

金融工程

证券研究报告

2017 年 12 月 14 日

海外文献推荐 第 25 期

价格影响还是交易量：为什么是 Amihud(2002)度量？

Amihud (2002) 指标是金融文献中使用最广泛的流动性指标之一。与 Amihud 度量相关的回报溢价通常被认为是补偿价格影响的流动性溢价。我们发现, Amihud 指标的定价并不是由于建立旨在获取价格影响的回归率比率, 而是由交易量组成。进一步的分析表明, 对股票收益的交易量的影响可能是由于价格错误, 而不是对非流动性的补偿。

金融危机期间企业社会责任的价值

在 2008 - 2009 年的金融危机期间, 以企业社会责任(CSR)为衡量标准的社会资本高的公司的股票回报率比社会资本低的公司高 4 到 7 个百分点。与社会责任低的公司相比, CSR 高的公司也经历了更高的盈利能力、增长和销售, 并增加了更多的债务。这一证据表明, 一家公司与它的利益相关者和投资者之间的信任, 是通过对社会资本的投入建立起来的, 当企业和市场的整体信任度受到负面冲击时, 这种信任就会得到回报。

风险提示：本报告不构成投资建议。

作者

吴先兴 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516120001
wuxianxing@tfzq.com
18616029821

阚文超 联系人
kanwenchao@tfzq.com
18717948990

相关报告

- 1 《金融工程：金融工程-市场情绪一览 2017-12-12》 2017-12-12
- 2 《金融工程：金融工程-市场情绪一览 2017-12-11》 2017-12-11
- 3 《金融工程：金融工程-对比效应对超预期事件的增强策略》 2017-12-11



内容目录

价格影响或交易量：为什么是 Amihud (2002) 度量.....	3
1. 简介	3
2. 度量构建和样本选择.....	3
3. 价格影响或买卖差价是否解释了 Amihud 度量的定价?	6
4. 结论	8
金融危机期间企业社会责任的价值	8
1. 简介	9
2. 样本和概括性统计	9
3. 危机期收益	11
4. 安然和世通丑闻中的超额收益和 CSR.....	13
5. 比较危机期间内外部回报	14
6. 在信贷供应冲击期间的超额收益和 CSR.....	16
7. 区域信任以及 CSR 和收益的关系.....	16
8. CSR 和收益的要素.....	16
9. 进一步的稳健型检验.....	17
10. 进一步的稳健型检验.....	17
11. 结论	19

图表目录

图 1：初步统计和相关性计算。	4
图 2：按 Amihud 指标排序的投资组合月收益率	5
图 3：按 Amihud 指标排序的投资组合月收益率	5
图 4：在 1983 - 2012 年的样本期内高频流动性基准和 Amihud 度量的总结统计及其相互关系	6
图 5：高频流动性基准和换手率指标的定价：1 月份与非 1 月份	7
图 6：作为系统因子的 Amihud 计算	8
图 7：描述性统计	10
图 8：危机时期收益和 CSR	11
图 9：安然和世通丑闻中的 CSR 和收益	13
图 10：围绕危机和 CSR 的异常收益	14
图 11：危机时期收益和 CSR：稳健性检验	17
图 12：与危机相关的企业绩效、员工增长、筹资和 CSR	18

价格影响或交易量：为什么是 Amihud (2002) 度量

文献来源：Xiaoxia Lou, Tao Shu; Price Impact or Trading Volume: Why Is the Amihud (2002) Measure Priced?, *The Review of Financial Studies*, Volume 30, Issue 12, 1 December 2017, Pages 4481–4520

推荐原因：Amihud (2002) 指标是金融文献中使用最广泛的流动性指标之一。在 2009-2015 年期间，“金融学报”，“金融经济学杂志”和“金融研究评论”共发表了 120 多篇论文，使用 Amihud 指标进行实证分析。Amihud 指标比其他许多流动性度量有两个优点。首先，Amihud 的度量具有一个简单的结构，即利用每日收益/成交量的绝对值来捕捉价格影响。其次，这一指标与预期的股票收益有很强的正相关性 (Amihud 2002; Chordia, Huh 和 Subrahmanyam 2009)。Amihud 指标的正回报溢价通常被认为是补偿价格影响的流动性溢价。

1. 简介

我们进行了四个测试来区分成交量溢价的流动性和非流动性解释。由于美元交易量是交易量和公司规模的乘积，为了消除交易量溢价的规模效应，我们主要关注两个交易量清算：1) AT_C，基于换手率的 Amihud; 2) 营业额，每日营业额的月平均值。两者都是只使用股票的成交量构建的。我们四项测试的结果总体表明，量价溢价可能是由于错误定价而不是流动性溢价。

我们的研究结果显示，Amihud 指标的定价是由于它与交易量的关联，而这种定价不能用现有的流动性基准来解释。那么是什么推动交易量的定价呢？特别是交易额的回报溢价是流动性溢价的某一维度，而不是现有的流动性基准所反映的，还是由一些研究所提出的非流动性因素造成的呢？例如，以前的研究有相关的交易量或回报溢价的各种因素，如投资者的不同意见 (如 Harris 和 Raviv 1993; Blume, Easley, and O'Hara 1994 年; Kandel and Pearson 1995 年)，价值投资 (Gervais, Kaniel, and Mingelgrin 2000)，股票可见度 (Gervais, Kaniel 和 Mingelgrin 2001)，信息不确定性 (Jiang, Lee 和 Zhang 2004; Barinov, 2014) 或投资者情绪 (Baker and Wurgler 2006)。

我们首先考察一下成交量溢价的季节性，发现一月份的成交量溢价已经完全消失，而其余时间则保持强劲。这与 1 月份定价的流动性基准形成鲜明对比，而非 1 月份的定价，这表明量价溢价的潜在来源可能与流动性溢价大不相同。我们的第二个测试是基于这样一个观点，即当流动性稀缺时投资者的流动性溢价应该更大，投资者更关心股票非流动性，比如总流动性低的时期 (Pástor and Stambaugh, 2003)。然而，与流动性溢价的预测相反，我们发现在市场流动性较高的情况下，流动性溢价并不大。

我们还进行了两个测试，以探讨对溢价的错误解释。我们的第一个测试是基于 Stambaugh, Yu 和 Yuan (2012) 的研究，他们认为在市场情绪高涨的时期，价格会错位，特别是价格会过高。我们发现，这与错误定价假设一致，即高风险期后的交易量溢价明显较大，而且这种差异是由短期推动的。我们的第二个测试是基于 La Porta, Lakonishok, Shleifer, Vishny (1997) 提出的，如果一个异常与错误定价相关联，那么在盈利公告窗口中会变得更强，因为收入的释放有助于纠正错误定价。我们发现，与这个预测相一致，在三年的盈利公告窗口中，这个数量的溢价是很大的，而且在非公告窗口中消失了。我们对分析师预测误差的研究也表明，相对于低量股票，收益释放有助于纠正市场对大量股票的过度乐观态度。最后，我们将分析扩展到使用 Amihud 的度量。

最后，我们将分析延伸到使用 Amihud 度量来检验流动性风险的定价 (例如，Acharya 和 Pedersen, 2005)。我们用 Amihud 度量及其交易量都构成了系统的流动性因素，并得出结论：交易量部分也是 Amihud 度量定价的一个系统性因素。

2. 度量构建和样本选择

本文采用的度量如下：

A: Amihud 度量，即

$$A_{it} = \frac{1}{D_{it}} \sum_{d=1}^{D_{it}} \frac{|r_{id}|}{Dvol_{id}}$$

A_C: 对于 A 的恒定 Amihud 度量，即

$$A_C_{it} = \frac{1}{D_{it}} \sum_{d=1}^{D_{it}} \frac{1}{Dvol_{id}}$$

AT: 来自 Brennan, Huh 和 Subrahmanyam (2013) 的基于营业额的 Amihud 非流动性

衡量标准，

$$AT_{it} = \frac{1}{D_{it}} \sum_{d=1}^{D_{it}} \frac{|r_{id}|}{TO_{id}}$$

其中 AT_{it} 是估计月份 t 的股票 i 的基于成交量的 Amihud 度量，而 TO_{id} 是在第 d 天的股票 i 的成交量，按每日成交量除以已发行股份总额计算。

AT_C : 对应于 AT 的“恒定”基于营业额的 Amihud 度量

$$AT_C_{it} = \frac{1}{D_{it}} \sum_{d=1}^{D_{it}} \frac{1}{TO_{id}}$$

$|Ret|$: (Amihud) 指标的收益部分，计算为每月每日绝对回报的月平均值

我们遵循文献，在每个横截面的 1 个和 99 个百分位上将这些度量减少到最小，以减少异常值的影响。除了基于营业额的 Amihud 度量外，我们还研究了构建为 Amihud (2002) 度量的 Amihud 度量的平方根版本，日均绝对收益/成交量的平方根。

我们通过用一个常数代替分子来构造与平方根 Amihud 测量相对应的“常数”测量，并重复本文的测试。为了简洁起见，结果并未给出，但是我们在本文中的所有发现也适用于 Amihud 度量的平方根版本。

图 1 中的 A 小组介绍了我们样本中 1,197,252 个公司每月的 Amihud 度量及其各个组成部分的总结统计，以及公司规模和账面市值比率。企业规模使用去年年底的市值来定义。账面市值比率是指股权账面价值与权益市值之比，权益的账面价值定义为股东权益加上资产负债表递延所得税和投资税收抵免，减去账面价值优先股。小组 A 显示，Amihud 指标的交易量部分比回报部分波动更大。 A_C 的标准差几乎是其均值的三倍，而 $|Ret|$ 的标准差只是平均值的 70%。此外， A_C 的第 75 百分位截止值是其第 25 百分位截止值的 100 倍以上，而第 75 百分位数只是其第二十五百分位的两倍。这种对比也适用于基于营业额的 Amihud 测量。这些结果表明，交易量成分的变化可以解释 Amihud 度量的大部分变化。

图 1 的 B 小组介绍了各种版本的 Amihud 度量之间的相互关系。我们首先计算每个月份各个变量之间的横截面相关系数，然后报告时间序列的平均值。Amihud 度量与仅以交易量构成的“恒定”度量高度相关。 A 与 A_C 的相关系数为 0.90， AT 与 AT_C 之间的相关系数为 0.75。这些结果证实，交易量本身就是 Amihud 度量绝大部分变化的原因。

图 1：初步统计和相关性计算。

Panel A: Summary Statistics							
	Mean	STD	Q10	Q25	Q50	Q75	Q90
A	3.133	14.978	0.001	0.008	0.101	0.861	4.908
AT	35.87	70.75	2.46	5.68	14.46	35.87	80.97
A_C	116.35	329.34	0.07	0.62	8.29	72.29	302.82
AT_C	2427.22	3451.93	180.74	423.06	1169.49	2989.59	5993.75
Ret	0.020	0.014	0.008	0.011	0.016	0.024	0.035
ME (\$M)	2,303.2	11,717.0	10.8	35.1	179.9	964.3	3,712.9
B/M	0.987	0.976	0.249	0.438	0.747	1.218	1.889

Panel B: Correlations Among Amihud Measures					
	A	AT	A_C	AT_C	Ret
A	1.000				
AT	0.691	1.000			
A_C	0.899	0.685	1.000		
AT_C	0.312	0.746	0.443	1.000	
Ret	0.489	0.347	0.394	-0.040	1.000

资料来源：The Review of Financial Studies，天风证券研究所

图 2 中的小图 A 给出了 Amihud (2002) 度量 (A) 的聚类分析。A 度量中的原始回报正在增加，极端五分位数之间的差值为每月 0.56%。这种价差不仅在经济上有意义，而且在统计上也是显著的 (t-统计 2.36)。四因子 α 的 spread 为每月 0.35% (t-stat 2.31)，这意味着每年的利润为 4.28%。这些结果与回归分析一致，Amihud (2002) 的度量与预期收益密切相关。当我们用“常量”的衡量标准 A_C 对股票进行分类时，收益分布与 Amihud 的分布非常相似。原始回报率为 0.61%，四因子 α 为 0.44%，均具有统计学意义。因此，不包括绝对收益分量对 Amihud 计量的定价没有影响。

接下来，我们使用其他方法来检查 A 度量在控制 A_C 度量之后是否仍然成立。我们估计 A_C 上的 A 度量的月横截面回归，并获得残差作为余量 A 度量。因此，残差指标代表了不是由 A_C 引起的 Amihud (2002) 度量的变化。我们基于残差指标对股票进行分类，结果表明，较高的残差 Amihud 指标并不能带来更高的预期收益。在原始回报 (-0.17%，t-stat

-1.05) 和四因子 α (-0.16%, t-stat -0.96) 中, 残差测量的顶部和底部五分位之间的回报差距不显著。

我们以类似的方式进一步考察了以营业额为基础的 Amihud 指标。表 2 的 B 图显示, AT 与预期股票收益有显著的正相关, 而 AT_C 的定价衡量与 AT 的定价相似。然后, 我们构建一个残差 AT 测量值作为 AT_C 每月横截面回归的残差。当我们用剩余的 AT 指标来对股票进行排序时, 收益价差变得微不足道 (-0.03%, t-stat -0.21)。

图 2: 按 Amihud 指标排序的投资组合月收益率

		Portfolios Sorted on Amihud Measures						
		Low	2	3	4	High	H – L	t-stat
Panel A: Sorted on Original Amihud Measures								
Sorted on A								
	Raw Return	0.96	1.16	1.23	1.29	1.53	0.56	(2.36)
	Four-Factor Alpha	-0.03	0.04	0.03	0.10	0.32	0.35	(2.31)
Sorted on A_C								
	Raw Return	0.96	1.13	1.23	1.28	1.57	0.61	(2.95)
	Four-Factor Alpha	-0.05	-0.01	0.03	0.11	0.39	0.44	(3.20)
Sorted on Res. A Measure								
	Raw Return	1.39	1.29	1.19	1.10	1.21	-0.17	(-1.05)
	Four-Factor Alpha	0.25	0.14	0.04	-0.05	0.09	-0.16	(-0.96)
Panel B: Sorted on Turnover-Based Amihud Measures								
Sorted on AT								
	Raw Return	1.02	1.18	1.25	1.31	1.41	0.39	(2.64)
	Four-Factor Alpha	-0.19	0.04	0.13	0.19	0.30	0.49	(3.65)
Sorted on AT_C								
	Raw Return	1.00	1.26	1.23	1.36	1.33	0.33	(2.39)
	Four-Factor Alpha	-0.26	0.07	0.10	0.26	0.30	0.55	(4.47)
Sorted on Res. AT Measure								
	Raw Return	1.17	1.18	1.23	1.25	1.35	0.18	(0.74)
	Four-Factor Alpha	0.19	0.06	0.03	0.03	0.16	-0.03	(-0.21)

资料来源: The Review of Financial Studies, 天风证券研究所

我们的第一个稳健性测试使用年度 Amihud 度量, 而不是每月的度量。我们遵循 Amihud (2002 年) 的规定, 建立年度 Amihud 度量, 要求股票至少有 100 天的有效收益和成交量数据才能计算估计年份的比率。我们将 y-1 年度的 Amihud 指标与 y 年的月度股票回报率相匹配, 我们的回报分析期是从 1964 年 1 月到 2012 年 12 月, 这与我们使用月度指标的主要分析结果是一样的。年度度量和残差年度度量的构建与月度度量分析类似。图 3 中的 A 面报告了年度 Amihud 度量之间的相关性。小组 B 报告按年度 Amihud 度量排序的投资组合月度四因子 α 。小组 C 重复年度度量的公司层面的 Fama-MacBeth 回归。本表中的结果与使用月度度量的分析相一致, 因为 Amihud 度量的定价由交易量组成。

图 3: 按 Amihud 指标排序的投资组合月收益率

Panel A: Correlations Among Amihud Measures: Annual Measures							
	A	AT	A_C	AT_C			
A	1.000						
AT	0.682	1.000					
A_C	0.941	0.705	1.000				
AT_C	0.303	0.782	0.406	1.000			
Panel B: Four-Factor Alphas (%) Sorted on Amihud Measures: Annual Measures							
	Low	2	3	4	High	H – L	t-stat
Original Amihud Measures							
Sorted on A	0.04	-0.01	-0.02	0.04	0.47	0.43	(2.83)
Sorted on A_C	0.01	-0.04	-0.02	0.07	0.51	0.50	(3.50)
Sorted on Residual A	0.33	0.12	-0.02	-0.04	0.14	-0.20	(-1.40)
Turnover-Based Amihud Measures							
Sorted on AT	-0.16	0.02	0.09	0.08	0.49	0.65	(4.23)
Sorted on AT_C	-0.23	0.03	0.08	0.23	0.41	0.63	(4.98)
Sorted on Residual A	0.18	0.06	-0.02	-0.02	0.32	0.14	(0.74)

Panel C: Fama-MacBeth Regressions of Stock Returns: Annual Measures

	(1)	(2)	(3)		(4)	(5)	(6)
$\ln(A)$	0.200*** (4.12)			$\ln(AT)$	0.246*** (4.86)		
$\ln(A_C)$		0.209*** (4.74)	0.183*** (3.78)	$\ln(AT_C)$		0.244*** (5.60)	0.238*** (5.14)
$\text{Res. } \ln(A)$			-0.158 (-1.15)	$\text{Res. } \ln(AT)$			-0.099 (-0.70)
Controls	Yes	Yes	Yes		Yes	Yes	Yes

资料来源：The Review of Financial Studies，天风证券研究所

3. 价格影响或买卖差价是否解释了 Amihud 度量的定价？

我们迄今为止的调查显示，Amihud 指标的定价是通过与交易量相关来解释的。因此，一个自然的问题是，Amihud 度量的交易量部分的定价是否是来源于价格影响的补偿。还是由于与买卖差价相关的常用流动性基准而定价的交易量？在本节中，我们通过控制高频价格影响和扩大基准来回答 Amihud 股票收益的问题，从而解决这些问题。

我们首先考察高频价格影响指标 λ ，它是现有文献 (Hasbrouck 2009; Goyenko, Holden 和 Trzcinka 2009) 中广泛使用的一种每美元成本成交量度量。之前的研究利用日内高频交易数据构建了这种高频价格影响基准，并研究了低频流动性估计来获得价格冲击的程度。

我们从 1983 年到 2012 年获得纽约证券交易所/美国证券交易所股票的交易数据，包括 1983 年到 1992 年的 ISSM 数据和 1993 年到 2012 年的 TAQ 数据。我们按照文献清理报价和交易数据，并应用过滤器列表在计算 NBBO 之前的报价数据详见附录 B。我们也采用了 Holden 和 Jacobsen (2014) 的方法来匹配 2006 年以后的交易和报价数据。

图 4 中 A 小组介绍了这些高频流动性基准和 Amihud 度量的总结统计，以及 1983-2012 年间的相关性。我们计算横截面相关性，然后报告他们的时间序列平均值。流动性基准汇总统计数据接近文献记录。例如，我们样本中的 λ (乘以 106 以便读数) 平均为 30.85，标准差为 86.12，与纽约证券交易所和 AMEX 股票随机样本的平均值 (31.93) 和标准差 (88.40) 相当。我们的有效价差平均为 1.29%，Hasbrouck (2009) 随机样本中有效半价的样本平均值为 0.65% (相当于 $1.30\% = 0.65\% \times 2$ 的有效价差)。

与 Hasbrouck (2009) 和 Goyenko, Holden 和 Trzcinka (2009) 一致，我们发现 Amihud 测度 (A) 与价格冲击 (λ) 的相关系数为 0.74，表明 Amihud (2002) 影响。当我们去除 Amihud 度量的市值部分时，由此产生的 AT 度量与价格影响度量具有较低的相关性 0.60。当我们进一步关注 Amihud 测度的恒定分量时，得到的 AT_C 和 λ 之间的相关性为 0.35。

图 4：在 1983 - 2012 年的样本期内高频流动性基准和 Amihud 度量的总结统计及其相互关系

Panel A: Summary Statistics of High Frequency Liquidity Benchmarks: 1983-2012														
	Mean	STD	P10	P25	P50	P75	P90	λ	PI	QS	ES	RS	A	A_C
λ ($\times 10^6$)	30.85	86.12	0.32	1.09	4.50	20.90	73.34	1.00						
PI (%)	0.54	0.87	0.04	0.09	0.23	0.60	1.34	0.84	1.00					
QS (%)	1.63	2.55	0.09	0.29	0.80	1.80	3.80	0.79	0.81	1.00				
ES (%)	1.29	4.36	0.07	0.21	0.59	1.33	2.92	0.76	0.79	0.96	1.00			
RS (%)	0.81	3.92	0.02	0.06	0.30	0.72	1.74	0.61	0.58	0.90	0.94	1.00		
A	1.986	12.57	0.000	0.002	0.019	0.287	2.053	0.74	0.65	0.76	0.73	0.67	1.00	
A_C	65.85	240.2	0.03	0.15	1.45	21.71	149.0	0.75	0.68	0.76	0.71	0.63	0.90	1.00
Res. A	0.00	5.38	-1.22	0.01	0.16	0.46	1.16	0.15	0.08	0.19	0.22	0.22	0.43	0.00
AT	29.58	74.72	1.72	3.48	8.01	22.57	64.93	0.60	0.59	0.67	0.63	0.57	0.75	0.75
AT_C	1945.3	3511	128.4	261.1	643.9	1881	5159	0.35	0.39	0.39	0.35	0.31	0.40	0.55
Res.	0.00	50.16	-17.81	-5.96	-2.02	0.66	10.70	0.50	0.46	0.56	0.55	0.51	0.67	0.49

资料来源：The Review of Financial Studies，天风证券研究所

在图 5 中，我们估计公司级 Fama-MacBeth 回归高频流动性基准和两个营业额度量，控制规模，账面市场比率，动量和反转。在分别进行 1 月份和非 1 月份的分析之前，我们首先报告图 5A 面的全样本结果。与图 4 的结果类似，高频基准没有一个具有显著的溢价。与此相反，如前两栏中的正面系数 (AT_C) 和负面系数 (TO) 所示，营业额有明显的溢价。

在 B 和 C 小组中，我们分别重复一月份和非一月份的回归。与 Eleswarapu 和 Reinganum (1993) 和 Hasbrouck (2009) 记载的流动性溢价的季节性一致，我们在 B 小组报告，流动性基准的系数在 1 月份显著为正，除了 PI 测量不显著为正，如图 C 所示，流动性基准的系数在非 1 月份是不显著或显著负的。

与此形成鲜明对比的是，B 组和 C 组的最后两栏表明，成交量溢价的季节性是相反的。1 月份，AT_C 系数显著为负值，成交显著为正，表明 1 月份成交量回升。也就是说，1 月份成交量较高的股票表现好于低周转率股票。然而，在非 1 月份，AT_C 的系数显著为正，而营业额显著为负值。因此，我们发现成交量溢价与流动性溢价的季节性相反。

图 5：高频流动性基准和换手率指标的定价：1 月份与非 1 月份

	ln(λ)	ln(PI)	ln(QS)	ln(ES)	ln(RS)	Turnover Measures	
						ln(AT_C)	ln(TO)
Panel A: Regressions of Stock Returns on Liquidity Benchmarks and Turnover: All Months							
Liq. Benchmark	-0.033 (-0.64)	-0.118 (-1.57)	-0.252* (-1.92)	-0.246* (-1.93)	-0.123* (-1.94)	0.187*** (4.72)	-0.198*** (-4.40)
ln(ME)	-0.069* (-1.93)	-0.099*** (-3.02)	-0.139*** (-3.38)	-0.135*** (-3.56)	-0.085*** (-3.74)	-0.004 (-0.10)	-0.024 (-0.65)
B/M	-0.028 (-0.51)	-0.025 (-0.45)	-0.021 (-0.39)	-0.018 (-0.34)	-0.014 (-0.25)	-0.035 (-0.64)	-0.036 (-0.65)
Ret[-12,-2]	0.236 (0.78)	0.224 (0.74)	0.057 (0.19)	0.067 (0.23)	0.143 (0.48)	0.349 (1.16)	0.349 (1.16)
Ret[-1]	-4.955*** (-8.79)	-4.970*** (-8.87)	-5.092*** (-9.00)	-5.115*** (-9.01)	-5.003*** (-8.89)	-4.939*** (-8.76)	-4.968*** (-8.80)
Panel B: Regressions of Stock Returns on Liquidity Benchmarks and Turnover: January							
Liq. Benchmark	0.485** (2.15)	0.565 (1.11)	3.013*** (3.77)	3.053*** (4.20)	1.489*** (4.56)	-0.381** (-2.33)	0.340* (1.81)
ln(ME)	-0.648*** (-4.51)	-0.743*** (-3.47)	0.332 (1.27)	0.340 (1.47)	-0.352*** (-4.75)	-1.125*** (-6.80)	-1.077*** (-7.40)
B/M	0.219 (0.81)	0.200 (0.77)	0.112 (0.43)	0.105 (0.41)	0.073 (0.30)	0.213 (0.81)	0.196 (0.76)
Ret[-12,-2]	-2.936*** (-4.25)	-2.944*** (-4.35)	-2.521*** (-3.56)	-2.484*** (-3.58)	-2.528*** (-3.62)	-2.909*** (-4.15)	-2.896*** (-4.19)
Ret[-1]	-16.197*** (-9.50)	-16.100*** (-9.80)	-16.503*** (-9.86)	-16.375*** (-10.05)	-15.978*** (-9.97)	-15.862*** (-9.02)	-15.999*** (-9.09)
Panel C: Regressions of Stock Returns on Liquidity Benchmarks and Turnover: Non-January							
Liq. Benchmark	-0.079 (-1.45)	-0.178** (-2.18)	-0.540*** (-4.07)	-0.537*** (-4.21)	-0.265*** (-4.24)	0.237*** (6.54)	-0.246*** (-5.94)
ln(ME)	-0.018 (-0.53)	-0.043 (-1.30)	-0.180*** (-4.62)	-0.177*** (-4.98)	-0.062*** (-2.70)	0.095** (2.47)	0.069* (1.80)
B/M	-0.050 (-0.93)	-0.045 (-0.83)	-0.033 (-0.63)	-0.029 (-0.56)	-0.021 (-0.40)	-0.057 (-1.07)	-0.056 (-1.05)
Ret[-12,-2]	0.516* (1.70)	0.504* (1.66)	0.284 (0.97)	0.292 (1.00)	0.379 (1.27)	0.637** (2.08)	0.635** (2.08)
Ret[-1]	-3.964*** (-7.08)	-3.988*** (-7.15)	-4.087*** (-7.25)	-4.122*** (-7.28)	-4.035*** (-7.15)	-3.976*** (-7.07)	-3.995*** (-7.10)

资料来源：The Review of Financial Studies，天风证券研究所

我们使用每月 Fama-MacBeth 股票收益率回归，Amihud 度量水平（作为特征）以及我们的标准控制变量来检查系统性因素的定价。因子负荷是使用 t-60 月份到 t-1 月份的数据进行截面时间序列回归的各个 Amihud 因子的系数，其中模型包括 Fama - French 三因素，动量因子和相应的 Amihud 因子。从 1967 年到 2012 年，每月的回归估计为 552 个月，其结果如表 10 所示。我们进一步控制稳健性检验的特异性波动率。与 Acharya 和 Pedersen（2005）一致，我们发现原来的 Amihud 指标是一个系统因素。图 6 A 组模型（4）中 A 因子 β 的系数为 0.004，对于 β 的一个标准偏差变化（我们的样本为 41.86），该系数翻译为 0.17% 的月溢价。A_C beta 也是定价的，但是 A_C beta 的 A 因子的横截面回归的剩余 A beta 并没有定价。模型（5）中的 A_C 因子 β （0.083）的估计系数对应于 β 的一个标准差变化（我们的样本中为 1.485）的月溢价 0.12%。这个数量级略高于 Acharya 和 Pedersen（2005）记载的溢价（0.09%）。

B 组的结果进一步证明了 AT_C beta 与 ATbeta 具有相似的信息。当特质波动没有被包括在内作为控制变量时，这两个 beta 都没有显著的溢价，但是当特质波动被包括在内时，两者都产生显著的溢价，经济规模也是相似的。模型（4）和（5）中估计的系数意味着 AT 测试（4.18）和 AT_C 测试（0.064）的一个标准差增长的回报溢价分别为 0.09% 和 0.08%，这与溢价 0.09% 在 Archaya 和 Pedersen（2005）报告。此外，当包括 AT_C β 和残余 AT 因子 β （AT_C 因子 β 的 AT 因子 β 的横截面回归的残差）时，残余 AT 因子 β 的系数不显著，而 AT_C 因子 β 的系数仍然显著。总的来说，图 6 的结果表明，作为一个系统性因素，Amihud 指标的定价也主要由成交量构成，而不是收益/成交量构成。

图 6：作为系统因子的 Amihud 计算

Panel A: Factors Using the Original Amihud Measures						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
A factor beta	0.003** (1.99)			0.004** (2.33)		
A_C factor beta		0.066* (1.89)	0.068* (1.95)		0.083** (2.42)	0.086** (2.52)
Residual A factor beta			0.003 (0.95)			0.003 (0.88)
Ln(A)	0.113*** (2.78)	0.114*** (2.78)	0.112*** (2.76)	0.104*** (2.69)	0.105*** (2.70)	0.103*** (2.66)
Idio. Vol.				-13.207** (-2.57)	-13.174** (-2.56)	-13.034** (-2.55)
Other controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²	0.033	0.033	0.035	0.041	0.041	0.043
Ave. # obs	1735	1735	1735	1735	1735	1735

Panel B: Factors Using on the Turnover-Based Amihud Measures						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
AT factor beta	0.019 (1.62)			0.022** (1.95)		
AT_C factor beta		0.971 (1.41)	0.846 (1.20)		1.213* (1.83)	1.111* (1.65)
Residual AT factor beta			0.018 (0.82)			0.020 (0.98)
Ln(A)	0.115*** (2.83)	0.117*** (2.88)	0.115*** (2.85)	0.106*** (2.75)	0.108*** (2.79)	0.106*** (2.76)
Idio. Vol.				-12.901** (-2.53)	-12.901** (-2.52)	-12.464** (-2.45)
Other controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²	0.033	0.033	0.036	0.041	0.041	0.043
Ave. # obs	1735	1735	1735	1735	1735	1735

资料来源：The Review of Financial Studies，天风证券研究所

4. 结论

我们的研究结果加深了对 Amihud (2002) 度量的理解，这是在金融文献中被广泛使用的流动性指标。一方面，我们证实了 Amihud (2002) 的方法在捕捉股票流动性和价格影响方面做得很好，因为 Amihud 度量与高频价格影响基准高度相关。因此，Amihud 指标在衡量股票非流动性水平方面很有用。另一方面，我们的发现与普遍的观点相抵触，即 Amihud 度量对定价包含对价格影响或流动性溢价的补偿。因此，我们的研究结果要求在使用 Amihud 的度量来检查流动性溢价，控制资产定价测试中的流动性或者构建流动性因素时要小心谨慎。

我们的发现对于如何衡量流动性以及流动性如何影响证券价格也具有重要的一般意义。受到关于股票流动性论文暴增的影响，许多研究已经提出了使用日常股票市场数据的低频流动性指标，这些指标的有效性通常通过与期望收益是否相关来进行评估。Goyenko, Holden 和 Trzinka (2009) 认识到这个问题，并通过研究它们与相应的高频流动性基准之间的相关性，揭示了这些低频率措施如何衡量流动性。我们的研究结果说明了深入分析低频流动性测度的回报溢价的重要性。此外，我们的研究结果显示，价格影响和差价基准是交易成本的主要组成部分，定价仅在 1 月份，而不是在整个样本期间。这令人费解的结果似乎与理论相矛盾，并呼吁进一步分析。

以上感谢实习生刘佳璐的贡献。

金融危机期间企业社会责任的价值

文献来源：KARL V. LINS, HENRI SERVAES, and ANE TAMAYO (2017). Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis. *The Journal of Finance*, VOL. LXXII, NO. 4

推荐理由：在 2008 - 2009 年的金融危机期间，以企业社会责任(CSR)为衡量标准的社

会资本高的公司的股票回报率比社会资本低的公司高 4 到 7 个百分点。与社会责任低的公司相比，CSR 高的公司也经历了更高的盈利能力、增长和销售，并增加了更多的债务。这一证据表明，一家公司与它的利益相关者和投资者之间的信任，是通过对社会资本的投入建立起来的，当企业和市场的整体信任度受到负面冲击时，这种信任就会得到回报。

1. 简介

在过去的 20 年里，“社会资本”和“信任”在经济学和金融文献中越来越受欢迎。尽管社会资本由于其多维性而被认为是比较难定义的，但人们经常模糊地使用这两个概念。

信任通常被理解为“期望另一个人(或机构)会采取有益的行动，或者至少不是有害的行为，不管我们是否有能力监视这些行动……”因此，我们将考虑与他(这一机构)合作。这个定义强调了信任是具有一定概率的。

社会资本是一个更广泛的概念。例如，Putnam(1993,2000)认为社会资本是“一个社会中人们倾向于合作以产生社会效益的结果”(La Porta et al. (1997,p. 333))，并强调了人与人之间的联系所产生的“互惠和可信赖的规范”。最近，经合组织(OECD)的一份文件将社会资本分解为四个维度，旨在促进实证研究的发展：(i)个人关系、(ii)社会网络支持、(iii)公民参与、(iv)信任和合作规范。我们所探索的社会资本更多的与后两者有关。社会资本的公民参与方面是指代理人对社会和社会生活作出积极贡献的活动。信任和合作的规范包括了各种因素，这些因素决定了代理人对彼此和作为社会成员的行为方式。在这个定义下，社会资本被看作是集体行动和推动者，从而导致了积极的结果。产生积极成果的渠道包括：(i)减少交易成本(ii)可能更有效地分配资源。

当然，上述所有概念都是相互关联的。例如，公民的管理可以产生信任和合作，这反过来又能促进公民的参与；同样，合作也可以建立信任，反之亦然。更重要的是，社会资本可以在社会、制度和个人等不同层次上积累。因此，一些个人或机构，包括公司，可以比其他个人投资更多的社会资本。

为了在公司层面上衡量社会资本，我们关注 CSR 活动。我们通过记录企业社会责任来激励这一指标，它通常涉及到公民参与、共同信仰以及公司与其利益相关者之间的合作倾向，这些定义往往直接映射到社会资本的理论基础。

企业管理者普遍相信 CSR 活动有助于建立社会资本和信任。例如，在普华永道开展的两次最近的 CEO 调查中，首席执行官们表示，他们计划增加公司在企业社会责任活动中的参与度，以求在危机过后恢复投资者对公司的信任。相比之下，将社会资本、信任和社会责任联系在一起的学术工作是很缺乏的，但由 Sacconi 和 Degli Antoni(2011)编辑的一本书提供了一系列分析研究，研究表明企业可以通过 CSR 投资建立社会资本和信任。最近的其他工作也支持这一观点。

在本文中，我们认为，如果一个公司的社会资本有助于建立股东的信任与合作，那么当它更有价值时，它就会得到更多的回报，比如在一个出乎意料的低信任期。

从股东的角度看，Guiso, Sapienza, and Zingales 认为“投资股票的选择不仅需要根据现有的数据评估风险和回报，也是对我们资产可靠性、系统公平性的信任。”“在总体信任水平出现意外下降的情况下，外部股东可能更担心，他们以前依赖的指导投资决策的财务信息可能不可信。”因此，他们将寻求诸如社会资本评级等指标，以表明公司的价值观和诚信，将估值溢价放在那些被认为更值得信赖的公司身上。

从其他利益相关者的角度来看(例如：员工、客户、供应商和整个群体。他们与公司的大部分互动都是通过隐性的或不完整的合同来实现的，在危机期间，任何一方都不会幸免。社会资本可以通过促进信任和合作、通过减少对正式合同的需要来促进这些互动(Putnam(1993))。例如，利益相关者可能认为，由于共享价值和合作规范，高社会资本公司违约的可能性更低。同样地，股东们更有可能“不惜一切代价”帮助高社会资本公司渡过危机，因为这些公司更注重与过去的利益相关者合作。这一观察结果与社会资本研究中经常讨论的互惠互利的概念相一致。

2. 样本和概括性统计

为了构建我们的样本，我们从 MSCI ESG Stats 数据库收集企业的 CSR 评级信息，该数据库包含大型上市公司对环境、社会和治理评级。这个数据库对大约 3000 家美国最大的公司进行了年度评级，并在大量研究企业社会责任对公司业绩的影响的研究中使用。ESG 统计将环境、社会和治理绩效划分为 13 个不同的类别：社区、多样性、员工关系、环境、人权、产品、酒精、赌博、枪械、军事、核、烟草和公司治理。我们关注的是这些类别中的前 5 个。在我们的主要分析中，我们不包括产品类别，因为它包含了一些我们认为超出 CSR 范围的元素，比如产品质量和创新；然而，如果我们将产品类别纳入我们衡量 CSR 的标准，我们的发现没有改变。同样，我们不考虑那些有争议并被惩罚进入的行业，因为公司在这些

些行业里除了退出没有其他办法来让他们得到更高的分数。最后，在我们的主要测试中，我们不包括公司治理类别，因为治理通常不是企业社会责任的一部分。然而，作为总体的治理类别，或者一些个别的治理类别构成，可能与一个公司的信用相关，我们在稳健性检验中检查这一类别。

我们所考虑的五个类别中的每一个，ESG 统计数据都汇集了关于优势和问题的数据。我们对这两个部分都很感兴趣；相应地，我们构建了一个净 CSR 指标，它强化了优势并减少了劣势。随着时间的推移，对于任何给定的类别的最大优点和劣势会随着时间的推移而变化。例如：在 2005 年，总体的最大优势是 7 个，但 2010 年只有 4 个。我们通过划分每一个年度优势（劣势）的最大值将每个类别的优势（劣势）划分级别。这个过程会产生优势和劣势指数，从 0 到 1 不等。我们对每一年的净 CSR 参与度的衡量，是通过从优势指数中减去关注指数得出的。因此，每个类别的净 CSR 指数范围从 -1 到 +1。最后，为了获得我们的主要解释变量，即一个公司的全部净社会责任指数（以下简称 CSR），我们将社区、多样性、员工关系、环境和人权等类别的社会企业社会责任指数结合起来。这是一种针对我们的利益相关类别的净度量，范围从 -5 到 +5。这一措施在企业 and 行业中存在很大的差异。例如，在 2006 年服装零售行业，GAP 的得分为 0.40，而有限的品牌得分为 -0.53；在化学品方面，空气产品和化学品的得分为 0.16，而人造丝的得分为 -1.3613。

我们从 CRSP 和计算机统计数据中获取股票回报数据和会计数据。由于在危机期间政府给予金融公司大量的支持，我们从样本中删除了这些公司。我们也删除微型股（那些市值低于 2.5 亿美元年底的 2.5 亿美元），因为这些股票往往流动性低、买卖价差高，并受到更多的交易价格压力的影响，所有这些在金融危机期间可能会更加明显。正如 Lins、Volpin 和 Wagner(2013 年)一样，我们将金融危机定义为 2008 年 8 月至 2009 年 3 月这段时期。2008 年 8 月前，雷曼兄弟(Lehman Brothers)破产，而 2009 年 3 月是标准普尔 500 指数跌至危机最低点的时候。这一时期也对应于 Sapienza 和 Zingales(2012)所建议的信任严重下降的时期。

每个公司股票收益衡量主要为原料危机期收益，这是公司从 2008 年 8 月到 2009 年 3 月的原始持有收益。为了避免异常值的问题，我们将这些收益在 1 和 99 百分位数上进行了 winsorize。我们将这些回报措施与 2006 年的企业社会责任措施联系起来，以防范 2007 年年底企业可能已经因预期危机而改变企业社会责任政策的可能性

结合非金融公司在 CRSP 和 Compustat 数据库上的充分数据和利用 ESG 统计数据库的公司，我们获得了 1673 家非金融公司的样本，其中所有解释变量都可以用于危机期间。

图一提供了主要变量的描述性统计。面板 A 的第一行显示，我们的主要变量，CSR，略为负，平均值为 -0.165，中值为 -0.200。因此，平均和中值公司的企业社会责任问题比优势更大，与邓、康、低(2013)、Servaes 和 Tamayo(2013)、Borisov、高盛和古普塔(2016 年)一致。下一行显示，原始危机时期的回报是十分消极的，平均为 -39.1%，这表明投资者和其他利益相关者很可能对他们在投资组合中所持有的许多公司的生存前景感到非常担忧。中值异常收益率接近于零，为 1.3%，均值为 11.6%。面板 A 还提供了我们在模型中作为控制变量使用的公司特征的定义和描述性统计数据；面板 B 给出了主要分析中使用的所有变量的相关矩阵。

图 7：描述性统计

Panel A: Summary Statistics					
	Mean	SD (Std Dev)	25th perc.	Median	75th perc.
CSR	-0.165	0.381	-0.343	-0.200	0.006
Crisis-Period Raw Return	-0.391	0.284	-0.595	-0.403	-0.211
Crisis-Period Adj. Return	0.116	0.592	-0.275	0.013	0.383
Market Capitalization	6922	23941	598	1327	4010
Long-Term Debt	0.198	0.193	0.011	0.17	0.307
Short-Term Debt	0.029	0.055	0	0.0055	0.031
Cash Holdings	0.172	0.199	0.026	0.088	0.247
Profitability	0.033	0.034	0.021	0.034	0.049
Book-to-Market	0.43	0.295	0.231	0.377	0.576
Negative B/M	0	0.155	0	0	0
Momentum	-0.082	0.37	-0.322	-0.110	0.116
Idiosyncratic Risk	0.011	0.01	0.005	0.009	0.015

Panel B: Correlation Matrix										
		Crisis Raw	Crisis Abn.	Ln (Mkt Cap)	L/T Debt	S/T Debt	Cash Hold.	Profit.	B/M	Neg. B/M Mom.
	CSR	Return	Return	Cap						
Crisis Raw Return	0.11									
Crisis Abn. Return	0.08	0.72								
Ln(Mkt Cap)	0.2	0.09	-0.09							
Long-Term Debt	-0.07	-0.10	-0.10	0.05						
Short-Term Debt	0.06	-0.00	-0.04	0.11	0.01					
Cash Holdings	0.06	0.1	0.24	-0.20	-0.33	-0.11				
Profitability	0.05	0.06	-0.06	0.24	-0.05	-0.03	-0.30			
Book-to-Market	-0.09	-0.10	-0.02	-0.25	-0.11	0.01	-0.21	-0.19		
Negative B/M	-0.02	-0.01	0.02	-0.06	0.38	0.06	0.04	-0.01	-0.30	
Momentum	-0.08	-0.03	-0.35	0.14	-0.09	-0.01	-0.03	0.13	-0.22	-0.04
Idiosyncratic Risk	-0.12	-0.13	0.11	-0.39	-0.03	-0.07	0.41	-0.31	-0.11	0.09

资料来源：Journal of Finance，天风证券研究所

3. 危机期收益

在危机期间，我们估计了股票收益的各种回归模型，作为公司危机前企业社会责任评级的函数和一些控制变量。表 II 的面板 A 包含我们的基线回归模型。(1)和(3)的因变量为原危机期间的收益，而在(2)和(4)中，则是异常危机时期的回报。我们感兴趣的变量是公司在 2006 年年底的 CSR。在所有的模型中，我们包括工业的仿制品(在两位数的 SIC 水平上定义)，因为一些行业可能比其他人更有可能投资于 CSR，并且可能受到金融危机的影响。我们还根据 fama - french 三因子模型和动量因素来控制公司的因素负荷。

专栏(1)和(2)表明，在危机期间，企业社会责任评级较高的公司表现明显更好。企业社会责任对回报的影响是经济上的:企业社会责任(0.381)的一种标准偏差增加，在危机期间的原始回报增加了 2.25 个百分点，而在危机期间的异常回报增加了 4.15 个百分点。

与(1)和(2)中报告的规范有关的一个问题是，在危机期间，高 CSR 公司的强劲表现可能是由于忽略了与 CSR 相关的变量，而不是由于 CSR 本身。为了解决这一可能性，在(3)和(4)中，我们在危机前一年控制了公司的财务状况，以及发现了影响股票收益的其他公司特征。我们利用一些代理来衡量一个公司的财务状况,因此,它能够经受住严重的经济衰退:现金持有量(现金和有价值证券除以资产),短期债务流动负债除以资产(债务),长期债务(长期债务除以资产)和盈利能力(营业收入除以资产)。危机期间,盈利,现金充裕的公司较低的债务可以继续投资,而其他公司可能会被迫削减投资,特别是如果他们在金融危机期间短期债务到期。

图 8：危机时期收益和 CSR

Panel A: Net CSR Score: Raw and Abnormal Returns				
	Raw return (1)	Abnormal return (2)	Raw return (3)	Abnormal return (4)
CSR	0.059*** (0.018)	0.109*** (0.027)	0.048*** (0.017)	0.087*** (0.032)
Ln(Market Cap)			0.001 (0.005)	-0.015 (0.011)
Long-Term Debt			-0.112*** (0.046)	-0.102 (0.086)
Short-Term Debt			-0.323*** (0.115)	-0.384* (0.219)
Cash Holdings			0.175*** (0.047)	0.380*** (0.091)
Profitability			0.528** (0.261)	0.732 (0.509)
Book-to-Market			-0.116*** (0.030)	-0.045 (0.058)
Negative B/M			-0.015 (0.061)	0.049 (0.127)
Momentum			-0.030 (0.024)	-0.285 (0.044)
Idiosyncratic Risk			-3.155*** (0.876)	-8.870*** (1.719)
Constant	-0.588*** (0.260)	-0.781*** (0.035)	-0.528*** (0.059)	0.0867*** (0.032)
Four-factor loadings	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1,673	1,673	1,673	1,673
Adj. R ²	0.17	0.33	0.20	0.37

Panel B: Dummies for Quartiles of Net CSR Score: Raw and Abnormal Returns.

		Raw return _{it}	Abnormal return _{it}	Raw return _{it}	Abnormal return _{it}
		(1) _{it}	(2) _{it}	(3) _{it}	(4) _{it}
CSR2 _{it}		0.0303 _{it}	0.0560 _{it}	0.0296 _{it}	0.0480 _{it}
		(0.0192) _{it}	(0.0347) _{it}	(0.0188) _{it}	(0.0341) _{it}
CSR3 _{it}		0.0365* _{it}	0.0649* _{it}	0.0405** _{it}	0.0562 _{it}
		(0.0197) _{it}	(0.0373) _{it}	(0.0192) _{it}	(0.0361) _{it}
CSR4 _{it}		0.0552*** _{it}	0.0985*** _{it}	0.0453** _{it}	0.0727** _{it}
		(0.0126) _{it}	(0.0356) _{it}	(0.0194) _{it}	(0.0362) _{it}
Ln(Market Cap) _{it}	↕			0.002 _{it}	-0.012 _{it}
				(0.006) _{it}	(0.011) _{it}
Long-Term Debt _{it}	↕			-0.113*** _{it}	-0.103 _{it}
				(0.046) _{it}	(0.087) _{it}
Short-Term Debt _{it}	↕			-0.328*** _{it}	-0.386* _{it}
				(0.115) _{it}	(0.219) _{it}
Cash Holdings _{it}				0.175*** _{it}	0.381*** _{it}
				(0.047) _{it}	(0.091) _{it}
Profitability _{it}				0.530** _{it}	0.734 _{it}
				(0.260) _{it}	(0.508) _{it}
Book-to-Market _{it}				-0.117*** _{it}	-0.046 _{it}
				(0.030) _{it}	(0.057) _{it}
Negative B/M _{it}	↕			-0.017 _{it}	0.046 _{it}
				(0.061) _{it}	(0.058) _{it}
Momentum _{it}	↕			-0.031 _{it}	-0.288 _{it}
Idiosyncratic Risk _{it}	↕			(0.024) _{it}	(0.044) _{it}
				-3.184*** _{it}	-8.934*** _{it}
				(0.874) _{it}	(1.729) _{it}
Four-factor loadings _{it}		Yes _{it}	Yes _{it}	Yes _{it}	Yes _{it}
Industry dummies _{it}		Yes _{it}	Yes _{it}	Yes _{it}	Yes _{it}
N _{it}		1,673 _{it}	1,673 _{it}	1,673 _{it}	1,673 _{it}
Adj. R ² _{it}		0.16 _{it}	0.32 _{it}	0.20 _{it}	0.36 _{it}

Panel C: Controlling for Corporate Governance.

		Raw return	Abnormal return	Raw return	Abnormal return
		(1) _{it}	(2) _{it}	(3) _{it}	(4) _{it}
CSR _{it}		0.048*** _{it}	0.090*** _{it}	0.049*** _{it}	0.088*** _{it}
		(0.017) _{it}	(0.032) _{it}	(0.017) _{it}	(0.032) _{it}
ESG Statz Governance Index _{it}		0.008 _{it}	-0.151 _{it} ↕		
		(0.050) _{it}	(0.092) _{it}		
E-Index _{it}	↕			-0.008* _{it}	-0.018** _{it}
				(0.005) _{it}	(0.009) _{it}
Board Independence _{it}	↕			-0.080 _{it}	-0.085 _{it}
				(0.072) _{it}	(0.140) _{it}
Board Size _{it}	↕			0.002 _{it}	-0.000 _{it}
				(0.004) _{it}	(0.007) _{it}
CEO Is Not Chair _{it}	↕			-0.010 _{it}	-0.015 _{it}
				(0.015) _{it}	(0.026) _{it}
Board Ownership _{it}	↕			-0.039 _{it}	-0.034 _{it}
				(0.074) _{it}	(0.147) _{it}
Four-factor loadings _{it}		Yes _{it}	Yes _{it}	Yes _{it}	Yes _{it}
Firm characteristics _{it}		Yes _{it}	Yes _{it}	Yes _{it}	Yes _{it}
Industry dummies _{it}		Yes _{it}	Yes _{it}	Yes _{it}	Yes _{it}
N _{it}		1,673 _{it}	1,673 _{it}	1,673 _{it}	1,673 _{it}
Adj. R ² _{it}		0.20 _{it}	0.37 _{it}	0.20 _{it}	0.37 _{it}

资料来源: Journal of Finance, 天风证券研究所

图 8 的第(3)和(4)栏的结果证实, 在危机期间, CSR 高的公司股票收益更高。在我们包含了额外的控制变量之后, CSR 高值多少有些衰减, 但是效果在经济上仍然很重要。例如, 在列(3)的模型中, CSR(0.381)的一个标准偏差增加与原始危机期间收益的 1.83 个百分点增加有关。

正如预期的那样, 转为控制变量, 进入危机的公司财务状况越好(现金持有率较高, 盈利能力较低), 危机时期的股票回报率越高, 而具有较高特殊风险的公司回报率较低。就经济意义而言, 杠杆、现金持有和特殊风险的影响是最大的。根据列(3)的模型, 长期债务(0.19)、现金持有量(0.20)和特殊风险(0.01)的标准差增加, 分别与原危机时期的 -2.16、3.48 和 -3.16 个百分点的变化有关。因此, 在危机期间, CSR 评级对收益的经济影响超过了杠杆作用的五分之四, 也超过了现金持有量和波动性的一半, 这表明社会资本在解释危机时期的回报上确实很重要。

在表二的面板 B 中,我们重新评估以前的模型,这次我们将公司 CSR 划分为四部分,而不是将 CSR 作为解释变量进行线性测量。这种方法使我们能够评估公司的社会资本回报在高水平和低水平的社会资本条件下哪个是更加显著的。研究结果再次表明,拥有更好的社会责任评级的公司,其危机时期的回报是最大的。

在图 8 的面板 C 中,我们重复了面板 A 的分析,但我们现在添加了治理方面的控制。所有模型包括在控制变量 A 和 B 中使用的所有其他的控制变量。列(1)和(2)表明,ESG Stats 治理索引与原始或异常的危机周期收益没有显著相关,而 CSR 对危机期间收益的影响与之前报道的几乎完全相同。这一证据表明,CSR 效应并不是一个治理要素。列(3)和(4)中的模型包括所有其他治理措施。我们再次发现,企业社会责任对危机时期回报的影响依然存在。对于原始的和异常的回报模型来说,E 指数是很重要的,这表明在危机期间,拥有更固定的管理者的公司表现更差。其他治理条款并不重要。

总的来说,表二的调查结果显示,在危机期间,在社会上有更多责任的公司遭受的损失更少,而这种效应不是由于财务实力或公司治理的差异造成的。这些结果与公司在经济危机期间对社会资本的投入所带来的信誉有关,从而导致了企业股价领先于其他企业。

4. 安然和世通丑闻中的超额收益和 CSR

上述发现为 CSR 与 2008 - 2009 年金融危机期间的超额收益之间的积极联系提供了证据,当时企业的整体信任度受到了严重冲击。由于这场危机可以说是几百年以来最严重的信心危机,几乎没有其他经济大冲击能够产生同样的效果。也许一场接近于信任危机的“冲击”是由欺诈以及随后破产的安然公司、世通公司以及其他几家大公司引起的连锁反应所引起的。2001 年 10 月,安然(Enron)承认在 2001 年 10 月违反会计准则,申请破产。当然,仅一家公司的欺诈行为并不一定会削弱对所有公司的信任,但在安然的会计违规事件曝光后不久,其他的案例也被曝光。在 2001 年的最后一个季度和 2002 年的上半年,Adelphia、Bristol-Myers Squibb、Global Crossing、Homestore.com、ImClone Systems、Kmart、Qwest、Tyco 和 Worldcom 都因跨会计违规和欺诈而见报。Global Crossing、Adelphia 和 Worldcom 分别于 2002 年 1 月、6 月和 7 月申请破产。

为了确定我们的调查结果是否与安然危机有关,我们遵循与 2008 - 2009 年金融危机相同的程序。具体来说,我们累积了 2001 年 10 月到 2003 年 3 月的收益,2001 年 10 月安然公司的会计违规行为首次披露,而 2003 年 3 月,是直到 2008 - 2009 年的危机爆发之前股市反弹的前一个月。我们使用的和之前相同的控制变量。小公司(2007 年的市值低于 2.5 亿美元)再次被排除在外,但这一次,我们包括金融公司,因为它们在这段时期没有得到政府的唯一支持。不幸的是,ESG 数据的覆盖率要小得多,只有 412 家公司的样本。

图 9 包含了结果。我们报告了两个规格的原始和异常收益。列(1)和(2)的模型使用我们对 CSR 最原始的测量作为主要的解释变量,而列(3)和(4)的模型包含一个粗略的 CSR 测量,即设置一个哑变量衡量一个企业社会责任是否积极,积极为 1,否则为 0。从表 II 的 Panel B 中报告的 CSR 与收益的关系和小样本大小和非线性来看,后一种规范可能更适合于这种情况。

图 9: 安然和世通丑闻中的 CSR 和收益

	Raw Return _{it}	Abnormal Return _{it}	Raw Return _{it}	Abnormal Return _{it}
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	1.058*** (0.176)	0.977*** (0.208)	0.116 (0.219)	0.244 (0.267)
CSR	0.026 (0.044)	0.060 (0.053)		
CSR > 0 indicator			0.073* (0.039)	0.095** (0.044)
Four-factor loadings	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm characteristics	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
N	412	412	412	412
Adj. R ²	0.16	0.20	0.17	0.21

资料来源: Journal of Finance, 天风证券研究所

正如列(1)和(2)所示，我们对 CSR 的线性度量的系数，虽然是正的，但与 0 没有明显的区别。企业社会责任高的公司的指标变量在(3)和(4)中作为解释变量，具有显著性，表明企业社会责任得分较高的企业的原始回报率比 CSR 得分为负的公司高出 7.3 个百分点(比正常收益高 9.5 个百分点)。这一发现表明，在对 2001 年和 2002 年披露的会计丑闻的信心危机期间，高 csr 公司再次获得了相对于低社会责任公司的超额回报。

这些结果支持了我们先前的发现:当投资者对企业的信心受到损害时，社会责任活动产生的社会资本更重要。

5. 比较危机期间内外部回报

到目前为止，我们的证据表明，当企业、金融机构和金融市场的整体信任下降时，CSR 积极影响股票回报。在这一节中，我们将研究这种积极的关系是否在低信任的时期是特殊的，或者在大多数时期由于一些不可观察的(省略的)与 CSR 相关的风险因素，是常见的。

为了解决这个问题，我们估计了一个持续性的差异处理模型，并包括了固定公司和固定时间的影响。具体来说，我们从 2007 年危机开始前，到 2013 年结束，在经济复苏的几年之后，我们为所有样本公司建立了一个月度回报面板。对于这个面板，我们估计以下模型

$$Return_{i,t} = b_0 + b_1 CSR_{i,2006} \times Crisis_t + b_2 CSR_{i,2006} \times Post-Crisis_t + b_3 X_{i,t-1} + Time\ Dummies + Firm\ Fixed\ Effects + e_{i,t} \quad (1)$$

$Return_{i,t}$ 是每月的原始或市场模式调整后的收益, $CSR_{i,2006}$ 代表 2006 年年终的企业社会责任, $Crisis_t$ 是一个哑变量, 他在 2008 年 8 月到 2009 年 3 月被设置为 1, $Post-Crisis_t$ 是一个哑变量, 在 2009 年 4 月到 2013 年 12 月被设置为 1, $X_{i,t-1}$ 是一个矢量的控制变量。在危机爆发前的 20 个月, 我们对 CSR 进行了衡量, 以消除公司对企业社会责任政策的预期。为了确保会计数据是公开的, 我们在财政年度结束后留下三个月的期间来更新数据。每个月会根据钱 60 个月的数据重新进行因素分析。公司的 CSR 本身被公司固定的影响所吸收。所有标准误差都集中在公司级别。

图 10: 围绕危机和 CSR 的异常收益

Panel A: Overall CSR		
Variable	Raw return	Abnormal return
$CSR \times Crisis$	0.0201*** (0.0037)	0.0153*** (0.0039)
$CSR \times Post-Crisis$	0.0018 (0.0022)	0.0020 (0.0024)
Firm characteristics	Yes	Yes
Four-factor loadings	Yes	Yes
Firm fixed effects	Yes	Yes
Time (monthly) fixed effects	Yes	Yes
Standard errors clustered by	Firm	Firm
$CSR \times (Crisis - Post-Crisis)$	0.0183 (0.00)	0.0124 (0.00)
p-Value		
N	121,247	121,247
Adj. R^2	0.29	0.06
Panel B: CSR during the Shock to the Supply of Credit and the Crisis		
Variable	Raw return	Abnormal return
$CSR \times Shock\ to\ Credit$	0.0021 (0.0030)	0.0001 (0.0030)
$CSR \times Crisis$	0.0216*** (0.0041)	0.0154*** (0.0040)
Panel B: CSR during the Shock to the Supply of Credit and the Crisis		
Variable	Raw return	Abnormal return

Variable	Raw return	Abnormal return
CSR × Post-Crisis	0.0033 (0.0027)	0.0021 (0.0028)
Firm characteristics	Yes	Yes
Four-factor loadings	Yes	Yes
Firm fixed effects	Yes	Yes
Time (monthly) fixed effects	Yes	Yes
Standard errors clustered by	Firm	Firm
CSR × (Crisis – Shock to Credit)	0.0195 (0.00)	0.0153 (0.00)
p-Value	(0.00)	(0.00)
CSR × (Post-Crisis – Crisis)	-0.0183 (0.00)	-0.0133 (0.00)
p-Value	(0.00)	(0.00)
N	121,247	121,247
Adj. R ²	0.29	0.06
Panel C: Split by High- and Low-Trust Regions		
Variable	Raw return	Abnormal return
CSR × Crisis × High Trust	0.0275*** (0.0073)	0.0171** (0.0074)
CSR × Crisis × Low Trust	0.0154*** (0.0047)	0.0130*** (0.0047)
CSR × Post-Crisis × High Trust	-0.0079* (0.0047)	-0.0048 (0.0050)
CSR × Post-Crisis × Low Trust	0.0037 (0.0024)	0.0025 (0.0027)
Firm characteristics	Yes	Yes
Four-factor loadings	Yes	Yes
Firm fixed effects	Yes	Yes
Time (monthly) fixed effects	Yes	Yes
Standard errors clustered by	Firm	Firm
CSR × (Crisis – Post-Crisis) × High Trust	0.0354 (0.00)	
p-Value	(0.00)	
CSR × (Crisis – Post-Crisis) × Low Trust	0.0117 (0.01)	
p-Value	(0.01)	
CSR × Crisis × (High – Low Trust)	0.0121 (0.16)	
p-Value	(0.16)	
N	115,453	115,453
Adj. R ²	0.29	
Panel D: Internal and External Stakeholder CSR		
Variable	Raw return	Abnormal return
Int. Stakeholder CSR × Crisis	0.0225*** (0.0048)	
Int. Stakeholder CSR × Post-Crisis	0.0002 (0.0027)	
Ext. Stakeholder CSR × Crisis	0.0144** (0.0072)	
Panel D: Internal and External Stakeholder CSR		
Variable	Raw return	Abnormal return
Ext. Stakeholder CSR × Post-Crisis	0.0057* (0.0040)	-0.0048 (0.0044)
Firm characteristics	Yes	Yes
Four-factor loadings	Yes	Yes
Firm fixed effects	Yes	Yes
Time (monthly) fixed effects	Yes	Yes
Standard errors clustered by	Firm	Firm
Int. Stakeholder CSR × (Crisis – Post-Crisis)	0.0223 (0.00)	0.0091 (0.04)
p-Value	(0.00)	(0.04)
Ext. Stakeholder CSR × (Crisis – Post-Crisis)	0.0087 (0.20)	0.0233 (0.00)
p-Value	(0.20)	(0.00)
N	121,247	121,247
Adj. R ²	0.29	0.06

资料来源：Journal of Finance，天风证券研究所

在图 10 的面板 A 中给出了原始和市场模型调整收益的结果。这两个指标都表明，在危机期间，高企业社会责任公司表现出优越的表现；危机过后，企业社会责任与回报之间的关系变得无关紧要。这些结果表明，企业社会责任高的公司所获得的超额收益仅局限于危机时期，这与我们的建议一致，即通过企业社会责任产生的社会资本在企业对经济的信任下降时得到了回报。

6. 在信贷供应冲击期间的超额收益和 CSR

我们接下来要调查的是，我们的结果是否可能是由于信贷供应的冲击，而不是对市场广泛信任的冲击。从 2007 年 7 月开始，银行业的偿债能力减弱导致伦敦银行同业拆借利率(LIBOR)大幅上升，这对企业借贷能力产生了严重的负面影响。这种对信贷供应的冲击一直持续到 2009 年 3 月，这是我们先前测试的危机时期的结点。如果社会责任高的公司在危机期间赚取超额收益是由于投资者相信这些公司能够更好地抵御信贷紧缩，那么企业可能因为这样的因素而非企业经受住了信任的考验。为了研究这种可能性，我们测试了 CSR 是否与 2007 年 7 月至 2008 年 7 月期间的收益有关，因为当时信贷供应的冲击已经发生，但对信任的冲击尚未发生。

在这一部分中，我们增加了模型(1)，在表四的面板 B 中报告的结果表明，企业社会责任与前期的非正常收益之间没有显著的关系。CSR /危机交互的系数与面板 A 的系数几乎没有变化，而且它们总是显著大于 CSR /credit shock 交互的系数。因此，对信贷供应的冲击不太可能解释在表二和表四 a 面板中所记录的危机期间社会资本和股票收益之间的正关联。

7. 区域信任以及 CSR 和收益的关系

我们 CSR 高的企业的危机时期超额回报的解释是，这样的公司通过企业社会责任活动来建立社会资本，当社会整体信任产生冲击时，这些企业就会得到回报。在这一节，我们通过将高 CSR 公司所获得的危机期间收益与美国各地的区域差异联系起来，为这一解释提供了证据。

我们从芝加哥大学的全国意见研究中心(NORC)所做的 2006 年综合社会调查(GSS)中获得了关于区域差异的数据。这个调查随机询问了一个美国人，问了很多与社会各方面相关的问题，包括：“总的来说，你是觉得大多数人都可以被信任，还是说你与人打交道时不太相信任何人？”在 2006 年，这项调查获得了 3929 个回答。在删除了 192 个“视情况而定”的受访者后，34%的受访者回答说，人们可以被信任，而剩下的回答是人们不能信任。对被调查者进行九个地区的分类，可以看出不同地区有很大的差异。例如，在西南地区，只有 26%的受访者回答说他们可以信任人们，而在新英格兰和山区，这一比例为 43%。

我们利用这一地区间的差异来研究信任的区域性差异是否会影响高 CSR 公司所获得的回报。我们的主要假设遵循了帕特南的工作，他认为，在社会资本总额更高的社会中，代理人的社会资本更有价值。在我们的背景下，在人们信任度较低的地区，企业社会责任活动不太可能被投资者和其他利益相关者视为值得信赖的活动；相反，他们可能被认为是粉饰门面，缺乏真诚的活动。因此，他们不太可能获得回报。如果更多的利益相关者是基于该公司总部所在的地区，我们可以利用这个结论来直接测试信任在那些更注重诚信的地区是否更有作用。在普遍重视信任的地区，员工、客户和其他利益相关者更有可能奖励值得信赖的公司，例如，通过更加努力的工作和维持强烈的购买关系，从而导致更高的危机时期的回报。

在表四的面板 C 中，我们重复之前的分析，但现在允许 CSR 的影响因公司所处的信任区域而变化。结果表明，与低信任度地区相比，高信任度地区的 CSR 对危机时期的收益影响更大。

8. CSR 和收益的要素

接下来，我们将研究是否是公司的社会资本总和，或者是企业社会责任的某一个特定的组成部分对危机时期的回报产生了作用。在本文的一开始，我们认为公司可以通过各种活动来建立社会资本，这样的活动可以增强企业所有利益相关者的信任。例如，客户可以激励公司，让公司更好地对待员工，而员工也可能因为公司更关心社区或环境而更努力地

工作。然而，可能是 CSR 中的某些方面发挥了作用，影响其与回报关系的强度。为了验证这个猜想，我们将 CSR 分解为两个部分：主要是内部利益相关者(员工关系和多样性)，以及外部利益相关者(社区、人权和环境)。

我们的研究结果报告在表四的面板 D 中，我们使用了与以前相同的固定影响因素。企业社会责任的两个组成部分在危机时期的原始和异常股票收益中都具有重要意义，这表明投资者认为 CSR 在 2008 - 2009 年金融危机期间对内部和外部利益相关者都是有价值的。就经济意义而言，CSR 的两个要素都具有同样的重要性。

9. 进一步的稳健型检验

在本节中，我们将报告各种额外测试的结果，以验证我们的主要发现是否可靠。我们首先在不同的时间点测量 CSR 的表现。在我们之前的表中所报告的模型中，我们在 2006 年年底前测量了 CSR 的表现，这个时间是信任危机开始前一年多，也是伦敦银行间同业拆借利率(LIBOR)开始上升之前的几个月。在 2006 年，可能一些公司经理预见到了潜在的经济放缓，并在 2006 年开始调整他们的 CSR 活动。也有可能只有那些能够更好地应对危机的公司才能够向上调整 CSR 活动。尽管我们控制了可能会影响经济危机时期收益的可见因素，但是 CSR 在 2006 年底也可能与一些难以察觉的因素相关。那么我们所报告的结果可能不是由于社会资本和 CSR，而是其他因素。

图 11：危机时期收益和 CSR：稳健性检验

Variable	CSR2005		CSR 2007		CSR2008		Including Micro-Cap Firms	
	Raw return (1)	Abnormal return ² (2)	Raw return (3)	Abnormal return ² (4)	Raw return (5)	Abnormal return ² (6)	Raw return (7)	Abnormal return ² (8)
CSR × Crisis	0.0149*** (0.0043)	0.0097** (0.0043)	0.0181*** (0.0038)	0.0122*** ⁴ (0.0038)	0.0180*** (0.0036)	0.0129*** ⁴ (0.0036)	0.0206*** (0.0038)	0.0163*** ⁴ (0.0038)
CSR × Post-Crisis	0.0022 ₁ (0.0023)	0.0023 ₁ (0.0027)	0.0023 ₁ (0.0022)	0.0034 ₁ (0.0024)	0.0030 ₁ (0.0021)	0.0036 ₁ (0.0024)	0.0021 ₁ (0.0023)	0.0025 ₁ (0.0025)
CSR × (Crisis - Post-Crisis)	0.0127 ₁ (0.00)	0.0076 ₁ (0.05)	0.0158 ₁ (0.00)	0.0088 ₁ (0.01)	0.0150 ₁ (0.00)	0.0093 ₁ (0.00)	0.0185 ₁ (0.00)	0.0138 ₁ (0.00)
p-Value	(0.00)	(0.05)	(0.00)	(0.01)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
N	111,056	111,056	133,218	133,218	134,194	134,194	133,403	133,403
Adj. R ²	0.29	0.07	0.28	0.06 ⁴	0.28	0.06 ⁴	0.27	0.07 ⁴

资料来源：Journal of Finance，天风证券研究所

为了解决这一问题，我们调查 2005 年的企业社会责任评分是否与 2005 年以来的危机时期的股票回报率呈正相关，因为 2005 年并未收到经济危机的冲击。在表 V 的前两列中，我们将 2005 年使用 CSR 度量的模型(1)重新估计为利益变量。其效果与 2006 年 CSR 的效果相当。接下来我们将使用 2007 年 CSR 数据进行相同的测试。如栏(3)和(4)所述，我们的发现继续保持。

在危机期间高 CSR 公司表现良好也有可能是因为之前的 CSR 活动实际上是 NPV 为负的项目，而公司在危机期间被迫削减这些活动。如果 CSR 只是过度投资的一个因素，那么 CSR 也可以代表整个公司过度投资的程度。因此，在危机期间，那些从事非价值最大化行为的公司表现得更好，只是因为他们的过度行为可能会被削减。为了验证这个猜想，在表 VD 的(5)和(6)中，我们将检验 2008 年年底，当 CSR 被认为已经被削减的时候，我们的结果是否成立。我们的发现依然存在：企业的高 CSR 仍与危机时期的高回报有关。

10. 进一步的稳健型检验

在本节中，我们研究了公司在危机期间的经营业绩和融资行为，并详细研究了在危机期间高 CSR 公司所获得的超额收益的可能来源。特别地，我们使用了季度数据，我们在 2007 - 2013 年期间估计了不同的业绩和筹资措施的回归模型：

$$\begin{aligned}
 \text{Performance or Capital}^{\Delta} \text{ Measure}_{i,t} = & b_0 + b_1 \text{CSR}_{i,2006} \times \text{Crisis}_{i,t}^{\Delta} \\
 & + b_2 \text{CSR}_{i,2006} \times \text{Post-Crisis}_{i,t}^{\Delta} \\
 & + b_3 X_{i,t-1} + \text{Time Dummies}^{\Delta} \\
 & + \text{Firm Fixed Effects} + e_{i,t,(2)}^{\Delta}
 \end{aligned}$$

CSR_{i,2006} 是 2006 年终公司 i 的 CSR, Crisist 是一个哑变量在 2008 年第四季度和 2009 年第一季度设置为 1, Post-Crisist 是一虚拟变量从 2009 年第二季度到 2013 年第四季度设置为 1, $X_{i,t-1}$ 是一个矢量控制变量。所有模型都包括季度和固定公司的影响。因此, 如果某一特定公司由于某些无法观察到的特性在整个估计期间表现良好, 这种效应将被固定效应所捕获。同样, 如果所有公司的业绩随着时间的推移而变化(正如危机期间发生的那样), 那么这将被时间虚拟变量捕捉到。为了避免极端的观察问题, 我们在第 1 和第 99 百分位上对所有绩效和筹资变量进行了 winsorize。所有模型中的标准误差都集中在公司级别。

我们的研究结果见表六。我们的第一个绩效指标是资产的周转率, 计算为营业收入除以资产。CSR 与危机期间虚拟企业之间的相互作用是积极的、高度相关的, 表明在 2008 年底和 2009 年初, CSR 高的企业相对于其他公司表现出更高的盈利能力。在经济意义上, 一个标准偏差(0.381)的 CSR 的增加, 将会导致危机期间盈利能力增加 30 个基点, 与在危机期间的平均季度盈利 3.1%和 2.2%相比, 这是相当可观的。同样值得注意的是, 在危机后时期, 高 csr 公司的盈利能力尽管呈现一个衰减的趋势, 但是也在持续增长。正如之前所指出的那样, 鉴于在危机结束后对核心业务的信任一直处于低位, 因此在这段时间内观察一些高 csr 公司的超额运营表现并不令人惊讶。

接下来, 我们分析了毛利润率的变化, 定义为销售成本/销售, 验证在危机期间, 高 csr 的公司是否能够以更高的价格卖出产品。当然, 涨价可能是因为价格上涨或成本降低; 毛利率只反映了净效应。如表六的列(2)所示, 在危机期间, 相比低 csr 公司的毛利率, 高 csr 公司的毛利率较高。在危机期间, CSR 的一个标准偏差的增加将导致毛利率高出 60 个基点。另外值得注意的是, 自危机结束以来, csr 高的公司毛利率仍相对较高, 尽管利润率的差异低于危机期间, 但危机与危机后时期之间的变化并不具有统计学意义。这些发现也与阿尔伯克基、杜尼夫和 Koskinen(2015)的工作相一致, 他们认为 csr 高的公司利润率更高。

图 12: 与危机相关的企业绩效、员工增长、筹资和 CSR

Variable	Operating Return on Assets (in %) (1)	Gross Margin (%) (2)	Sales Growth (%) (3)	Accounts Receivable / Sales (%) (4)	Sales per Employee (in \$000's) (5)
CSR × Crisist	0.797*** (0.185)	1.562*** (0.511)	6.690*** (1.111)	-0.474 (0.962)	38.434*** (10.183)
CSR × Post-Crisist	0.282** (0.117)	1.256*** (0.442)	1.285*** (0.398)	0.635 (1.815)	19.586** (10.125)
p-Value (Crisist - Post-Crisist)	0.00	0.54	0.00	0.53	0.00
Firm fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Quarter fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Standard errors clustered by	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm
N	43,302	43,319	43,918	43,622	42,923
Adj. R ²	0.636	0.875	0.044	0.770	0.769

Variable	Employee Growth (6)	Employee Growth in -50% and +100% range (7)
CSR × 2008/2009	1.999 (1.978)	2.285* (1.253)
CSR × 2010/2013	0.031 (1.911)	0.792 (1.246)
p-Value (2008/2009 - 2010/2013)	0.09	0.11
Firm fixed effects	Yes	Yes
Year fixed effects	Yes	Yes
Standard errors clustered by	Firm	Firm
N	10,604	10,439
Adj. R ²	0.142	0.185

Variable	Debt Issuance/Assets (%) (8)	Equity Issuance/Assets (%) (9)
CSR × Crisist	0.491** (0.236)	-0.058 (0.051)
CSR × Post-Crisist	0.280 (0.217)	-0.034 (0.034)
p-Value (Crisist - Post-Crisist)	0.33	0.60
Firm fixed effects	Yes	Yes
Quarter fixed effects	Yes	Yes
Standard errors clustered by	Firm	Firm
Control variables	Yes	Yes
N	38,397	38,719
Adj. R ²	0.33	0.15

资料来源: Journal of Finance, 天风证券研究所

11. 结论

本文提供的证据表明，在 CSR 活动中建立的企业特定的社会资本，在信任危机时期，即 2008 - 2009 年的金融危机中得到了回报。特别是，我们发现，在控制了各种企业特征和风险因素之后，CSR 较高的公司在危机期间的表现比 CSR 低的而公司要好，而且至少有 4 个百分点。我们还发现，总部位于个人更信任的地区的公司超额回报更高。在危机后的恢复期，高、低 CSR 公司的股票回报表现没有差异。总的来说，这些结果表明，企业社会责任活动导致的社会资本的增加，主要是在企业间的信任受到威胁的时期发挥作用。而在正常时期，社会资本的任何好处都已经被公司的股价所吸收。

总的来说，我们的研究结果表明，在投资者和整体经济面临严重的信心危机的情况下，建立企业特定的社会资本可以被认为是一种保险政策。我们的研究还表明，除了金融资本外，社会资本还可以作为企业业绩的重要决定因素，并识别出 CSR 对企业价值有利的环境。

以上感谢实习生王嘉琦的贡献。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com