的交互项则显著负向影响企业社会责任水平( $\beta_1=-0.0635, p<0.01; \beta_2=-3.211, p<0.1$ )。这就意味着,当目标企业的外部治理水平较低时,卖空压力更能提升CSR,从而假设4得到了验证。

### (三) 稳健性检验

本文进行了如下稳健性检验:(1)由于无法完全排除卖空压力对企业的一些不可观测的变量随时间变化产生系统性差异,卖空制度对企业承担社会责任水平的影响可能正是这些不可观测变量的系统性差异。为了消除这些可能存在的误差,我们借助安慰剂检验重新测度回归结果。一个合理的推断是,假设卖空压力对标的企业提高CSR水平确实具有因果效应,那么企业在没有卖空压力时便不应该观察到CSR水平出现显著变化。我们在2008—2015的观测年份中随机选取2012年作为统一放松约束的年份,构造“伪放松卖空”的虚拟变量 $DID\_short\_2012$ 。表4中模型1列出的安慰剂检验结果显示, $DID\_short\_2012$ 的估计系数不显著,这进一步缓解了不可观测的系统性误差对估计结果进行了干扰的担忧。

(2)DID有效的基本条件是处理组和对照组必须有共同趋势,如果存在卖空压力的企业在未进入融资融券的“名单”前就已经表现出更好的社会责任发展趋势,那么我们观察到的卖空压力后的差异,就有一部分来源于处理组与控制组之间原有趋势上的差异,而非卖空压力带来的净效应。为此,本文参考褚剑和方军雄(2016)等学者的研究方法,通过生成年份虚拟变量与实验组虚拟变量的交互项,采用改变卖空压力的时间窗口来检验其效果:Before4、Before3、Before2、Before1和After1、After2、After3、After4、After5分别表示存在卖空压力前后的各个对应年份。模型(2)的结果显示,企业进入融资融券“名单”后,企业的社会责任水平就出现显著增长,说明卖空制度对CSR水平的促进效应即时显现,并且在后续的年份中产生持续的影响。

(3)双重差分结果的有效性还取决于分组的随机性,为了避免样本分组的非随机性而产生的结果偏差,本文参考Massa等(2015)的方法,进一步使用年末ETF基金持股占公司流通股的比

表3 卖空压力影响企业社会责任的机制分析

变量	分析关注度		新闻媒体		机构投资者		审计师为“四大”	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Did_short</i>	0.481*** (0.89)	2.030*** (3.19)	1.071*** (3.51)	3.163*** (3.58)	0.141*** (3.27)	3.065*** (3.15)	0.0119*** (3.02)	0.180*** (4.34)
<i>Asymmetry1</i>	2.251*** (4.69)	2.015*** (5.31)						
<i>Did_short</i> × <i>Asymmetry1</i>		-4.907*** (-4.62)						
<i>Asymmetry2</i>			4.669*** (5.87)	2.413** (2.47)				
<i>Did_short</i> × <i>Asymmetry2</i>				-6.570*** (-3.96)				
<i>Governance1</i>					0.0169* (1.85)	0.0276*** (2.87)		
<i>Did_short</i> × <i>Governance1</i>						-0.0635*** (-3.56)		
<i>Governance2</i>							4.696** (2.30)	5.979*** (2.76)
<i>Did_short</i> × <i>Governance2</i>								-3.211* (-1.77)
<i>Slack</i>	0.117*** (5.92)	0.116*** (5.89)	0.438*** (9.69)	0.430*** (9.52)	0.136*** (7.05)	0.138*** (7.11)	0.119*** (6.31)	0.119*** (6.30)
<i>Age</i>	0.190 (0.20)	0.113 (0.12)	-1.519 (-0.90)	-1.633 (-0.97)	0.108 (0.12)	0.279 (0.32)	0.170 (0.19)	0.184 (0.21)
<i>Growth</i>	1.774*** (2.99)	1.695*** (2.86)	2.699*** (3.02)	2.744*** (3.08)	2.008*** (3.38)	1.963*** (3.31)	2.023*** (3.46)	2.022*** (3.46)
<i>Top1</i>	0.000180 (0.01)	-0.00204 (-0.07)	-0.0922* (-1.87)	-0.0941* (-1.91)	-0.00524 (-0.17)	-0.00321 (-0.11)	-0.0351 (-1.21)	-0.0328 (-1.13)
<i>Pties</i>	0.688 (1.38)	0.667 (1.34)	1.353* (1.81)	1.475** (1.98)	0.742 (1.51)	0.740 (1.51)	0.761 (1.57)	0.769 (1.59)
<i>Size</i>	1.824*** (4.71)	1.834*** (4.74)	3.373*** (5.47)	3.270*** (5.31)	2.319*** (6.11)	2.305*** (6.08)	2.167*** (5.80)	2.149*** (5.76)
<i>Ownership</i>	0.751 (0.44)	0.889 (0.52)	11.41*** (3.48)	11.34*** (3.47)	1.349 (0.81)	1.301 (0.78)	0.791 (0.48)	0.773 (0.47)
<i>VC_dum</i>	1.418*** (3.53)	1.417*** (3.53)	1.347** (2.46)	1.368** (2.51)	1.354*** (3.41)	1.342*** (3.39)	1.386*** (3.55)	1.403*** (3.59)
<i>R&amp;D intensity</i>	-0.254 (-1.53)	-0.226 (-1.36)	-0.506** (-2.01)	-0.510** (-2.03)	-0.0166 (-0.10)	-0.0220 (-0.13)	-0.202 (-1.26)	-0.203 (-1.27)
<i>Competition</i>	-26.14*** (-9.62)	-26.47*** (-9.75)	-20.96*** (-4.54)	-21.05*** (-4.57)	-25.61*** (-9.42)	-25.87*** (-9.51)	-24.19*** (-9.09)	-24.24*** (-9.11)
<i>Marketization</i>	0.234 (0.44)	0.291 (0.55)	0.116 (0.15)	0.0866 (0.11)	-0.200 (-0.39)	-0.188 (-0.37)	-0.175 (-0.35)	-0.167 (-0.33)
<i>Year fixed effect</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>_cons</i>	11.58*** (11.04)	12.18*** (11.10)	16.77*** (10.87)	18.23*** (10.95)	10.21*** (10.95)	8.047*** (10.75)	12.44*** (11.18)	12.27*** (10.17)
<i>R<sup>2</sup></i>	0.1337	0.1363	0.1962	0.1994	0.1379	0.1393	0.1325	0.1328
<i>F-value</i>	61.25***	59.32***	53.00***	51.22***	66.13***	63.41***	64.79***	0.1328***
<i>N</i>	9391	9391	5622	5622	9689	9689	9893	9893

值作为卖空压力的工具变量。表4的第(3)列报告了2SLS的估计结果,卖空压力对CSR的影响系数显著为正,说明在解决了可能存在的内生性问题后,本文的结论依然成立,即卖空机制的引入可以显著提升企业的社会责任水平。

(4)2008年证券交易所发布《上市公司社会责任指引》,明确规定四类企业<sup>①</sup>需要发布社会

①“上证公司治理板块”样本公司、发行境外上市外资股公司、金融类公司以及“深证100”成分股公司。

表4 卖空压力与企业社会责任水平的稳健性检验

变量	CSR_score	CSR_score	CSR_score	CSR_score
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Slack</i>	0.123*** (6.61)	-0.000973(-0.89)	-0.0273(-1.49)	0.0913*** (5.82)
<i>Age</i>	0.152(0.18)	-0.813(-1.34)	-0.361**(-2.51)	0.366(0.45)
<i>Growth</i>	2.103*** (3.64)	2.007*** (4.40)	-2.343(-0.95)	0.497(1.00)
<i>Top1</i>	-0.0117(-0.41)	0.0640*** (2.81)	0.121*** (2.86)	0.0757*** (2.99)
<i>Pties</i>	0.676(1.40)	0.885** (2.24)	-2.768* (-1.79)	0.301(0.69)
<i>Size</i>	1.968*** (5.31)	1.579*** (5.68)	-17.68*** (-4.37)	0.940*** (2.84)
<i>State</i>	0.775(0.47)	1.005(0.82)	-13.84*** (-4.21)	-1.950(-1.29)
<i>VC_dum</i>	1.406*** (3.61)	0.816** (2.36)	-0.818(-0.62)	0.935*** (2.71)
<i>R&amp;D intensity</i>	-0.222(-1.39)	-10.30*** (-8.49)	1.110*** (2.83)	-0.202(-1.49)
<i>Competition</i>	-24.58*** (-9.37)	-0.243* (-1.75)	-31.80*** (-3.93)	-27.93*** (-12.68)
<i>Marketization</i>	-0.139(-0.28)	-0.696* (-1.65)	-0.0336(-0.08)	-0.837* (-1.86)
<i>Year fixed effect</i>	YES	YES	YES	YES
<i>DID_short</i>			1.645*** (5.44)	0.0613*** (3.12)
<i>DID_short_2012</i>	8.783(0.18)			
<i>Before4</i>		1.787(1.64)		
<i>Before3</i>		1.259(1.51)		
<i>Before2</i>		0.785(1.17)		
<i>Before1</i>		0.113(0.19)		
<i>After1</i>		1.801*** (3.09)		
<i>After2</i>		2.471*** (3.79)		
<i>After3</i>		14.35*** (14.14)		
<i>After4</i>		20.54*** (19.64)		
<i>After5</i>		20.50*** (11.55)		
<i>_cons</i>	13.19*** (3.26)	30.72*** (3.84)	165.5*** (4.89)	18.65** (1.97)
<i>R<sup>2</sup></i>	0.1400	0.1627	0.1961	0.0850
<i>F-value</i>	73.59***	78.50***	49.09***	34.64***
<i>KP F-value</i>			28.179	
<i>N</i>	9955	12771	9689	8370

责任报告,以引导更多的企业从事CSR。由于卖空制度的实施与社会责任信息强制披露年份接近,为了排除企业社会水平的增加是受政府部门的强制披露规定所影响,本文将以上四类企业从总样本中删除。使用子样本重新对公式(1)进行回归,模型(4)显示的结果与前述结果保持一致,基本说明基准回归结果的稳健性。

## 五、结论与政策建议

随着中国金融市场的逐步开放,各种金融创新工具对于企业决策的影响,以及企业对其的应对之策受到越来越多的关注。本文利用中国2010年开始实施的“融资融券”机制作为外生冲击构造DID模型,在控制了卖空压力与CSR水平之间的内生性问题后,发现卖空压力可以显著提高标的公司的社会责任水平,尤其提高了企业的外部利益相关者的社会责任水平(股东、供应商与消费者、环境与社会方面);然后,本文进一步探讨了这一关系在信息环境(证券分析师和新闻媒体)和外部治理环境(机构投资者和外部审计)下的影响,验证了卖空机制存

在“信息效应”和“治理效应”。

本研究值得注意的一个事项是, 卖空者是活跃的市场参与者和短期投机者, 他们不太可能真正关心企业对社会责任的实践投资。因此, 本文的研究结论, 只是卖空行为给企业带来的压力导致的溢出效应。尽管如此, 我们的研究结果仍然提供了新的见解, 并具有重要的政策意义: (1)对于政策者而言, 卖空压力有助于抑制经理人的“不道德”行为, 提升企业的社会责任水平, 引导企业更好地服务于社会。因此, 应该适当扩大融资融券的企业范围。(2)本文发现, 外部和远端利益相关者是卖空压力影响CSR的重要维度, 因此不仅仅要放松资本市场中的卖空约束, 使其更好地服务于资本市场, 引导企业可持续发展, 同时监管机构也要关注企业对内部利益相关者责任的承担, 保障企业员工的合法利益。(3)本文发现卖空压力对CSR的影响主要存在于高信息不对称和高代理成本的企业之中。因此, 对于管理者而言, 改善企业的信息和治理环境, 可以有效降低企业成为卖空标的概率, 避免卖空压力带给企业的一系列风险和成本。

在局限性与未来研究方向上, 本文认为: (1)仅仅对企业社会责任水平的研究难以充分探寻企业社会责任活动的动机、后果以及与管理者相关的披露选择。因此, 对于未来的研究, 建议采用访谈或问卷的形式, 以克服CSR数据的一些关键限制, 如难以识别实际管理层实施社会责任的背后动机与思考。(2)CSR是一个“多维构造, 包括多样的企业行为、资源、流程和输出”。企业社会责任表现的不同方面可能来自不同的动机, 或代表对不同的社会需求或战略回应, 而以前的研究通常将非股东利益相关者作为一个联合群体进行考察, 隐含假设员工、供应商、客户、社区和政府共享一个类似的效用函数。未来的研究有必要尝试深入研究卖空机制对不同类别的利益相关者的影响研究。(3)企业社会责任包含多个维度, 涉及不同的利益相关者群体, 而企业受到有限资源的约束, 尤其是在当前经济动荡的年代, 可能会出现利益相关者之间争夺财务资源和管理层关注。管理者如何对企业社会责任的各方面进行优先级的划分和平衡是许多企业面临的挑战。未来的研究需要增加对各利益相关者群体之间互动与依赖性关系, 及其在卖空压力下不同利益相关者群体之间的冲突下的权衡的理解。

#### 主要参考文献:

- [1] 薄仙慧, 吴联生. 国有控股与机构投资者的治理效应: 盈余管理视角[J]. 经济研究, 2009, (2).
- [2] 褚剑, 方军雄. 卖空约束放松与高管超额在职消费[J]. 金融学季刊, 2018, (3).
- [3] 褚剑, 方军雄. 中国式融资融券制度安排与股价崩盘风险的恶化[J]. 经济研究, 2016, (5).
- [4] 贾兴平, 刘益. 外部环境、内部资源与企业社会责任[J]. 南开管理评论, 2014, (6).
- [5] 姜付秀, 石贝贝, 马云飙. 信息发布者的财务经历与企业融资约束[J]. 经济研究, 2016, (6).
- [6] 梁上坤. 媒体关注、信息环境与公司费用粘性[J]. 中国工业经济, 2017, (2).
- [7] 祁怀锦, 刘艳霞. 管理者自信会影响企业社会责任行为吗?——兼论融资融券制度的公司外部治理效应[J]. 经济管理, 2018, (5).
- [8] 权小锋, 尹洪英. 中国式卖空机制与公司创新——基于融资融券分步扩容的自然实验[J]. 管理世界, 2017, (1).
- [9] 王清刚, 徐欣宇. 企业社会责任的价值创造机理及实证检验——基于利益相关者理论和生命周期理论[J]. 中国软科学, 2016, (2).
- [10] 郑国坚, 林东杰, 张飞达. 大股东财务困境, 掏空与公司治理的有效性——来自大股东财务数据的证据[J]. 管理世界, 2013, (5).
- [11] 朱焱, 王玉丹. 卖空机制与企业社会责任承担——基于中国融资融券制度的准自然实验研究[J]. 会计研究, 2019, (12).
- [12] Boehmer E, Wu J. Short selling and the price discovery process[J]. *The Review of Financial Studies*, 2013, 26(2): 287-322.
- [13] Boehmer E, Jones C M, Wu J, et al. What do short sellers know?[J]. *Review of Finance*, 2020, 24(6):

- 1203–1235.
- [14] Brockman P, Luo J, Xu L M. The impact of short-selling pressure on corporate employee relations[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 64: 101677.
- [15] Carroll A B. A three-dimensional conceptual model of corporate performance[J]. *The Academy of Management Review*, 1979, 4(4): 497–505.
- [16] Cohen J, Krishnamoorthy G, Wright A M. Corporate governance and the audit process[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2002, 19(4): 573–594.
- [17] De Angelis D, Grullon G, Michenaud S. The effects of short-selling threats on incentive contracts: Evidence from an experiment[J]. *The Review of Financial Studies*, 2017, 30(5): 1627–1659.
- [18] Elineau R B. Regulating short selling in Europe after the crisis[J]. *Brigham Young University International Law & Management Review*, 2011, 8(2): 61.
- [19] Feng X N, Chan K C. Information advantage, short sales, and stock returns: Evidence from short selling reform in China[J]. *Economic Modelling*, 2016, 59: 131–142.
- [20] Flammer C. Corporate social responsibility and shareholder reaction: The environmental awareness of investors[J]. *Academy of Management Journal*, 2013, 56(3): 758–781.
- [21] Fombrun C J, Gardberg N A, Barnett M L. Opportunity platforms and safety nets: Corporate citizenship and reputational risk[J]. *Business and Society Review*, 2000, 105(1): 85–106.
- [22] Gagnon L, Witmer J. Short Changed? The market's reaction to the short sale ban of 2008[R]. Bank of Canada Working Paper 2009-23, 2009.
- [23] Ghoshal S, Moran P. Bad for practice: A critique of the transaction cost theory[J]. *The Academy of Management Review*, 1996, 21(1): 13–47.
- [24] Godfrey P C. The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective[J]. *Academy of Management Review*, 2005, 30(4): 777–798.
- [25] 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, 30(4): 425–445.
- [26] Hou D S, Meng Q B, Zhang K, et al. Motives for corporate philanthropy propensity: Does short selling matter?[J]. *International Review of Economics & Finance*, 2019, 63: 24–36.
- [27] Kim J B, Li Y H, Zhang L D. CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 101(3): 713–730.
- [28] Klein J, Dawar N. Corporate social responsibility and consumers' attributions and brand evaluations in a product-harm crisis[J]. *International Journal of research in Marketing*, 2004, 21(3): 203–217.
- [29] Kolasinski A C, Reed A, Thornock J R. Can short restrictions actually increase informed short selling?[J]. *Financial Management*, 2013, 42(1): 155–181.
- [30] Lamont M. Toward a comparative sociology of valuation and evaluation[J]. *Annual Review of Sociology*, 2012, 38: 201–221.
- [31] Lang M, Maffett M. Transparency and liquidity uncertainty in crisis periods[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2011, 52(2–3): 101–125.
- [32] Massa M, Zhang B H, Zhang H. The invisible hand of short selling: Does short selling discipline earnings management?[J]. *The Review of Financial Studies*, 2015, 28(6): 1701–1736.
- [33] Meng Q B, Li Y, Jiang X Y, et al. Informed or speculative trading? Evidence from short selling before star and non-star analysts' downgrade announcements in an emerging market[J]. *Journal of Empirical Finance*, 2017, 42: 240–255.
- [34] Minor D, Morgan J. CSR as reputation insurance: Primum non Nocere[J]. *California Management Review*, 2011, 53(3): 40–59.
- [35] Sirgy M J. Measuring corporate performance by building on the stakeholders model of business ethics[J]. *Journal of business ethics*, 2002, 35(3): 143–162.

- [36] Vergne J P, Wernicke G, Brenner S. Signal incongruence and its consequences: A study of media disapproval and CEO overcompensation[J]. *Organization Science*, 2018, 29(5): 796–817.
- [37] Waddock S. Creating corporate accountability: Foundational principles to make corporate citizenship real[J]. *Journal of Business Ethics*, 2004, 50(4): 313–327.
- [38] Williams R J, Barrett J D. Corporate philanthropy, criminal activity, and firm reputation: Is there a link?[J]. *Journal of business Ethics*, 2000, 26(4): 341–350.
- [39] Wong Y T F, Zhao W. Post-apocalyptic: The real consequences of activist short-selling[R]. Marshall School of Business Working Paper No. 17-25, 2017.
- [40] Zhang Y L, Wang H L, Zhou X Y. Dare to be different? Conformity versus differentiation in corporate social activities of Chinese firms and market responses. *Academy of Management Journal*, 2020, 63(3): 717-742.

## Altruism or Hypocrisy? Short-selling Pressure and Corporate Social Responsibility

Li Jun<sup>1,2</sup>, Liu Hongwei<sup>3</sup>, Li Jingwen<sup>4</sup>

- (1. *Research Department, PICC Asset Management Company Limited, Shanghai 200122, China;*  
2. *Postdoctoral Research Station, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;*  
3. *College of Business, Xiangtan University, Hunan Xiangtan 411105, China;*  
4. *School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*)

**Summary:** The information effect and governance effect of short selling pressure provide a feasible capital market approach for corporate social responsibility governance. Taking A-share listed companies from 2008 to 2015 as the research sample, this paper empirically tests the impact of short-selling pressure on the level of corporate social responsibility by using the PSM and DID methods. The results show that short-selling pressure significantly improves the level of corporate social responsibility, especially the social responsibility of external stakeholders and remote stakeholders, but has no impact on the social responsibility of internal stakeholders, which verifies the difference and consistency of corporate social responsibility. Further, the mechanism test finds that the effect of short selling pressure on the promotion of corporate social responsibility is more significant when the degree of information asymmetry is high or the agency cost is high, which proves that short-selling pressure affects the information effect and governance effect of the level of corporate social responsibility. The research of this paper reveals the internal relationship between short-selling mechanism and corporate social responsibility, enriches the literature on the economic consequences of short-selling mechanism and strategic management, and has important practical significance for promoting the institutional construction of China's capital market and the development of corporate strategic management practice.

**Key words:** short-selling pressure; corporate social responsibility; information effect; governance effect

(责任编辑: 倪建文)