

交叉上市与企业社会责任

袁蓉丽 王 群 李瑞敬

摘要：文章以2010~2017年中国A股上市公司为样本，实证检验了交叉上市对企业社会责任的影响。研究发现，交叉上市能显著提高企业社会责任。按行业特征进行分组后发现，当公司所属行业的集中度较低、公司属于环境敏感型行业时，交叉上市对企业社会责任的影响更加显著。进一步研究发现，海外业务收入占比较高的公司，交叉上市对企业社会责任的影响更为显著；正向交叉上市和逆向交叉上市都能提高企业的社会责任；交叉上市能显著提高企业的ESG表现。文章探究了交叉上市对企业社会责任的影响，为交叉上市在新兴市场发挥治理作用提供了新的证据，深化了对企业社会责任和企业ESG表现的理解。

关键词：交叉上市；企业社会责任；海外业务收入；交叉上市路径；ESG表现

中图分类号：F272.3 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2021)02-0065-12

一、引言

交叉上市是指同一家公司分别在两个或多个证券交易所挂牌上市的行为(孔宁宁和闫希, 2009)。随着越来越多公司选择交叉上市, 学术界也对此展开了研究。现有的研究主要考察了交叉上市对股价信息含量(Fernandes和Ferreira, 2008; Foucault和Gehrig, 2008)、盈余管理(Sun等, 2011; 贾巧玉和周嘉南, 2016)、企业成本粘性(吴思和陈震, 2018)、信息披露(方红星和孙霁, 2009)、公司业绩(Lel和Miller, 2008)、股利政策(程子健和张俊瑞, 2015)等因素的影响, 但是鲜有文献研究交叉上市对企业社会责任的影响。同时, 现有文献大多并未区分正向交叉上市和逆向交叉上市。交叉上市路径包括正向交叉上市和

逆向交叉上市两种。正向交叉上市是指先在境内资本市场上市, 再到境外资本市场上市; 逆向交叉上市则相反, 即先在境外资本市场上市, 再回归境内市场。发达资本市场的交叉上市对象多为正向交叉上市的公司, 而新兴资本市场更多为逆向交叉上市的公司。

企业在创造利润、促进股东财富最大化之外, 还要承担一定的社会责任。目前, 我国企业社会责任履行情况有所改善, 但总体水平仍有待提升。现有文献从高管层面(陈丽蓉等, 2015; 李世刚, 2017; 文雯和宋建波, 2017)、企业层面(McGuinness等, 2017; 黄超等, 2017; 靳小翠, 2017)、制度环境层面(贾兴平和刘益, 2014; 汤晓建, 2016; Shahzad等, 2016; Baldini等, 2018)等方面探讨了企业社会责任的影响因素。然而, 鲜有文献深入考察交叉

收稿日期: 2020-12-27

基金项目: 国家自然科学基金面上项目(71872179)

作者简介: 袁蓉丽, 中国人民大学商学院教授, 博士生导师;

王 群, 通讯作者, 中国人民大学商学院博士生;

李瑞敬, 首都经济贸易大学会计学院讲师, 博士。

上市对企业社会责任的影响。交叉上市作为一种外部治理机制,理论上也会对企业的社会责任行为产生治理作用。这一推论从现实案例中也能找到支撑,以交通银行(A股股票代码:601328,港股股票代码:03328)为例,作为我国首家在境外上市的内地商业银行,交通银行于2005年6月在香港联合交易所上市,从2006年度开始就连续发布企业社会责任报告(简称CSR报告),2007年5月在上海证券交易所上市,而A股市场2009年才开始强制要求披露社会责任报告。另外,从企业社会责任的发展来看,传统的企业社会责任已发展到新的阶段,环境、社会责任和公司治理(简称ESG)作为衡量上市公司是否具备足够社会责任感的标准,已受到越来越多的关注。全球已有许多证券交易所(例如香港交易及结算所)公布了ESG信息披露的指南和相应的ESG信息披露制度,上海证券交易所和深圳证券交易所也鼓励披露ESG信息,交叉上市对企业ESG行为会产生何种影响也是值得讨论的问题。

因此,本文以2010~2017年我国A股上市公司为样本,研究交叉上市对企业社会责任的影响,并从海外业务收入占比、交叉上市的路径和企业ESG表现的角度进行了拓展。研究发现,交叉上市能显著提高企业社会责任表现。通过Heckman两阶段模型、倾向评分匹配法以及改变企业社会责任的度量方法后,结论依然稳健。按行业特征进行分组后发现,公司所属行业的集中度较低、公司属于环境敏感型行业时,交叉上市对企业社会责任的影响更加显著。按收入来源分组后发现,海外业务收入占比较高的公司,交叉上市对企业社会责任的影响更为显著。区分交叉上市的路径后研究发现,正向交叉上市和逆向交叉上市都能提高企业的社会责任。进一步将企业社会责任拓展至企业ESG表现,研究发现,交叉上市显著提高企业的ESG表现。

本文可能的研究贡献主要有:第一,现有文献主要考察了交叉上市对盈余管理、企业成本粘性、信息披露、股利政策等因素的影响,以及从高管海外背景、股权结构、企业文化、利益相关者压力、内部控制等视角考察了企业社会责任的影响因素,本文以交叉上市为出发点,分析了交叉上市对企业社会责任的影响,并在此基础上拓展了交叉上市对企业ESG行为的影响,深化了对企业社会责任和企业ESG表现的理解。第二,本文探讨并检验了交叉上市影响企业社会责任的路径,并区分了不同交叉上市路径下交叉上市对企业社会责任的影响,为交叉上市在新兴市场发

挥治理作用提供了新的证据。

二、理论分析与研究假设

我国交叉上市公司的境外上市地点主要有中国香港、美国、英国、新加坡和法国等。相较于境内A股资本市场,这些境外资本市场发展更为成熟,投资者保护环境更好,对上市公司的信息披露、投资者权益保护和社会责任履行等都有更高的要求(何丹等,2010;Liu等,2017)。这些要求使得交叉上市公司相较于非交叉上市公司面临更大的制度压力。此外,交叉上市公司在境外资本市场是“外部人”,在处理与境外投资者、供应商、消费者的关系时会面临更多的困难和更高的成本,境外市场的监管部门也会对外来企业给予更多的关注,从而产生外来者劣势(王凤彬和石乌云,2011;Bosco和Misani,2016)。履行社会责任有利于帮助企业社会公众中树立良好的声誉和形象(Godfrey,2005;Gardberg和Formbrun,2006),获得消费者和供应商等利益相关者的认可和支持,产生广告效应,增加企业的收入(Lev等,2010)。而且,投资者厌恶那些社会责任存在问题的企业,积极履行社会责任也有利于获得投资者的好感和信任,提高企业的声誉,增加企业的竞争力和估值(Minor和Morgn,2011;贾兴平等,2016)。因此,相较于仅在A股市场上市的公司,交叉上市公司为缓解制度压力和外来者劣势、吸引境外市场投资者,会更有动机积极履行社会责任。这会从整体上提高企业履行社会责任的意识和能力,使得企业在境内和境外都有更好的社会责任表现。

基于以上讨论,本文提出假设1。

H1:相较于没有交叉上市的公司,交叉上市的公司企业社会责任表现更好。

现有的研究发现,行业特征会影响企业履行社会责任的意愿和能力,因而不同的行业具有不同的社会责任表现(徐珊和黄健柏,2015)。为了更好地理解交叉上市对企业社会责任的治理作用,本文进一步考察这一治理作用在不同的行业特征下是否存在差异。参考以往的研究,本文考虑行业集中度和环境敏感性这两个行业特征对交叉上市治理效应的影响。

首先,企业以追求利润和股东财富最大化为主要目标,因此在决策时可能会权衡履行社会责任的成本以及其所能带来的财务业绩和股东财富的提升。行业集中度很可能会影响企业履行社会责任的动机,从而影响交叉上市对社会责任的治理效果。相较于行业集中度较高的企业,行业

集中度低的企业具有竞争程度更高、话语权更小、消费者议价能力更强的显著特点。这种情况下,企业通过履行社会责任来获取消费者和投资者好感从而增加企业的竞争优势、提升企业的财务业绩和股东财富的动机更强(徐珊和黄健柏,2015;文雯和宋建波,2017),交叉上市这一外部治理机制通过监督上市公司改善企业社会责任来吸引投资者的效果就更强。反之,当行业集中度较高时,交叉上市提高企业社会责任的作用相对较小。

其次,环境敏感性高的行业如采掘业和化工业,对社会和环境的影响较大,一旦发生环境污染等问题,对整个社会造成的危害更为巨大(徐珊和黄健柏,2015)。因而,相较于非环境敏感型企业,环境敏感型企业在社会责任方面会受到更多的社会关注,面临更大的舆论压力。这种关注和压力使得企业出现社会责任问题时,更容易受到政府的处罚,银行等债权人更可能减少对企业的贷款,消费者也更可能抵制企业的产品(何贤杰等,2013),因而环境敏感型企业更有动机改善公司治理和履行社会责任,以此来减少不履行社会责任所造成的负面经济后果。这种情况下,交叉上市这一外部治理机制,通过监督上市公司来改善企业社会责任的效果更明显。

基于以上分析,本文提出假设2、假设3。

H2: 公司所属行业的集中度较低时,交叉上市对企业社会责任的治理作用更加显著。

H3: 相较于非环境敏感型企业,环境敏感型企业交叉上市对企业社会责任的影响作用更强。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取2010~2017年A股市场上市公司为初始样本,并经过如下筛选:(1)剔除金融行业公司样本;(2)剔除存在数据缺失的样本。最终得到2766家上市公司共计16730条观测值。本文的企业社会责任数据来源于和讯网上市公司社会责任报告专业测评体系,交叉上市及财务数据来源于国泰安(CSMAR)数据库,海外业务收入及ESG数据来源于万得(Wind)数据库。为剔除异常值的影响,本文对所有连续变量进行了上下1%的缩尾处理。

(二) 模型构建与变量定义

为了验证本文的假设1,构建了模型(1)。为了降低潜在的内生性,使用滞后一期的自变量对当期的因变量进行回归。

$$\begin{aligned} CSR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Cross_listing_{i,t-1} + \beta_2 TOP1_{i,t-1} + \beta_3 Age_{i,t-1} + \beta_4 Indir_{i,t-1} \\ & + \beta_5 Institution_{i,t-1} + \beta_6 Size_{i,t-1} + \beta_7 Leverage_{i,t-1} + \beta_8 ROA_{i,t-1} \\ & + \beta_9 Growth_{i,t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

其中,CSR为因变量,表示企业社会责任。参考文雯和宋建波(2017)的研究,CSR的值等于和讯网出具的企业社会责任评分。与其他测量方式相比,对于没有披露社会责任报告的公司,和讯网测评体系也依据年报对其进行了企业社会责任评分,缓解了因为没有披露社会责任报告而缺失评分数据的问题。

Cross_listing为自变量,表示公司是否为交叉上市公司。若公司在境内A股市场和境外资本市场都挂牌上市,则为交叉上市公司。根据本文的数据,交叉上市公司的境外上市地点主要有中国香港、美国、英国、新加坡和法国。参考覃家琦和邵新建(2015)的研究,Cross_listing为虚拟变量,若公司当年为交叉上市公司,取值为1,否则为0。

控制变量方面,参考傅超和吉利(2017)、文雯和宋建波(2017)的研究,本文在模型中加入了影响企业社会责任的其他因素:第一大股东持股比例(TOP1)、公司年龄(Age)、独立董事比例(Indir)、机构投资者持股比例(Institution)、公司规模(Size)、负债比率(Leverage)、总资产收益率(ROA)、公司成长性(Growth)。同时,本文在模型中也加入行业哑变量(Industry)和年份哑变量(Year),分别用来控制行业和年份效应。

为了检验假设2,本文按照上市公司的行业集中度高低进行分组。参考已有文献(吴昊旻等,2012;张传财和陈汉文,2017),采用熵指数衡量行业集中度(EI)。熵指数越大,行业集中度越低,行业内竞争越激烈。熵指数超过中位数的为行业集中度低组,否则为行业集中度高组。本文将两组样本分别按照模型(1)进行回归,并对交叉上市的系数进行组间差异系数检验,以验证在不同的行业集中度下,交叉上市与企业社会责任之间的关系是否存在显著差异。

为了验证假设3,本文按照上市公司是否为环境敏感型企业分为两组。参考徐珊和黄健柏(2015)的研究,将林业、采掘业等7个行业定义为环境敏感型行业,处于环境敏感型行业中的企业为环境敏感型企业(ES),其他行业中的上市公司为非环境敏感型企业。将两组样本分别按照模型(1)进行回归,并对交叉上市的系数进行组间系数差异检验,以验证环境敏感性对交叉上市和企业社会责任之间关系的调节作用。

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量解释
企业社会责任	CSR	和讯网出具的企业社会责任评分
交叉上市	Cross_listing	若公司当年为交叉上市,则取值为1,否则为0
第一大股东持股比例	TOP1	第一大股东持股数量除以总股数
公司年龄	Age	观测值年份减去公司成立年份的自然对数
独立董事比例	Indir	独立董事人数除以董事会总人数
机构投资者持股比例	Institution	机构投资者持股数量除以总股数
公司规模	Size	公司总资产的自然对数
负债比率	Leverage	公司总负债与公司总资产的比值
总资产收益率	ROA	公司净利润与总资产的比值
公司成长性	Growth	公司营业总收入的增长率
行业集中度	EI	熵指数, $EI = -\sum_{f=1}^n S_f \log(1/S_f)$ S_f 为公司 f 的市场份额, n 为行业内公司数
环境敏感型企业	ES	若公司属于环境敏感型企业,则取值为1,否则为0
行业均值	Industry_mean	同行业公司交叉上市的均值,等于行业内交叉上市公司数量除以行业内公司总数
股权性质	SOE	若公司为国有公司,则取值为1,否则为0
两职合一	DUAL	若公司董事长和总经理为同一人,则取值为1,否则为0
管理层持股比例	Manhold	公司管理层持股数量除以总股数
董事会规模	Boardsize	公司董事会总人数的自然对数
ESG表现	ESG	商道融绿出具的企业ESG表现评级
行业	Industry	行业哑变量
年份	Year	年份哑变量

表2 主要变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	25%	中位数	75%	最大值
CSR	16 730	26.091	18.151	-2.970	16.010	21.820	28.740	74.900
Cross_listing	16 730	0.034	0.182	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
TOP1	16 730	0.331	0.157	0.081	0.212	0.302	0.413	0.701
Age	16 730	2.730	0.376	1.386	2.565	2.773	2.996	3.367
Indir	16 730	0.372	0.053	0.308	0.333	0.333	0.400	0.571
Institution	16 730	0.187	0.221	0.000	0.041	0.111	0.227	0.695
Size	16 730	22.015	1.285	19.376	21.107	21.852	22.750	25.884
Leverage	16 730	0.445	0.216	0.048	0.273	0.443	0.614	0.902
ROA	16 730	0.038	0.056	-0.155	0.013	0.035	0.064	0.193
Growth	16 730	0.215	0.607	-0.580	-0.033	0.109	0.282	4.464

模型中主要变量的具体定义见表1。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表2报告了本文主要变量的描述性统计结果。其中,企业社会责任(CSR)的均值为26.091,最大值为74.900,最小值为-2.970,最大值和最小值的差额为77.870,说明在样本期间内,各企业社会责任表现存在较大的差异。交

表3 主要变量的相关系数

变量	CSR	Cross_listing	TOP1	Age	Indir	Institution	Size	Leverage	ROA	Growth
CSR	1	0.123 ^{***}	0.178 ^{***}	-0.020 ^{***}	-0.009 ^{***}	0.053 ^{***}	0.297 ^{***}	-0.036 ^{***}	0.451 ^{***}	0.163 ^{***}
Cross_listing	0.145 ^{***}	1	0.106 ^{***}	0.003	0.043 ^{***}	0.022 ^{***}	0.225 ^{***}	0.096 ^{***}	-0.005 ^{***}	-0.026 ^{***}
TOP1	0.162 ^{***}	0.105 ^{***}	1	-0.124 ^{***}	0.023 ^{***}	0.032 ^{***}	0.231 ^{***}	0.075 ^{***}	0.094 ^{***}	-0.002 ^{***}
Age	-0.043 ^{***}	-0.009 ^{***}	-0.117 ^{***}	1	-0.001 ^{***}	0.176 ^{***}	0.157 ^{***}	0.204 ^{***}	-0.141 ^{***}	-0.114 ^{***}
Indir	-0.003 ^{***}	0.053 ^{***}	0.042 ^{***}	-0.035 ^{***}	1	0.007 ^{***}	0.001 ^{***}	-0.021 ^{***}	-0.028 ^{***}	0.000 ^{***}
Institution	0.016 ^{***}	0.056 ^{***}	0.132 ^{***}	0.159 ^{***}	0.002 ^{***}	1	0.136 ^{***}	0.003 ^{***}	0.049 ^{***}	-0.003 ^{***}
Size	0.323 ^{***}	0.319 ^{***}	0.267 ^{***}	0.122 ^{***}	0.018 ^{***}	0.190 ^{***}	1	0.491 ^{***}	-0.055 ^{***}	0.050 ^{***}
Leverage	0.018 ^{***}	0.095 ^{***}	0.076 ^{***}	0.215 ^{***}	-0.019 ^{***}	0.027 ^{***}	0.468 ^{***}	1	-0.407 ^{***}	0.004 ^{***}
ROA	0.294 ^{***}	-0.009 ^{***}	0.098 ^{***}	-0.110 ^{***}	-0.021 ^{***}	0.019 ^{***}	0.001 ^{***}	-0.354 ^{***}	1	0.311 ^{***}
Growth	0.039 ^{***}	-0.025 ^{***}	0.011 ^{***}	0.001 ^{***}	0.008 ^{***}	-0.005 ^{***}	0.038 ^{***}	0.051 ^{***}	0.166 ^{***}	1

注：(1) **、*、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平上显著。(2) 表格左下方为 Pearson 相关性系数，右上方为 Spearman 相关性系数

交叉上市(Cross_listing)的均值为0.034,说明在样本期间内,交叉上市的观测值约占样本总量的3.4%。

(二)相关性检验

表3报告了主要变量的Pearson和Spearman相关系数。交叉上市(Cross_listing)和企业社会责任(CSR)的Pearson和Spearman相关性系数分别为0.145和0.123,且均在1%的水平上显著。初步支持假设1,即交叉上市(Cross_listing)能够提高企业社会责任(CSR)。

(三)回归分析

1. 交叉上市对企业社会责任的影响

表4报告了交叉上市与企业社会责任的回归结果。第(1)列中,只控制行业、年份时,交叉上市(Cross_listing)与企业社会责任(CSR)的估计系数为13.211,在1%的显著性水平显著。第(2)列中,在控制其他影响因素后,交叉上市(Cross_listing)的估计系数为3.325,在1%的显著性水平显著,表明交叉上市显著提高企业社会责任。由此,假设1得到验证。另外,我们同时测试了控制产权性质后的结果,显示交叉上市显著提高了企业社会责任,与表4中主回归结果一致。

2. 基于行业集中度与环境敏感性的分组检验

表5报告了基于行业集中度与行业敏感性的分组检验结果。由第(1)列和第(2)列可以看出,在行业集中度低的企业组,交叉上市(Cross_listing)与企业社会责任(CSR)之间仍然存在显著的正相关关系;而在行业集中度高的企业组,交叉上市(Cross_listing)与企业社会责任(CSR)之间不存在显著关系。组间系数差异测试表明,两组样本的组间系数在1%的水平上存在显著差异($P=0.009$),即公司所属行业的集中度较低时,交叉上市对企业社会责任的治理作用更加显著。由此,假设2得到验证。

表5第(3)列和第(4)列的结果显示,当企业所属行业为环境敏感型行业时,交叉上市(Cross_listing)与企业社会责任(CSR)之间存在显著正相关关系;当企业所属行业不属于环境敏感型行业时,交叉上市(Cross_listing)与企业社会责任(CSR)之间不存在显著关系。组间系数差异测试表明,两组样本的组间系数在10%的水平上存在显著差异($P=0.089$),这表明当公司所属行业的环境敏感性较高时,交叉上市对企业社会责任的治理作用更加显著。由此,假设3得到验证。

(四)稳健性检验

1. Heckman两阶段模型

表4 交叉上市与企业社会责任回归结果

	CSR _{i,t}	
	(1)	(2)
Cross_listing _{i,t-1}	13.211*** (9.47)	3.325*** (2.92)
TOP1 _{i,t-1}		0.027* (1.74)
Age _{i,t-1}		1.196* (1.93)
Indir _{i,t-1}		1.307 (0.37)
Institution _{i,t-1}		0.616 (0.65)
Size _{i,t-1}		5.373*** (26.88)
Leverage _{i,t-1}		-9.826*** (-8.92)
ROA _{i,t-1}		76.411*** (20.47)
Growth _{i,t-1}		-0.558*** (-2.78)
Constant	28.523*** (13.09)	-88.414*** (-18.04)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	16 730	16 730
Adj.R ²	0.109	0.285

注:(1)在计算t值时,采用了公司水平聚类标准差。(2)***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。下同

由于是否交叉上市可能存在样本选择偏差,所以本文使用 Heckman 两阶段模型控制样本选择偏差问题。第一阶段中,建立上市公司交叉上市的影响因素 Probit 模型,计算出逆米尔斯比率(Inverse Mills Ratio),并将其作为一个控制变量加入到第二阶段的模型中进行回归,以此控制潜在的样本选择偏差。在第一阶段的模型中加入行业均值(Industry_mean)作为外生工具变量,并参考贾巧玉和周嘉南(2016)的研究,考虑以下影响公司交叉上市的因素:股权性质(SOE)、第一大股东持股比例(TOP1)、两职合一(DUAL)、管理层持股比例(Manhold)、董事会规模

表5 基于行业集中度与环境敏感性的分组检验

	CSR _{i,t}			
	(1) 行业 集中度低	(2) 行业 集中度高	(3) 环境敏感 型行业	(4) 非环境敏 感型行业
Cross_listing _{i,t-1}	4.434*** (3.46)	2.901 (1.07)	4.776*** (3.06)	1.673 (0.98)
TOP1 _{i,t-1}	0.021 (1.09)	0.062 (1.64)	0.011 (0.49)	0.044** (2.15)
Age _{i,t-1}	1.091 (1.59)	2.061 (1.47)	1.611* (1.80)	0.901 (1.07)
Indir _{i,t-1}	3.614 (0.92)	1.371 (1.40)	-0.983 (-0.18)	2.786 (0.59)
Institution _{i,t-1}	0.732 (0.70)	-0.161 (-0.08)	-0.520 (-0.39)	1.512 (1.17)
Size _{i,t-1}	5.552*** (25.41)	4.162*** (8.17)	5.037*** (17.10)	5.691*** (21.41)
Leverage _{i,t-1}	-9.126*** (-7.42)	-12.495*** (-5.14)	-10.912*** (-6.89)	-8.615*** (-5.84)
ROA _{i,t-1}	75.957*** (18.02)	74.699*** (9.35)	81.682*** (15.80)	67.924*** (12.91)
Growth _{i,t-1}	-0.631*** (-2.92)	-0.111 (-0.18)	-0.083 (-0.23)	-0.792*** (-3.26)
Constant	-82.653*** (-17.49)	-63.379*** (-5.55)	-80.483*** (-11.73)	-95.851*** (-15.14)
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
N	8 160	8 570	8 211	8 519
Adj.R ²	0.221	0.299	0.268	0.315
Difference between groups	P=0.009		P=0.089	

(Boardsize)、公司规模(Size)、负债比例(Leverage)、总资产收益率(ROA)。

Heckman 两阶段模型的回归结果如表6所示。第二阶段中,在加入逆米尔斯比率(Inverse Mills Ratio)后,交叉上市(Cross_listing)与企业社会责任(CSR)的估计系数为2.678,在5%的水平上显著,与表4的主回归结果一致。

2. 倾向评分匹配法

本文采用倾向评分匹配法(PSM)控制潜在的内生性

表6 Heckman 两阶段模型回归结果

第一阶段		第二阶段	
Y=Cross_listing _{i,t-1}		Y=CSR _{i,t}	
Industry_mean _{i,t-1}	12.382*** (4.37)	Cross_listing _{i,t-1}	2.678** (2.30)
SOE _{i,t-1}	0.168 (1.04)	TOP1 _{i,t-1}	0.011 (0.67)
TOP1 _{i,t-1}	0.001 (0.30)	Age _{i,t-1}	1.009 (1.59)
DUAL _{i,t-1}	-0.012 (-0.09)	Indir _{i,t-1}	2.438 (0.66)
Manhold _{i,t-1}	-0.027 (-0.06)	Institution _{i,t-1}	-0.060 (-0.06)
Boardsize _{i,t-1}	0.069 (0.25)	Size _{i,t-1}	2.037* (1.95)
Size _{i,t-1}	0.560*** (8.07)	Leverage _{i,t-1}	-5.581*** (-3.28)
Leverage _{i,t-1}	-0.737** (-2.08)	ROA _{i,t-1}	88.901*** (18.14)
ROA _{i,t-1}	-1.453 (-1.44)	Inverse Mills Ratio	-6.822*** (-3.45)
Constant	-18.021*** (-11.46)	Constant	24.323 (0.71)
Year	控制	Year	控制
Industry	控制	Industry	控制
N	15 080	N	15 080
Pseudo R ²	0.301	Adj.R ²	0.286

问题。首先,建立Probit模型,将交叉上市的公司与未交叉上市的公司进行匹配。参考贾巧玉和周嘉南(2016)的研究,本文选取以下影响公司交叉上市的因素:股权性质(SOE)、第一大股东持股比例(TOP1)、两职合一(DUAL)、管理层持股比例(Manhold)、董事会规模(Boardsize)、公司规模(Size)、负债比例(Leverage)、总资产收益率(ROA)。以样本期间内是否交叉上市为标准,将总样本划分为处理组和控制组。具体来说,将交叉上市事件发生的上一年因变量进行Probit回归,按照处理组公司得出的分值,在控制组中分年份进行1:1非重复配对,共得到76个处理组公司和76个控制组公司。本文采用Pstest命令进行

表7 PSM样本匹配平衡性测试结果

	均值		p 值
	处理组 (交叉上市的 观测值)	控制组 (未交叉上市的 观测值)	
SOE	0.750	0.711	0.59
TOP1	0.401	0.411	0.89
DUAL	1.855	1.816	0.52
Manhold	0.042	0.032	0.56
Boardsize	2.368	2.372	0.90
Size	23.584	23.046	0.11
Leverage	0.525	0.516	0.78
ROA	0.048	0.038	0.27

表8 倾向评分匹配法的回归结果

	CSR _{i,t}	
	(1)	(2)
Cross_listing _{i,t-1}	6.946*** (2.69)	4.479** (2.56)
TOP1 _{i,t-1}		-0.168*** (-2.92)
Age _{i,t-1}		2.243 (0.85)
Indir _{i,t-1}		2.491 (0.18)
Institution _{i,t-1}		-4.699 (-1.32)
Size _{i,t-1}		5.933*** (9.06)
Leverage _{i,t-1}		-10.611** (-2.06)
ROA _{i,t-1}		70.401*** (4.35)
Growth _{i,t-1}		0.446 (0.41)
Constant	64.084*** (55.03)	-52.160*** (-3.81)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	1 053	1 053
Adj.R ²	0.310	0.463

表9 改变度量方法后的回归结果

	CSR _{i,t}	
	(1)	(2)
Cross_listing _{i,t-1}	9.569*** (5.48)	3.070** (2.01)
TOP1 _{i,t-1}		0.018 (0.78)
Age _{i,t-1}		-1.978* (-1.76)
Indir _{i,t-1}		-6.491 (-1.30)
Institution _{i,t-1}		5.232*** (3.38)
Size _{i,t-1}		3.529*** (9.08)
Leverage _{i,t-1}		-4.177* (-1.91)
ROA _{i,t-1}		2.884 (0.59)
Growth _{i,t-1}		-0.005 (-0.02)
Constant	24.820*** (13.58)	-44.881*** (-5.09)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	4 785	4 785
Adj.R ²	0.210	0.323

平衡测试,表7报告了配对平衡性测试的检验结果,从中可以看出,在所有影响因素里,控制组和处理组均无显著差异,满足配对的平衡性假设。

其次,采用配对后的样本对模型(1)进行回归。表8报告了倾向评分匹配的回归结果。控制其他影响因素后,交叉上市(Cross_listing)与企业社会责任(CSR)的估计系数为4.479,且在5%的显著性水平显著,与表4的主回归结果一致。

3. 改变企业社会责任的度量方法

由于企业社会责任是本文的关键变量,企业社会责任的度量可能对实证结论产生影响,因此本文通过改变企业社会责任的度量方法来控制测试误差问题。参考权小锋等

表10 基于海外业务收入占比的分组检验

	CSR _{i,t}	
	(1) 海外业务收入 占比较高	(2) 海外业务收入 占比较低
Cross_listing _{i,t-1}	4.150*** (2.86)	1.306 (0.74)
TOP1 _{i,t-1}	0.033 (1.67)	0.022 (1.09)
Age _{i,t-1}	1.774** (2.35)	0.302 (0.31)
Indir _{i,t-1}	0.841 (0.18)	1.752 (0.35)
Institution _{i,t-1}	-1.267 (-1.00)	2.923** (2.25)
Size _{i,t-1}	5.706*** (19.66)	4.964*** (19.24)
Leverage _{i,t-1}	-10.442*** (-6.74)	-9.240*** (-6.45)
ROA _{i,t-1}	80.981*** (16.08)	71.310*** (14.06)
Growth _{i,t-1}	-0.637** (-1.98)	-0.544** (-2.08)
Constant	-89.802*** (-11.19)	-77.381*** (-8.18)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	8 337	8 393
Adj.R ²	0.284	0.289
Difference between groups	P=0.009	

(2015)的研究,本文采用润灵环球公司发布的2010~2017年企业社会责任报告评价指数来衡量企业社会责任,对模型(1)进行回归,结果如表9所示。交叉上市(Cross_listing)与企业社会责任(CSR)的估计系数为3.070,且在5%的显著性水平显著,与表4的主回归结果一致。

五、进一步分析

(一) 海外业务收入占比的分析

根据上文的理论分析,企业履行社会责任有利于获得

表 11 考虑交叉路径后的回归结果

	CSR _{i,t}	
	(1)	(2)
Cross_listing _{i,t-1}	2.340 [*] (1.94)	3.677 ^{***} (2.95)
TOPI _{i,t-1}	0.030 [*] (1.93)	0.029 [*] (1.87)
Age _{i,t-1}	1.148 [*] (1.82)	1.217 [*] (1.94)
Indir _{i,t-1}	1.069 (0.29)	0.739 (0.21)
Institution _{i,t-1}	1.271 (1.32)	0.602 (0.64)
Size _{i,t-1}	5.363 ^{***} (26.17)	5.328 ^{***} (26.61)
Leverage _{i,t-1}	-9.587 ^{***} (-8.64)	-9.735 ^{***} (-8.82)
ROA _{i,t-1}	76.300 ^{***} (20.23)	76.381 ^{***} (20.43)
Growth _{i,t-1}	-0.579 ^{***} (-2.87)	-0.572 ^{***} (-2.84)
Constant	-88.561 ^{***} (-17.70)	-87.410 ^{***} (-17.85)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	16 280	16 609
Adj.R ²	0.261	0.295

表 12 交叉上市与企业 ESG 行为的回归结果

	ESG _{i,t}	
	(1)	(2)
Cross_listing _{i,t-1}	0.524 ^{***} (3.32)	0.408 [*] (1.79)
TOPI _{i,t-1}		0.005 (1.12)
Age _{i,t-1}		0.339 (1.53)
Indir _{i,t-1}		0.834 (0.85)
Institution _{i,t-1}		0.223 ^{***} (2.86)
Size _{i,t-1}		-0.028 [*] (-1.77)
Leverage _{i,t-1}		0.190 (0.39)
ROA _{i,t-1}		0.257 (0.19)
Growth _{i,t-1}		-0.145 ^{**} (-1.98)
Constant	4.704 ^{***} (62.06)	3.950 [*] (1.79)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	1 240	1 240
Adj.R ²	0.080	0.082

消费者和投资者的认可,改善上市公司在境外资本市场面临的外来者劣势。因此,为了支撑本文的研究假设,我们进一步考察海外业务收入占比的影响。理论上,海外业务收入占比更大的企业中,上市公司改善外来者劣势的动机会更强,交叉上市对企业社会责任的影响会更大。基于此,本文采用万得(Wind)数据库的海外业务收入数据,按照海外业务收入占营业收入比重的中位数进行分组,高于年度一行业中位数的视为海外业务收入占比较高的组,否则视为海外业务收入占比较低的组,检验结果如表10所示。

根据表10的结果,在海外业务收入占比较高的组,交叉上市(Cross_listing)的估计系数为4.150,在1%显著

性水平显著,而在海外业务收入占比较低组,交叉上市(Cross_listing)的估计系数为1.306,并不显著。两组结果中交叉上市(Cross_listing)的估计系数差异在10%的水平上显著为正。以上结果表明交叉上市对企业社会责任的影响在海外业务收入占比较高的公司更为显著。

(二) 基于交叉上市路径的分析

我国交叉上市公司存在正向和逆向交叉两种路径,本文进一步分析不同路径下企业社会责任表现是否存在差异。首先,在正向交叉的情形下,公司先在境内资本市场上市,再到相对成熟的境外资本市场上市,成为交叉上市公司。其变化步骤为:非上市公司→境内上市公司→境外上

市,成为交叉上市公司。正向交叉上市公司要满足境外市场更高的信息披露和监管要求,因此会产生绑定效应,有利于提高公司整体的治理水平和企业社会责任。

其次,在逆向交叉的路径中,公司先在境外上市再回归境内资本市场,整个交叉上市的过程中,其变化步骤为:非上市公司→境外上市公司→回归境内上市,成为交叉上市公司。根据烙印理论,在特定的环境敏感期内,个人和组织会培养出与环境相适应的稳定特征,并在后续环境发生根本性变化时延续这一特征(Marquis, 2013)。因此,面对境外市场较高的制度压力 and 外来者劣势,公司会通过改善公司治理、提高企业责任来吸引投资者,当公司回归境内A股交叉上市之后,其公司治理和企业社会责任特征仍然能够延续,即逆向交叉上市后,企业社会责任表现仍然较好。

表11报告了不同交叉路径下,交叉上市(Cross_listing)和企业社会责任(CSR)的关系。在第(1)列正向交叉上市和非交叉上市公司的样本中,交叉上市(Cross_listing)的估计系数为2.340,在10%的显著性水平显著。在第(2)列逆向交叉上市和非交叉上市公司的样本中,交叉上市(Cross_listing)的估计系数为3.677,在1%的显著性水平显著。结果表明,正向交叉上市和逆向交叉上市都能显著提升企业社会责任。

(三)交叉上市与企业ESG行为

传统的企业社会责任(CSR)细分指标包括捐赠、环境及可持续发展(包括环保支出、污染排放量等)、职工权益保护(职工教育经费等)等,这些内容已有了较多的讨论,本文选取更为新兴的角度从企业ESG行为方面进行进一步的分析。本文选取万得(Wind)数据库中的商道融绿对企业ESG行为评级的数据,考察交叉上市对企业ESG行为的影响。商道融绿是绿色金融及责任投资的专业服务机构,通过搜集年报、社会责任报告、监管部门报告和媒体报道等信息对企业的ESG表现进行分析和评估。商道融绿的ESG评级结果分为A、B、C、D四档,每一档又有3个等级,如A+、A、A-。根据本文搜集的样本数据,所有公司的评级结果均集中在A到C之间,没有公司出现过A+的结果,也没有公司出现过C-及以下的结果,本文参考以往的文献对社会责任评级的处理办法(文雯和宋建波, 2017),按照ESG评级从低到高依次赋值,将评级为C-的赋值为1,评级为C的赋值为2,评级为C+的赋值为3,以此类推至评级为A+的赋值为9。交叉上市与企业ESG行为的回归结

果如表12所示。

根据表12的结果,第(1)列中,只控制行业、年份时,交叉上市(Cross_listing)与企业ESG行为(ESG)的估计系数为0.524,在1%的显著性水平显著。第(2)列中,在控制其他影响因素后,交叉上市(Cross_listing)的估计系数为0.408,在10%的显著性水平显著,表明交叉上市显著提高了企业的ESG表现。

六、结论与启示

本文以2010~2017年A股上市公司为样本,实证检验了交叉上市对企业社会责任的影响。研究表明,交叉上市显著提高企业社会责任。按行业特征进行分组后发现,当公司所属行业的集中度较低、公司属于环境敏感型行业时,交叉上市对企业社会责任的影响更加显著。按收入来源分组后发现,海外业务收入占比较高的公司,交叉上市对企业社会责任的影响更为显著。区分交叉上市的路径后发现,正向交叉上市和逆向交叉上市都能显著提高企业的社会责任。进一步将传统的企业社会责任(CSR)拓展至企业ESG行为后发现,交叉上市能显著提高企业的ESG表现。本文的研究表明,交叉上市可以在一定程度上改善公司治理,提高企业社会责任。市场监管者需要关注交叉上市对企业社会责任的治理作用,投资者做决策时也可以将企业是否交叉上市以及企业所在行业特征和业务特征作为重要的参考依据。

主要参考文献:

- [1] 陈丽蓉, 韩彬, 杨兴龙. 企业社会责任与高管变更交互影响研究——基于A股上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2015, (8): 57-64.
- [2] 程子健, 张俊瑞. 交叉上市、股权性质与企业现金股利政策——基于倾向得分匹配法(PSM)的分析[J]. 会计研究, 2015, (7): 34-41.
- [3] 方红星, 孙嵩. 交叉上市保险公司内部控制信息披露及其市场反应——基于中国人寿和中国平安的经验研究[J]. 财经问题研究, 2009, (8): 105-111.
- [4] 傅超, 吉利. 诉讼风险与公司慈善捐赠——基于“声誉保险”视角的解释[J]. 南开管理评论, 2017, (2): 108-121.
- [5] 何丹, 张力上, 陈卫. 交叉上市、投资者保护与企业价值[J]. 财经科学, 2010, (3): 16-22.
- [6] 何贤杰, 肖土盛, 朱红军. 所有权性质、治理环境与企业社会责任信息披露的经济后果: 基于分析师盈利预

- 测的研究视角[J]. 中国会计与财务研究, 2013, (2): 60-91.
- [7] 黄超, 王敏, 常维. 国际“四大”审计提高公司社会责任信息披露质量了吗?[J]. 会计与经济研究, 2017, (5): 89-105.
- [8] 贾巧玉, 周嘉南. 交叉上市企业应计盈余管理和真实盈余管理研究[J]. 管理科学, 2016, (3): 97-111.
- [9] 贾兴平, 刘益. 外部环境、内部资源与企业社会责任[J]. 南开管理评论, 2014, (3): 13-18.
- [10] 贾兴平, 刘益, 廖勇海. 利益相关者压力、企业社会责任与企业价值[J]. 管理学报, 2016, (2): 267-274.
- [11] 靳小翠. 企业文化会影响企业社会责任吗?——来自中国沪市上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2017, (2): 56-62.
- [12] 孔宁宁, 闫希. 交叉上市与公司成长——来自中国“A+H”股的经验证据[J]. 金融研究, 2009, (7): 134-145.
- [13] 李世刚. 高管团队的国际化视野、企业社会责任履行与公司价值[J]. 当代财经, 2017, (11): 125-134.
- [14] 权小锋, 吴世农, 尹洪英. 企业社会责任与股价崩盘风险: “价值利器”或“自利工具”?[J]. 经济研究, 2015, (11): 49-64.
- [15] 覃家琦, 邵新建. 交叉上市、政府干预与资本配置效率[J]. 经济研究, 2015, (6): 117-130.
- [16] 汤晓建. 内部控制、制度环境与企业社会责任信息披露质量[J]. 会计与经济研究, 2016, (2): 85-104.
- [17] 王凤彬, 石乌云. 跨国公司外来者劣势及其应对策略[J]. 财经问题研究, 2011, (8): 116-122.
- [18] 文雯, 宋建波. 高管海外背景与企业社会责任[J]. 管理科学, 2017, (2): 119-131.
- [19] 吴昊旻, 杨兴全, 魏卉. 产品市场竞争与公司股票特质性风险——基于我国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2012, (6): 101-115.
- [20] 吴思, 陈震. 交叉上市、股权制衡与企业成本粘性[J]. 当代财经, 2018, (7): 124-132.
- [21] 徐珊, 黄健柏. 媒体治理与企业社会责任[J]. 管理学报, 2015, (7): 1072-1081.
- [22] 张传财, 陈汉文. 产品市场竞争、产权性质与内部控制质量[J]. 会计研究, 2017, (5): 74-89.
- [23] Baldini, M., Maso, L.D., Liberatore, G., Mazzi, F., Terzani, S. Role of Country- and Firm-Level Determinants in Environmental, Social, and Governance Disclosure[J]. Journal of Business Ethics, 2018, 150(1): 79-98.
- [24] Bosco, B.D., Misani, N. The Effect of Cross-Listing on the Environmental, Social, and Governance Performance of Firms[J]. Journal of World Business, 2016, 51(6): 977-990.
- [25] Fernandes, N., Ferreira, M.A. Does International Cross-Listing Improve the Information Environment?[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(2): 216-244.
- [26] Foucault, T., Gehrig, T. Stock Price Informativeness, Cross-Listings and Investment Decisions[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(1): 146-168.
- [27] Gardberg, N.A., Fombrun, C.J. Corporate Citizenship: Creating Intangible Assets Across Institutional Environments[J]. Academy of Management Review, 2006, 31(2): 329-346.
- [28] Godfrey, P.C. The Relationship between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective[J]. Academy of Management Review, 2005, 30(4): 777-798.
- [29] Le, U., Miller, D.P. International Cross-Listing, Firm Performance and Top Management Turnover: A Test of the Bonding Hypothesis[J]. The Journal of Finance, 2008, 63(4): 1897-1937.
- [30] Lev, B., Petrovits, C., Radhakrishnan, S. Is Doing Good for You? How Corporate Charitable Contributions Enhance Revenue Growth[J]. Strategic Management Journal, 2010, 31(2): 182-200.
- [31] Liu, L.X., Jiang, F., Sathye, M. Does Bonding really Bond? Liability of Foreignness and Cross-Listing of Chinese Firms on International Stock Exchanges[J]. Research in International Business and Finance, 2017, 41(10): 109-124.
- [32] Marquis, C. Imprinting: Toward a Multi-Level Theory[J]. Academy of Management Annals, 2013, 7(1): 195-245.
- [33] McGuinness, P.B., Vieito, J.P., Wang, M. The Role of Board Gender and Foreign Ownership in the CSR Performance of Chinese Listed Firms[J]. Journal of Corporate Finance, 2017, 42(2): 75-99.
- [34] Minor, D., Morgan, J. CSR as Reputation Insurance: Primum Non Nocere[J]. California Management Review, 2011, 53(3): 40-59.
- [35] Shahzad, A.M., Rutherford, M.A., Sharfman, M.P. Stakeholder-Centric Governance and Corporate Social Performance: A Cross-National Study[J]. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 2016, 23(2): 100-112.
- [36] Sun, J., Cahan, S.F., Emanuel, D. How Would the Mandatory Adoption of IFRS Affect the Earnings Quality of US Firms? Evidence from Cross-Listed Firms in the US[J]. Accounting Horizons, 2011, 25(4): 837-860.

Cross-listing and Corporate Social Responsibility

YUAN Rong-li, WANG Qun, LI Rui-jing

Abstract: This paper investigates the impact of cross-listing on corporate social responsibility based on the data from 2010 to 2017 of Chinese A-share listed companies. The research finds that cross-listing increases corporate social responsibility significantly. Group tests by industry characteristics suggest that the impact of cross-listing on corporate social responsibility is more significant for firms in low-concentration and environment-sensitive industries. Further analysis demonstrates that the effect of cross-listing on corporate social responsibility is stronger when the company has a higher proportion of overseas revenue. Both obverse and reverse cross-listing can increase corporate social responsibility significantly. Cross-listing also increases corporate ESG performance significantly. This paper investigates the impact of cross-listing on corporate social responsibility. Our findings provide empirical evidence to the notion that cross-listing plays a governance role in emerging markets and has implications for our understanding of corporate social responsibility and ESG performance as well.

Key words: cross-listing; corporate social responsibility; overseas revenue; cross-listing path; ESG performance

(责任编辑 周愈博)