

企业社会责任对财务绩效的动态影响 ——政治关联的调节效应

THE DYNAMIC IMPACT OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY ON FINANCIAL PERFORMANCE: THE MODERATING EFFECT OF POLITICAL CONNECTIONS

刘樱^{1*}, 王铁男²

Ying Liu^{1*}, Tienan Wang²

^{1,2}泰国正大管理学院中国研究生院

^{1,2}Chinese Graduate School, Panyapiwat Institute of Management, Thailand

Received: March 7, 2024 / Revised: May 20, 2024 / Accepted: May 27, 2024

摘要

基于利益相关者理论和制度理论构建了本文的理论模型，通过搜集 2010-2019 年间中国沪深两市上市公司公开数据，使用动态分析视角采用实证研究方法，实证检验企业社会责任对财务绩效的动态影响，同时考察政治关联在这一影响过程中的组织边界。实证研究结果表明，企业社会责任履行程度显著促进财务绩效，动态分析结果显示这种促进作用在两年内显著存在，影响系数分别为 0.0009 和 0.0006；政治关联在当年这一过程中存在显著的负向调节作用，交乘项系数为 -0.0004。本文扩展了 CSR 动态经济效果研究，为政治关联的“双刃剑”作用添加了新的证据，未来可以在此基础上进行更多组织边界的探究以期更加全面地揭示 CSR 的动态经济效果边界。

关键词：企业社会责任 财务绩效 政治关联

Abstract

Based on stakeholder theory and institutional theory, this article constructs a theoretical model to explore the dynamic relationship between Corporate Social Responsibility (CSR) and financial performance. Using publicly available data from listed companies on China's Shanghai and Shenzhen stock

*Corresponding Author: Ying Liu
E-mail: megly818@163.com

markets from 2010 to 2019, the study employs empirical methods from a dynamic analysis perspective to examine the evolving impact of CSR on financial performance. It also investigates the moderating role of political connections in this relationship. The empirical results indicate that a higher level of CSR fulfillment significantly enhances financial performance. The dynamic analysis further reveals that this positive effect is most pronounced within two years, with impact coefficients of 0.0009 and 0.0006, respectively. Political connections exhibit a significant negative moderating effect in this process, as reflected in the cross-term coefficient of -0.0004. This study contributes to the literature by expanding the understanding of the dynamic economic effects of CSR and providing new empirical evidence on the “double-edged sword” role of political connections. Future research may further explore organizational boundaries to more comprehensively reveal the dynamic economic impacts of CSR.

Keywords: Corporate Social Responsibility, Financial Performance, Political Connections

引言

随着社会公众环保意识增强、利益相关者的要求变高以及管理者生态价值观的形成，企业基于可持续发展的考虑开始积极主动的应对环境问题、关注社会责任的履行，能否积极响应利益相关者的需求关系着企业是否能够实现长远发展。企业是微观经济的主体，是资源的主要使用者，也是环境污染的主要制造者 (Huang & Lei, 2021)。企业能否在积极承担社会责任的前提下实现经济增长与环境保护的双赢，是中国推进高质量发展转型的关键。然而，现有研究有关企业社会责任 (Corporate Social Responsibility, CSR) 的财务效果仍然存在争议。基于此，探索企业社会责任履行程度对财务绩效的影响作用及其是否受到政治关联这一组织特征的影响，对于中国企业提升长期竞争力具有重要的现实意义。

目前，企业社会责任文献对于社会责任履行的财务效果研究结论不一致。一些研究认为履行社会责任可以通过影响公司资本成本、提高企业在利益相关者眼中的声誉提高财务绩效 (Ghoul et al., 2011)。另有一些研究指出，企业社会责任会负向影响财务绩效 (Margolis et al., 2003)。可见，社会责任履行的经济效果有待进一步验证。对于政治关联的研究，过往文献比较关注政治关联的有益作用，如政治关联能获得更多政府补助，获取更多的多元化资源 (Pan et al., 2009)，增强企业价值等，但是近来研究显示政治关联同时存在直接成本和对创新的抑制作用 (Yuan et al., 2015)。现有研究鲜少关注 CSR 的动态经济效果，因而，实证检验社会责任对财务绩效的动态影响，以及政治关联在这一影响过程中的调节作用是本文的研究问题。

为此，基于利益相关者理论和制度理论以及“行为—结果”的模型框架，构建了企业社会责任影响财务绩效的理论模型，借助动态分析视角全面剖析企业履行社会责任的实际经济效果；政府作为生态经济建设的主要推动者，政企关系是否会在社会责任履行影响财务绩效的过程中起到影响作用？通过引入政治关联这一情境因素对社会责任履行程度影响财务绩效的组织边界

做出回答。研究结论有望在理论上扩展社会责任动态经济效果研究，帮助学者更全面地了解社会责任对财务绩效的动态影响，丰富企业社会责任文献；实践上，可以为企业实施社会责任战略提供理论依据；对于政治关联这一组织特征的调节效应研究有利于全面解读政企关系的作用效果，在实践中可以为企业维系恰当的政商关系，避免政治关联的“诅咒效应”提供参考与借鉴。

研究目的

在中国经济高质量发展转型过程中，企业履行社会责任作为降低企业负面影响的工具，已成为企业战略选择的重要组成。然而，现有研究对于企业社会责任履行的财务效果未能找到一致的答案。本文旨在探究企业社会责任对财务绩效的动态影响，进一步结合企业的组织特征探索政治关联在企业社会责任影响财务绩效过程中的调节效应。

文献综述

利益相关者理论指出企业的长期发展必须建立在综合平衡各方利益相关者的利益要求基础上。利益相关者概念提示企业除了要承担经济责任，同时还要承担伦理、法律和慈善责任等 (Carroll, 1993)。企业履行社会责任受到各利益相关者的压力作用，这些压力主要来自政府、顾客、供应商、公众和媒体等。政府通过建立社会责任标准，如 2009 年环保部批准并发布了 5 项《清洁生产标准》引导和约束企业履行社会责任；顾客对企业多项社会责任行为产生期望，如企业慈善行为、产品质量方面和环境方面；供应商期望企业不恶意压价，诚信合作；公众通过社会舆论对企业行为起到压力作用；媒体能够传播组织的合法性，同时也使企业丧失合法性，从而对企业社会责任的履行施加压力。

制度理论关注于整合的外部影响如何塑造组织的行动 (DiMaggio & Powell, 1983; Ruef & Scott, 1998)。企业所处的外部制度环境限制了企业的经营范围，并影响其战略反应。合法性是制度理论中的核心概念。合法性它被定义为一个实体在社会中的行为在社会价值、规范、信仰和定义方面的适当性和正确性的总体看法 (Suchman, 1995)。按照 Scott (1995) 的分类方式，合法性可以从规制、规范和认知三个方面来阐述。规制合法性来源于政府、专业机构、行业协会等相关部门所制定的规章制度；规范合法性来源于社会价值观和道德规范，认知合法性来源于有关特定事物或活动的知识的扩散 (Xu & Zuo, 2010)。当一项活动被人们所熟悉时，它就具备了认知合法性。

学术界对企业社会责任能否促进企业绩效进行了广泛的研究。一些研究认为企业社会责任可以给企业带来可持续绩效。例如，Luo 和 Bhattacharya (2006) 以 TobinQ 和股票回报测量企业绩效，并以美国 FAMA 数据库提供的数据考察了企业社会责任与企业绩效的关系，发现企业社会责任可以正向影响企业绩效。另外，在利益相关者理论框架下，研究者们也提出，公司通

过承担社会责任，增强了公司的可信性，并增强了公司与利益相关者之间的联系，从而能够降低交易成本，最终提高企业的绩效 (Perrini et al., 2009)。Shahzad et al. (2019) 发现在亚洲背景下，企业社会责任实践可以正向影响可持续企业绩效，并指出与其他企业相比，更具社会责任感的企业可持续绩效更高。但是，另外有一些研究表示企业社会责任会负向影响企业绩效 (Margolis et al., 2003)，根植于新古典经济学的最大化思想，支持企业社会责任抑制论的研究认为，为了保护公司不会处于竞争劣势，企业社会责任被看作一种不必要的成本，因此应该尽可能避开。温素彬与方苑以 46 家上市公司作为研究对象，发现企业社会责任短期内与企业绩效存在负向的相关关系，但在长期二者存在正向的相关关系 (Wen & Fang, 2008)。可以看到，企业社会责任对财务绩效的影响仍未有统一的答案，鲜少看到动态视角的有关分析。

政治关联文献指出政治关联水平高的企业更能全面及时地掌握环境监管、污染物排放管理等政策信息，进而快速响应、把握先机，赢得先发优势；此外，政治关联可以帮助企业获得更多的政府补助 (Pan et al., 2009)，避免违规处罚 (Xu et al., 2013)，增强企业价值 (Li et al., 2012)；但也有部分研究指出政治关系可能导致寻租、缺乏创新效率或企业资源浪费等情形 (Feng et al., 2019；Yuan et al., 2015)。Yuan et al. (2015) 发现政治关联弱化了技术创新与企业业绩敏感性，验证了政治资源的诅咒效应；Feng et al. (2019) 实证了政治关联对社会责任与创新绩效之间的负向调节作用。可以看到，政治关联的实际经济作用效果有待再检验，现有政治关联调节作用的研究并不多见，特别是政治关联在社会责任履行程度影响财务绩效过程中的调节效应还未得到实证分析。

根据以上分析，截止目前较少看到动态视角分析企业社会责任对财务绩效的影响，政治关联在这一影响过程中的调节作用有待于进一步检验，本文将基于利益相关者理论和制度理论构建理论模型并对其进行实证检验。

研究方法

本文采用实证研究方法，通过搜集 2010-2019 年间中国沪深两市全部上市公司的公开数据，站在动态分析的视角实证检验本研究最初提出的理论模型，根据实证检验结果分析讨论了 CSR 对财务绩效的动态影响以及政治关联的调节作用。

具体而言，首先对企业社会责任影响财务绩效的作用效果进行理论分析，进而探讨政治关联在企业社会责任影响财务绩效过程中的调节效应，在理论分析的基础上提出了研究假设并构建了理论模型。其次，搜集上市公司公开数据采用多元回归分析和层级调节路径分析方法构建实证检验模型。再者，使用 Stata 软件对获得的公开数据进行处理与分析，从而对研究假设和理论模型进行实证检验。最后，根据实证研究结果进行讨论与总结以期为企业实践提供相应对策与建议。

1. 理论模型的构建

1) 企业社会责任对财务绩效的影响假设

基于制度理论和利益相关者理论，承担社会责任可以为企业赢得合法性，企业社会责任行为会通过公众和媒体给企业带来良好的声誉，这一声誉资本有助于降低顾客对产品与服务价格的敏感度，有助于提高顾客忠诚度，以及将潜在顾客转换为顾客。而企业不负责任的行为将会导致消费者选择其他企业的产品和服务，使企业遭受顾客流失的潜在压力 (Xu & Yi, 2014)。基于长期战略的考虑企业选择履行社会责任是因为履行社会责任能够带来竞争优势、声誉和战略性收益 (Porter & Kramer, 2006)，这符合利益相关者理论对企业履行社会责任的压力作用预期。Fombrun et al. (2000) 进一步研究发现，公司可以收取溢价，因为公司与其利益相关者之间的关系得到了改善。Shahzad et al. (2019) 发现在亚洲背景下，企业社会责任实践正向影响可持续企业绩效；同时指出，与其他企业相比，更具社会责任感的企业的可持续绩效更高。综合以上各种观点，企业承担社会责任可以通过与利益相关者关系的改善提高企业绩效。

Jo 和 Harjoto (2012) 提供了证据来支持企业积极承担社会责任会促进公司绩效。采用企业社会责任实践可以帮助公司留住最合格的员工，这对于维持企业领导地位 (Donate & Guadamillas, 2011) 和提高企业创新能力 (Surroca et al., 2010) 是必要的。Battaglia et al. (2014) 对意大利和法国这两个欧盟国家的 213 家时尚行业中小企业进行的一项调查结果表明，几个企业社会责任相关变量与竞争力的两个方面（创新和无形绩效）之间存在很强的正相关性。Ghoul et al. (2011) 的研究认为，履行社会责任可以影响公司资本成本，关注社会责任的企业公司价值会被高估，面临的风险也较小。企业社会责任可以提高公司在所有利益相关者（而不仅仅是股东）眼中的企业声誉，企业财务业绩因此得到改善。

基于以上阐释，提出研究假设 1：

H1：企业社会责任履行程度正向影响财务绩效，即企业社会责任履行程度越高，财务绩效越高；反之，财务绩效越低。

2) 政治关联的调节作用假设

许多研究指出政治关联是把双刃剑，认为政治关联在一定程度上会引致企业进行错误的资源配置、损害企业未来业绩和公司价值 (Feng et al., 2019)。企业管理层拥有政治联系是企业谋取优质社会资源的重要因素，然而政治关联维系的同时可能会削弱企业创新热情和研发动力，致使企业管理层施行并购或者多元化横向扩张策略，这些行为并不一定能够带来企业财务绩效的改善。

首先，企业高管政治关联的主要特征是通过与政府等国家机关的紧密沟通与联系获得决策方向性的信息从而影响企业战略选择，通过战略选择后相应的经营管理方法影响企业绩效，然而企业高管政治关联程度越高，引致其进行政治寻租行为的可能性越大。其次，政治

关联虽然能够帮助企业缓解融资约束，但却可能会以降低企业创新效率为代价。Lin et al. (2021) 的研究结果表明企业政治关联会负面影响环保投资，表现为高管政治关联比例越高、高管政治关联等级越高，企业环保投资额越少，进一步考察环保投资的经济后果发现，政治关联并未给企业带来较高的市场价值。Feng et al. (2019) 将企业绩效换做创新绩效，发现政治关联负向调节了企业社会责任对于创新绩效的正向影响，即政治关联的存在削弱了后两个变量间的促进作用。Yuan et al. (2015) 发现有政治关联的企业的创新成果转化为企业业绩的能力更低，进而降低技术创新与企业业绩之间的敏感性。再者，政治关联企业出于维护地方经济增长和促进就业等“政治包袱”因素考虑，如果不顾及企业自身情况勉强履行社会责任可能会带来资金紧张、资源不足和技术更新落后等发展困难，无形中增加了企业自身财务压力。

因此，提出研究假设 2：

H2：政治关联在企业社会责任对财务绩效的正向影响过程中存在负向调节作用。

3) 理论模型

根据以上分析和研究假设，提出如下理论模型。

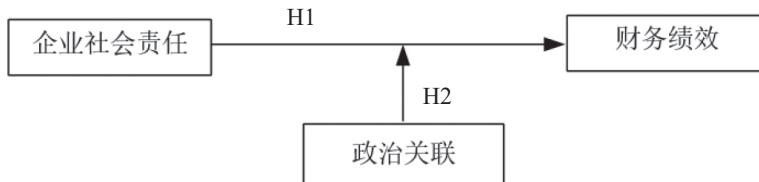


图 1 理论模型

资料来源：作者绘制

2. 样本选择与数据来源

本文企业社会责任评分数据来自和讯网，和讯网从 2010 年开始对上市公司的社会责任履行情况进行评价并公开发布数据 (Li et al., 2020)，本文研究样本从 2010 年开始，考虑疫情对财务绩效的影响将样本选择定于 2020 年之前，因此，最终确定样本选择为 2010-2019 年间中国沪深两市全部上市公司。其余样本数据主要来自万德 (WIND) 数据库、国泰安 (CSMAR) 数据库、上海和深圳证券交易所网站和沪深两市上市公司年报等。上市公司数据按照以下程序进行筛选：首先，剔除研究当年处于 ST、ST* 状态的公司样本；接着，剔除研究当年上市时间未满 1 年的上市公司；再者，剔除数据不完整公司样本；最后，剔除金融行业上市公司。在剔除缺失数据样本后，经过数据筛选与匹配，最终得到 2,439 家上市公司的 16,619 个非平衡面板数据观测值。在最终样本中，包含 15 个证监会行业分类，其中制造业占比最大，其样本观测值占总样本的 87.56%；占比最少的是居民服务、修理和其他服务业，其样本观测值仅占总样本的 0.01%，具体的样本行业分布见表 1。

表1 样本行业分布

| 行业 | 样本数 | 占比% |
|------------------|---------------|------------|
| 农、林、牧、渔业 | 20 | 0.12 |
| 采矿业 | 463 | 2.79 |
| 制造业 | 14,552 | 87.56 |
| 电力、热力、燃气及水生产和供应业 | 357 | 2.15 |
| 建筑业 | 493 | 2.96 |
| 批发和零售业 | 59 | 0.36 |
| 交通运输、仓储和邮政业 | 288 | 1.73 |
| 信息传输、软件和信息技术服务业 | 36 | 0.22 |
| 房地产业 | 199 | 1.20 |
| 租赁和商务服务业 | 5 | 0.03 |
| 科学研究和技术服务业 | 71 | 0.42 |
| 水利、环境和公共设施管理业 | 8 | 0.05 |
| 居民服务、修理和其他服务业 | 2 | 0.01 |
| 文化、体育和娱乐业 | 3 | 0.02 |
| 公共管理、社会保障和社会组织 | 63 | 0.38 |
| 总计 | 16,619 | 100 |

资料来源：作者整理

3. 实证模型的构建

首先，进行企业财务绩效的测量。企业财务绩效的测量应该反映企业的盈利能力和成长性，而总资产收益率 (Return on Assets, ROA) 代表了公司整体的财务绩效，是一个测量公司绩效很好的指标 (Wang et al., 2020)。在本文的分析中，采用总资产收益率 (ROA) 作为财务绩效的测量指标。本文所使用的总资产收益率 (ROA) 来自于万德 (WIND) 数据库。

接着，测量企业社会责任的履行程度。本文参照学者 Wang 和 Hao (2022) 的研究采用和讯网的评分数据作为企业社会责任履行程度的代理变量，分值越高表明企业社会责任履行程度越高。和讯网作为第三方评级机构，对上市公司的企业社会责任评分具有权威性和专业性，可以较客观并科学地反映企业履行社会责任的状况，具有较高的可信度。

再者，进行政治关联的测量。根据 Zhang et al. (2014) 的研究，企业的政治关联问题已经普遍采用虚拟变量法，本文亦采用这种方法进行政治关联的测量。具体而言，本文政治关联数据根据上市公司企业年报手工整理获得，并借鉴 Zhang 和 Zhao (2022) 对于政治关联的测量方法，采用一个虚拟变量来测量政治关联，即当企业高管及其以上管理人员（董事及总经理）正在担任或者曾经担任各级党组织委员或代表，或者正在担任或曾经担任政府官员时取值为 1，否则取值为 0。

最后,选取和测量控制变量。参考以往相关研究的做法(Wang et al., 2017; Wang et al., 2020),本文从企业组织特征和财务状况两个方面选取了5个控制变量。(1)企业规模(Size),资产规模较大且负债率较小的企业往往履责能力和偿债能力更强,参照Lin et al.(2021)的研究采用企业期末总资产的自然对数来测量企业规模。(2)产权性质(State),参照Wang et al.(2020)的研究,企业产权性质采用虚拟变量表示,如果为国有企业则取值为1,为非国有企业则取值为0。(3)资产负债率(Lev),参照Wang et al.(2017)的研究,采用总负债除以总资产来测量资产负债率。(4)公司成长性(Growth),成长性会对企业发展能力、竞争力和履责意愿产生影响,参照Ho et al.(2011)的研究,采用公司的主营业务收入增长率来测量公司成长性。(5)资本集中度(Fixed),参照Wang et al.(2020)的研究,采用固定资产除以总资产衡量资本集中度。(6)年份固定效应(Year)。考虑到不同年份的宏观影响,如金融危机或信贷政策的变化会影响企业的社会责任履行,引入年份虚拟变量Year。(7)行业虚拟变量。不同行业中企业的社会责任履行倾向可能不同,为了控制行业效应,引入行业虚拟变量Industry。

本文实证模型涉及到的所有变量名称及测量方法如表2所示。

表2 变量的定义和测量

| 变量类型 | 变量名称 | 变量符号 | 计算方法 |
|-------|-------------------|----------|---|
| 解释变量 | 企业社会责任 | CSR | 和讯网评分数据 |
| 被解释变量 | 财务绩效 | ROA | 总资产收益率 |
| 调节变量 | 政治关联 | PC | 采用一个虚拟变量来测量政治关联,当企业高管及其以上管理者正在担任或者曾经担任各级党内职务或政府官员时取值为1,否则取值为0 |
| 控制变量 | 企业规模 | Size | 公司期末总资产的自然对数 |
| | 产权性质(国有 vs 非国有企业) | State | 采用一个虚拟变量来测量股权性质,如果公司的控股股东为国企,则取值为1;否则取值为0 |
| | 资产负债率 | Lev | 总负债除以总资产 |
| | 公司成长性 | Growth | 主营业务收入增长率 |
| | 资本集中度 | Fixed | 固定资产除以总资产 |
| | 年份 | Year | 考虑到不同年份的宏观影响,设置年度虚拟变量 |
| | 行业 | Industry | 根据证监会行业分类设置行业虚拟变量 |

资料来源: 作者整理

实证模型

由于本文采用的是一个非平衡的面板数据样本,按照Wooldridge(2006)的建议,本文采用Hausman检验进行判断,Hausman检验结果拒绝了原假设,表明不可观测的个体因素与解释变量相关,说明本文应该采用固定效应模型。

根据 Wen 和 Liu (2020) 介绍的中介效应和调节效应的检验方法构建实证模型 (1)~(3)。其中, i 表示企业, t 表示年份, α_0 为截距项, $\beta_1\text{--}\beta_8$ 为回归系数, $\varepsilon_{i,t}$ 为误差项, 其余变量的名称及含义同表 1 中所示。为了检验企业社会责任履行程度 (CSR) 对财务绩效 (ROA) 的影响效应构建模型如下:

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 State_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 Fixed_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

借鉴为了避免反向因果所产生的内生性问题, 同时为了考察企业社会责任对财务绩效的影响时效, 本文在实证分析时采用了动态分析方法, 即对被解释变量分别滞后一期和两期以检验 CSR 对 ROA 的动态影响效果。

为了检验政治关联 (PC) 的调节作用, 在模型 (1) 的基础上构建模型 (2) 和 (3) 如下。同样地, 为了避免内生性问题, 以及考察政治关联在未来 1-2 年内对于 CSR 与 ROA 之间关系的动态影响, 实证分析时本文对于 ROA 做了滞后处理分析。

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 PC_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 State_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 Growth_{i,t} + \beta_7 Fixed_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 PC_{i,t} + \beta_3 CSR \times PC_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 State_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 Growth_{i,t} \\ + \beta_8 Fixed_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

研究结果

1. 描述性统计

本文实证模型变量的描述性统计结果列示于表 3。财务绩效的中位数和平均值都较为接近, 说明整体数据分布较为均匀, 财务绩效 ROA 的最大值为 0.494, 最小值为 -3.164, 说明样本公司财务绩效水平差异较大; 企业社会责任的最小值和最大值分别为 -14.18 和 90.87, 中位数和均值比较接近, 分别为 21.54 和 24.25, 表明现阶段中国上市公司社会责任履行水平整体偏低, 企业社会责任的标准差为 15.80, 说明样本企业在社会责任履行方面存在比较大的差异, 这为本文提供了良好的研究契机。在控制变量方面, 描述性统计分析结果显示样本数据符合中国上市公司特征和公司治理的特点。

表3 描述性统计结果

| Variable | N | Mean | p50 | SD | Min | Max |
|----------|-------|--------|--------|--------|---------|-------|
| CSR | 16619 | 24.25 | 21.54 | 15.80 | -14.18 | 90.87 |
| ROA | 16619 | 0.0407 | 0.0402 | 0.0804 | -3.164 | 0.494 |
| Size | 16619 | 22.11 | 21.88 | 1.329 | 17.81 | 28.64 |
| State | 16619 | 0.328 | 0 | 0.469 | 0 | 1 |
| Lev | 16619 | 0.405 | 0.393 | 0.207 | 0.00750 | 2.861 |
| Growth | 16619 | 0.424 | 0.118 | 15.92 | -0.962 | 1878 |
| Fixed | 16619 | 0.231 | 0.202 | 0.148 | 0 | 0.885 |
| PC | 16619 | 0.873 | 1 | 0.333 | 0 | 1 |

资料来源：作者整理

2. 相关性分析

模型变量的 Spearman 相关性统计分析结果列示于表 4。被解释变量财务绩效 (ROA) 与解释变量 CSR 的相关系数为 0.6145 且 $p < 0.01$ ，初步支持假设 H1；财务绩效与除公司成长性 (Growth) 之外的控制变量显著负相关。同时，从表 3 可以看到，仅 CSR 与 ROA 之间的相关系数为 0.6145，其余变量间的相关系数均小于 0.5，认为变量间不存在明显的多重共线性问题。进一步，为了避免多重共线性，本文进行了方差膨胀因子 (VIF) 值测算，测算结果显示各模型变量 VIF 最大值为 1.74，远小于 10，表明各模型变量之间不存在多重共线性问题。

表4 相关性分析结果

| Variable | CSR | ROA | Size | State | Lev | Growth | Fixed | PC |
|----------|------------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|----|
| CSR | 1 | | | | | | | |
| ROA | 0.6145*** | 1 | | | | | | |
| Size | 0.0157** | -0.1437*** | 1 | | | | | |
| State | 0.1160*** | -0.4649*** | 0.3894*** | 1 | | | | |
| Lev | -0.1752*** | -0.3690*** | 0.5645*** | 0.3641*** | 1 | | | |
| Growth | 0.1762*** | 0.3154*** | -0.0004 | -0.1075*** | -0.0114 | 1 | | |
| Fixed | -0.1185*** | -0.1671*** | 0.0931*** | 0.1533*** | 0.1501*** | -0.0814*** | 1 | |
| PC | 0.0207*** | -0.0265*** | 0.0536*** | 0.0561*** | 0.0430*** | 0.0089 | 0.0411*** | 1 |

注：***, **, * 分别表示在 1%, 5% 和 10% 水平下显著。

资料来源：作者整理

3. 企业社会责任对财务绩效的动态影响作用检验

表 5 中模型 1 为控制模型 (Control Model)，控制模型控制了公司规模、产权性质、公司资产负债率、公司成长性和资本集中度等五个控制变量；同时，控制了年份和行业的虚拟变量。在控制模型的基础上加说本文的核心解释变量企业社会责任 (CSR) 得到模型 2。由模型 1 可知，

未加入核心解释变量企业社会责任(CSR)的控制模型 R^2 分别为 0.2186, 加入核心解释变量 CSR 的模型 2 的 R^2 为 0.2779, 表明原本的控制模型在加入核心解释变量 CSR 后, 模型整体对被解释变量财务绩效 ROA 的解释程度增加了。模型 2 的结果表明企业社会责任(CSR)的系数 β 值为 0.0014, 且 $p < 0.01$, 说明积极履行企业社会责任对财务绩效具有显著的促进作用。

模型 3 中 $ROA_{(t+1)}$ 为滞后一期的财务绩效, 模型 4 中 $ROA_{(t+2)}$ 为滞后两期的财务绩效, 它们的系数 β 值分别为 0.0009 和 0.0006, 且 $p < 0.01$, 证明积极履行社会责任不仅可以显著提高企业当期的财务绩效, 还可以显著提高企业两年内的财务绩效, 假设 H1 得到支持。同时可以看到, 随着时间的推移, β 值在减小, 说明 CSR 对于财务绩效的直接影响作用在逐渐减小, 提示企业基于财务绩效的考虑需要长期关注社会责任的积极履行。

根据动态面板回归结果, 可以发现企业规模、产权性质、资产负债率和资本集中度都对 ROA 具有显著的影响。回归系数显示, 企业规模越大, 企业 ROA 也越大, 这与常规认知是吻合的; 而产权性质、资产负债率和资本集中度则表现出对企业 ROA 的负向影响, 说明国有企业性质、过高的负债水平以及较高的固定资产占比不利于企业财务绩效表现。

表 5 企业社会责任对财务绩效影响作用模型动态估计结果

| Variable | $ROA_{(t)}$ | $ROA_{(t)}$ | $ROA_{(t+1)}$ | $ROA_{(t+2)}$ |
|----------|-----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| | 模型 1 | 模型 2 | 模型 3 | 模型 4 |
| CSR | | 0.0014*** (0.000) | 0.0009*** (0.000) | 0.0006*** (0.0001) |
| 控制变量 | | | | |
| Size | 0.0164*** (0.0006) | 0.0094*** (0.0006) | 0.0020*** (0.0007) | 0.0022** (0.0009) |
| State | -.0049*** (0.0014) | -0.0061*** (0.0014) | -0.0056*** (0.0017) | -0.003 (0.002) |
| Lev | -.1892*** (0.0034) | -0.1601*** (0.0034) | -0.0857*** (0.0043) | -0.0841*** (0.005) |
| Growth | 0.0000 (0.0000) | 0.000 (0.000) | 0.000 (0.000) | 0.000 (0.000) |
| Fixed | -.0447*** (0.0047) | -0.0353*** (0.0045) | -0.0385*** (0.0056) | -0.0247*** (0.0066) |
| Year | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Industry | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| _cons | -.2059*** (0.0722) | -0.1394** (0.0694) | -0.0004 (0.0806) | -0.0755 (0.0868) |
| N | 16619 | 16619 | 14181 | 11792 |
| F | 56.4022 | 76.6799 | 22.6492 | 13.6354 |
| R^2 | 0.2186 | 0.2779 | 0.1164 | 0.0852 |

注: 括号内为标准差, *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平下显著。

资料来源: 作者整理

4. 政治关联调节效应的动态检验

参考 Yuan et al. (2023) 层级调节回归分析法检验政治关联 (PC) 的调节效应, 表 6 展示了实证检验结果。根据表 5 中模型 6, 企业社会责任 (CSR) 与政治关联 (PC) 交乘项 ($CSR \times PC$) 的回归系数 β 值为 -0.0004, 且 $p < 0.01$, 实证了政治关联在当期的负向调节效应, 实证检验结果支持了研究假设 H2。

表 6 政治关联 (PC) 的调节作用模型动态估计结果

| Variable | ROA _(t) | ROA _(t) | ROA _(t) | ROA _(t+1) | ROA _(t+2) |
|-----------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| | 模型 2 | 模型 5 | 模型 6 | 模型 7 | 模型 8 |
| CSR | 0.0014*** (0.0000) | 0.0014*** (0.0000) | 0.0018*** (0.0001) | 0.0011*** (0.0001) | 0.0007*** (0.0002) |
| PC | | -0.0036** (0.0016) | 0.0053* (0.0031) | 0.0003 (0.0040) | 0.0020 (0.0046) |
| $CSR \times PC$ | | | -0.0004*** (0.0001) | -0.0001 (0.0001) | -0.0001 (0.0002) |
| Size | 0.0094*** (0.0006) | 0.0094*** (0.0006) | 0.0095*** (0.0006) | 0.0021*** (0.0007) | 0.0022** (0.0009) |
| State | -.0061*** (0.0014) | -.0061*** (0.0014) | -.0061*** (0.0014) | -.0056*** (0.0017) | -0.0030 (0.0020) |
| Lev | -.1601*** (0.0034) | -.1601*** (0.0034) | -.1601*** (0.0034) | -0.0857*** (0.0043) | -0.0842*** (0.0050) |
| Growth | 0.0000 (0.0000) | 0.0000 (0.0000) | 0.0000 (0.0000) | -0.0000 (0.0000) | -0.0000 (0.0000) |
| Fixed | -.0353*** (0.0045) | -.0352*** (0.0045) | -.0349*** (0.0045) | -0.0383*** (0.0056) | -0.0246*** (0.0066) |
| Year | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Industry | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| _cons | -.1394** (0.0694) | -.1375** (0.0694) | -.1456** (0.0695) | -0.0019 (0.0806) | -0.0776 (0.0869) |
| N | 16619 | 16619 | 16619 | 14181 | 11792 |
| F | 76.6799 | 75.8408 | 75.1270 | 22.1485 | 13.3055 |
| R ² | 0.2779 | 0.2781 | 0.2786 | 0.1166 | 0.0852 |

注: 括号内为标准差, *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平下显著。

资料来源: 作者整理

进一步, 分析政治关联的调节效应动态检验结果。根据表 6 中模型 7 和模型 8, 交乘项 $CSR \times PC$ 对滞后一期和滞后两期的 ROA 指标的系数值均为 -0.0001, 但不显著。说明一定时间长度来看, 尽管政治关联 (PC) 对于 CSR 与滞后一期的财务绩效 $ROA_{(t+1)}$ 和滞后两期的 $ROA_{(t+2)}$

不存在显著的调节作用，但是交乘项回归系数为负，意味着政治关联对CSR与财务绩效 (ROA) 之间的关系的负向调节作用仍然存在。

5. 稳健性检验

首先，考虑到由反向因果关系导致的内生性问题可能会影响分析结果的有效性，本文在回归中将因变量 ROA 滞后一期、滞后二期再对主效应和调节效应的研究假设进行了验证，如表 5 和表 6 所示，实证结果支持了本文提出的研究假设。这在一定程度上表明有关的影响关系不是由反向因果关系引起的。其次，对主效应和政治关联的调节效应做如下稳健性检验。

参考 Wang 和 Hao (2022) 有关 CSR 的研究，采用 $CSRw = (\text{员工责任} + \text{社会责任} + \text{环境责任})$ 来替代原有的 CSR 测量方法重新进行回归分析。分析结果显示 $CSRw$ 对财务绩效的影响没有发生显著变化，证明主效应的研究结果具有稳健性。

采用 $CSRw = (\text{员工责任} + \text{社会责任} + \text{环境责任})$ 替代原有的 CSR 测量方法重新进行政治关联对于 $CSRw$ 与 $ROA_{(t)}$ 之间关系的调节效应检验，实证结果没有发生显著变化，证明政治关联对于 CSR 与 $ROA_{(t)}$ 之间关系的调节效应研究结果具有稳健性。换另一种方法，采用分组回归的方式检验政治关联的调节效应，分组回归系数在存在政治关联的企业组与不存在政治关联的企业组之间存在差异，接着采用 Chow 检验进行差异化检验，Chow 检验显示 F 值为 6.81，说明两组样本之间回归模型拟合效果存在明显差异，即政治关联的调节效应显著，分组回归分析验证了政治关联 (PC) 弱化了企业社会责任 (CSR) 对当期企业财务绩效 $ROA_{(t)}$ 的正向影响，证明政治关联对于 CSR 与财务绩效 $ROA_{(t)}$ 之间关系的负向调节效应具有稳健性（限于篇幅，本文未展示稳健性回归结果表格，如有需要可向作者索取）。

讨论

通过实证动态分析，为先前积极履行企业社会责任可以显著改善企业财务绩效的研究论断提供了新的证据，丰富了企业社会责任文献。实证分析结果显示 CSR 对于财务绩效的直接影响作用随着时间的推移会逐渐减小，这与我们企业社会责任实践实际效果是一致的，建立威望的企业想要获得公众长久的关注与支持需要长期关注社会责任的积极履行，这为企业制定持续且长久的社会责任战略提供了理论依据。

政治关联在当期显著负向调节 CSR 与 ROA 的关系，这种负向调节作用在两年内仍然有所显现，滞后一年和滞后两年的实证分析显示交乘项 ($CSR \times PC$) 系数均为负值，但并不显著，这可能也是企业坚持营造和维系良好的政商关系的缘由所在，因为从一定时间长度来看，政治关联的这种弱化作用并未显著地体现出来。动态分析实证结果为企业的政企关系实践提供了新的经验证据，提示企业需要警惕政治关联的“双刃剑”作用。

总结与建议

总结

实证研究结果显示：1) 企业社会责任 (CSR) 对财务绩效存在显著的促进作用，这一结果在两年内都得到了实证检验，动态实证分析结果为 CSR 对 ROA 的正向影响提供了有力证据，显示了动态分析的重要作用。2) 政治关联弱化了当期企业社会责任履行对财务绩效的促进作用，并且这种负向调节作用在一定时间跨度内仍有所显现，这一发现推进了有关政治关联调节作用的文献研究。

建议

1) 企业社会责任对财务绩效的显著促进作用提示企业管理层首先应该在意识层面认识到履行社会责任的长远意义，并通过建立适当的企业规章和制度践行社会责任战略；其次在管理过程中通过适当的经营管理体系和恰当的资源分配健全社会责任管理体系，逐步影响员工建立勇于承担社会责任的经营管理理念并付诸行动；2) 政治关联的调节作用提示企业管理者在发展过程中需要提高警惕，避免步入政治关联的“诅咒”陷阱。企业维系政治关联可能能够带来政府资源，但是如何避免过度投资、有效地利用政府资源，发挥和挖掘企业的创造潜力仍然是企业高层管理者需要重点投入注意力的地方。

References

- Battaglia, M., Testa, F., Bianchi, L., Iraldo, F., & Frey, M. (2014). Corporate social responsibility and competitiveness within SMEs of the fashion industry: Evidence from Italy and France. *Sustainability*, 6(2), 872-893.
- Carroll, A. B. (1993). *Business and society: Ethics and stakeholder management* (2nd ed.). South-West.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147-160.
- Donate, M. J., & Guadamillas, F. (2011). Organizational factors to support knowledge management and innovation. *Journal of Knowledge Management*, 15(6), 890-914.
- Feng, G. J., Yang, W. J., & Wang, J. Q. (2019). Corporate social responsibility, political connection, and innovation performance. *Journal of Southwest JiaoTong University (Social Sciences)*, (2), 105-115. [in Chinese]
- Fombrun, C. J., Gardberg, N. A., & Barnett, M. L. (2000). Opportunity platforms and safety nets: Corporate citizenship and reputational risk. *Business and Society Review*, 105(1), 85-106.
- Ghoul, S. E., Guedhami, O., & Kwok, C. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406.
- Ho, J. L., Wu, S. A., & Xu, X. (2011). Corporate governance and returns on information technology investment: Evidence from an emerging market. *Strategic Management Journal*, 32, 595-623.

- Huang, L., & Lei, Z. (2021). How environmental regulation affect corporate green investment: Evidence from China. *Journal of Cleaner Production*, 279, 123560.
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2012). The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 106, 53-72.
- Li, J., Chen, C. M., & Sun, J. H. (2012). The entrepreneur's political connections, choice of competitive strategy and enterprise value: An empirical study based on the dynamic panel data of listed company. *Nankai Business Review*, 15, 147-157. [in Chinese]
- Li, Z. R., Wang, Y. Y., & Shi, W. H. (2020). Better late than never: The impact of negative records on corporate social responsibility and performance analysis. *Management Review*, (9), 239-250. [in Chinese]
- Lin, Y., Mao, Y. H., & Tan, H. T. (2021). Corporate politic connection and environmental investments: Setting a benchmark or shrinking back? *Accounting Research*, (6), 159-175. [in Chinese]
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2006). Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of Marketing*, 70(4), 1-18.
- Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business. *Administrative Science Quarterly*, 48(2), 268-305.
- Pan, Y., Dai, Y. Y., & Li, X. X. (2009). Political connections and government subsidies of companies in financial distress: Empirical evidence from Chinese ST listed companies. *Nankai Business Review*, 12(5), 6-17. [in Chinese]
- Perrini, F., Russo, A., Tencati, A., & Vurro, C. (2009). *Going beyond a long-lasting debate: What is behind the relationship between corporate social and financial performance?* <https://www.som.cranfield.ac.uk/som/dinamic-content/media/Research/Research%20Centres/Doughty%20Centre%20for%20Corporate%20Responsibility/3going%20beyond.pdf>
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 84, 78-92.
- Ruef, M., & Scott, W. R. (1998). A multidimensional model of organizational legitimacy: Hospital survival in changing institutional environments. *Administrative Science Quarterly*, 43(4), 877-904.
- Scott, W. R. (1995). *Institutions and organizations*. Sage.
- Shahzad, M., Qu, Y., Javed, S. A., Zafar, A. U., & Rehman, S. U. (2019). Relation of environment sustainability to CSR and green innovation: A case of Pakistani manufacturing industry. *Journal of Cleaner Production*, 253, 119938. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.119938>
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571-611.
- Surroca, J., Tribo, J. A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31(5), 463-490.
- Wang, T. N., Wang, Y., & Zhao, F. (2017). Environmental factors, CEO overconfidence, and IT investment performance. *Management World*, (9), 116-128. [in Chinese]

- Wang, Y., Wang, T. N., & Yi, X. W. (2020). Research on the synergistic effect of R&D expenditures for IT investment: A contingent view of internal organizational factors. *Management World*, (7), 77-89. [in Chinese]
- Wang, Y. H., & Hao, X. M. (2022). Economic policy uncertainty and corporate social responsibility. *Management Review*, (2), 18-32. [in Chinese]
- Wen, S. B., & Fang, Y. (2008). An empirical research on relationship between corporate social responsibility and financial performance—Analysis based on stakeholder theory and panel dates. *China Industrial Economics*, (10), 150-160. [in Chinese]
- Wen, Z. L., & Liu, H. Y. (2020). *Methods and applications of mediating and moderating effects*. Education Science Press. [in Chinese]
- Wooldridge, J. (2006). *Introductory econometrics: A modern approach* (3rd ed.). South-Western.
- Xu, E. M., & Yi, F. P. (2014). Corporate social responsibility and corporate financial performance: Moderating effect of industry competition. *Journal of Liaoning University (Philosophy and Social Sciences)*, (1), 91-98. [in Chinese]
- Xu, E. M., & Zuo, J. (2010). The influence of legitimacy on the sustainable development strategy and performance of telecom firms. *China Industrial Economics*, (10), 44-54. [in Chinese]
- Xu, N. H., Liang, X. Y., Yi, Z. H., & Yuan, Q. B. (2013). Do political connections affect the efficiency of legal enforcement? *China Economic Quarterly*, 12, 373-406. [in Chinese]
- Yuan, J. G., Hou, Q. S., & Cheng, C. (2015). The curse effect of corporate political resources: An examination based on political relevance and corporate technological innovation. *Management World*, (1), 139-155. [in Chinese]
- Yuan, Y. K., Feng, J. L., & Gu, Z. Y. (2023). Can environmental subsidies incentivize enterprises to engage in green innovation—Testing the threshold effect of corporate social responsibility based on scientific research. *Studies in Science of Science*, 42(2), 1-24. <https://link.oversea.cnki.net/doi/10.16192/j.cnki.1003-2053.20230606.002> [in Chinese]
- Zhang, B. C., & Zhao, S. K. (2022). Research on the impact of government subsidies on green innovation in enterprises: The regulatory role of political linkages and environmental regulations. *Scientific Research Management*, (11), 154-162. [in Chinese]
- Zhang, C., Lou, Z. K., & Zhan, D. B. (2014). Political connection, financial performance and corporate social responsibility—Evidence from listed companies of the chemical industry in China. *Management Review*, (1), 130-139. [in Chinese]



Name and Surname: Ying Liu

Highest Education: Doctoral Candidate

Affiliation: Chinese Graduate School, Panyapiwat Institute of Management, Thailand

Field of Expertise: Strategy and Innovation Management



Name and Surname: Tienan Wang

Highest Education: Doctoral Degree

Affiliation: Chinese Graduate School, Panyapiwat Institute of Management, Thailand

Field of Expertise: Strategic Management, Informatization, Digitization, and Intelligence of Manufacturing Enterprises