

Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk: Evidence from
Companies Listed in Hongkong Stock Exchange

by

Jie He

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved March 2021 by the
Graduate Supervisory Committee:

David, H. Zhu, Co-Chair

Jie Zhang, Co-Chair

Jie Hu

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2021

企业社会责任与股价崩盘风险：以港股上市公司为例

何洁

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
于二零二一年三月批准：

朱洪泉，联席主席
张介，联席主席
胡捷

亚利桑那州立大学

二零二一年五月

ABSTRACT

The purpose of this paper is to examine the relationship between corporate social responsibility (CSR) and stock price crash risk in Hongkong stock market, and whether the disclosure of CSR report can provide valuable information to investors. This paper indicates a negative relationship between CSR and stock price crash risk. Previous studies argue that institution ownership and the level of effectiveness of corporate governance significantly impact the likelihood of firm-specific stock price crash risk. Consequently, this paper further explores the influence of CSR on stock price crash risk under corporate governance. The empirical results show that CSR significantly mitigates Hongkong stock price crash risk. This finding is aligned with the notion that socially responsible Hongkong firms commit to a higher standard of transparency and engage in less bad news hoarding, thus reducing the likelihood of crash risk. Empirical findings also suggest that CSR have a more pronounced impact on mitigating crash risk for Hongkong firms with stronger board independence, however, CSR plays a less effective in reducing crash risk for Hongkong firms with higher institution holdings and state-owned enterprises.

摘要

随着经济和社会的进步，企业不仅要以盈利为目标，也为利益相关者和生态环境负责并承担相应的社会责任。社会公众也日渐对企业社会责任问题加以重视，伴随着社会责任这一理念的深入，监管部门制定并出台了一系列与企业社会责任信息披露有关的政策和法规，用以规范和引导企业社会责任信息的披露工作。本文以有效市场理论、信息不对称理论和利益相关者理论为基础，将 2010-2018 年香港证券交易所上市公司为作为研究对象，运用实证研究的方法，将企业社会责任融入股票崩盘风险的研究视角。本文结合理论演绎和实证检验的方法，突破已有文献以收益框架为研究视角的限制，从金融资本市场的角度出发研究企业社会责任的崩盘效应，系统的探索了企业社会责任影响股票崩盘风险的效应及其影响因素。研究结果显示，对比未披露企业社会责任的公司而言，披露企业社会责任相关信息的公司，未来股价崩盘风险越小。基于香港股市主要以机构投资者为主，进一步考察了社会责任信息披露和机构投资者对股价未来崩盘风险的交互作用，研究发现在机构持股比例越低的公司中，企业社会责任信息披露对未来崩盘效应的抑制作用越明显。此外，本文以独立董事占董事会人员比例作为企业治理因素，探索了社会责任信息披露和董事会独立性对股价崩盘风险的交互作用，研究发现企业董事独立性越强，社会责任信息披露对股票崩盘风险的抑制作用更为显著。最后，相对于非国有企业而言，国有企业性质削弱了企业社会责任信息披露对未来崩盘效应的抑制作用。

目录

	页码
表格列表	ix
图表列表	x
章节	
一、绪论	1
1.1 研究背景与研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究目的和意义	4
1.2 国内外研究现状及分析	6
1.2.1 国外研究现状	6
1.2.1.1 股价崩盘风险的相关研究	6
1.2.1.2 企业社会责任的相关研究	9
1.2.1.3 企业社会责任与股价崩盘风险的相关研究	11
1.2.2 国内研究现状	12
1.2.2.1 股价崩盘风险的相关研究	12
1.2.2.2 企业社会责任的相关研究	14
1.2.2.3 企业社会责任与股价崩盘风险的相关研究	17
1.3 研究思路与创新点	18
1.3.1 研究思路	18
章节	页码

1.3.2 创新点	18
1.4 文章结构安排	20
二、香港股市的特征和企业社会责任现状.....	21
2.1 香港股市的特征.....	21
2.1.1 香港股市的发展历程	21
2.1.2 香港股市的特点	22
2.2 内陆与香港股票市场差异	27
2.2.1 内陆和港股市场交易机制与交易特征差异	27
2.2.2 内陆和港股市场股价结构及市盈率差异	28
2.2.3 内陆和港股市场监管机制差异	30
2.2.4 内陆和港股市场信息披露管理体制差异	30
2.3 香港企业社会责任的发展历程及披露现状	31
2.3.1 香港企业社会责任的发展历程.....	31
2.3.2 香港企业社会责任的披露现状	34
三、相关理论基础与研究假设	35
3.1 企业社会责任理论	35
3.1.1 企业社会责任理论的发展.....	35
3.1.2 企业社会责任的驱动因素	36
3.2 相关理论	37
章节	页码

3.2.1 信息不对称理论	37
3.2.2 利益相关者理论	38
3.2.3 有效市场理论	39
3.3 研究假设	40
3.3.1 企业社会责任信息披露与股票崩盘风险	40
3.3.2 机构投资者对企业社会责任披露与股价暴跌风险关系的影响	42
3.3.3 公司治理因素对企业社会责任披露与股价暴跌风险关系的影响	43
3.3.4 产权性质对企业社会责任披露与股价暴跌风险关系的影响	44
四、研究设计	46
4.1 样本选取与数据来源	46
4.2 变量定义	46
4.2.1 股票崩盘风险度量	46
4.2.2 企业社会责任相关指标	47
4.2.3 公司治理度量	47
4.2.4 控制变量	48
4.3 模型构建	50
五、实证研究结果与分析	51
5.1 描述性统计分析	51
5.2 多重共线性检验和相关性分析	52
章节	页码

5.2.1 多重共线性检验	52
5.2.2 相关性检验	53
5.3 回归分析.....	56
5.3.1 企业社会责任信息披露与股价崩盘风险关系研究	56
5.3.2 机构投资者持股比例的影响	60
5.3.3 董事会独立性的影响	60
5.3.4 产权性质的影响.....	61
5.4 稳健性检验.....	62
5.4.1 增加控制变量.....	62
5.4.2 更换测度指标	63
六、结论	65
6.1 研究结论	65
6.2 研究启示	66
6.3 研究的局限与展望	67
参考文献.....	68

表格列表

表格	页码
1 历史港股暴跌行情	2
2 变量定义说明	49
3 描述性统计分析	52
4 多重共线性检验结果	53
5 Pearson 检验结果	55
6 企业社会责任与股票崩盘风险的回归分析	57
7 公司治理水平对企业社会责任与股票崩盘风险的影响	59
8 稳健性检验-增加控制变量	63
9 稳健性检验-更换测度指标回归结果	64

图表列表

图表	页码
1 A 股与港股涨跌幅相关系数.....	25
2 港股市盈率分布.....	29
3 A 股市盈率分布.....	29

一、绪论

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

从十九世纪六七十年代香港成立了非正式的证券交易市场，到目前为止，香港股票市场已经发展了一百多年。截止到 2019 年末，香港联合交易所上市公司有 2,400 余家，总市值达 38.2 万亿港元，是除日本外亚洲最大的证券市场。香港股票市场兼具成熟股市与新兴股市的特点，一方面，香港联合交易所享有先进的交易结算系统、世界一流的监管框架和管理能力，在其上市证券中，有不少国际级别的蓝筹股，受到基金经理所青睐。另一方面，香港联合交易所又实现了中国等新兴地区的公司在香港上市与发行，协助企业在香港筹集国际资金。与此同时，随着人们财富的逐步增加以及金融业的快速发展，人们的理财意识越来越强，股市已经成为重要的投资渠道之一。伴随着沪港通以及一系列优惠政策的陆续出台，内地投资者将更加积极的投身于香港股票市场，经济学界和金融界的大量学者将对香港资本市场展开进一步的深入研究。

近年来，在各地区的资本市场领域，股票市场具有一定的波动性，尤其是股价暴跌这一极端现象被各界高度重视。2017 年 6 月 27 日，30 多只在港上市企业的股票出现跌幅大于 30% 的下跌形势，同年十月港股股市大盘震荡剧烈。2018 年港股市场暴跌事件频发，“踩雷”几乎已成为多数投资者的“家常便饭”。崩盘是排除了系统风险导致的波动，股市在短时间内大幅快速下跌，一个关键指数的急剧下跌，会导致投资者进行恐慌性抛售，将股市推入更深的深渊。通过简要回顾股票市场的历史情况，表 1 描述了近代香港股票市场大幅下跌的时间和具体的行情情况。

表格 1 历史港股暴跌行情

时期	市场行情描述
1970s	1973 年 3 月 10 日开始，恒生指数在短六周的时间内由 1774 点的高峰腰斩，四月底指数收于 816 点，年底又一路跌至 433 点。在第一次石油危机和大萧条的冲击下，恒生指数持续震荡下挫至 1974 年底的 150 点，市场情绪一度跌至谷底。
1980s	1982 年后，伴随中英香港主权谈判陷入僵局，港币开始大幅贬值，香港股市再度受到重挫。 美股“黑色星期一”的爆发，港股受到灾难性的波及港股受到灾难性的波及，恒指在 1987 年 10 月 26 日创下有史以来最大单日跌幅（33.33%）。 受到 1989 年国内“六四”政治风波以及 1990 年威特战争的影响，经历了两次较大的调整。
1990s	1994 年由于香港楼市与恒生指数成分股的结构调整恒指经历阶段调整。 1997 年的危机发端于泰国，并迅速蔓延升级为亚洲金融危机波及香港，恒指跌幅达 61.09%。
2000s	2000 年，互联网泡沫、九一一恐怖袭击、沙士事件等，跌幅达 54.71%。 2008 年，次贷危机，全球金融海啸，跌幅达 66.59%。
2010s	2011 年，美国债务上限危机及欧洲主权债务危机，跌幅达 35.29%。 2015 年，中国融资融券风暴、人民币及港元弱势及 2016 年中国股票市场熔断机制实施，期间跌幅达 36.06%。 2018 年 5 月起恒生指数连跌 6 个月，平了 1982 年港股史上最长跌浪的纪录，直至当年 10 月，恒指累跌 2,808 点（10.11%）。

“闪崩”现象不仅损害了股东利益且不利于上市公司融资，同时挫伤了投资人的对资本市场的积极性，更破坏了股票市场的稳定，甚至阻碍了经济的可持续发展。因此，研究股票崩盘风险对于投资决策和风险管理者来说非常重要。

从信息不对称的角度来看，基于不完全信息理性预期理论，已有文献指出引发股价暴跌的主要原因是交易过程中隐藏已久的信息逐步被披露，以及长期积累的负面信息在某一时间点被释放而造成的股价崩盘。基于此成因，已有学者从代理冲突和信息透明度的角度分析了股价崩盘风险，其中如何缓解代理问题与信息透明度的问题也得到了学者们的关注。

在监管层面，为提高上市发行人在环境、社会及管治方面的资讯披露及透明度，加强利益相关者的有效参与，方便投资者在知情的情况下做出投资决策。香港联合交易所于 2012 年正式发布《环境、社会及管治报告指引》（以下简称“《指引》”），并在 2015 年对《指引》进行了修订，要求所有香港上市公司自 2016 年起披露《环境、社会及管治报告》（Environment、Social Responsibility、Corporate Governance,简称“ESG”），并将有些指标分阶段提高到“不遵守就解释”的标准。作为现代社会责任投资理念的重要组成部分，近年来，在国际机构投资者的引导下，ESG 投资理念成为一种长期风险评估机制与价值取向的投资策略，主要是将筛选非财务风险企业社会责任纳入投资决策之中，从而优化投资结构，提高风险管控，以获取较高的长期收益为核心的策略。随着国内外 ESG 投资倡导、评级、监管等各方机构共同努力，以及投资者对 ESG 需求的愈加强烈，资本市场对于企业运营涉及的环境、社会及管治方面重点议题的关注亦逐步提升，因此，提升企业所披露信息的准确性以及确保所披露信息对于外部关注的有效性成为协助企业规避风险、吸引投资的核心关键之一。本研究将以香港联合交易所上市公司为样本，考察企业社会责任的披露与港股上市企业股价未来崩盘风险之间的关联性以及企业披露社会责任信息是否对港股上市公司股价崩盘风险有缓冲作用。

1.1.2 研究目的和意义

香港作为中国对外开放的重要港口。同时，也是大陆公司拓宽国际资金来源的主要场所，为了获得扩张性融资，香港联交所聚集了相当多的内地公司，这对深入探索中国海外上市公司的经营状况具有重大的意义。因此，本文在研究意义方面可以概括为以下几点：

第一、股市通常被看作是国民经济发展的“晴雨表”，对于国民经济发展起着导向和预见性的作用，香港作为一个重要的国际金融中心和经贸口岸，对大陆金融市场的开放与发展起到了重要的引导作用，其发展及变革必将对内地经济与股票市场产生重大的影响。香港股市从过往到现在都是地方工商企业筹集发展资金的一条重要渠道，这些工商企业普遍通过发行新股、发展股权、发行权证、发行债券等方式，在股市上筹集发展本身业务所需资金的同时，也为来各阶层的社会闲散资金提供了投资机会，避免大量资金外流。自香港股市修改上市规则以来，一方面，香港股市为内地经济建设筹集资金的作用显著，在促进内地建设和发展；另一方面，重工业、原材料、能源、科技等内地企业股票的上市也改善了香港股市主要由房地产和金融等行业股票构成的局面。随着沪港通和深港通、债券通、基金互认等一系列相关政策与措施的出台和发展，内地股市和港股市场的互联互通机制逐步组建起来，推动了金融改革开放和人民币的跨境流通，大陆投资者也将更加积极的参与港股市场的投资，两地股市间的经贸合作越来越密切。吸引了大量经济学界和金融界的学者对香港资本市场，尤其是股市的更进一步的研究与探索，因此，研究港股市场有着重要的经济意义。

第二、资本市场不是完全独立的，市场之间是相互关联的。当单一金融市场发生风险时，各大金融市场之间的联动关系演变成传染的媒介，将风险扩散至其他的相关市场（张

华勇,2014)。根据市场传染理论和投资者羊群效应,一个股市的政策变化会迅速扩散至另一个市场,从而导致两个股市的共同变化。相关文献对于香港股市和内地股市联动性研究表示,沪港通实施后,内地股市和香港股市的联动性增强,并对香港股市产生单向影响(赵子谊,2016),两地联动效应的增强,也会导致一些金融风险在两市之间不断放大、相互传导,给投资者的决策和监管机构以及政府部门的政策制定都带来了极大的不稳定性。作为金融市场的极端事件,股票市场崩盘主要表现为股票价格在短时间内连续性的下跌,且传染至其他相关市场。因此,研究香港股票崩盘风险,对防范资本市场金融风险、维护各大金融市场的稳定发展,有着重大的理论和现实意义。

第三、随着绿色金融的蓬勃兴起和投资理念的迅速普及,越来越多的机构开始采纳企业社会责任及 ESG 投资策略,这一策略代替了过去仅仅以单一财务指标作为企业投资价值的衡量标准,逐步发展成为时下最新的投资理念。资本市场对于企业运营涉及的环境、社会及管治方面重点议题的关注亦逐步提升,国际投资者日益倾向于将企业社会责任因素融入投资考量因素以降低长期投资风险。已有研究表明,具有社会意识的投资者更倾向于将企业社会责任评级高的公司纳入其投资组合,Heinkel 等(2001)基于其均衡模型发现,由于绿色投资者排斥投资导致污染的企业,该类企业只能由中性投资者持有,从而减少了投资者的数量,污染企业不得不向中性投资者提供更高的预期收益,以补偿其风险分担的不足。基于该项研究结果,企业有必要来分析企业社会责任实践制度,才能更好的在国际市场有效竞争和吸引投资者(Boubaker 和 Nguyen, 2014)。此外,现有关于股票市场崩盘风险的研究大多数都基于企业内部治理和财务特征。针对企业社会责任的相关研究,现有文献着重于企业社会责任行为和利润绩效的表现,但较少研究将企业社会责任,这一非财务

信息的相关披露与股票价格崩盘风险两者之间的关系联系在一起。如果能量化上市公司的综合治理情况、社会责任履行程度、运营状况等相关指标，并对这些指标与股价崩盘风险的关系进行分析与研究，不仅有助于投资者对投资组合的风险进行管理，也有利于监管者以及投资者弄清股价暴跌的深层原因，提前预判企业的崩盘风险。

1.2 国内外研究现状及分析

在股票市场中，有时会出现由于不明原因的证券短期集中抛售现象，导致相关上市公司的股价快速下跌，股票市值缩水严重，且估价下跌程度难以预测，这就是股票崩盘风险现象。近年来国内外证券市场上发生了多次股价崩盘情况，因此当前关于股价崩盘风险的研究也是相关领域研究人员重点关注的课题。

1.2.1 国外研究现状

1.2.1.1 股价崩盘风险的相关研究

Romer(1992)最早提出股价暴跌是由企业逐步披露负面信息造成的。Chen 等(2001)首次建立了股票收益率上下波动率(DUVOL)和股票收益率负偏态系数(NCSKEW)来量化股价崩盘风险。此后，诸多学者对股价暴跌及其风险进行了相关研究，对于股价暴跌风险的形成机制，已有学者表明，信息不对称条件下的代理问题是其发生的重要原因。本文将从代理冲突的角度对股价暴跌风险成因的相关文献进行梳理，从公司金融和金融市场理论的角度对股价暴跌风险因素的相关文献进行回顾。

从股东与管理层之间的代理冲突角度来看，与外部投资者相比，企业管理层通常拥有更详尽的关于企业运营、资产价值和未来前景的内部信息。但由于受到职业和薪酬等激励因素的制约，经理人做出披露或隐藏其内部信息的偏好与外部投资者的披露偏好并不完全

一致 (Kothari, 2009), 企业管理者源于利己动机, 往往倾向于管理企业的负面信息, 但其隐瞒坏消息的能力终究是有限的, 当这些负面信息持续积累到一定程度时, 企业面临的则是短时间内一连串的坏消息的爆出, 负面信息的集中发布将对投资者产生强烈影响, 市场的参与者进一步放大其反应, 最后甚至会导致股价崩盘 (Jin 和 Myers, 2006)。具体的, Bleck 和 Liu (2007) 的实证研究表明, 因企业管理者利用历史成本信息隐瞒投资项目的坏消息, 导致董事会层面和股东不能及时掌握投资项目的真实经营状况, 股票价格远大于其实际价值, 导致股价虚高, 一旦消息被泄露, 就会造成股价暴跌, 最终导致股票价格崩盘。

从公司金融因素角度来看, Hutton 等 (2009) 研究表明财务报告不透明、企业避税和高管股权激励与股价崩盘风险呈正相关关系, 而会计稳健性则能够抑制此类风险。和 Shao (2013) 以美国大型银行控股公司为样本, 以金融衍生品作为不透明度的代理变量, 检验了金融衍生品对银行信息结构和未来股价表现的影响, 他们研究发现高的利息率和外汇衍生工具与股价同步性是正相关的, 但此类工具并没有揭示银行特质的信息, 且与以往文献中不透明度与未来股价崩盘风险正相关的研究结果一致, 他们发现利率衍生工具使用量的增加与银行未来股价崩盘风险显著正相关。Kim 和 Zhang (2010) 以 1964 至 2007 年的美国上市公司为样本, 研究表明会计稳健性越稳健, 投资者和管理者之间的信息不对称程度越低, 从而降低崩盘发生的可能性, 从而缓解股价崩盘风险。Hong 等 (2017) 以在 19 个双重股权结构的国家中的 446 家企业数据为研究样本, 检验了股权结构与股票价格崩盘风险之间的关系, 根据实证研究, 他们指出股票崩盘风险与双重股权结构呈正向关系, 且这种正相关关系受到国家反利己监管程度、规模及众多分析师跟踪等因素所抑制。Kim 等 (2011a) 选取了 1993 至 2009 年在美国上市的公司数据为样本, 实证分析结果表明 CFO

期权组合价值对股票价格的敏感度越高，股价暴跌的可能性越大，股价崩盘风险越高，且该结果在非竞争性行业和具有高度财务杠杆的企业中更显著。此外，他们在较小的样本区间内发现，企业避税有利于管理者提取管理性租金窖藏坏消息，从而为管理者的机会行为主义提供了工具。

从金融市场理论角度来看，Kim等（2011b）研究指出，机构投资者作为外部监督者，高的机构投资者占比能缓解崩盘的发生，减弱崩盘风险，同时较强的分析师关注也能作为外部监督机制，也能减少股价崩盘风险。An 和 Zhang（2013）的实证结果表明长期机构投资者具有更强的责任感，更关注公司经营状况，具有更强的监督管理作用，从而抑制坏消息的产生和管理者的窖藏行为，减少崩盘的发生；但当崩盘发生，机构投资者的“羊群行为”，增加崩盘发生的可能性，加速崩盘。Bae等（2006）提出，与公司治理机制较差的市场相比，公司治理机制较强的市场中的股票表现出较少的正收益偏度，其中原因之一是公司治理较强机制的市场通常具有更好的信息披露质量，董事会或者机构投资者有能力提供强有力的监督制度来限制坏消息的囤积，企业社会责任的披露可以减少坏消息的囤积、股价崩盘风险的边际效应亦在减少。此外，Piotroski等（2010）以中国政府（地方和中央）控股企业为样本，利用中国三个特殊政治事件作为外生性冲击，研究表明了政治力量在国有企业中起到了很好的激励作用，能够有效抑制负面消息的产生。Chan 和 Wei（1996）以香港股市红筹股和蓝筹股为样本研究了政治新闻对股票市场波动率的影响，他们研究发现政治新闻会增加蓝筹股和红筹股的股票波动性。同时，有利（不利）的政治新闻与恒生指数的正（负）回报率相关。Kim 和 Mei（2001）进一步指出政治新闻对收益波动率的影响是不对称的，坏消息相对于好消息有更大的波动效应，且香港市场最大的波

动往往与重大政治新闻有关。Defond等（2011）表示不采用国际财务报告准则（IFRS）比采用此准则，股价崩盘风险会更高。

1.2.1.2 企业社会责任的相关研究

履行企业社会责任能有效提高消费者对企业道德和诚信标准的认同，促进社会和经济的发展，改善社会和环境。对于企业社会责任这一问题，国外学者的研究主要集中于企业社会责任与公司绩效、股权资本成本和利益相关者等方面。

从企业社会责任与公司绩效影响的角度来看，一方面，Argenti 和 Druckenmiller（2004）提出了声誉效应的概念，他们指出履行企业社会责任有利于提高公司的声誉，帮助公司树立和保持良好的外部形象，且这一概念得到了Fombrun（2005）和Hillenbrand等人（2007）的支持。从他们的实证结果来看，履行企业社会责任的公司通常具有更优异的财务绩效（Liang 和 Huang，2013），更好的产品质量（Milgrom 和 Roberts，1986）和产品盈利能力（Brammer 和 Pavelin，2004）。另一方面，企业社会责任可被视为一种保险机制（Klein 和 Dawar，2004），尽管它不能直接提高企业盈利能力，但它在减轻坏消息的影响方面对企业十分有价值，且这一发现与企业社会责任的保险效果一致（Bhattacharya 和 Sen，2004）。此外，Dhaliwal 等（2011）研究指出在披露企业社会责任信息的上市公司中，分析师盈利预测误差较小。因此，履行企业社会责任的公司通常具有更高的会计信息质量（Kim 等，2010）、更详尽的财务披露和更高的财务报告透明度（Gelb 和 Strawser，2001）。

从企业社会责任与权益资本成本角度来看，一种观点认为，企业社会责任能够降低企业的风险，改善财务绩效、降低上市公司与投资者之间信息不对称的程度、吸引更多投资者的关注，从而降低权益资本成本（Dhaliwal 等，2011）。尤其是有社会意识的投资者更愿

意投资于改善负责任的员工关系、环境政策和产品战略的企业，对降低企业的成本有很大的帮助（El Ghoul 等，2011）。Becchetti 等（2008）通过在研究中加入公司规模、公司绩效、所属行业等控制变量，选取美国 1,000 多家企业 13 年数据作为样本，研究表明企业财务绩效表现较好的公司踊跃践行社会责任的倾向性更大，且公司的财务管理绩效与企业社会责任信息披露质量与之间存在正相关关系。Lynn（1992）通过研究香港上市公司年报发现，只有 17 家企业披露了社会和环境报告，一方面原因为当时的企业没有受到消费者和其他利益集团的压力去披露报告；另一方面，当时香港社会以家庭为导向，家庭责任压倒了社会责任。此外，他还发现企业规模对社会责任信息披露没有影响。Cajias 等（2013）根据第三方评级机构对企业社会责任的得分，根据得分水平，将 2003-2013 年间美国 2,300 家企业分为积极社会责任（Strength）和消极社会责任（Concerns），他们的实证结果表明，企业社会责任与股权资本成本之间存在显著的负相关关系，并且那些愿意披露社会责任信息的企业更有意愿披露更多的财务信息，这与企业在全面履行社会责任的实践中考虑增加财务信息作为履行社会责任的行为有关。另一种观点基于 Jensen 和 Meckling（1976）的代理成本观点，认为企业社会责任活动会增加经营成本，且管理层和股东之间会产生代理冲突，从而导致财务绩效低下（Hillman 和 Keim，2001）。由于从事企业社会责任运营与宣传的企业必须支付额外的成本，股东的财富会受到更多的损害（Liang 和 Huang，2013），企业社会责任实践与实现收益最大化的商业目标背道而驰，企业社会责任的履行只会增加企业的代理成本，由于新信息不对称的产生，监督成本会增加，最终导致公司治理的损失，股权资本成本增大（Chang 等，2014）。Chih 等人（2014）进一步表明，管理团队将企业社会责任作为提高声誉和掩饰自身利益的工具。因此，管理层可能采用企业社会责任来掩盖

企业的不当行为。虽然理论分析存在很大差异，但大多数实证研究结果都支持企业社会责任的践行能够降低企业的权益融资成本。

1.2.1.3 企业社会责任与股价崩盘风险的相关研究

关于企业社会责任和股价崩盘风险研究的文献相对较少，Kim 等（2014）以 1995 年至 2009 年美国上市公司为样本，利用 MSCI ESG 数据库分析了企业社会责任与股价崩盘风险之间的关系，他们的研究表明，积极披露企业社会责任信息能在一定程度上抑制公司股价崩盘风险，并且对于机构投资者持股比例越少的企业，这种关系越明显。换句话说，当企业具有更有效率的公司治理水平或者大量的长期机构投资者持股水平时，企业社会责任对未来股价崩盘风险没有重大影响。Harjoto 和 Jo（2015）研究认为践行社会责任的公司可能有更高效的公司治理水平，从而限制了坏消息的囤积行为，抑制了股票价格的崩盘风险。Brammer 和 Pavelin（2004）进一步细分了衡量企业社会责任的指标，并将这些细分指标股票市场的收益率进行相关性分析，通过研究发现用环境、员工和社区这些离散的社会责任衡量指标来代替社会责任评分，这些细分指标与股票市场上的收益回报呈现出显著的负相关关系。但 Jie 和 Nakajima（2014）以 2006-2013 日本上市公司为样本，研究结果与 Kim 等（2014）相背离，他们发现企业社会责任和治理机制并不能缓解日本股票市场的崩盘风险。

1.2.2 国内研究现状

1.2.2.1 股价崩盘风险的相关研究

相比于国外，国内关于股票价格崩盘的研究起步较晚，另外，国内外学术界的相关人员基本上都认为股价之所以大幅下跌主要是因为信息不对称造成的，在对影响股价崩盘因素进行分析的过程中，大部分研究人员都将金融市场理论与公司金融作为切入点。

从公司金融角度来看，王化成等（2015）研究结果表明大股东比例的提高有利于加强股东对管理层的监督，从而有效抑制管理层的机会主义行为及其对信息选择性的披露；同时，随着大股东比例的增加，管理者对公司造成不利影响甚至掏空公司的可能性较小，从而在一定程度上缓解了未来股票价格崩盘风险产生的可能性。此外，他们还表示随着信息不对称程度的加剧，也就是公司透明度越低，大股东发挥的作用越明显，使得崩盘风险更低。江轩宇和许年行（2015）通过对管理者的心理和行为的分析与研究，他们表示当管理者以自身获利为目的，因过度投资或实施不利的投资项目，致使抛弃股东利益而隐藏坏消息时，会加剧股票价格的崩盘风险。即便企业管理者与股东利益具有一致性，但他们盲目自信的过度投资也会使企业陷入危机，从而加剧崩盘风险。杨超等（2014）选取 2004-2011 年我国上市公司作为研究样本，对企业盈余管理与股价崩盘风险之间的关系进行了分析，他们认为企业的盈余管理在本质上来说是种信息不对称的表现，当企业进行盈余管理所隐瞒的坏消息被披露出来时，信息由对称变得不对称，这种状况会影响到投资者对股票的投资决策，从而加大了公司股价崩盘风险的可能。杨棉之和张园园（2016）指出会计稳健性能够将企业风险逐步释放，防止由于各种负面信息在短时间内集中冲击投资者而造成市场的震荡，使得投资者与管理的信息处于相对对称的状态之中，降低了股票价格崩盘出现的可

能性。张瑞君和徐鑫（2017）在其研究中认为，集团公司将审计业务委托给专门的事务所能够促进审计合理性水平的提升，准确评估出子公司是否存在信息操纵的情况，降低管理层不良动机出现的可能性，改善了信息不对称的局面，股价崩盘的风险得到了有效抑制。此外，如果公司的内部控制机制存在缺陷，那么对于管理者就无法形成有效约束，而外部审计具有较强的独立性，能够更好的发挥第三方监督作用。孙淑伟等（2017）企业高层管理人员为了自身利益的实现，往往会采取各式各样的措施来封锁负面效益，同时减持公司的股票，而在这些负面消息逐渐被披露出来以后，股票价格崩盘的可能性将大幅提升。通常来说，企业管理层减持股票的幅度越大，估价崩盘的风险就越高。

从金融市场理论角度分析影响股票价格崩盘风险的因素方面，许年行等（2013）以 2005 年至 2010 年 A 股上市公司和机构投资者持股数量作为研究对象，分析了机构投资者的羊群行为与股价崩盘风险的关系。他们研究认为机构投资者的羊群行为会加剧企业未来股票价格的崩盘风险。代昀昊等（2015）对机构投资者、信息不对称与股票价格崩盘风险进行了研究，研究中加入了衡量信息不对称的指标，用来探索机构投资者与信息不对称之间的交互作用对股票价格暴跌风险产生的影响，他们的研究认为机构持股比例与公司未来股票价格暴跌风险显著正相关，并且信息不对称程度较高时这种影响更显著。曹丰等（2015），机构投资者对于公司治理的影响非常小，甚至有可能与管理者沆瀣一气，导致股票价格波动幅度加大，使得管理者封锁自身的负面信息，加剧崩盘风险。叶康涛等（2015）在其研究中对迪博内部指数进行了分析，结果显示，内部控制信息披露水平与崩盘风险为负相关的关系，但如果信息不对称的程度处于非常高的水平，当信息披露越完全，股价崩盘的风险则会得到有效降低。熊家财（2015）从股票的流动性、产权性质入手探讨二者与股票价

格崩盘风险之间的关系，他的研究表明，股票的流动性能够降低股票价格的崩盘风险，但这种负相关关系的显著性较弱；但股价暴跌的风险与权益资本成本有显著的正相关关系，而且这种正相关关系在低流动性企业中存在，二者之间的关系更为显著。罗进辉和杜兴强（2014）的研究结果表明如果社会公众、媒体等组织对于企业的关注度比较高，能够减弱企业消息囤积的能力和减少管理层信息管理能力，改善投资者与管理者信息不对称的局面，股价崩盘的风险也能够得到有效控制。许年行等（2012）采用 2003 年至 2010 年期间 A 股上市公司的数据为基础，对分析师乐观偏差与股票价格崩盘风险之间的相互关系展开了系统性研究，通过实证发现二者为正相关的关系，而且这种正相关关系在牛市中会表现的更加显著，同时还发现在分析者利益冲突的作用之下，二者之间的这种关系会表现的更加显著。

1.2.2.2 企业社会责任的相关研究

国内关于社会责任的研究主要有社会责任的披露状况、社会责任与公司财务绩效、股票价格及价值等关系的研究，以及高管薪酬、董事会持股比例等对社会责任履行的影响机制。

陈晓峰（2014）将品牌信任度作为切入点，通过实证分析的方式对企业社会责任与消费者忠诚度之间的关系进行了研究。其实证研究结果表明两者关系为正相关关系且具有一定的显著性，即企业履行社会责任顾客能够增加消费者对企业的认同感，增加对顾客的吸引力，有助于良好品牌形象的树立。同时，在企业社会责任与消费者忠诚度之间，品牌信任度也扮演了十分重要的角色。基于此，企业不仅要主动履行自身应当承担的社会义务，还要重视消费者对于企业品牌的认可程度，增强消费者与企业之间的粘性。王琦和吴冲（2013）

以生命周期理论的相关内容为基础，通过实证分析的方式对 A 股上市的制造业企业的相关数据和信息进行了分析，他们的研究表明在各个生命周期阶段，这些企业对于社会责任的理解与执行有着非常大的区别，其财务绩效水平也呈现出明显的差异，这意味着企业社会责任财务效应存在动态变化的个性特征。龙文滨、宋献中（2013）以利益相关者理论与资源基础理论等相关理论为基础，他们指出利益相关者能够准确感知企业对于社会责任的重视程度以及具体执行情况，这也是企业信誉资本的积累过程，有助于交易的达成，推动企业整体价值目标的实现。李正（2006）对 2003 年在沪市上市的 521 家上市企业为具体对象，对企业社会责任与企业价值之间的相关性进行了深入，根据他的结果来，在短期范围内，企业履行社会责任会降低企业的价值；但是在长期范围内，企业能从履行社会责任中获益。此外，研究中还指出，资产规模越大、负债水平较低的企业，主动履行社会责任的积极性就越高，而财务状况较差、盈利能力较弱的企业，对于履行社会责任的热情就比较低。张川等（2014）采用了 2007 年至 2011 年期间中国化工上市公司为具体研究对象，对政治关联、财务业绩和企业社会责任之间的相互关系进行了全面的分析。他们研究表明，政治关联形式所属的类型差异对于企业社会责任的影响有着极为明显的不同，其中，企业管理层的代表委员的政治关联对公司财务绩效有着积极作用，在企业财务绩效水平得到提升的情况下，企业履行社会责任的积极性将会得到有效增强。也就是说，企业管理层的代表委员类政治关联形式对于企业社会责任的履行具有正向推动作用，而且代表委员类政治关联的级别越高，企业社会责任的履行程度就越高，体现了在政治关联与社会责任两者之间，财务业绩这一指标发挥了部分中介作用。但是，政府官员类政治关联形式却与财务绩效之间呈负向关系，换言之，在控制财务业绩因素后，政府官员类政治关联形式对于

企业社会责任的影响并不显著，这一结果表明企业社会责任和政府官员类政治关联两者之间，财务业绩起着完全的中介作用。李姝等（2013）在其研究中以上市企业披露社会责任的动机为切入点，深入分析了社会责任报告与企业权益资本成本之间的作用机制。根据他们的研究结果显示如果企业能够充分的对外披露社会责任履行情况，那么企业的权益资本成本能够得到有效降低，特别是披露报告的第一次发布，权益资本成本的降低尤为明显。但是从企业的角度来看，社会责任报告的质量水平对于权益资本成本的影响相对比较有限，机构投资者持股水平的高低对于二者的影响也并不明显。基于此，我国投资者对于企业社会责任信息披露的重视程度越来越高，绝大多数投资者在制定投资策略的过程中，都将企业对外披露的社会责任报告作为重要的参考依据，但是由于现阶段企业社会责任报告的质量长期处于比较低的水平，因此，对于投资者合理投资决策的制定具有负面影响，投资风险相对较高。胡建军等（2013）采用 2009 年上交所上市的 222 家民营企业为研究对象，通过实证分析的方式对民营企业社会责任信息披露与股票价格之间的关系进行了分析，他们认为在当前我国企业社会责任实践及其信息披露存在诸多问题，社会责任履行不足及信息披露不及时，在短期容易表现为企业成本大于收益的情况，通常带来两方面的负面影响。一方面会导致投资无法对企业社会责任履行以及信息披露有效性形成正确认识；另一方面还有很大的可能会导致投资者忽视企业社会责任信息披露的作用，进而影响股票价格。

关于企业社会责任的履行状况如何影响投资者对公司盈利能力的判断，朱松（2011）对此问题进行了分析，其实证结果表明社会责任表现越好的企业，市场对该企业的评价越高，会计盈余管理的信息含量也越高，换句话说企业的社会责任表现与市场评价呈现显著的正相关关系。于晓红和武文静（2014）是研究不同企业薪酬及管理制度如何影响企业社

会责任的履行状况的，通过研究发现董事的持股比例、高层管理人员的薪酬与社会责任存在显著的正相关关系；董事长兼任总经理的公司治理下，高管持股比例与社会责任呈现显著负相关关系；履行社会责任与当期企业价值呈现显著负相关，但从长期来看，两者之间的关系为正相关。

1.2.2.3 企业社会责任与股价崩盘风险的相关研究

陶春华等（2015）将我国披露企业社会责任信息的情况与公司未来股价崩盘风险结合起来进行研究，指出我国进行企业社会责任披露的公司未来股价崩盘风险较低，且披露质量越高，起到的降低作用越明显，并进一步指出二者的关系受到公司治理情况和机构投资者持股水平的影响。吴良海等（2017）研究指出，企业进行公益性捐赠体现了公司积极履行社会责任，体现出公司的可持续动机，其经济行为相对更符合社会规范，同社会的契合度比较高，对应会采取更高质量的信息披露，从而有效降低未来股价崩盘风险。然而也有研究从我国正式制定披露企业社会责任信息政策的初期选择样本进行研究，指出我国披露企业社会责任信息的政策仍处在制度建设和规范进程当中，基于管理者主义出发，企业社会责任有成为管理者自利工具的可能，机会推动股票价格，反而会给企业带来极端的消极影响，降低会计稳健性引发股价崩盘的发生。因此应该进一步规范企业社会责任披露信息内容，从而能够使投资者更好的了解企业履行和实践社会责任的真实目的（权小锋等，2015；权小锋等，2016）。田利辉和王可弟（2017）以 2008 年为时间节点，结合披露前后进行双重差分匹配 DID-PSM 的研究，也提出我国刚实行企业社会责任披露政策的时期，应规强制披露的公司中可能存在粉饰效应，且公司治理过程中的激励和监督机制发挥了很大的影响作用。权小锋等（2015）采用 2008 年至 2013 年期间 A 股上市公司作为分析对象，以非

对称风险角度为切入点，研究了企业社会责任与股票价格崩盘风险之间的相互关系，实证结果表明，二者为正相关关系且具有一定的显著性，这一结果也表明上市企业在履行社会责任的过程中，股价崩盘风险有可能加剧。宋献中等（2016）以 2009 年至 2014 年期间 A 股上市企业为研究对象，以信息不对称和投资者情绪为切入点，对股票价格崩盘风险的形成机制进行了深入分析，通过实证研究发现，社会责任信息披露的越充分，股价崩盘现象出现的可能性就越低，且公司的声誉保险效应占主导地位。

1.3 研究思路与创新点

1.3.1 研究思路

本文的研究思路是先从股票崩盘风险的理论分析入手，参考国内外针对这一问题的研究成果，结合香港证券市场的现实情况，从信息不对称理论、利益相关者等理论角度，对造成港股崩盘的因素进行定性分析。结合对企业社会责任的相关文献的梳理和分析，提出本文研究的主要问题，明确本文论证的主要逻辑框架。在此基础上，选取自 2010 年-2018 年间，香港联合交易所上市公司的相关数据作为样本，经过数据清洗后，构造各影响因素的代理变量，并通过建立面板数据回归模型，从定量分析的角度，进一步剖析了造成股价崩盘的因素，并对模型结果进行了相关检验。最后，对理论分析与实证分析的结果进行总结，并提出了推动我国资本市场的进一步开放和完善的建议。

1.3.2 创新点

与现有的研究成果相比，本文研究的创新点主要在于研究视角、研究理论和代理变量的优化等方面：

第一，针对研究样本的创新。与以往文献关于股价崩盘风险的研究样本不同，已有文献主要以沪深及美股市场为样本，本文将以香港联合交易所上市的公司为样本，探讨企业社会责任对股价崩盘风险的影响。从已有文献来看香港市场最大的波动往往与重大政治新闻有关，并且坏消息相对于好消息有更大的波动效应（Chan 和 Wei, 1996; Kim 和 Mei, 2001）。近几年，随着“沪港通”的问世，已有文献着重从“沪港通”的开通来对香港股票市场波动进行研究（例如，杨瑞杰和张向丽，2015; 邹新阳和邓瑶，2018; 鲜京宸和潘成蓉，2018），然而较少文献将企业社会责任与香港股价波动联系起来，本文从这一视角出发来分析研究香港股市股价崩盘风险的形成及其影响因素。

第二，研究内容的创新。在解释企业社会责任概念的同时，有必要将公司治理纳入其中，例如机构投资者和董事会独立性，这些监督者有是否会对公司产生正面影响却始终没有一个确定的结论。本文进一步综合了公司治理的因素，考察企业社会责任信息披露与董事会独立性和机构投资者持股对股价崩盘风险的交互影响研究企业社会责任和对股价暴跌风险的影响。

第三，研究方法的不同。已有的实证研究选择外生的标准（例如，企业所属权性质、机构投资者异质性）进行分组回归以检验不同分组的主要解释变量系数的显著性差异，从而发现有利于解释内在机制或者渠道的实证方法，如宋献中等（2016）从信息效应和声誉保险效应机制考察社会责任信息披露对股价崩盘风险的影响；Kim 等（2014）则以公司治理相关指标的中位数分组来研究社会责任信息披露对股价崩盘风险的影响。区别于以往研究，本文将运用交互项回归，对其他影响社会责任信息披露和股价崩盘风险的因素的调节效应进行考察。

1.4 文章结构安排

第一章，绪论。主要介绍本选题的研究背景和研究意义，对于国内外有关企业社会责任、影响股票崩盘因素的国内外研究文献进行了梳理，以及研究的理论意义与现实意义。

第二章，香港股市的特征和企业社会责任现状。第一部分主要介绍香港股市的发展历程、现状和特点及与内地股票市场的异同；第二部分主要为香港在企业社会责任方面的发展与披露现状。

第三章，相关理论基础与研究假设。第一部分主要对利益相关者理论、有效市场理论、社会责任理论的梳理；第二部分，在以前学者的研究基础上，结合相关理论，提出研究假设，并介绍了本文采用的研究思路和研究方法，点明本文的创新之处。

第四章，研究设计。第一部分为样本选择与数据来源，第二部分为模型构建与变量测度。基于前文所做的定性研究，本文梳理出来重点考察的潜在影响因素，并将重点介绍各影响因素其代理变量的构造方式，考虑到研究对象和样本数据的特点，本文选择建立面板数据回归模型，并将介绍面板数据回归模型及解释与具体构造、估计方法。

第五章，实证结果与分析。本文实证研究选择的样本数据时间窗口为2010年-2018年，本章首先基于收集到的此区间内的原始数据，计算出各代理变量的值，对其进行描述性统计分析。在进行建模前，对各变量进行相关性分析和多重共线性检验。随后，根据研究假设进行实证分析，并对实证结果进行稳健性检验。

第六章，研究结论与启示。这一部分先对本文实证数据分析的结果进行具体的分析和讨论，接着从企业社会责任信息、利益相关者等角度为企业更好履行社会责任并且如何降低股票崩盘风险提出相关建议，在最后，展望未来可能的研究内容和方向。

二、香港股市的特征和企业社会责任现状

香港经济快速发展和活力的影响因素是多方面的，其中一个主要原因是资本市场在融资、投资和经济繁荣方面发挥了巨大作用。香港股票市场是继日本东京股票市场之后的亚洲第二大股票市场，与香港经济发展密切相关，并辐射整个中国大陆。它已成为中国大陆企业投资融资的重要平台。本部分将重点介绍香港股票市场，全面介绍香港股票市场的发展历史、现状和特点、香港股市与内地股市的差异以及社会企业责任的发展和披露状况。

2.1 香港股市的特征

2.1.1 香港股市的发展历程

香港证券交易最早出现于 1891，但成为工商企业集资的主要渠道则在 20 世纪 60 年代末。1891 年 2 月 3 日，香港证券经纪协会成立，标志着香港第一个正式股票市场的诞生。1969 至 1972 年间，香港企业的上市需求日益旺盛，先后成立了三家大型证券交易所，即远东证券交易所、金银证券交易所和九龙证券交易所，与此前成立的香港证券交易所形成了“四会鼎立”的局面。在此期间，恒生银行也于 1969 年 11 月 24 日推出恒生指数，这充分反映了香港股市的整体状况，成为反映香港政治经济的重要风向标。1980 年 7 月 7 日，四家证券交易所达成协议，正式合并为香港证券交易所，并同意于 1986 年 3 月 27 日将四家交易所的所有业务转让给证券交易所。基于情绪与资金面的共振，恒生指数在不到两年的时间里上涨超过四倍。

1986 年 9 月，香港联合交易所正式被接纳为国际证券交易所联合会会员，这为港股市场后续的国际化和奠定了基础。此后随着外资的涌入以及经济的繁荣，恒生指数连连上升，形成了一年的牛市。1987 年“黑色星期一”开始降临香港，在石油危机冲击下港股经历数次回

调，经历 70-80 年代持续盘整和外部冲击后，港股在 90 年代迎来繁荣发展期。1993 年中国经济的稳步增长及社会主义市场经济的提出，使外资纷纷涌向香港，恒生指数首次突破一万点。香港回归之后，在中央政府的大力支持下，为数众多的内地企业赴港融资，极大地扩充了香港股市的市容量，繁荣了香港市场。同年年底，香港股市更是一举突破 2 万点大关。自此，香港股市迈入新的历史时代。

香港股市在大力发展主板市场的同时，也推出了创业板市场。创业板对上市公司的规模、盈利能力以及营业期限等要求相对宽松，从而吸引了一大批资历较浅但是发展前景较好的新型行业企业申请上市。自 2000 年以后，香港主板、创业板市场快速发展，2000 年末，主板和创业板的总市值仅为 4.9 万亿元，但是到 2019 年，香港交易所的上市公司数量超过 2,400 家，募集的资本市值高达 38.2 万亿港元。

2.1.2 香港股市的特点

(1) 国际化程度高

1986 年 9 月 22 日，香港联合交易所成为国际证券交易所联合会的会员，意味着香港证券市场进入国际化和现代化证券市场。香港股票国际化的特点表现在以下几点。

第一，高度开放性，资本自由进出。香港没有实行外汇管制，外国投资者可以自由地将其资本和利润汇出入香港。对非香港居民持有本地证券亦没有任何限制，包括对持有证券比例和额度的限制。香港作为世界金融中心，资本自由出入、国际化程度较高，吸引大量国际投资者投资，海外投资者占比高达 41%。

第二，外资金融机构多。在联合交易所的 500 多名经纪会员中，外资经纪会员约有 80 多家，占会员总数的 16%，它们的交易额则超过市场交易总额的 60%。

由于高度国际化，港股市场已成为国际游资活动场所，大量资金尤其是热钱活动都会导致恒生指数大涨大跌。港股恒生指数的变动与国际主要股票市场的变动具有趋同性，尤其是恒生指数与美国股市道·琼斯指数的联动效应非常的明显（尉伟杰和夏志禹，2015），这种现象在年东南亚的金融危机中表现得十分明显。此外，作为一个重要的国际金融市场，香港长期坚持与美元挂钩的汇率政策，其丰富的外汇储备也保证了其汇率相对于美元的高稳定性。与此同时，美元指数的波动也与香港股市的波动相关性显著。美元指数的下降往往伴随着香港股市的上涨，这与香港对外贸易的繁荣密切相关，美元的相对疲软带动了香港出口的比较优势，从而提升了企业的业绩和股票市场的繁荣。

（2）内地因素对香港股市的影响日益突出

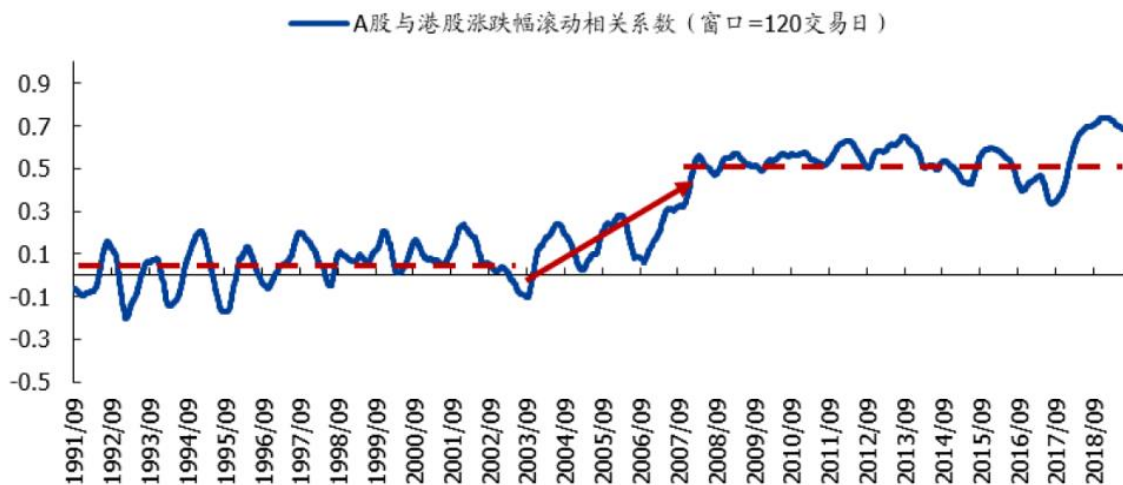
自 1990 以来，中国内地在香港证券市场上扮演着重要角色。随着内地与香港经贸往来的进一步深化，中国大陆的经济发展不断扩大其对香港的影响。与此同时，香港在中国大陆的投资也达到了一个新的高度。1990 至 1995 年间，香港 40% 以上的上市公司在内地参与了 1,000 多个投资项目，总投资近 5,000 亿港元，其中香港对内地投资约占中国外商投资的 60%。得益于中国经济的快速稳定增长，香港的许多上市公司都取得了巨大的利润。世界上一些著名的国际投资基金也看好香港股市，加大了对香港股市的投资比例。在此期间，恒生指数持续上涨。

20 世纪年代以来，中央驻港中资机构的直接参与内地大型国有企业的在港上市，又进一步从内在机制上加大了对香港股市的影响。从 1992 年 7 月至 1993 年底，香港上市公司中有 28 家被中资机构收购或成为大股东且占总股本的 10% 以上，该类企业占 1993 年香港上市公司的 5.9%。自 1992 以来，香港中资机构已直接在证券市场上市。因此，香港的中

资企业一直在“买壳”和直接上市的市场上携手共进。更引人注目的是，中国证监会推出了首批 9 家海外上市企业，不少国内大型国有企业开始在香港联合交易所直接上市。在 1993 年 7 月，“青岛啤酒”率先落户香江，并获得圆满成功，超额认购达到 109 倍，从此揭开了“H 股”上市的序幕。1997 -2007 年 H 股占比不断增加，中资股市值从不足 10%提升至 2007 -2008 年的 50%以上。从成交金额占比看，H 股与红筹股在港的影响力也逐渐增强，尤其 1997 年香港回归后，成交金额占比提升迅速加快，10 年成交金额占比从 10%提升至 60%，金融危机以来成交占比基本维持在 50%左右。

为了进一步提高香港资本市场与内地资本市场的发展水平，2014 年，香港证监会与中国证监会联合发布了相关文件，正式展开了港股与 A 股交易互联互通机制试点工作，即“沪港通”，香港投资者可以通过这一机制来 A 股市场进行股票的买卖，而内地市场的投资者也可以通过这一机制去港股市场进行股票的交易。在沪港通的作用之下，投资者的投资理念发生了很大的变化，有助于资本市场活力的激发，同时构建了香港资本市场与内地资本市场的协同机制，与改革开放进一步深化的战略发展要求相契合，提高了内地资本市场的开放性水平。

图表 1 A 股与港股涨跌幅相关系数



数据来源：Wind，国盛证券研究所

（3）上市公司后续融资能力

如果企业的融资能力处于比较强的状态之中，那么企业扩大经营规模或进行并购重组都能够获得足够的资金支持。就内地资本市场而言，上市企业的再融资受到各种增发、配股条件的束缚，并且在第一次融资完成后的 12 个月后才能够进行二次融资。与内地股市相比，香港资本市场的后续融资约束相对宽松，资金募集方式也比较丰富，并且时间的限制作用比较小，这也是香港资本最重要的优势之一。换句话说，只要有市场认同，只要投资者有意愿购买某一家公司的股票，公司在短时间内可以通过各种各样的形式进行融资，从而满足企业各项活动对资金的需求。这既代表了资本市场的成熟度水平，也是香港吸引国际资本的基础和众多公司在香港上市的重要原因。

（4）多样化的并购手段

在香港资本市场中，发行新股是开展并购活动的最主要形式的形式之一，以股换股、配售等方式来实现并购的企业也相对较多。一般来说，上市企业之间的并购并不完全通过

现金来实现，而是利用以股换股与现金相结合的方式进行，具体操作要基于市场的变化来确定。在内地，上市公司通过 IPO（Initial Public Offer）的方式来募集资金，在此之后，只能利用增发、配股等方式来进行二次融资，约束条件也比较严格。然而红筹公司不仅可以通过 IPO 来进行资金募集，还能够根据自身需求选择合适的时间进行再融资，其方式主要包括供股、配售以及发行认股权证等。就供股而言，指的是通过向所有股东发行新股来进行资金的募集，与配股在某种意义上有着一定的相似之处。就配售而言，指的是通过发行人、中间人向经过层层筛选的投资者进行销售证券。就发行认股权证而言，指的是公司通过发售供未来认购的新股份的权证来进行资金的募集。公司在确定募集方式的过程中，可以基于自身的发展实情以及市场的变化来进行，并且如果发行的新股未达到已发股份 20% 比例的情况，无须经过股东大会的审核，相对便捷。从理论角度来看，两次融资的时间间隔能够缩短到 35 个工作日以内，并且融资次数没有特别的约束，确保企业开展并购活动且能够及时的为企业提供资金上的支持。

在香港资本市场中，配售与代价发行是上市公司进行并购的主要方式。就配售而言，可以将其视作为定向增发，不仅能够帮助企业募集资金，还能充当收购工具。一个上市公司将增发新股销售给特定的投资者，如果新股的增发数量在公司股份总数中的占比能够让特定投资者变成大股东，那么收购就完成了。此外，上市企业在收购其它项目或权益的过程中，通常会选择代价发行的方式来进行，也就是常说的“以股换股”。具体而言，上市对想要收购的资产、权益进行整体性的评估，对收购成本进行确定，然后以公司股票在一段时间范围内的平均价格为依据，对代价股的价格进行确定，再发行相应数量的新股作为并购代价。之所以代价发行方式在并购活动中的应用度比较高，一方面，无须支付大量的现金

来进行并购，减轻了上市公司现金流的压力；另一方面，一旦并购信息被外界投资者获悉，那么股票价格便会增长，而被并购方由于获得了并购方的股票，也会由此获得额外的股票增值收益。

2.2 内地与香港股票市场差异

2.2.1 内地和香港股票市场交易机制与交易特征差异

内地股票市场虽然起步较晚，但是已采用国际上先进的电子化指令驱动交易机制，股票交易价格由买方指令和卖方指令共同驱动，分为集中竞价以及连续竞价两个阶段。为维护股票市场稳定，防止过度投机，内地股票市场采用“T+1”的交易机制，即当日买入股票，第二个交易日才可以卖出股票。同时，内地股票市场也对涨跌幅度做出限制，挂牌股票上一交易日收盘价涨跌幅度不可超过 10%，ST 股票当日涨跌幅度不可超过 5%。

香港股票市场与内地股票市场都采用了自动化的指令报价驱动机制。与内地股票市场不同的是，香港股票市场的做市商可以参与股票市场的报价交易，只有在市场冷清时才承担市场双边报价的义务，从而提高了市场的流动性。香港股票市场采用“T+0”交易模式，即当天买入的股票可以当天卖出，且对股票涨跌幅度不设置限制。

虽然内地股票市场与香港股票市场都采用了指令驱动的交易模式，但是内地股票市场不允许证券公司参与报价，而香港股票市场允许做市商在市场冷清时参与报价，确保了股票交易的连续性，提高了股票市场的流动性。此外，两地股票市场在涨跌幅限制、是否允许当日回转交易等方面也具有较大的差异。

两地股票市场的投资者可申报的指令只有两种形式，分别为市价指令和限价指令两种。所谓市价指令，指的是按照市场价格买卖股票的指令；限价指令指的是只有满足限定价格

或者优于限定价格才能生效的指令。然而在香港股票市场中，投资者可以委托申报的指令类型更为丰富。在集合竞价阶段，投资者可以申报竞价令和竞价限价令；在连续竞价阶段，投资者可以申报限价令、增强限价和特别限价令（周开国，2009）。

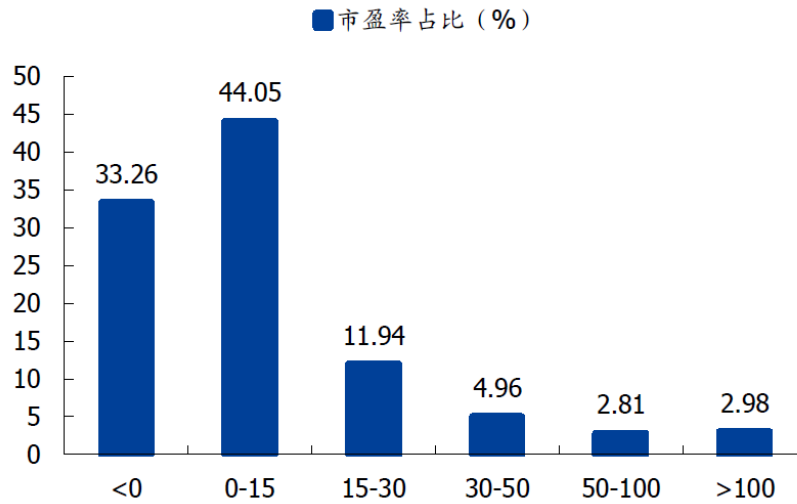
从交易特征方面来看，在香港股票市场中，约 95%的标的换手率低于 0.5，而在 A 股市场中，超过 60%以上的标的换手率高于 1。二各市场之间在这一特征上的显著差异与两地市场的机构化程度紧密相关。目前，A 股市场的机构成交占比尚不足 20%，但在香港股票市场中机构交易比例超过 50%以上，机构化的价值投资理念和绩效评估体系都将有力推动市场向着低换手的成熟交易方式。此外，从交易量分布来看，香港股票的成交量高度集中。因此，香港股市将近半数的成交几乎之战香港股市总成交量的 3%，也就是说，几乎 50%的港股上市的股票面临换手率归 0 和成交量不足的流动性风险。

2.2.2 内地和香港股票市场股价结构及市盈率差异

从股价结构分布的角度来看，内地股票市场股价水平明显高于香港股票市场。内地 A 股呈现纺锤状结构，1 元至 10 元区间的股票占挂牌交易股票的比例为 56.5%，10 元以上的股票占比 39.9%且具有一定规模；收盘价格低于 1 元的标的占比不足 1%。而香港股票市场呈现金字塔形的股价结构，其中，0 港元至 1 港元区间股票所占比例为 54.2%；1 港元至 10 港元区间股票所占比例为 36.9%；港元 10 以上股票规模较小，仅占比 8.9%。从香港股票的交易量集中于大市值、蓝筹股的偏好可以看出，许多港股面临股价是指低且热度不高的情况，然而作为一个相对成熟的金融市场，且香港股票市场的价值投资理念相对深化，低股价的股票很难借助优惠政策、科技趋势等热度来吸引投资者的注意力，因此低价股也潜在较高的风险。

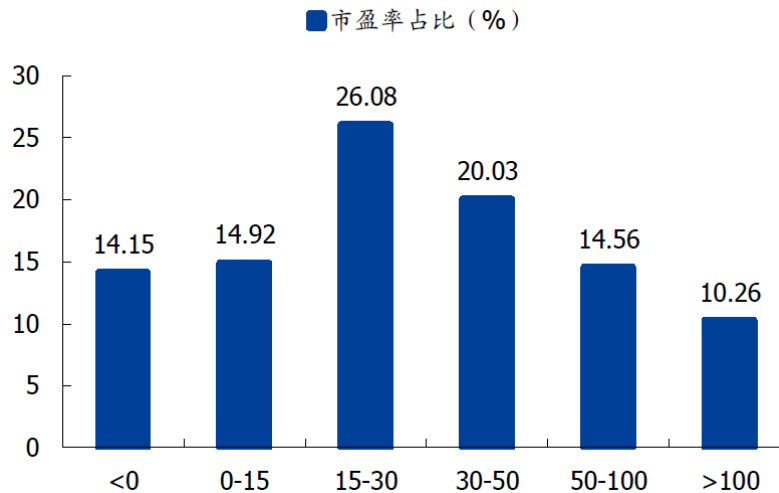
此外，根据内地和香港股票市场的市盈率水平分布来看，香港股票标的市盈率普遍较低，集中分布于 15 倍以下的区间；而 A 股超过 40% 的市盈率在 30 倍及以上，同水平港股占比仅约 10%。但随着机构持股的提升和更充分的市场询价能够有效降低香港股票的估值区间，未来借助互联互通的推进以和 A 股交易机制的改革，两地估值区间差距有望趋同。

图表 2 港股市盈率分布



数据来源：Wind，国盛证券研究所

图表 3 A 股市盈率分布



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.2.3 内地和香港股票市场监管机制差异

内地股票市场的监管是由政府主导。内地股票交易所名义上是一个独立承担监管责任的自律监管机构，实际是在中国证监会的垂直领导下。同时，内地证监会监管范围过于宽泛，不仅涉及宏观层面的政策制定、法律法规拟定，也涉及市场层面的公司上市、参与者行为、市场交易等方面的监管。内地交易所行使的权力有限，中国证监会尚未将上市公司审核权全部移交给交易所。在内地股票市场监管体系中，政府的干预过度，在一定程度上损失了市场监管效率，阻碍了市场资源的合理配置。

香港股票市场以自律型监管为主，香港证监会与香港联合交易所明确的分工。香港联合交易所是一家以盈利为目的的公司制监管机构。香港证监会把上市公司的审核权交给香港联合交易所，只保留了否决权。香港联合交易所在证券业经济协会配合下，负责市场层面的监管，维持市场正常运行。香港股票市场这种市场自我监管的体系，保证了市场监管效率，提高了资源配置效率（李承友，2000）。

总体来看，上交所和深交所是不以营利为目的的会员制交易所，而香港联合交易所是以营利为目的的公司制交易所，经纪商即为交易所股东。内地证券业协会缺乏独立性和必要监管手段，对股票市场监管作用有限。香港证券业经济协会是香港股票市场重要自律监管组织，在香港证券交易所的配合下，共同确保市场的有序运作。

2.2.4 内地和香港股票市场信息披露管理体制差异

无论是内地股票市场，还是香港股票市场，都采用了核准制来进行股票的发行，但是核准机构存在一定的差异，就大陆地区而言，由中国证监会进行核准，而就香港而言，由香港联交所进行核准，因此，审核发行股票信息披露文件的机构也有着很大的差异。之所以

会出现这种差异，主要是因为这两个地区的政治体制、经济体制有着很大的差别，并且大陆地区的非政府自律机构由于是近几十年才形成的产物，成熟度相对较低，如果将核准权和相关信息文件的审核权交予证券交易所，那么有可能会引发更大的风险。

无论内地和香港对于股票发行完毕后申请上市的审核决定权均在证券交易所，而且香港地区和内地均采用的是发行与上市连续进行体制，其中发行条件、上市条件本质上并无差别，换言之，经过核准发行的股票一般都能在证券交易所进行上市交易（李浩，2011）。

在内地，对于定期报告的发布，在发布之前证交所需要进行登记，而在发布之后，证交所要进行相应的审核；对于临时报告，则根据实际情况来确定相应的登记与审核方式。而对于香港地区而言，不管是什么内容的通函，只要是寄给股东的，都需要经过香港联交所的允许；对于临时报告，只有重大收购或出售公告才需要经过联交所的审核后发布。

2.3 香港企业社会责任的发展历程及披露现状

2.3.1 香港企业社会责任的发展历程

香港地区在很早之前就开始进行可持续发展理念的实践，香港特别行政区的领导也多次在公开表示对社会责任的重视，并将可持续发展与社会公众的日常生活相结合。从现阶段的情况来看，香港地区的可持续发展取得了不错的成效，但是在未来的发展阶段，有必要与大陆地区展开紧密合作、交流与分享各自的成功经验。

1997年，香港中电集团对外披露了环境及安全报告，也是香港地区第一家按年度为基准来发布环境资料的公司。随后于1999年，香港特区行政长官第一次将可持续发展列入施政报告的重点工作。2000年4月19日，香港旅游协会主席与香港航空业、酒店业以及饮食行业等行业代表正式签订了环保约定，明确指出在未来的发展阶段，要深入落实可持续

发展战略的各项要求，支持“香港旅运及旅游业可持续发展”的环保策略。2002年，香港社会服务联会制定了“商界展关怀”策略，有效推进了商界与社会伙伴建立合作关系的建立，并鼓励工商和社会公共组织提高对社会群体、员工及生态环境的关怀力度。2005年3月，香港消费者委员会出台了《良好企业社会责任指引》，明确要求商界要积极响应保障消费者隐私等多条原则，进一步提高企业的综合素质和消费者的信心。2005年5月，香港特区政府出台了《香港首个可持续发展策略》报告，这也是香港实施可持续发展战略的开端。

根据香港大学商学院对外发布的相关资料，截至2007年，香港地区给予了履行企业社会责任的机构在总机构数量中的占比超过了70%，但是只有50%的机构出台了明确的计划。同年9月，以汇丰全球气候变化基准指数为代表的多个能够进行投资的气候变化指数正式推出，实现了在解决气候变化问题过程中相关股票表现情况的追踪。（赵钧，2017）。

2008年，“2008香港环保卓越计划”开始实施，倘若计划参与者能够符合相关拟定的标准，便为其颁发“环保标志”。随后数月，香港环境保护署与广东省经化委共同制定了“清洁生产伙伴计划”。11月19日，针对香港地区逐渐兴起的裁员风波，时任香港特区行政长官表示，香港企业要充分履行自身应当承担的社会责任，避免裁员引起社会的动荡。12月18日，全球范围内第一个以倡导企业社会责任为目的的企业章程和行动计划在香港发布，该章程被命名为《世界企业宪章》，此章程中主张企业要主动承担社会责任，明确了促进企业社会责任的八大原则和十大行动计划，并同时出台了企业社会责任管理体系，即CSR 9000。2009年，香港地区的裁员降薪事件愈演愈烈，针对这一情况，香港立法会正式提议要求企业要充分履行自身应当承担的社会责任，敦促企业以社会整体利益的大局为重。2010年，香港生产力促进局首次举办了“香港企业公民计划”，其目的是为了增强企业的公

民意识，推动企业形成公民责任的价值取向。同年 7 月，香港恒生指数有限公司也首次发布关于企业可持续发展的指数—“恒生可持续发展企业指数”。11 月 9 日，香港大学商学院正式对外发布声明，在培训计划中新增了有关社会责任的内容，进一步增强大学毕业生的综合能力，提高其就业能力。2011 年 6 月，香港社会服务联会出台了《香港中小企—企业社会责任指引》，明确要求中小企业要提高对社会、环境方面的重视程度，并将其与自身的经营战略相结合，融入业务营运策略，确保企业能够充分履行自身应当承担的社会责任。

香港联合交易所于 2012 年发布《指引》，该文件首先对 ESG 囊括的范围进行了进一步细化，主要包括工作环境、劳工权益、供应链管理以及儿童权益保护等方面；其次，明确上市公司可以在自愿的基础之上，根据实际情况，对社会、环境以及治理方面的信息进行定性披露和定量披露。也就是说，上市公司可以根据自身的实际情况，有选择性地进行信息披露，并且这些信息的最终解释权归企业自身所有。

随后，香港联合交易所于 2015 年完成了《环境、社会及管治报告指引》修订，主要集中在以下三个方面，首先，指引对资源披露原则进行了调整，用“不遵守就解释”进行了替代，简单来说，就是企业可以自主选择披露 ESG 的有关信息，但是不对外披露的部分，公司一定要进行相应的解释。其次，取消了公司管治的单独分类，将其划入社会与环境两类之中，明确要求上市公司必须要对外披露定性关键绩效指标。最后，企业可以根据实际情况选择相应的发布平台。简单来说，就是企业可以将《企业社会、环境以及管治报告》置于企业年报中共同发布，也可以单独对外发布，并且发行人不一定非要对全部子公司进行单独披露。2017 年 5 月 26 日，朗诗地产作为国内绿色建筑行业的标杆企业，第一次对外披露企业社

会责任报告。2019 年 5 月，香港联合交易所参考国际及本地可持续发展趋势，发布有关检讨《指引》及相关《上市规则》条文的咨询文件，全面加强指标披露监管要求。

2.2.2 香港企业社会责任的披露现状

在 ESG 内外驱动力持续增强、尤其是内地资本市场 ESG 升温的背景下，在港上市公司 ESG 信息披露的情况备受关注。与大陆地区相比，香港地区的企业社会责任披露制度更为完善与全面，因此，在港交所上市的大陆企业必须要严格按照制度要求向社会公布社会责任方面的信息，在此制度的影响之下，在某种程度上来说，企业也会更加的主动的履行自身应当承担的社会责任。

相关数据显示，在 2016 年，港股企业 ESG 平均分与 2015 年相比，提高了约 22%，这意味着《指引》的改革卓有成效，企业越来越重视社会责任的履行，信息披露质量也随之大幅提升。其中，香港地区九大行业的平均分都超过了 30 分，尤其是制药业的分值最高，达到了 38.72，名列榜首；钢铁行业的分值最低，仅为 31.61 分，对比大陆同行业高出 1.61 分，体现了香港联交所在企业社会责任披露方面对于上市企业的要求非常高，并且港股投资者以及其它利益相关者对于企业是否充分履行社会责任方面非常关心，因此，企业将会花费更大的资金、精力来履行自身的责任，以换取社会对自己有一个比较好的正面评价。这也使得在香港证券交易所上市的内地企业，增加了对环境保护、社会责任和公司治理等方面的投资。

三、相关理论基础与研究假设

3.1 企业社会责任理论

3.1.1 企业社会责任理论的发展

企业社会责任的相关概念形成于十八世纪初，在此之前，企业以及商人的伦理道德约束基本上都是通过教会等宗教组织来实现的。自 1924 年，Oliver Sheldon 在其研究中首次提出了企业社会责任概念，在此之后，学术界对于企业社会责任的内在涵义有着各种各样的观点。在经济发展水平不断提升的背景下，企业社会责任的内涵也发生的很大的变化，具体可以将其划分为三个阶段。

第一阶段，1930 年~1940 年期间，这一阶段主要对企业经营者的有关问题进行了讨论。其中，“企业的管理者是谁的受托人”这一问题最为典型。Berle Jr (1930) 认为公司股东是管理者的受托人，股东为了实现自身利益的最大化将各项权利下放至管理者，而管理者经营公司的唯一目标就是确保股东利益得以实现，股东利益是摆在首位的，因此，股东应该是管理者真正意义上的受托人。而 Dodd (1931) 对于这一观点表达的了不同的看法，他表示为股东服务只是公司的职能之一，社会服务功能同样重要，公司要充分履行自身的社会责任，确保员工、消费者以及社会公众的利益不受损害。

第二个阶段，1950 年~1960 年期间，这阶段主要集中于讨论企业捐赠以及经营者社会责任职能方面的研究。其中 1953 年的“A·P·史密斯案”¹最为典型，在这一事件的影响下，

¹ A. P. Smith Manufacturing Co. V. Barlo, 美国新泽西州法院裁定支持企业向普林斯顿大学捐赠 1,500 美元的捐赠行为。他们认为企业向学术机构进行合理的捐赠，对于维持该企业的“民主制度”和“自由企业经济”至关重要，有利于公司的长远经营。因此，法院认为企业向民办学术机构合理捐赠不构成超越企业职权的行为，认为企业捐赠有利于改善公司环境，提高企业形象，有助于实现企业目标。

企业进行各种慈善活动得到了法律层面的肯定。因此，企业在条件允许的情况下开展各项慈善活动，这是企业履行社会责任的具体体现，并不违背法律法规的相关要求。

第三个阶段，1970年~1990年期间，基于年代的差异，可以将其划分为三个层次。此阶段的辩论从未停止，在70年代，企业是否有必要承担道德责任与社会义务是研究的重点；在80年代，企业对利益相关者是否有必要承担相应的责任是研究的重点，而在90年代，跨国集团是否有必要承担公民责任则是研究的重点。具体地，Carroll（1979）认为，企业有必要也应当履行自身应尽的社会责任，并构建了“金字塔模型”对企业社会责任所包含的类型进行了归类，划分为法律、经济、道德以及慈善四种类型。Clarkson（1991）在其研究中指出，企业社会责任不仅要仔细思量社会对自身的期许，还要提高对利益相关者现实需求的重视程度，并以企业社会责任履行是否充分为依据，划分了不同的级别。Burke和Logsdon（1996）研究认为企业社会责任指是基于企业制定的战略发展来进行的各项活动。学术界经过长期的讨论，最终达成了一致的意见，将Carroll的观点作为企业社会责任的定义。

3.1.2 企业社会责任的驱动因素

通过整理与归纳相关研究成果，可以发现，企业社会责任的驱动因素主要包括以下几点：i. 战略驱动，Godfrey（2005）研究发现，企业履行自身应尽的社会责任，那么企业战略目标实现的可能性就大幅提升，企业的绩效水平随之得到提升；ii. 政治驱动，相关研究表明有些企业履行社会责任是为了获取政府机构的肯定和积极评价，社会责任的履行有助于良好政治关系的构建（Sánchez，2000；贾明和张喆，2010）。iii. 利他驱动，Campbell等（1999）在其研究中指出企业并不为了某种回报而履行自身的社会责任，履行社会责任

实属利他行为。iv. 管理层自利驱动，部分学者在他们的研究中表明公司管理层试图利用企业的社会责任来提高自己的形象及社会地位等（Galaskiewicz, 1997）。

3.2 相关理论

3.2.1 信息不对称理论

在信息经济学体系中，信息不对称理论是最重要的组成部分之一，具体指的是市场中各个主体的信息掌握水平有着明显的差异，信息掌握水平较高的一方往往会在交易中占据优势。信息不对称理论是对传统经济学理论的完善与发展，揭示了信息不对称状态下的市场失灵理论²（Medema, 2007），在信息不对称的影响之下，根据非完全有效的资本市场理论，道德风险与逆向选择问题出现的可能性大幅提升。

由于信息不对称，管理层与利益相关者目标不一致的现象普遍存在。如果管理者为了个人利益的实现而偏离股东目标时，就会产生“道德风险”。在企业经营过程中，管理者对于企业信息的掌握更为全面，有可能会通过各种规避风险的手段或机会主义来实现个人利益的最大化，导致利益相关者的利益受损。要想解决因信息不对称所导致的道德风险以及逆向选择问题，对契约或机制进行优化或完善是有必要的，但是契约也是有不足，有可能会存在遗漏的现象，也会限制其约束作用的发挥。

以信息不对称为切入点，对股价崩盘风险的影响机制进行分析，基于理性预期不完全信息理论，Romer（1992）认为股票价格暴跌的原因不是投资者的外部非理性行为，也不是宏观原因，而是因为隐藏在交易过程中尚未暴露的信息逐渐释放的结果。尤其是当私人

² 市场失灵理论（Market Failure）：完全竞争的市场结构是配置资源的最佳方式；然而，在实体经济中，完全竞争的市场结构只是一种理论假设，其理论假设过于苛刻，不符合现实生活中的所有前提条件。由于垄断性、外部性、信息不完全性以及公共物品领域，仅仅依靠价格机制配置资源无法实现帕累托优化，从而导致市场失灵。

投资者持有的利空消息被曝光，更多的隐藏着的负面信息反映到股价上来（price in）。当企业高层管理一次性公布大量的负面信息，该公司的股票将会出现雪崩式下滑，导致崩盘现象的发生。Cao 等（2002）研究发现，由于资本市场的交易存在成本，因此市场运作中信息不对称的情况不可避免，有这种不利因素的投资者会拖延交易时间，为了自身的利益从而隐瞒不利的信息，一旦发现自己掌握的信息对于股价变化有着非常重要的影响，才会主动发起交易。如果这些信息长期被隐藏，在积累到一定数量时，哪怕是一个非常微小的事件，都有可能成为引爆这些信息的导火索，进而导致其它投资者对自己持有的股票失去信心，纷纷卖出，进而造成股价大幅下滑。类似地，潘越等（2011）研究结果表明上市公司的信息披露水平对于股价具有显著影响，管理者为了企业的利益，往往会选择将有关企业的各种负面消息进行隐藏，长此以往，信息的透明度将会处于比较低的水平，一旦这些信息被集中公布，会对股价造成非常大的影响。大部分企业社会责任的支持者都认为，企业对于社会责任的履行程度体现了管理者的道德水平，如果管理者的道德水平相对比较高，那么会对企业的财务报告质量的提升具有促进作用。

3.2.2 利益相关者理论

利益相关者的范围比较广泛，包含了股东的大整体概念，指的是对组织目标的达成具有重要作用或者是被组织实现既定目标过程中影响到的各种团体、个人，主要包括员工、消费者、供应商、债权人等等。在企业的发展过程中，利益相关者的作用毋庸置疑，为企业提供了各种发展所需的资源，管理者要进一步提高对利益者相关者需求的重视程度，履行应尽的社会责任，兼顾各个利益相关者的利益，实现利益相关者的全面发展，这也有助于提升企业价值和长远发展（Freeman, 1984）。

披露企业社会责任的相关信息充分体现出公司从权衡利益相关者需求角度出发来优化企业资源配置。企业会通过提高偿债能力来减少债务违约的发生，履行对债权人的社会责任；在严格遵守法律法规和相关政策的前提下推动企业健康发展来履行对政府的社会责任；通过注重绿色生产，节能减排与减少污染来履行对自然和社会环境的社会责任。履行企业社会责任有利于公司的声誉以及价值的提升，从而降低公司潜在的各种风险。因此，公司管理者应综合权衡利益相关者的相关利益，注重满足他们的价值需求，充分认识到企业和利益相关者之间相互促进、相互制约的关系，树立公司管理者注重公司长远发展的理念。

从资本市场角度来看，公司的各个利益相关者也会对公司股价产生影响。企业社会责任信息披露可以降低企业和利益相关者之间信息不对称的程度，吸引更多的社会责任投资者，这些都有助于公司的股票价格稳定，降低公司未来股价崩盘风险。

3.2.3 有效市场理论

有效市场理论是研究资本市场问题运用最广泛且最重要的理论之一。Fama 在 1970 年提出有效市场假说，认为在有效资本市场中，资产价格可以充分并及时反映出市场上的全部信息，理性投资者可以通过获取信息进行有效投资来获得收益，并且可以在供求关系不平衡的市场中做出正确投资决策，引导股价变动直至供求相等。Fama（1970）根据信息公开的程度和范围将有效市场划分为弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场。具体来说，弱式有效市场中股价仅反映历史信息，技术分析起不到作用，投资者仅通过历史信息做决策不能获得超额收益。半强式有效市场股票价格不仅体现历史信息，还反映出投资者所能够掌握的公开信息，投资者通过分析公开的信息做出投资决策，但不能做进一步分

析，也不能获得超额利润。强式有效市场中，股票价格公司全部信息，包括私有信息，信息对市场中的投资者来说都一样，则投资者之间并存在信息差异，无法获得额外报酬。

上市公司加大公开信息披露的力度，让投资者掌握更多的信息，以便进行有效投资。不仅财务信息，非财务信息也发挥着类似作用。社会责任作为重要的公司非财务信息，公开披露对公司的发展具有积极的战略意义。投资者通过了解和关注公司的企业社会责任信息，结合财务信息来进行投资决策，能更好地避免盲目性、跟风性投资。投资者趋于理性的投资行为能改善资本市场供求关系，有利于股价理性回归和稳定，抑制股价大幅波动，降低公司未来股价崩盘风险。

3.3 研究假设

3.3.1 企业社会责任信息披露与股票崩盘风险

作为公司与利益相关者之间的一种互动关系，社会责任信息披露向投资者传达了更多公司的非财务信息，例如顾客的消费需求、产品质量和生态环境等相关信息。Gelb 和 Strawser (2001) 研究指出，具有社会责任的企业通常将增加信息披露视为一种履行社会责任的行为，并将其贯穿于企业全面履行社会责任实践的整个过程中。同时，具有较好企业社会责任文化的公司，在财务报告披露也展现出同样高水平的道德标准，企业公司治理透明度较高，管理层藏匿坏消息的可能性就较低，实施盈余操纵的可能性也越小 (Kim 等，2012)，抑制了对负面消息的管理行为，从而降低了崩盘风险。另一方面，有学者认为公司管理层可能会以履行企业社会责任为借口，来掩饰负面消息从而谋求事业上或薪资等方面的私人利益。Friedman (1970) 在他的研究中指出，社会责任是公司中代理问题表现形式之一。Hemingway 和 Maclagan (2004) 认为公司履行社会责任的其中一个动机就是为了

藏匿负面消息，他们将企业社会责任作为声誉保险的一种，用于转移股东的注意力，从而掩饰负面信息。高勇强等（2012）指出有关来自于民营企业性质的慈善捐助，大部分是有其他目的性的，换言之，仅仅是管理层用以掩盖坏消息的一项自利工具（权小峰等，2015），并不具有真正的价值意义。基于信息操纵理论，当企业高管囤积的负面信息逐步增多，且面临不得不向外界披露的情况，众多负面消息同一时间公布于众，将会增大股价崩盘的可能性。因此，公司具有匿藏负面信息的可能性越高，股票价格崩盘的风险也随之越高。

对投资者而言，在信息不对称的条件下，及时披露社会责任的企业能为投资者带来更多的相关信息，由此而来降低信息不对称程度。企业社会责任信息不仅间接反映公司的管理与经营状况（Lizzeri, 1999），而且对公司的外部认知和在市场中的声誉和形象起到重要作用，为投资者和其他信息偏少的各方提供了用于判断企业未来前景的重要价值。有部分学者认为，披露企业社会责任信息能够提高信息透明度（张茜，2015；张正勇等，2017），企业信息透明度的提升有助于降低企业未来的股价崩盘风险（潘越等，2011）。陶春华等（2015）从财务报告透明度的角度出发，他们的实证研究指出践行社会责任有助于企业降低未来股价崩盘风险。

综合以上论证，且基于香港股票市场发展及信息披露机制的相对完善，企业履行社会责任能够向公众披露了更多信息，因此，信息透明度的提升缓解了信息的不对称性，从而抑制了股价崩盘风险。综上所述，本文提出第一个假设：

H1: 企业披露社会责任信息能显著降低未来股票崩盘风险。

3.3.2 机构投资者对企业社会责任披露与股价暴跌风险关系的影响

在港股市场中，机构投资者身为重要参与者，在一定程度上可以起到监管者的职能，参与企业治理等方面。Shleifer 和 Vishny（1997）研究发现与中小投资者相比，机构投资者身为企业的股东，可以从监督等行为中获取自身利益，因此他们对公司治理有更大的积极性。此外，其他学者也表示，作为资本市场中的成熟投资者，机构投资者有更好更专业的监管能力，甚至能够对企业投资经营决策起到指导作用，从中获取长期的利益（Ajinkya 等，2005）。

另一部分研究对机构投资者所发挥的监督作用也提出了不同程度的质疑。Froot 等（1992）指出由于信息不对称的情况普遍存在于企业高管与投资者之间，有些机构投资者在进行投资估值时，会为了经济高效而更看重企业的短期经营状况，忽视了长远的价值投资。Graves（1988）实证研究结果也显示由于基金经理人的薪资报酬架构主要取决于季度的绩效表现，为追逐短期利益他们不太关注企业的长期估值。其次，Pound（1988）通过分析机构投资者与企业管理者之间的共谋行为，总结出部分缺乏治理积极性的机构投资者通常会倾向于与管理层的利益相关联或纵容管理层对负面消息管理的做法，甚至直接通过幕后信息进行交易的方式，获取更高的收益。Tang 和 Xu（2010）以内部控制和重大缺陷这两个关键词在 LexisNexis³中搜索 2002-2006 年期间的 10-K 报告，分析了 1,275 家至少有一个重大缺陷的公司，从他们的研究来看机构投资者持股比例越高，企业内部控制出现重大缺陷的可能性也就越大。傅勇和谭松涛（2008）将股权分置改革的企业为样本，针对非交易性股票的股改方案表决情况做了相关研究，他们的研究结果表明企业为了获取机构投

³ LexisNexis: 收录商业和法律资源的数据库，其学术大全数据库提供搜索来自美国、加拿大、欧盟和包括香港在内的其他英联邦国家的判例和法院判决。

投资者的赞成票数，会将股改消息提前透露给机构投资者，机构投资者则能通过内幕交易而获利。此外，机构投资者与企业高管的共谋还体现在负面消息公布于市场之前，管理者的内幕消息有利于机构投资者在股价崩盘前调仓，避免因股价崩盘带来的损失而获利（孔东民和柯瑞豪，2007）。基于上述两点，机构投资者不仅对企业高管的代理行为没有起到治理作用，甚至影响了资本市场的信息效率（王咏梅和王亚平，2011），加大了信息不对称的程度，而且他们的非理性交易行为也可能加速了企业股票价格的崩盘（许年行等，2013）。综上所述，本文提出以下假设：

H2： 在外部机构投资者持股比例越低的公司中，企业社会责任信息披露与未来股价崩盘风险二者的负向关系越明显。

3.3.3 公司治理因素对企业社会责任披露与股价暴跌风险关系的影响

公司治理不仅有助于保护公司所有者和其他利益相关者的利益（Brennan 和 Solomon，2008）。且在财务报告的披露和质量方面起着至关重要的作用（Bedard 和 Johnstone，2004）。同时，企业社会责任信息披露与未来股价崩盘风险二者的关系很大程度上受到公司治理水平的影响（Kim 等，2014；陶春华等，2015）。

董事会制度长期以来都被认为是解决股东和管理者之间代理问题的主要机制之一。作为企业组织内部决策控制体系的最高层级，董事会的职责是借助招聘、监督、激励和约束经理人的方式，缓解企业股东与经理人之间的代理冲突，对企业的重大决策进行审批和监督等，从而提高企业的绩效。因此，董事会的独立性是董事会有效发挥其监管作用的核心（Fama 和 Jensen，1983）。尤其是具有财务背景的独立董事，在企业管治中能够更有效的监督管理层，审查出年报中不属实的财务信息，确保会计信息的真实性，从而保护投资者

的权益。相关研究也发现，独立董事占董事会比例越高，企业的财务盈余信息的含量越高（Petra, 2007），企业的盈余信息质量也越好（胡奕明和唐松莲, 2008）。另一方面，有财务背景的独立董事可以协助制定企业的长远的战略方针，最大限度的提高投资效率，降低公司的投资风险。此外，董事会监督能力的企业，企业内部人想借助投资高风险项目或者净现值不为正的投资项目，取得自身利益的可能性就越低，从而也降低了企业因大范围内负现金流的可能性。因此，股价崩盘风险也随之降低。基于上述的分析，本文提出研究假设：

H3: 在公司董事会的独立性越强的公司中，企业社会责任信息披露与未来股价崩盘风险二者的负向关系会更显著。

3.3.4 产权性质对企业社会责任披露与股价暴跌风险关系的影响

在中国独特的制度和社会环境下，企业性质对企业在资本市场上的表现及其管理行为有着重要影响。企业社会责任信息披露对股价崩盘风险的抑制作用可能因上市公司所属产权性质的不同而有所差异。首先，由于国有企业存在政企不分现象，国有企业不仅是一种企业组织意识形态，同时还是政府参与和干预经济的重要工具和手段（冯丽丽等, 2011）。在实现股东财富最大化目标的同时，国有企业还需要考虑提供就业机会，实施经济发展战略规划、维护社会稳定等多个政治目标。由于受到政府社会利益最大化的制约，企业的利益目标倾向于遵循政府的宏观意愿，更多地体现国有资产的公益性价值，相对于非国有企业而言，国有企业承担着更多的社会责任（吕素莉等, 2016）。因此，国有企业管理层在制定企业社会责任战略目标时，会更多地考虑战略方针对其个人政绩的影响（Stulz, 2005），在其他影响因子被控制的情况下，国有上市企业的信息披露质量亦优于非国有企业（伊志

宏等，2010)。其次，与国有企业相比，非国有企业没有政府的干预的同时也不享有补贴等其他优惠政策，履行社会责任完全是企业自发的行为，企业在履行社会责任的同时则更看重所需要承担的成本。因此，相对国有上市公司，企业社会责任信息披露对非国有企业降低信息不对称的作用更大，从而企业社会责任信息披露降低股价崩盘风险的效应也应该大于国有上市公司。基于上述的分析，本文提出研究假设：

H4：与国有上市公司相比，企业社会责任信息披露对股价崩盘风险的抑制作用在非国有上市公司中更加明显。

四、研究设计

4.1 样本选取与数据来源

本文选取 2010~2018 年香港联合交易所上市公司为样本。在样本选取过程中，参考已有文献对数据进行了如下筛选：（1）剔除由于财务报表结构和财务数据与其他行业不同的金融行业上市公司样本；（2）为确保特定周收益率计算的准确性，将年度交易数不足 30 周的上市公司予以剔除；（3）剔除缺少相关数据的样本；（4）分别对连续变量在 1% 和 99% 分位进行 Winsorize 缩尾处理，确保结果不受异常值的影响。最终确定样本公司为披露企业社会责任的上市公司共计 186 家，公司年度观测值 1,314 个。

相关财务数据来自 wind 数据库，企业社会责任数据和企业内部控制指数分别来源于汤姆森路透和 CSMAR 数据库。□□

4.2 变量定义

4.2.1 股票崩盘风险度量

借鉴 Chen 等（2001）、Kim 等（2011a）研究，本文通过以下两种方式来衡量上市公司股价崩盘风险：

首先，通过公式（1）回归残差来描述上市企业的股价崩盘现象。

$$R_{i,t} = a_i + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中， $R_{i,t}$ 为个股 i 在第 t 周包含现金红利再投资的股票收益率； $R_{m,t}$ 为港股市场在第 t 周经流通市值加权的平均市场收益率；为了调整非同步交易所引起的偏差，公式（1）中加入 $R_{m,t}$ 的滞后及超前项； $\varepsilon_{i,t}$ 为个股收益率中市场收益率波动所不能解释的部分，通过计算 $W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$ 构建个股 i 的周特有收益率。

基于上述 $W_{i,t}$ 的计算，然后采用如下方式（2）和（3）来度量股价崩盘风险：

$$NCSKEW_{i,t+1} = -[n(n-1)^{\frac{3}{2}} \sum W_{i,t}^3] / [(n-1)(n-2) (\sum W_{i,t}^2)^{\frac{3}{2}}] \quad (2)$$

$$DUVOL_{i,t+1} = \log\{[n_{up} - 1] \sum_{down} W_{i,t}^2 / [(n_{down} - 1) \sum_{up} W_{i,t}^2]\} \quad (3)$$

其中， $NCSKEW_{i,t+1}$ 为负收益偏态系数（Negative Coefficient of Skewness）， $DUVOL_{i,t+1}$ 为收益上下波动比率（Down-to-Up Volatility）， n 为个股 i 每年交易的周数， n_{up} （ n_{down} ）为个股 i 年回报率高于（低于）该股票平均周特有收益率的周数。 $NCSKEW_{i,t+1}$ 和 $DUVOL_{i,t+1}$ 越高，表明其负偏离程度越高和收益上下波动比率越大，也就是说崩盘风险越大。

4.2.2 企业社会责任相关指标

根据企业年度社会责任报告，以虚拟变量 $CSR_{i,t}$ 代表上市公司是否披露社会责任信息，其中，披露社会责任信息则赋值为1；未披露社会责任信息则赋值为0。

4.2.3 公司治理度量

本文对公司治理方面的度量主要分为两个方面，第一个方面是对公司外部治理方面的度量，第二个方面是对公司内部治理方面的度量。

对于公司外部治理方面的度量，本文借鉴 Kim 等（2014）的方法，采用机构投资者持股水平来度量公司外部治理，其中机构投资者主要包括基金、券商、信托、保险等公司持股，同时也包括社保基金、企业年金及其他机构投资者持股，用 $IO_{i,t}$ 来表示。

对于衡量企业内部治理，已有研究通常采用独立董事占董事会成员的比率来衡量董事会的独立性，以 $Ind_{i,t}$ 表示。

4.2.4 控制变量

为了确保实证结果的可靠性，本文从公司财务和公司治理方面选取相应的控制变量，用以控制其他因素对实证结果的影响。参考现有文献，例如宋献中等（2016）、叶康涛等（2015）、王化成等（2015）的做法，对以下变量加以控制：

特有周收益率均值（ $RET_{i,t}$ ）用于衡量股市泡沫，以个股 i 在第 t 年的平均周特有收益率均值进行测度，Chen 等（2001）实证研究表明可以通过周特有收率对企业股票风险进行预判，并且市场泡沫越多股票收益率越高，从而导致股价暴跌风险升高。特有周收益波动率（ $SIGMA_{i,t}$ ）是样本期间内按流通市值加权的周收益率标准差，该变量用于控制股票持有收益的波动性。杠杆率（ $Leverage_{i,t}$ ）和资产收益率（ $ROA_{i,t}$ ），Hutton 等（2009）指出，资本负债率和总资产收益率与股票价格崩盘风险之间有着负相关的关系。公司规模（ $\ln Size_{i,t}$ ），企业总资产的自然对数，Harvey 和 Siddique（2000）和 Chen 等（2001）实证研究结果表明企业规模大小与股价崩盘风险呈正相关关系。市值账面比率（ $MB_{i,t}$ ）为企业市场价值与账面价值，Kim 等（2014）研究结果表示总资产账面值与市值比率越高，股票崩盘风险越大。个股月均超额换手率（ $Turnover_{i,t}$ ）是股票 i 在 t 年与 $t-1$ 年的以月为测度的平均换手率之间的差额，即第 t 年企业的月平均股票交易额减去其平均值，用来衡量投资者异质信念，股价崩盘风险会随着投资者异质性信念的增强而增长（陈国进，张贻军，2009）。

此外，在实证检验过程中本文还控制年度和行业效应，各变量的具体定义和度量见表格 2。

表格 2 变量定义说明

变量类型	含义	变量符号	变量测度
被解释变量	股价崩盘风险	$NCSKEW_{i,t+1}$	后一年股票周收益的负偏程度
		$DUVOL_{i,t+1}$	后一年股票周收益涨跌波动率
解释变量	企业社会责任信息披露	$CSR_{i,t}$	上市公司是否披露社会责任信息，披露赋值为 1，未披露赋值为 0
控制变量	股票收益负偏态系数	$NCSKEW_{i,t}$	股票 i 在第 t 年周收益的负偏程度
	股票收益上下波动比率	$DUVOL_{i,t}$	股票 i 在第 t 年周收益涨跌波动比
	特有收益率均值	$Ret_{i,t}$	股票 i 在第 t 年的平均周特有收益率均值
	特有收益波动率	$Sigma_{i,t}$	股票 i 第 t 年周收益标准差，反映股价波动幅度
	公司规模	$lnsize_{i,t}$	公司总资产的自然对数
	市值账面比	$MB_{i,t}$	每股现价与每股账面价值的比率
	财务杠杆率	$Leverage_{i,t}$	公司期末总负债与总资产之比
	总资产收益率	$ROA_{i,t}$	第 t 年的净利润与第 t-1 年公司总资产的比值
	第一大股东持股	$First_{i,t}$	第一大股东持股比例
	董事会独立性	$Ind_{i,t}$	独立董事占董事会成员的比例
	机构投资者持股	$OI_{i,t}$	公司 i 第 t 年机构投资者持股数与总股数之比
	产权性质	SOE	国企赋值为 1，非国企赋值为 0
	月均换手率	$Turnover_{i,t}$	去趋势化的月度换手率指标，用来测量投资者异质信念

4.3 模型构建

根据样本筛选与变量设定，待检验模型设定如下：

$$\begin{aligned} CrashRisk_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 CrashRisk_{i,t} + \beta_3 CSR_{i,t} * IO_{i,t} + \beta_4 CSR_{i,t} * Ind_{i,t} \\ & + \beta_5 CSR_{i,t} * SOE + \gamma \sum Controls_{i,t} + \beta_4 \sum Year_{i,t} + \beta_5 \sum Industry_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

其中， $CrashRisk_{i,t+1}$ 为股价崩盘风险，分别用考虑现金红利再投资的NCSKEW $_{i,t+1}$ 和DUVOL $_{i,t+1}$ 衡量； $CSR_{i,t}$ 表示上市公司披露社会责任报告的情况，披露企业社会责任的公司，取值为1，未披露企业社会责任的公司取值为0； $CSR_{i,t} * IO_{i,t}$ 表示社会责任信息披露与机构投资者比例的交互项， $CSR_{i,t} * Ind_{i,t}$ 表示社会责任信息披露与董事会独立性交互项； $CSR_{i,t} * SOE$ 表示社会责任信息披露与企业性质的交互项； $Controls_{i,t}$ 为控制变量； $Year_{i,t}$ 和 $Industry_{i,t}$ 分别为年份和行业虚拟变量； $\varepsilon_{i,t}$ 为残差。

五、实证研究结果与分析

5.1 描述性统计分析

根据 4.1 中样本选取的说明，对筛选后的总体样本所涉及的各项变量进行整体上的描述性统计分析，结果如表格 3 所示。总体样本一共包含 1,314 个公司-年度观测值。

从表格 3 描述性统计结果中可以看出，崩盘风险指标收益率偏度系数 ($NCSKEW_{i,t}$) 的均值为-0.033，标准差为 0.944，股票收益率上下波动率 ($DUVOL_{i,t}$) 的均值为-0.032，及标准差为 0.598。与已有文献相比，衡量股价崩盘风险的两个指标的平均值均小于 Kim 等 (2014) 的结果，其平均值分别为 0.035 和-0.002，标准差分别为 0.81 和 0.368，可能是由于样本区间选择的差异性所造成，但高于已有关于 A 股股价崩盘风险的研究 (王化成等, 2015) 所报告的数值，其原因可能是市场不同，尤其在 2015 年 A 股市场的极端事件频繁出现。除此以外，与实际情况相结合，衡量崩盘风险的两个指标数值具有合理性，相应的标准差表明企业之间的股价崩盘风险也存在差异，有关其它变量的描述性统计结果均在合理范围之内。

表格 3 描述性统计分析

变量名称	变量	平均值	标准差	最小值	最大值	样本数
股票收益负偏态系数	$NCSKEW_{i,t}$	-0.03	0.94	-5.36	7.13	1,314
股票收益上下波动比率	$DUVOL_{i,t}$	-0.03	0.60	-3.60	5.68	1,314
特有收益率均值	$Ret_{i,t}$	-0.002	0.01	-0.11	0.074	1,314
特有收益波动率	$Sigma_{i,t}$	0.05	0.03	0	0.65	1,314
公司规模	$lnsize_{i,t}$	22.50	1.95	18.33	27.18	1,314
市值账面比	$MB_{i,t}$	0.98	0.13	0.171	5.05	1,314
杠杆率	$Leverage_{i,t}$	1.49	2.71	-3.64	16.44	1,314
总资产收益率	$ROA_{i,t}$	0.07	0.10	-0.36	0.33	1,314
第一大股东持股	$First_{i,t}$	44.33	22.47	0.14	96.39	1,314
机构投资者持股	$OI_{i,t}$	42.82	18.91	9.77	78.24	1,314
董事会独立性	$Ind_{i,t}$	0.39	0.08	0	0.813	1,314
月均换手率	$Turnover_{i,t}$	-0.35	2.89	-27.63	15.30	1,314

5.2 多重共线性检验和相关性分析

由于实证回归模型中包含的变量较多，本文初步分析了解释变量和被解释变量是否存在相关性以及回归模型所选变量是否存在多重共线性，因此在进行回归之前，本文进行相关性分析和多重共线性检验。

5.2.1 多重共线性检验

根据表格4多重共线性检验的结果显示，其中多重共线性由VIF（Variance Inflation Factor）来衡量，它表示回归系数估计量的方差与假设自变量间非线性相关时方差相比的比值，VIF数值越高，解释变量之间共线的可能性也就越高。在总样本中，各变量间的VIF值均在4以内，这一结果表明主要变量间不存在严重的共线性。

表格 4 多重共线性检验结果

变量名称	变量	VIF	1/VIF
特有收益波动率	$\text{Sigma}_{i,t}$	1.45	0.69
公司规模	$\text{lnSize}_{i,t}$	1.32	0.76
股票收益负偏态系数	$\text{NCSKEW}_{i,t}$	1.2	0.83
特有收益率均值	$\text{Ret}_{i,t}$	1.16	0.86
机构投资者持股	$\text{OI}_{i,t}$	1.15	0.87
月均换手率	$\text{Turnover}_{i,t}$	1.14	0.88
总资产收益率	$\text{ROA}_{i,t}$	1.09	0.92
第一大股东持股	$\text{First}_{i,t}$	1.08	0.93
总资产账面市值比	$\text{MB}_{i,t}$	1.05	0.95
企业社会责任信息披露	$\text{CSR}_{i,t}$	1.05	0.95
杠杆率	$\text{Leverage}_{i,t}$	1.02	0.98
年份和行业		-	-
	VIF 均值	2.75	

5.2.2 相关性检验

根据表 5 的 Pearson 结果所示，衡量股价崩盘风险的两个解释变量，股票收益负偏态系数（ $\text{NCSKEW}_{i,t+1}$ ）和收益上下波动率（ $\text{DUVOL}_{i,t+1}$ ）的相关系数为 0.901，表明这两个衡量股价崩盘风险的指标具有较好的一致性和变量选取的恰当性。股价崩盘风险指标收益负偏态系数（ $\text{NCSKEW}_{i,t}$ ）和收益上下波动率（ $\text{DUVOL}_{i,t}$ ）与企业社会责任信息披露（ $\text{CSR}_{i,t}$ ）的相关系数显著，分别为-0.064 和-0.048，两者都表明企业社会责任信息披露和股价崩盘风险两者之间呈负相关关系。在其他控制变量中，市账面比（ $\text{MB}_{i,t}$ ）、杠杆率（ $\text{Leverage}_{i,t}$ ）、公司规模（ $\text{LnSize}_{i,t}$ ）、特有收益波动率（ $\text{Sigma}_{i,t}$ ）、特有收益平均值（ $\text{RET}_{i,t}$ ）、总资产收益率（ $\text{ROA}_{i,t}$ ）、月均换手率（ $\text{Turnover}_{i,t}$ ）之间的相关性水平均没有超过 0.6，也表明自变量

与控制变量、控制变量与控制变量之间并不存在严重的多重共线性，一定程度上说明了变量选取的合理性。

表格 5 Pearson 检验结果

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. NCSKEWi,t+1	1											
2. DUVOLi,t+1	0.901***	1										
3. CSR	-0.064**	-0.048*	1									
4. Ret	0.088***	0.090***	-0.012	1								
5. Sigma	0.034***	0.033***	-0.092***	-0.194***	1							
6. lnSize	0.032***	0.025**	-0.011	0.034***	-0.365***	1						
7. MB	-0.001	0	-0.061**	0.004	0.031***	-0.170***	1					
8. Leverage	0.028**	0.016	0.011	-0.008	0.033***	-0.006	-0.002	1				
9. ROA	0.028**	0.023**	-0.018	0.153***	-0.219***	0.155***	0.049***	-0.01	1			
10. OI	0.094***	0.095***	0.071**	0.016	-0.114***	0.348***	-0.003	0.036**	0.194***	1		
11. First	-0.006	0	0.013	0.033***	-0.007	0.039***	0.044***	0.029**	0.030***	-0.032**	1	
12. Turnover	0.065***	0.066***	0.019	0.099***	0.133***	0.055***	0.01	-0.017	-0.030***	0.012	-0.046***	1

5.3 回归分析

对于总体样本，被解释变量崩盘风险的两种指标（ $NCSKEW_{i,t+1}$ 和 $DUVOL_{i,t+1}$ ）都满足固定效应的检验，且在 Hausman 检验中，其检验的 p 值都为 0，说明股价崩盘风险的两种度量指标都拒绝原假设，都应该使用固定效应。

5.3.1 企业社会责任信息披露与股价崩盘风险关系研究

表格6报告了股价崩盘风险与企业社会责任之间关系的检验结果，其中回归（1）控制变量的系数表明，与Chen等（2001）的研究结果一致，未来的股价崩盘风（ $NCSKEW_{i,t+1}$ 和 $DUVOL_{i,t+1}$ ）与特有收益率年均值（ $Ret_{i,t}$ ）显著正相关，这一结果意味着当股价回归基本面时，过去的高收益可以看作是股市泡沫的高风险，因此，股市泡沫风险越高，意味着未来股价暴跌风险越大。此外，月均超额换手率（ $Turnover_{i,t}$ ）和公司规模（ $Lsize_{i,t}$ ）与崩盘风险显著正相关，此结果与陈国进和张贻军（2009）以及Kim（2011a）研究结果相符。回归（2）结果显示，以 $CSR_{i,t}$ 衡量是否披露企业责任信息作为解释变量，在控制了影响崩盘风险相关因素后，用股票收益率负偏度（ $NCSKEW_{i,t+1}$ ）测度股价崩盘风险时，企业社会责任信息披露 $CSR_{i,t}$ 的回归系数为-0.17且在5%的水平上显著；用股票收益上下波动率（ $DUVOL_{i,t+1}$ ）测度股价崩盘风险时，企业社会责任信息披露 $CSR_{i,t}$ 的回归系数为-0.12且在1%的水平上显著。回归结果与Kim等（2014）研究美国股票市场与宋献中等（2016）以沪深A股上市公司为研究样本的结果一致，相对于未披露企业社会责任的公司来说，履行企业社会责任的企业可能较少隐藏负面新闻，财务报告透明度可能更高，从而降低香港股票市场的股价暴跌风险。该回归结果支持了研究假设H1，企业社会责任信息的披露对股价崩盘风险具有抑制作用。

表格 6 企业社会责任与股票崩盘风险的回归分析

		(1)		(2)		(3)	
		NCSKEW _{i,t+1}	DUVOL _{i,t+1}	NCSKEW _{i,t+1}	DUVOL _{i,t+1}	NCSKEW _{i,t+1}	DUVOL _{i,t+1}
企业社会责任信息披露	CSR _{it}			-0.17**	-0.12***	-0.32**	-0.20***
				(-2.28)	(-2.75)	(-3.18)	(-3.17)
企业社会责任披露与 机构投资者持股交互项						0.01**	0.09*
						-2.01	-1.68
股票收益负偏态系数	NCSKEW _{it}	-0.15***		-0.14***		-0.19***	
		(-3.85)		(-3.85)		(-4.82)	
股票收益上下波动比率	DUVOL _{it}		-0.16***		-0.16***		-0.09***
			(-5.00)		(-5.17)		(-2.72)
市值账面比	MB _{it}	1.37	-3.91	0.93	-3.95	1.31	-4.12
		-0.22	(-0.95)	-0.18	(-0.97)	-0.29	(-1.01)
资产收益率	ROA _{it}	0.93	0.59	0.91	0.6	0.96	0.61
		-1.22	-1.59	-1.29	-1.62	-1.36	-1.64
财务杠杆率	Leverage _{it}	0.02	0.02*	0.03**	0.02*	0.03*	0.02*
		-1.44	-1.74	-2.09	-1.68	-2.02	-1.72
公司规模	lnsize _{it}	0.14**	0.05*	0.12	0.07	0.13	0.07
		-2.69	-2.14	-1.44	-1.32	-1.61	-1.43
月均超额换手率	Turnover _{it}	0.01**	0.01***	0.01**	0.01***	0.00**	0.01***
		-2.49	-3.25	-2.01	-3.34	-2.35	-3.3

		(1)		(2)		(3)	
		NCSKEW _{i,t+1}	DUVOL _{i,t+1}	NCSKEW _{i,t+1}	DUVOL _{i,t+1}	NCSKEW _{i,t+1}	DUVOL _{i,t+1}
第一大股东持股	First _{i,t}	0	0.00*	0	0.00**	0.01	0.01*
		-0.25	-1.69	-1.39	-2.02	-1.18	-2.09
特有收益率标准差	Sigma _{i,t}	4.78***	3.06***	5.19***	3.07***	3.95***	3.07***
		-2.77	-2.78	-3.13	-2.85	-2.15	2.82
特有收益率年均值	Ret _{i,t}	13.24***	7.32***	10.16**	7.11***	10.60**	7.16***
		-4.18	-3.05	-2.58	-3	-2.71	-3.05
常数项	Constant	2.44	2.71	3.48	2.42	2.7	2.43
		-2.58	-0.63	-0.52	-0.57	-0.64	-0.57
年份	Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N		1213	1213	1213	1213	1213	1213
F		9.79	9.49	8.43	9.03	8.69	9.26
R-squared		0.11	0.13	0.11	0.14	0.12	0.14

注：***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平上显著，t值均采用的是稳健标准误（下同）

表格 7 公司治理水平对企业社会责任与股票崩盘风险的影响

		(4)		(5)		(6)	
		NCSKEW _{i,t+1}	DUVOL _{i,t+1}	NCSKEW _{i,t+1}	DUVOL _{i,t+1}	NCSKEW _{i,t+1}	DUVOL _{i,t+1}
企业社会责任信息披露	CSR _{it}	-0.41***	-0.23***	-0.15*	-0.19**	-0.43*	-0.31 *
		(-2.87)	(-2.81)	(-2.28)	(-2.75)	(-2.06)	(-1.81)
企业社会责任披露与	Ind*CSR _{it}	-0.93*	-0.65*			-0.91*	-0.62*
董事会独立性交互项		(-1.66)	(-1.79)			(-1.81)	(-1.68)
企业社会责任披露与	SOE*CSR _{it}			0.03**	0.03***	0.03**	0.03***
企业性质交互项				-2.34	-3.34	-2.57	-2.4
企业社会责任披露与	OI*CSR _{it}					0.02*	0.01*
机构投资者持股交互项						-1.99	-1.65
控制变量	Control Variables	控制		控制		控制	
年份	Year	控制		控制		控制	
N		1213	1213	1213	1213	1213	1213
F		9.57	9.75	8.21	9.67	8.53	9.41
R-squared		0.21	0.12	0.12	0.14	0.31	0.34

5.3.2 机构投资者持股比例的影响

表格 7 (3) 报告了机构投资者持股水平对企业社会责任信息披露与股价崩盘风险关系影响的检验结果。与假设 H1 预期一致, 在控制了机构投资者持股的交互效应后, 主效应 $CSR_{i,t}$ 的系数在以 $NCSKEW_{i,t+1}$ 和 $DUVOL_{i,t+1}$ 为因变量的回归中均保持显著为负, 这进一步验证了假设 H1。企业社会责任披露与机构投资者持股水平交互项 $OI*CSR_{i,t}$ 的系数为正, 但只在以 $NCSKEW_{i,t+1}$ 衡量风险的回归中显著, 表明机构投资者水平越低的企业中, 企业社会责任在降低未来股价崩盘风险上的作用越明显。由于机构投资者可能并不总是代表所有股东的最大利益, 因此未必能改善长期业绩 (Sundaramurthy 和 Rechner, 1997), 且 Li 等 (2006) 以在港上市的 433 家企业为样本, 研究了机构投资者对公司绩效和治理的影响, 他们提出即便是短期业绩, 也未必能从机构所有权的增加中获益。其次, 机构投资者的资金大多来源于市场上的其他投资者, 投资者将自有资金借出的目的就是为了获取资本增值, 因此他们急于在规定期限内看到明确的盈利信号。由于客户群体对短期利益的追求, 机构投资者也不得不更加关注短期利益, 导致持有股票的时间相对较短, 且较少关注长线的投资, 因此导致短期利益被高估, 长期效益被低估, 进而导致股价异常波动, 增加股价下行风险。此外, 机构投资者的羊群行为, 也会加剧股票市场的波动 (李勇和王满仓, 2011), 削弱了企业社会责任在降低未来股价崩盘风险上的作用。

5.3.3 董事会独立性的影响

表格 7 中的回归 (4) 为加入企业社会责任披露与董事会独立性交互项后的回归结果。从回归结果可以看出, 企业社会责任披露与董事会独立性交乘项 ($Ind*CSR_{i,t}$) 的系数在以 $NCSKEW_{i,t+1}$ 和 $DUVOL_{i,t+1}$ 为被解释变量的回归中分别在 10% 的水平上显著为负, 表明当

企业董事会独立性越高，企业社会责任与未来股价崩盘风险的负向相关性更为显著，从而验证了假设 H3。现有实证研究结果表明，独立董事能够起到改善企业内部治理机制，缩减代理成本的作用，例如有效抑制大股东的掏空行为（叶康涛等，2007）、提高 CEO 更替对公司绩效的敏感程度（Weisbach, 1988）、减少企业高管的在职支出（Brickley 和 James, 1987）、提高企业市值（Black 和 Kim, 2011），从而有效制约控股股东的机会主义行为，提高公司信息披露质量（王跃堂等，2008），加强了企业社会责任对未来股票价格崩盘风险的抑制作用。

5.3.4 产权性质的影响

表格 7 中的回归（5）报告了加入企业产权性质与企业社会责任披露交互项后的回归结果。从回归结果可以看出，企业社会责任披露与产权性质交互项（ $SOE*CSR_{i,t}$ ）的系数在以 $NCSKEW_{i,t+1}$ 和 $DUVOL_{i,t+1}$ 为被解释变量的回归中分别在 5%和 1%的水平上显著为正，表明当企业为国有控股企业时，削弱了企业社会责任与未来股价崩盘风险的负向关系，验证了假设 H4，企业社会责任信息披露与股价崩盘风险两者之间的关系在不同企业性质的公司中是有差异的，相对于非国有上市公司而言，企业社会责任对未来股价崩盘风险的抑制作用在国有企业中被削弱。

表格 7 中的回归（6）为加入所有变量的回归结果，其中主效应 $CSR_{i,t}$ 的系数在以 $NCSKEW_{i,t+1}$ 和 $DUVOL_{i,t+1}$ 为被解释变量的回归中均保持显著为负，在控制其他影响因子后，机构投资者持股水平（ $OI*CSR_{i,t}$ ）、董事会独立性（ $Ind*CSR_{i,t}$ ）以及上市公司产权性质（ $SOE*CSR_{i,t}$ ）与企业社会责任信息披露的交互作用对未来股价崩盘风险关系的影响依然显著。

5.4 稳健性检验

5.4.1 增加控制变量

权小锋等（2016）研究发现，社会责任信息披露水平与条件性会计稳健性存在显著负向关系，而条件性会计稳健性会负面影响未来期股价的崩盘风险。

在会计稳健性指标的构建中，参考 Khan 和 Watts（2009）对 Basu 模型（1997）的改进，将会计盈余对外部信息的反应程度用账面市值比（ $MB_{i,t}$ ）、公司规模（ $Size_{i,t}$ ）和杠杆率（ $Leverage_{i,t}$ ）的线性函数予以改进，其结果如下：

$$C_Score_{i,t} = \lambda_1 + \lambda_2 Size_{i,t} + \lambda_3 MB_{i,t} + \lambda_4 Leverage_{i,t}$$

其中， $C_Score_{i,t}$ 反映了相对于“好消息”，会计盈余对“坏消息”的增量确认倾向。因此，本文用 $C_Score_{i,t}$ 来测度会计稳健性，该值越大，会计盈余对负面消息更加敏感，会计稳健性越强。

根据表格 8 的回归结果，股票崩盘风险指标与会计稳健性存在显著负向关系，且在加入会计稳健性为控制变量后，企业社会责任信息披露依然显著。

表格 8 稳健性检验-增加控制变量

		NCSKEW _{i,t+1}	DUVOL _{i,t+1}
CSR _{i,t}	企业社会责任信息披露	-0.19** (-2.50)	-0.14*** (-3.13)
C_Score _{i,t}	会计稳健性	-0.15 (0.394)	-0.80 (-1.48)
Constant	常数项	-2.12 (-0.39)	2.77 (0.62)
Controls	控制变量	控制	控制
Year	年份	控制	控制
N		1198	1198
F		7.98	8.64
R ²		0.12	0.14

5.4.2 更换测度指标

本文研究结论还存在指标测度准确性的担忧，即因变量测度的准确性可能会影响研究结论。除了用经典的两个指标（NCSKEW, DUVOL）算股价崩盘风险，借鉴 Piotroski 等（2010）的做法，采用公司经历股价暴跌的频率 $Frequency_{i,t+1}$ 作为崩盘风险的代理指标，具体为 i 股的周特定收益率 $W_{i,t}$ 小于该股当年 W 均值的两倍标准差以下的周数占当年该公司交易周数的比率，股价暴跌的频率的数值越大，股价发生暴跌的频率越大，意味着股票崩盘风险越大。从回归结果来看，企业社会责任信息披露至少在 10% 水平上与企业股价崩盘风险显著负相关，与前文结论基本一致。

表格 9 稳健性检验-更换测度指标回归结果

		Frequency _{i,t+1}
CSR _{i,t}	企业社会责任信息披露	-0.003* (-1.90)
Constant	常数项	0.11 (0.60)
Controls	控制变量	控制
Year	年份	控制
N		1213
F		3.75
R ²		0.046

六、结论

6.1 研究结论

本文选用 2010-2018 年间的 186 家上市公司作为研究样本，对香港联合交易所上市公司企业社会责任与股票崩盘风险进行研究，并从以下三个方面进行了实证分析：（1）企业社会责任信息披露与股票崩盘风险之间的关系；（2）机构投资者在企业社会责任与股价崩盘风险之间所起的作用；（3）公司治理水平在企业社会责任与股价崩盘风险之间所起的作用；（4）上市公司产权性质在企业社会责任与股价崩盘风险之间所起的作用，本文通过对以上几个问题的研究，得出以下结论：

第一，本文探索了企业社会责任与未来的股价崩盘风险两者之间的关系。研究结果支持了企业社会信息披露能够抑制崩盘风险的这一结论。相对于没有披露企业社会责任信息的公司来说，披露企业社会责任信息的公司，其未来股价的崩盘风险越小。

第二，基于香港股市主要以机构投资者为主，进一步考察了企业社会责任的披露和机构投资者对未来股价崩盘风险的交互作用，研究发现机构投资者持股比率对社会责任信息披露和未来股价崩盘风险的影响表现为正效应，即在机构持股比例越低的公司中，企业社会责任信息披露对未来崩盘效应的作用越明显，且这一结论与曹丰等（2015）以 A 股 2,324 家企业为样本的结论一致，机构投资者持股比例越高，崩盘的风险越高。

第三，本文以独立董事占董事会人员的比例作为企业内部治理因素，考察了企业社会责任的披露和董事会独立性对股价崩盘风险的交互作用，研究发现企业董事独立性越强，社会责任信息披露对股票崩盘风险的抑制作用更为显著。这一结论也支持了徐晓俊（2020）独立董事独立性越强，股价崩盘风险系数越小的这一结果。

第四，基于上市公司企业性质的不同，针对产权差异，探索了社会责任信息披露和产权性质对股价崩盘风险的交互作用，研究发现相对于非国有企业而言，国有企业性质削弱了企业社会责任信息披露对未来崩盘效应的抑制作用。

最后，考虑增加控制变量和更换测度指标进行稳健性分析后，本文研究结论仍然稳健。

6.2 研究启示

结合以上的分析，提出以下几点建议：

(1) 加强对社会责任信息披露的监管，增强信息的透明度。基于信息不对称理论和利益相关者理论，对企业社会责任信息披露与未来股价崩盘风险的研究，研究结果显示披露社会责任信息的企业，其未来股价的崩盘风险越小。因此，有效监督企业社会责任信息的披露质量，加强企业社会责任信息披露的规范化，对建立系统的监督机制具有十分重要的意义。一方面，投资者可通过调查企业社会责任报告的执行情况，来判断企业履行社会责任的程度，从而筛选出具有社会责任感的企业进行投资，降低在投资过程中出现风险的可能性。另一方面，企业高管也应该更加注重企业社会责任的履行情况，及时披露企业社会责任的相关信息，减少坏消息囤积和隐藏的可能性，确保股价的稳健，从而抑制未来股价崩盘的风险及关注企业长期持续的发展。

(2) 进一步完善公司治理模式，提高企业内外部治理水平。伴随着企业规模的进一步扩张，公司治理水平也亟需逐步发展和提高，提高企业内部管理效率，合理、充分地利用和分配有限的资源，降低企业未来风险。

(3) 非国有上市公司应进一步提高信息披露质量，监管部门应同时加强对其信息披露执行情况的关注和监管，国有上市公司应加快市场化进程，以增加投资者关注这一市场力量对国有上市公司的监督作用。

6.3 研究的局限与展望

本文的研究局限主要有以下两个方面：

(1) 本文样本主要取自所有香港联合交易所上市公司中的 186 家社会责任信息披露较为完善的上市公司，由于企业社会责任披露信息有限，样本数量差强人意，有可能无法充分反映企业社会责任与未来股票价格崩盘风险两者之间的相互作用。

(2) 本文以香港联合交易所上市公司数据验证了社会企业责任对股价崩盘风险的抑制，未来的研究还可以考虑更高频的崩盘风险指标，探讨更多的投资者分类方式的影响、独立董事背景、市场态势以及考虑企业社会责任对股价崩盘风险影响的其他机制。

参考文献

- Ajinkya, B., Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2005). The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 343-376.
- An, H., & Zhang, T. (2013). Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. *Journal of Corporate Finance*, 21, 1-15.
- Argenti, P. A., & Druckenmiller, B. (2004). Reputation and the corporate brand. *Corporate Reputation Review*, 6(4), 368-374.
- Bae, K. H., Lim, C., & Wei, K. J. (2006). Corporate governance and conditional skewness in the world's stock markets. *The Journal of Business*, 79(6), 2999-3028.
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings¹. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 3-37.
- Becchetti, L., Di Giacomo, S., & Pinnacchio, D. (2008). Corporate social responsibility and corporate performance: evidence from a panel of US listed companies. *Applied Economics*, 40(5), 541-567.
- Bedard, J. C., & Johnstone, K. M. (2004). Earnings manipulation risk, corporate governance risk, and auditors' planning and pricing decisions. *The Accounting Review*, 79(2), 277-304.
- Berle Jr, A. A. (1930). Corporate powers as powers in trust. *Harvard Law Review*, 44, 1049.
- Bhattacharya, C. B., & Sen, S. (2004). Doing better at doing good: When, why, and how consumers respond to corporate social initiatives. *California Management Review*, 47(1), 9-24.
- Black, B., & Kim, W. (2012). The effect of board structure on firm value: A multiple identification strategies approach using Korean data. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 203-226.
- Bleck, A., & Liu, X. (2007). Market transparency and the accounting regime. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 229-256.

- Boehmer, E., & Kelley, E. K. (2009). Institutional investors and the informational efficiency of prices. *The Review of Financial Studies*, 22(9), 3563-3594.
- Boone, A. L., & White, J. T. (2015). The effect of institutional ownership on firm transparency and information production. *Journal of Financial Economics*, 117(3), 508-533.
- Boubaker, S., & Nguyen, D. K. (2014). *Corporate governance and corporate social responsibility: Emerging markets focus*. World Scientific.
- Brammer, S., & Pavelin, S. (2004). Building a good reputation. *European Management Journal*, 22(6), 704-713.
- Brennan, N. M., & Solomon, J. (2008). Corporate governance, accountability and mechanisms of accountability: an overview. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*.
- Brickley, J. A., & James, C. M. (1987). The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: The case of banking. *The Journal of Law and Economics*, 30(1), 161-180.
- Burke, L., & Logsdon, J. M. (1996). How corporate social responsibility pays off. *Long Range planning*, 29(4), 495-502.
- Cajias, M., Fuerst, F., & Bienert, S. (2014). Can investing in corporate social responsibility lower a company's cost of capital?. *Studies in Economics and Finance*.
- Campbell, L., Gulas, C. S., & Gruca, T. S. (1999). Corporate giving behavior and decision-maker social consciousness. *Journal of Business Ethics*, 19(4), 375-383.
- Cao, H. H., Coval, J. D., & Hirshleifer, D. (2002). Sidelined investors, trading-generated news, and security returns. *The Review of Financial Studies*, 15(2), 615-648.
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review*, 4(4), 497-505.
- Chan, Y. C., & Wei, K. J. (1996). Political risk and stock price volatility: the case of Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 4(2-3), 259-275.
- Chang, Y., Hsieh, C. H., Wang, T. C., & Hsieh, T. Y. (2014). Corporate Social Responsibility, Cost of Equity and Cost of Bank Loans. *International Review of Accounting, Banking & Finance*, 6.

- Chen, A., Kao, L., Tsao, M., & Wu, C. (2007). Building a corporate governance index from the perspectives of ownership and leadership for firms in Taiwan. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 251-261.
- Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 61(3), 345-381.
- Chih, H. H., Miao, W. C., & Chuang, Y. C. (2014). Is corporate social responsibility a double-edged sword? Evidence from fortune global 500 companies. *Journal of Management*, 31(1), 1-19.
- Clarkson, M. B. (1991). Defining, evaluating, and managing corporate social performance: The stakeholder management model. *Research in Corporate Social Performance and Policy*, 12(1), 331-358.
- DeFond, M., Hu, X., Hung, M., & Li, S. (2011). The impact of mandatory IFRS adoption on foreign mutual fund ownership: The role of comparability. *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 240-258.
- Dewally, M., & Shao, Y. (2013). Financial derivatives, opacity, and crash risk: Evidence from large US banks. *Journal of Financial Stability*, 9(4), 565-577.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.
- Dodd Jr, E. M. (1931). For whom are corporate managers trustees. *Harvard Law Review*, 45, 1145.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fombrun, C. J. (2005). A world of reputation research, analysis and thinking—building corporate reputation through CSR initiatives: evolving standards. *Corporate Reputation Review*, 8(1), 7-12.

- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Boston: Pitman
- Friedman, M. (1970). *The social responsibility of business is to increase its profits*. In *Corporate ethics and corporate governance* (pp. 173-178). Springer, Berlin, Heidelberg.
- Froot, K. A., Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1992). Herd on the street: Informational inefficiencies in a market with short-term speculation. *The Journal of Finance*, 47(4), 1461-1484.
- Galaskiewicz, J. (1997). An urban grants economy revisited: Corporate charitable contributions in the Twin Cities, 1979-81, 1987-89. *Administrative Science Quarterly*, 445-471.
- Gelb, D. S., & Strawser, J. A. (2001). Corporate social responsibility and financial disclosures: An alternative explanation for increased disclosure. *Journal of Business Ethics*, 33(1), 1-13.
- Godfrey, P. C. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. *Academy of Management Review*, 30(4), 777-798.
- Graves, S. B. (1988). Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry. *Academy of Management Journal*, 31(2), 417-428.
- Harjoto, M. A., & Jo, H. (2015). Legal vs. normative CSR: Differential impact on analyst dispersion, stock return volatility, cost of capital, and firm value. *Journal of Business Ethics*, 128(1), 1-20.
- Harvey, C. R., & Siddique, A. (2000). Conditional skewness in asset pricing tests. *The Journal of Finance*, 55(3), 1263-1295.
- Heinkel, R., Kraus, A., & Zechner, J. (2001). The effect of green investment on corporate behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 431-449.
- Hemingway, C. A., & MacLagan, P. W. (2004). Managers' personal values as drivers of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 50(1), 33-44.
- Hillenbrand, C., & Money, K. (2007). Corporate responsibility and corporate reputation: two separate concepts or two sides of the same coin?. *Corporate Reputation Review*, 10(4), 261-277.

- Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line?. *Strategic Management Journal*, 22(2), 125-139.
- Hong, H. A., Kim, J. B., & Welker, M. (2017). Divergence of cash flow and voting rights, opacity, and stock price crash risk: International evidence. *Journal of Accounting Research*, 55(5), 1167-1212.
- Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15-36.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67-86.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jie, L., & Nakajima, K. (2014). Corporate Social Responsibility and Crash Risk for Japanese Firms.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of Accounting and Economics*, 79(2), 257-292.
- Khan, M., & Watts, R. L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 132-150.
- Kim, H. Y., & Mei, J. P. (2001). What makes the stock market jump? An analysis of political risk on Hong Kong stock returns. *Journal of International Money and Finance*, 20(7), 1003-1016.
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2010). Does accounting conservatism reduce stock price crash risk? Firm-level evidence. *Unpublished Working Paper, City University of Hong Kong*.
- Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011a). CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 713-730.
- Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011b). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 100(3), 639-662.

- Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 43, 1-13.
- Kim, Y. T. , & Riew, M. C. . (2012). Prioritizing core subjects in iso 26000 for achieving corporate social responsibility. *Journal of the Korean Society for Quality Management*, 40(3), 415-425.
- Klein, J., & Dawar, N. (2004). Corporate social responsibility and consumers' attributions and brand evaluations in a product–harm crisis. *International Journal of Research in Marketing*, 21(3), 203-217.
- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news?. *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241-276.
- Li, J., Lam, K., Qian, G., & Fang, Y. (2006). The effects of institutional ownership on corporate governance and performance: An empirical assessment in Hong Kong. *Management International Review*, 46(3), 259-276.
- Liang, L. W., & Huang, S. Y. (2013). Can corporate social responsibility increase operation performance of banking-application of stochastic frontier analysis. *Journal of Sustainable Development and Management Strategy*, 5(2), 49-66.
- Lizzeri, A. (1999). Information revelation and certification intermediaries. *The RAND Journal of Economics*, 214-231.
- Lu, W. M., Wang, W. K., & Lee, H. L. (2013). The relationship between corporate social responsibility and corporate performance: evidence from the US semiconductor industry. *International Journal of Production Research*, 51(19), 5683-5695.
- Lynn, M. (1992). A note on corporate social disclosure in Hong Kong. *The British Accounting Review*, 2(2), 105–110
- Medema, S. G. (2007). The hesitant hand: Mill, Sidgwick, and the evolution of the theory of market failure. *History of Political Economy*, 39(3), 331-358.
- Mehmood, R., Hunjra, A. I., & Chani, M. I. (2019). The impact of corporate diversification and financial structure on firm performance: evidence from South Asian countries. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(1), 49.
- Milgrom, P., & Roberts, J. (1986). Price and advertising signals of product quality. *Journal of Political Economy*, 94(4), 796-821.

- Petra, S. T. (2007). The effects of corporate governance on the informativeness of earnings. *Economics of Governance*, 8(2), 129-152.
- Piotroski, J. D., Wong, T. J., & Zhang, T. (2010). Political incentives to suppress negative financial information: Evidence from state-controlled Chinese firms. *Unpublished working paper. Stanford University, Chinese University of Hong Kong, and City University of Hong Kong.*
- Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.
- Romer, D. (1992). Rational asset price movements without news (No. w4121). National bureau of economic research.
- Sánchez, C. M. (2000). Motives for corporate philanthropy in El Salvador: Altruism and political legitimacy. *Journal of Business Ethics*, 27(4), 363-375.
- Sheldon, O. (1924). *The Philosophy of Management*. Pitman.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Stulz, R. M. (2005). The limits of financial globalization. *The Journal of Finance*, 60(4), 1595-1638.
- Sundaramurthy, C., & Rechner, P. L. (1997). Conflicting shareholder interests: an empirical analysis of fair price provisions. *Business and Society*, 36(1), 73-87.
- Tang, A. P., & Xu, L. (2010). Institutional ownership and internal control material weakness. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 93-117.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.
- 曹丰, 鲁冰, 李争光, 徐凯. (2015). 机构投资者降低了股价崩盘风险吗?. 《会计研究》, (11), 55-61.
- 陈国进, 张贻军. (2009). 异质信念, 卖空限制与我国股市的暴跌现象研究.
- 陈晓峰. (2014). 企业社会责任与顾客忠诚度关系的实证分析—基于牛乳制品消费者的视角. 《科研管理》, 35(001), 98-106.
- 代昀昊, 唐齐鸣, 刘莎莎. (2015). 机构投资者, 信息不对称与股价暴跌风险. 《投资研究》, (1), 50-64.

- 冯丽丽, 林芳, & 许家林. (2011). 产权性质, 股权集中度与企业社会责任履行. 《山西财经大学学报》, 9, 100-107.
- 傅勇, 谭松涛. (2008). 股权分置改革中的机构合谋与内幕交易. 《金融研究》, (03), 88-102.
- 高勇强, 陈亚静, 张云均. (2012). “红领巾”还是“绿领巾”: 民营企业慈善捐赠动机研究. 《管理世界》, 8.
- 胡建军, 董大勇, 金炜东. (2013). 企业社会责任信息披露与股票价格关系研究——沪市民营企业的经验证据. 《商业经济与管理》, (4), 73-80.
- 胡奕明, 唐松莲. (2008). 独立董事与上市公司盈余信息质量. 《管理世界》, (09), 149-160.
- 胡宇鹏. (2004). 谁在投资香港股市. 《沪港经济》, (07), 59-59.
- 贾明, 张喆. (2010). 高管的政治关联影响公司慈善行为吗?. 《管理世界》, (4), 99-113.
- 江轩宇, 许年行. (2015). 企业过度投资与股价崩盘风险. 《金融研究》, (8), 141-158.
- 孔东民, 柯瑞豪. (2007). 谁驱动了中国股市的 PEAD?. 《金融研究》, (10A), 82-99.
- 李承友. (2000) 资本市场与企业制度创新——以深圳、香港证券市场为例的实证分析. (博士论文)
- 李浩. (2011). 内地和香港股票市场信息披露管理体制比较研究. 《法制与社会》, (29), 33-34.
- 李姝, 赵颖, 童婧. (2013). 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. 《会计研究》, (9), 64-70.
- 李勇, 王满仓. (2011). 信息不对称, 机构投资者与股价波动率——基于扩展 CAPM 的理论与实证分析. 《金融评论》, (2), 108-122.
- 李正. (2006). 企业社会责任与企业价值的相关性研究——来自沪市上市公司的经验证据. 《中国工业经济》, (2), 77-83.
- 龙文滨, 宋献中. (2013). 社会责任投入增进价值创造的路径与时点研究——一个理论分析. 《会计研究》, (12), 60-64.
- 罗进辉, 杜兴强. (2014). 媒体报道, 制度环境与股价崩盘风险. 《会计研究》, (9), 53-59.
- 吕素莉, 金宇, 陈洁. (2016). 产权性质, 高管持股与企业社会责任承担. 《财会通讯》, 24.

- 潘越,戴亦一,林超群.(2011).信息不透明,分析师关注与个股暴跌风险.《金融研究》,(9),138-151.
- 权小锋,东吴,肖红军.(2016).社会责任披露对股价崩盘风险的影响研究:基于会计稳健性的中介机理.《中国软科学》,(2016年06),80-97.
- 权小锋,吴世农,尹洪英.(2015).企业社会责任与股价崩盘风险:"价值利器"或"自利工具"?《经济研究》,v.50: No.578(11),51-66.
- 宋献中,胡珺,李四海.(2016).社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析.《金融研究》,442(4),161-175.
- 孙淑伟,梁上坤,阮刚铭,付宇翔.(2017).高管减持,信息压制与股价崩盘风险.《金融研究》,449(11),175-190.
- 陶春华,杨思静,林晚发.(2015).公司治理,企业社会责任与股价崩盘风险.《湘潭大学学报:哲学社会科学版》,(6),50-56.
- 田利辉,王可第.(2017).社会责任信息披露的“掩饰效应”和上市公司崩盘风险——来自中国股票市场的 DID—PSM 分析.《管理世界》,(11),146-157.
- 王化成,曹丰,叶康涛.(2015).监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险.《管理世界》,(2),45-57.
- 王磊,孔东民,陈巍.(2011).证券投资基金羊群行为与股票市场过度反应.《南方经济》,(3),69-78.
- 王琦,吴冲.(2013).企业社会责任财务效应动态性实证分析--基于生命周期理论.第十五届中国管理科学学术年会.
- 王咏梅,王亚平.(2011).机构投资者如何影响市场的信息效率——来自中国的经验证据.《金融研究》,(10),112-126.
- 王跃堂,朱林,陈世敏.(2008).董事会独立性,股权制衡与财务信息质量.《会计研究》,1,55-62.
- 魏清.(2003).中国大陆与香港股票市场监管机制的比较.《市场周刊.财经论坛》,05,31-32.
- 尉伟杰,夏志禹.(2015).A股、H股和美股市场联动性关系研究.《北方金融》,(9),P.28-29.
- 吴良海,张玉.(2017).会计稳健性,公益性捐赠与企业可持续发展——来自中国A股市场的经验证据.《现代财经:天津财经学院学报》,(8),85-100.

- 鲜京宸, 潘成蓉. (2018). 沪港通对上海和香港股票市场影响的分析. 《统计与决策》(17).
- 熊家财. (2015). 产权性质, 股票流动性与股价崩盘风险. 《当代经济科学》, 37(1), 67-77.
- 徐晓俊. (2020). 独立董事制度会影响股价崩盘风险吗——基于独立性和专业性视角的研究. 《会计之友》, No.632(08), 97-105.
- 许年行, 江轩宇, 伊志宏, 徐信息. (2012). 分析师利益冲突, 乐观偏差与股价崩盘风险. 《经济研究》, (7), 127-140.
- 许年行, 于上尧, 伊志宏. (2013). 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险. 《管理世界》, 7(3).
- 杨超, 徐芳婷, 胡沁. (2014). 上市公司实际盈余管理与股价崩盘风险的实证研究——基于我国 A 股上市公司的研究. 《国际商务财会》, (1), 80-88.
- 杨棉之, 张园园. (2016). 会计稳健性, 机构投资者异质性与股价崩盘风险——来自中国 A 股上市公司的经验证据. 《审计与经济研究》, 31(5), 61-71.
- 叶康涛, 曹丰, 王化成. (2015). 内部控制信息披露能够降低股价崩盘风险吗?. 《金融研究》, (2), 192-206.
- 叶康涛, 陆正飞, 张志华. (2007). 独立董事能否抑制大股东的“掏空”?. 《经济研究》, 42(4), 101-111.
- 伊志宏, 姜付秀, 秦义虎. (2010). 产品市场竞争, 公司治理与信息披露质量. 《管理世界》, 1(133), 141-161.
- 于晓红, 武文静. (2014). 公司治理, 社会责任与企业价值研究. 《当代经济研究》, (5), 74-78.
- 张川, 娄祝坤, 詹丹碧. (2014). 政治关联, 财务绩效与企业社会责任——来自中国化工行业上市公司的证据. 《管理评论》, 26(1), 130-139.
- 张华勇. (2014). 金融市场联动性和风险传染的内在机制研究. 《云南社会科学》, 2014(4), 81-84.
- 张茜. (2015). 企业社会责任与信息透明度. (博士论文).
- 张瑞君, 徐鑫. (2017). 母子公司统一审计与股价崩盘风险. 《会计研究》, (9), 76-82.
- 张正勇, 邓博夫. (2017). 企业社会责任报告鉴证能够降低权益资本成本吗?. 《财经论丛》, 220(5), 60-68.

- 赵钧. (2017). 香港 1997~2017 回归 20 周年可持续发展大事记. 《WTO 经济导刊》.
- 赵子谊. (2016). 基于"沪港通"的沪港股市联动性研究. (博士论文).
- 邹新阳, 邓瑶. (2018). 沪港通对沪港两市波动性的影响 —基于 GARCH 模型的实证分析. 《当代金融研究》, (1), 57-66.
- 周开国. (2009). *香港股票市场的微观结构研究*. 北京大学出版社.
- 朱松. (2011). 企业社会责任, 市场评价与盈余信息含量. 《会计研究》, 11, 27-34.