

# CEO年龄、融资约束与企业社会责任

## ——基于中国A股上市公司的证据

丁焱

上海理工大学管理学院, 上海

收稿日期: 2024年7月25日; 录用日期: 2024年9月17日; 发布日期: 2024年10月8日

### 摘要

在中国经济社会高速增长向高品质经济转型的进程中, 促使CEO主动履行社会责任有着重大作用。本文以2010~2021年沪深两市A股上市公司为研究对象, 讨论社会责任履行与CEO年龄之间的关系。但通过对有关资料的整理, 显示学者们以往更多从财务方面的视角去考察企业社会责任的作用, 很少在非财务因素方面展开深入研究。那么CEO年龄作为一种非财务因素, 会对企业社会责任造成什么样的影响? 另外, 由于信息不对称和代理问题的存在, 会导致公司内部存在着资金约束现象, 通过企业社会责任可以提高对股东的信任水平, 从而减少了融资约束, 但资金限制同时也会影响到公司的社会责任完成状况。在此背景下, 本文采用中介效应模型探究CEO年龄影响社会责任的传导机制, 研究发现融资约束有助于解释CEO年龄对社会责任的正向影响。针对研究结论, 本文希望能够为政策制定者提供一些新的视角, 帮助他们规范企业社会责任报告披露方式、引导企业管理者认识到加强公司治理的重要性, 从而实现经济高质量发展。

### 关键词

融资约束, 企业社会责任, CEO年龄

# CEO Age, Financing Constraints and Corporate Social Responsibility

## —Based on Evidence from Chinese A-Share Listed Companies

Yan Ding

Business School, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai

Received: Jul. 25<sup>th</sup>, 2024; accepted: Sep. 17<sup>th</sup>, 2024; published: Oct. 8<sup>th</sup>, 2024

### Abstract

In the process of China's rapid economic and social growth transitioning to a high-quality economy,

文章引用: 丁焱. CEO 年龄、融资约束与企业社会责任[J]. 运筹与模糊学, 2024, 14(5): 76-87.

DOI: 10.12677/orf.2024.145452

promoting CEOs to actively fulfill their social responsibilities plays a significant role. This article takes A-share listed companies on the Shanghai and Shenzhen stock markets from 2010 to 2021 as the research object, and discusses the relationship between social responsibility fulfillment and CEO age. However, through the organization of relevant materials, it is shown that scholars have previously examined the role of corporate social responsibility more from a financial perspective, and have rarely conducted in-depth research on non-financial factors. So, what impact will CEO age, as a non-financial factor, have on corporate social responsibility? In addition, due to information asymmetry and agency issues, there may be financial constraints within the company. Through corporate social responsibility, the level of trust in shareholders can be improved, thereby reducing financing constraints. However, financial constraints can also affect the completion of the company's social responsibility. In this context, the mesomeric effect model is used to explore the transmission mechanism of CEO age on social responsibility. The study finds that financing constraints help explain the positive impact of CEO age on social responsibility. In response to the research findings, this article aims to provide policy makers with some new perspectives, help them standardize the disclosure methods of corporate social responsibility reports, guide enterprise managers to recognize the importance of strengthening corporate governance, and thus achieve high-quality economic development.

## Keywords

Financing Constraints, Corporate Social Responsibility, CEO Age

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

长期以来, 融资约束对公司的运营和发展起着不容忽视的影响, 这一问题已成为学术界关注的焦点。一个公司如果只依靠自己的资本来发展, 那么就一定会遇到融资以及融资的约束, 这一观点已经在国内外达成共识。关于融资约束, 专家们的看法各不相同。有一些学者认为, 融资约束应当仅仅包括外部性融资约束, 因此学者们对于内部性融资约束这一概念并不是十分认可。但是, 在各种现实因素的影响下, 获得外来资金的成本往往会变得更高。总而言之, 企业在经营的过程中, 必然会对资金有一定的要求。而且, 企业自身经营所产生的现金流还不能满足企业的发展, 因此, 需要对外部投资者进行融资。

现有文献表明, 社会责任的履行对公司的融资约束有积极的作用。公司实施社会责任, 可以提升公司的知名度, 建立一个良好的公司形象。冷建飞认为公司通过履行社会责任, 可以向外界传递一个正面的信息, 让外部的投资者更加信任公司, 这对公司塑造自己的品牌形象有积极意义[1]。企业履行社会责任可以降低投资人对企业的风险期望值, 从而降低企业的经营风险, 切实改善融资环境[2]。具有更高的社会责任的公司, 将会得到证券公司和金融机构的肯定, 进而得到更多的融资优惠。

在阅读了大量的文件之后, 我们会发现针对企业社会责任的影响因素国内外都做大量的研究。本文就 CEO 年龄对企业社会责任的影响机理进行了深入的分析, 并指出在不同的融资约束程度下, CEO 年龄对企业社会责任的影响是有一定的差别的, 这与过去单纯地研究 CEO 特征对企业社会责任的影响有一定的创新性。

## 2. 理论基础与研究假设

早在 50 年代, Greenfield 就提出了一套完整的企业社会责任概念, 以新视角看待企业社会责任[3]。

李茜等人(2022)认为,企业社会责任是一种为了提高社会福利,合理分配自己拥有的资源的行为,并最终建立起与各利益相关者之间的关系的一种重要投资[4]。崔巍(2021)把公司社会责任界定为一组自愿承担的行为,其目标在于把公司的环保关怀和社会关怀结合到公司的经营活动中,并使公司与内外各利益相关者的交流与互动更有效[5]。综上所述,对于企业社会责任的界定,也能只从股东和管理者的角度来衡量和评价企业的社会责任,而应该从利益相关者理论出发来审视企业应承担的社会责任。

顾雷雷(2020)等关于企业社会责任与融资约束的探讨看出企业具有更强的社会责任感,更高的履行质量,能够更好地降低融资约束[6]。相对于国外关于社会责任的研究而言,我国在这一领域的研究起步比较晚,其研究的深度也没有国外那么深,在许多方面都需要借鉴国外的经验,这也造成了我国在这一方面一直以来都受到国外的影响。

综上,通过对各方学者研究结果的研究学习,可以发现国外对于融资约束与企业社会责任的研究虽然走在了前列,但我国的学者也基于我国的国情作出了大量的研究,其中有基于家族继任 CEO 对于社会责任的影响,认为身份重叠会让二代领导人对家族企业的情感和经济利益高度重视,也更愿意把公司当成家庭的一部分,以确保家族财富的长期传承。通过对这些基于我国市场环境背景的论文的学习,本文认为,年长的 CEO 通常具有较高的风险意识,他们能够更好地识别和应对企业在履行社会责任过程中遇到的风险。CEO 年龄通过融资约束与企业的社会责任之间呈现正相关关系,且当 CEO 年龄越高时,对于企业社会责任表现就越好。

## 2.1. CEO 年龄与企业社会责任

利益相关者理论是上世纪六十年代兴起于西方国家的一种新的公司理论。在传统的公司治理中,企业只为股东所有,所有的公司决策都由股东做出,企业社会责任成为一个空洞的概念[7]。斯坦福大学研究所于 1963 年提出,一个公司不但要满足股东的利益,而且要满足其他利益相关者的要求,企业无法单独生存,要依赖于各利益相关者的支持,使大家认识到利益相关者的重要性。利益相关者越多,商业声誉就会越好。除此之外,从声誉惩罚的角度来看,当职业经理人在任期内遭遇道德风险丑闻时,他的个人声誉会下降,职位也会发生变化。CEO 年龄的增加将会对其声誉、与市场建立互信基础有很大的帮助。CEO 年龄与其领导风格和决策行为密切相关。钟海燕,张猛[8]认为年长的 CEO 往往拥有丰富的管理经验和成熟的思维模式,更注重企业的长期可持续发展。因此,他们可能更愿意关注企业社会责任,并将其纳入战略规划中。相反,年轻的 CEO 可能对创新和短期业绩更为关注,从而忽视了企业社会责任的重要性。

此外,CEO 年龄对企业社会责任的风险管理也产生影响。年长的 CEO 通常具有较高的风险意识,他们能够更好地识别和应对企业在履行社会责任过程中可能遇到的风险。相反,年轻的 CEO 可能过于自信,忽略了企业社会责任的风险管理,从而影响企业社会责任的有效履行。综上所述,提出如下假设:

假设 1: CEO 年龄对企业社会责任的履行具有显著影响,年长的 CEO 更有利于企业社会责任的履行。

## 2.2. 融资约束的中介效应

委托代理理论认为,企业的经营者与外部利益相关者存在着代理关系[9]。其后, Jensen (1976)等对代理理论的发展也作出了重要贡献[10]。外部相关者更多的是将公司的利润放在第一位,而经理人则更多的是以自身利益为重[11]。年长的 CEO 通常具有丰富的管理经验和行业知识,能够更好地评估和应对市场风险,从而提高企业的信誉和吸引力。此外,他们在职业生涯中积累的人脉资源和社会关系,有助于与投资者、银行和政府部门建立良好的合作关系,从而降低企业的融资约束。相反,年轻的 CEO 通常具有更强的创新能力和对新兴市场的敏锐度,这有助于企业在激烈的市场竞争中赢得一席之地。在这种情况下,企业可能会削减或推迟在环境保护、员工福利和社会公益等方面的投入,从而降低企业在社会责任

方面的表现。张长征，张姣认为 CEO 年龄与企业绩效水平挂钩[12]。此时，企业可能会更加重视环境、社会和治理方面的表现，以提高公司声誉和市场价值。例如，企业可能加大对环保设施的投资，提升员工待遇，积极参与社区建设等。

因此，在分析融资约束对企业社会责任的影响时，需要综合考虑企业的具体情况和市场环境。一般情况下，融资约束可能对企业社会责任的履行产生负面影响，但在特定条件下，适度的融资约束也可能促使企业更加关注社会责任。

综上所述，提出如下假设：

假设 2：CEO 年龄对企业社会责任的影响受到融资约束的负向中介作用。

### 2.3. CEO 年龄对企业社会责任影响的产权异质性

国有企业通常受到政府监管和支持，具有较强的市场地位和资源优势。相对而言，非国有企业往往面临更为激烈的市场竞争，依赖市场和投资者的信任来获取资源和发展。因此，两者在公司治理结构、企业文化和目标导向等方面存在明显差异。

在国有企业中，由于政府的监管和支持，企业往往具有较强的资源保障和市场地位，因此对于 CSR 的履行，可能受到内外部压力和监管要求的影响更大。在这种情况下，CEO 年龄对 CSR 的影响可能相对较小，因为企业的社会责任表现更多地受到政策导向和制度约束的影响。

在非国有企业中，市场竞争和投资者信任对企业的生存和发展起着关键作用。在这种情况下，年长的 CEO 可能会更加重视 CSR，以提高企业声誉和吸引投资。

因此，非国有企业中 CEO 年龄对企业社会责任可能产生显著正向影响。

综上所述，提出如下假设：

假设 3a：国有企业 CEO 年龄对企业社会责任的影响不显著。

假设 3b：非国有企业 CEO 年龄对企业社会责任产生显著正向影响。

## 3. 实证研究设计

### 3.1. 样本选取与数据来源

在样本的选取上，结合数据的可获得性，本文选择沪深 A 股上市公司作为研究对象，将样本时间区间选择至 2010~2021 年。本文对样本进行了如下处理：1) 删除 ST 以及\*ST 企业；2) 剔除当年新上市即退市企业；3) 剔除上市不满一年企业；4) 剔除金融行业公司；5) 对于核心变量存在缺失的数据进行剔除；6) 为了避免极端异常值可能对结果产生影响，对连续变量进行双边 1% 缩尾处理。经上述处理后，剩余 3210 家上市企业，共计 25,687 个观测数。本文的企业社会责任数据来自于和讯网，其余数据均来自于 CSMAR 数据库。

### 3.2. 相关变量选取与定义

#### 1) 被解释变量

关于企业社会责任的衡量指标，本文借鉴冯丽艳等[13]的研究，并根据和讯网公布的我国上市公司社会责任综合评分对样本企业社会责任表现进行衡量。使用和讯网的企业社会责任评级分数，该分数介于 0~100 之间，考虑到数据波动性，本文将原始得分除以 100 进行处理。

#### 2) 解释变量

CEO 指的是上市公司年报中披露的公司的实际控制人，一般是指拥有实际控制权的自然人或法人，其年龄采用自然对数值衡量。

3) 中介变量

融资约束(SA): 为了构建 SA 指数, 本文参考已有研究, 利用两个外生变量企业规模和企业年龄来衡量融资约束。其中 SA 指数计算公式如下:  $SA = -0.737*Size + 0.043*Size^2 - 0.040*Age$ , 当 SA 指数越低时, 就意味着企业的融资约束程度就越低, 企业更加自给自足, 不需要过度依赖外部融资, 因此企业的融资成本更低, 融资难度更小, 有更大的发展空间。反之, SA 指数越高, 表示企业的融资约束程度越高。

4) 控制变量

关于控制变量, 本文以已有的研究为基础, 参照颜剩勇(2021) [14]等人的方法, 选择了以下几个控制变量, 如表 1 所示。选取企业规模(size)、资产负债率(lev)、经营现金流(cash)、股权集中度(center)、股权制衡度(balance)以及流动比率(cr)作为控制变量, 以减少因遗漏而产生的内生性偏差。

Table 1. County level planning schedule

表 1. 县域等级规划一览表

变量类别	变量名称	变量代码	衡量标准
被解释变量	企业社会责任	CSR	和讯网企业社会责任评级得分
解释变量	CEO 年龄	Age	CEO 年龄自然对数值
调节变量	融资约束	Sa	$SA = 0.737*Size + 0.043*Size^2 - 0.040*Age$
控制变量	资产负债率	Lev	总负债与总资产之比
	经营现金流	Cash	经营性现金流净额与总资产之比
	股权集中度	Center	第 1 大股东持股比例
	股权制衡度	Balance	第 2~5 大股东持股比例/第 1 大股东持股比例
	流动比率	Cr	流动资产与流动负债之比

3.3. 模型设计

1) 基准回归模型

$$csr_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 age_{it} + \alpha_2 Control_{it} + Y_t + I + \varepsilon_{it}$$

式中  $i, t$  分别表示企业和年份;  $csr$  表示企业社会责任水平;  $age$  表示企业 CEO 年龄; 控制变量用  $Control$  来表示, 包含了企业规模(size)、资产负债率(lev)、经营现金流(cash)、股权集中度(center)、股权制衡度(balance)以及流动比率(cr);  $Y_t$  是一种用于排除宏观经济条件等不会随着个体的改变而改变的因素对其影响的年度虚拟变量;  $I$  是一种用于减轻行业特性对研究成果产生影响的行业虚拟变量。

2) 中介效应模型

为了检验 CEO 年龄是否通过缓解融资约束从而对企业社会责任发挥正向的作用, 本文以温忠麟和叶宝娟[15]提出的中介效应方法为参考进行检验:

$$csr_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 age_{it} + \alpha_2 Control_{it} + Y_t + I + \varepsilon_{it} \tag{1}$$

$$SA_{it} = \phi_0 + \phi_1 age_{it} + \phi_2 Control_{it} + Y_t + I + \mu_{it} \tag{2}$$

$$csr_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 age_{it} + \gamma_2 SA_{it} + \gamma_3 Control_{it} + Y_t + I + \tau_{it} \tag{3}$$

在此次模型的分析中,融资约束(SA)作为 CEO 年龄与对企业社会责任的中介变量。模型(1)是基准回归模型,按照中介效应检验步骤,系数  $\alpha_1$  是指 CEO 年龄对企业社会责任的影响程度,模型(2)中的系数  $\phi_1$  检验了 CEO 年龄对中介变量融资约束的影响,而模型(3)中的  $\gamma_1$  是表示在进行中间变量控制的融资限制之后,探究 CEO 年龄对企业社会责任产生的直接作用。系数  $\gamma_2$  与模型(2)中系数  $\phi_2$  的乘积为融资约束在 CEO 年龄对企业社会责任影响中所发挥的中介效应。

## 4. 实证分析

### 4.1. 描述性分析

表 2 中列出了各个变量的描述性统计数据。如表 2 所示,社会责任(csr)的均值为 0.238,标准差为 0.160,表明样本企业在社会责任方面的表现存在一定的差异。最低分为-0.038,而最高分为 0.744,表面企业间在社会责任履行方面存在较大的差距。CEO 年龄(age)的均值为 3.893,标准差为 0.138,反映出 CEO 年龄在不同企业间有一定的差异。最小值为 3.178,最大值为 4.394,说明样本中的 CEO 年龄分布较广。融资约束(SA)的均值为-3.786,标准差为 0.246,说明样本企业在融资约束程度上存在一定差异。最小值为-4.379,最大值为-3.117,反映出样本企业在融资约束程度上的差别。

Table 2. Descriptive statistics of variables

表 2. 变量描述性统计

变量名	样本量	最小值	中位数	平均值	最大值	标准差
社会责任 csr	25,687	-0.038	0.214	0.238	0.744	0.160
CEO 年龄 age	25,687	3.178	3.912	3.893	4.394	0.138
融资约束 SA	25,687	-4.379	-3.792	-3.786	-3.117	0.246
企业规模 size	25,687	14.942	22.050	22.226	28.543	1.338
资产负债率 lev	25,687	0.055	0.433	0.437	0.888	0.207
经营现金流 cash	25,687	-0.172	0.043	0.044	0.238	0.070
股权集中 center	25,687	0.092	0.322	0.345	0.743	0.147
股权制衡 balance	25,687	0.026	0.530	0.691	2.661	0.583
流动比率 cr	25,687	0.003	0.016	0.023	0.158	0.024

### 4.2. 相关性分析

各变量相关性分析见表 3,分析结果如下:1) 变量的相关系数绝对低于 0.8,在此基础上,可以初步判断出各变量之间不存在多重共线性问题;2) 从核心解释和被解释变量之间的关系来看,CEO 年龄与企业社会责任间存在显著的正相关。

### 4.3. 多元回归结果分析

表 4 展示了基准回归结果的分析,所有回归模型都包含了行业和年度固定效应。在模型(1)中,仅考虑了 CEO 年龄(age)对企业社会责任(csr)的影响。结果显示,CEO 年龄的系数为 0.0544,显著性水平达到 1%。这表明,在不考虑其他影响因素的情况下,CEO 年龄对企业社会责任具有显著正向影响。换句话说,CEO 年龄较大的公司在履行企业社会责任方面表现得更为积极。

**Table 3.** Variable correlation statistics  
**表 3.** 变量相关性统计

	csr	age	size	lev	cash	center	balance	cr
csr	1							
age	0.015**	1						
size	0.265***	0.121***	1					
lev	-0.020***	0.023***	0.492***	1				
cash	0.172***	0.058***	0.065***	-0.161***	1			
center	0.182***	0.048***	0.236***	0.073***	0.083***	1		
balance	-0.070***	-0.025***	-0.105***	-0.133***	-0.009	-0.669***	1	
cr	0.042***	-0.026***	-0.336***	-0.641***	0.022***	-0.024***	0.092***	1

\*\*\*p < 0.01, \*\*p < 0.05, \*p < 0.1。

**Table 4.** Analysis of benchmark regression results  
**表 4.** 基准回归结果分析

变量	(1)	(2)
	csr	csr
CEO 年龄	0.0544*** (7.9546)	0.0160** (2.5563)
企业规模		0.0480*** (57.9168)
资产负债率		-0.1622*** (-25.5681)
经营现金流		0.3277*** (25.5848)
股权集中度		0.0983*** (11.8573)
股权制衡度		0.0126*** (6.2764)
流动比率		0.0471 (0.9843)
常数项	0.0265 (0.9944)	-0.8777*** (-30.5178)

续表

样本量	25,686	25,686
R 平方	0.145	0.293
行业固定	YES	YES
年份固定	YES	YES

t-statistics in parentheses; \*\*\* $p < 0.01$ , \*\* $p < 0.05$ , \* $p < 0.1$ 。

在模型(2)中, 我们加入了一系列控制变量以考虑其他可能影响企业社会责任的因素。在控制了这些因素后, CEO 年龄(age)的系数降低为 0.0160, 但仍然具有 5%水平显著性。这意味着, 在控制其他因素的影响后, CEO 年龄对企业社会责任仍然存在显著的正向影响。即使在考虑了其他可能的影响因素之后, 较年长的 CEO 所领导的企业仍然在履行企业社会责任方面表现得更为积极。这可能是由于较年长的 CEO 在工作经验、管理经验和道德观念方面具有更丰富的积累, 使他们更关注企业在经济、环境和社会层面的可持续发展。因此, 较年长的 CEO 可能更倾向于引导企业积极履行社会责任。

总结来说, 本研究的实证分析结果表明, CEO 年龄对企业社会责任具有显著的正向影响, 验证假设 1。

#### 4.4. 中介效应分析

为了验证 CEO 年龄是否通过缓解融资约束从而对企业社会责任发挥正向的影响, 建立了中介效应模型, 并对其进行了实证研究, 通过逐步回归检验法进行检验。

由表 5 中列(1)的回归结果可以看出, CEO 年龄能够促进企业社会责任, 它在 5%的显著性水平上为正, 具有正向的激励效果; 列(2)的回归分析显示, CEO 年龄在 1%的水平上显著为负, 说明 CEO 年龄可以有效地减轻融资约束, CEO 年龄越大, 融资约束程度越低; 列(3)的回归结果表明, 在融资约束的影响下, CEO 年龄对企业社会责任正向影响具有 1%的显著性水平, 同时融资约束指数 SA 的回归系数为-0.0151, 在 1%的水平上显著为负, 所以企业社会责任被融资约束所影响, 且在融资限制的影响下 CEO 年龄小于先前未被其影响的回归结果, 即  $0.0154 < 0.0160$ , 因此 CEO 年龄能够降低企业的融资约束, 从而提高企业的社会责任, 融资约束则起到一定的中介作用。至此, 假设 2 得到验证。

**Table 5.** Analysis of mediated regression results

**表 5.** 中介回归结果分析

变量	(1)	(2)	(3)
	csr	SA	csr
CEO 年龄	0.0160** (2.5563)	-0.0344*** (-3.5242)	0.0154** (2.4731)
融资约束			-0.0151*** (-3.7765)
企业规模	0.0480*** (57.9168)	0.0142*** (10.9561)	0.0482*** (58.0544)
资产负债率	-0.1622*** (-25.5681)	-0.0449*** (-4.5365)	-0.1629*** (-25.6715)



续表

经营现金流	0.3277*** (25.5848)	-0.0607*** (-3.0364)	0.3268*** (25.5152)
股权集中度	0.0983*** (11.8573)	0.3948*** (30.4996)	0.1043*** (12.3578)
股权制衡度	0.0126*** (6.2764)	0.0788*** (25.1263)	0.0138*** (6.7880)
流动比率	0.0471 (0.9843)	0.8625*** (11.5535)	0.0601 (1.2540)
常数项	-0.8777*** (-30.5178)	-4.1559*** (-92.5480)	-0.9405*** (-28.3136)
观测值	25,686	25,686	25,686
R 平方	0.293	0.277	0.293
行业固定	YES	YES	YES
年份固定	YES	YES	YES

t-statistics in parentheses; \*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.1。

#### 4.5. 产权异质性分析

为了验证不同产权性质下 CEO 年龄对企业社会责任的影响，分别从国有企业与非国有企业角度进行分组回归。表 6 展示了在不同产权属性下，CEO 年龄对于企业社会责任产生的影响。将国有企业和非国有企业分为两组，并对这两组企业进行回归分析。我们可以观察到产权性质对 CEO 年龄与企业社会责任的异质性。

Table 6. Grouping regression result table

表 6. 分组回归结果表

变量	(国有企业)	(非国有企业)
	csr	csr
CEO 年龄	-0.0149 (-1.0287)	0.0154** (2.3951)
企业规模	0.0549*** (38.1964)	0.0413*** (39.4140)
资产负债率	-0.2121*** (-18.5246)	-0.1278*** (-17.0822)
经营现金流	0.2564*** (10.6893)	0.3630*** (25.3189)

续表

股权集中度	0.0659*** (4.4544)	0.1289*** (12.9763)
股权制衡度	0.0113*** (2.6773)	0.0174*** (7.8440)
流动比率	0.2587** (2.2100)	0.1199** (2.4208)
常数项	-0.8657*** (-14.4079)	-0.7667*** (-23.1220)
样本量	10,079	15,590
R 平方	0.341	0.258
行业固定	YES	YES
年份固定	YES	YES

t-statistics in parentheses; \*\*\*p &lt; 0.01, \*\*p &lt; 0.05, \*p &lt; 0.1。

以国有企业为研究对象的样本中，CEO 年龄(age)对企业社会责任(csr)的系数为-0.0149，t 统计量为-1.0287，尽管负相关，但在 10%的显著性水平下并未达到显著性。这表明，在国有企业中，CEO 年龄对企业社会责任的影响并不显著。然而，在非国有企业子样本中，CEO 年龄(age)对企业社会责任(csr)的系数为 0.0154，t 统计量为 2.3951，在 5%的显著性水平下具有显著性。这意味着，在非国有企业中，CEO 年龄对企业社会责任具有显著的正向影响。换句话说，非国有企业中年龄较大的 CEO 在履行企业社会责任方面表现得更为积极。

综上所述，表 6 的分组回归结果揭示了产权异质性对 CEO 年龄与企业社会责任关系的影响。在国有企业中，CEO 年龄对企业社会责任没有明显影响，而在非国有企业中，CEO 年龄对企业社会责任具有显著的正向影响，本文的假设 3 得到验证。

#### 4.6. 稳健性检验

对于稳健性检验，本文替换被解释变量，用润灵环球企业社会责任评分(Score)替换原有的被解释变量 csr；此外，考虑疫情可能对结果产生的影响，将样本时间缩短，变为 2010~2019 年，表 7 展示具体结果。

**Table 7.** Robustness test of benchmark regression results

**表 7.** 基准回归结果的稳健性检验

VARIABLES	Score	csr
CEO 年龄	0.0765*** (6.8137)	0.0140** (2.0097)
企业规模	0.0417*** (31.6977)	0.0523*** (56.5684)
资产负债率	-0.0568*** (-5.0577)	-0.1674*** (-23.9622)

续表

经营现金流	0.0586*** (2.7029)	0.3146*** (22.3595)
股权集中度	0.1103*** (8.4235)	0.0913*** (10.0365)
股权制衡度	0.0303*** (9.0098)	0.0122*** (5.4855)
流动比率	-0.1434 (-1.4645)	0.0370 (0.7167)
常数项	-0.8818*** (-17.9543)	-0.9509*** (-29.6588)
样本量	5903	22,699
R 平方	0.402	0.288
行业固定	YES	YES
年份固定	YES	YES

t-statistics in parentheses; \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 。

由表 7 结果可知，无论是替换被解释变量的衡量方式还是考虑疫情的影响，所得的结论与基准回归结论一致，即 CEO 年龄可以显著的增强企业社会责任，表明本文核心结论较为稳健。

## 5. 研究结论与建议

本文选取 2010~2021 年度 A 股公司作为样本，对企业社会责任、融资约束和 CEO 年龄之间的关系进行了研究，并对比了企业社会责任在不同的产权属性下的表现。

第一，CEO 年龄对企业社会责任的履行具有显著影响，年长的 CEO 可能更有利于社会责任的实现。其内部机制是：公司外部人员获得信息的渠道较少，年龄较大的 CEO 可以更好地扩大获得信息的渠道，从而更易于获得投资者的信任，对自身产生激励，更好地履行社会责任。

第二，CEO 年龄对企业社会责任的影响受到融资约束的中介作用。履行社会责任能够减轻融资约束，它的执行质量越高，减轻的效果就会越好。由于信息不对称、委托代理问题等原因，企业在融资过程中存在着融资约束。企业的 CSR 可以向外部传递正面的信息，外部人员会更愿意信任这类具有良好社会责任的企业，这样就可以缓解上面提到的两个问题，减轻融资约束。

第三，研究了 CEO 年龄如何对社会责任发挥作用。文章通过构建一个数学模型，对其进行中介效应检验，发现在某种程度上具有资金约束的企业能够通过社会责任来减轻。并指出其通过影响融资约束进而影响社会责任，CEO 年龄对企业社会责任的影响受到融资约束的中介作用，验证部分中介作用。本文提出以下建议：

1) 积极改善融资环境，拓宽融资渠道。根据本文结论，我们要积极改进融资环境，扩大融资渠道。结果表明，由于投资活动的进行离不开资本的支撑，因此，融资约束会对企业的投资行为产生较大的影响。我国公司在发展的时候，都会遇到资金不足的问题，政府应该在其中起到积极的作用，从而改善公司的融资环境。现阶段，我国企业在获取融资方面比较困难，融资成本也相对较高。而这一现状，需要

政府在政策上进行扶持,鼓励和引导银行等金融机构加大对企业的扶持力度,要从资金的供给方面入手,拓宽获得资金的渠道,鼓励金融市场开发新产品,支持银行等金融机构提升它们的金融服务等。

2) 树立新发展理念,培育企业社会责任意识。按照本文结论,一方面,社会责任可以缓解融资约束,而且这种缓解效果在国有企业中更好,另一方面,年长的 CEO 更能履行社会责任。因此,对一个公司而言,履行社会责任的行为并不只是单纯的付出,它还可以给公司带来一定的经济利益。年轻的 CEO 通常具有更强的创新能力和对新兴市场的敏锐度,培养和加强年轻 CEO 的社会责任感有助于企业在竞争激烈的市场中保持领先地位。若要加强公司的社会责任,提高公司的业绩水准,除了要有政府的激励与扶持外,还需要公司自己的努力。

3) 加强对年轻 CEO 社会责任意识的培养。中国经济的高速发展,使年轻一代的 CEO 越来越多地走上了商业舞台。在商业舞台上,年轻一代的 CEO 们普遍表现出了很强的事业心和责任感,他们为中国的经济发展做出了巨大的贡献。在学校教育中增加对社会责任课程,例如在高校中开设“企业社会责任”课程,并定期举行“企业社会责任论坛”,帮助学生建立对社会责任的正确认知。为企业年轻 CEO 提供更多的实践机会,例如通过实习计划、建立实习基地等形式,让年轻 CEO 接触实际工作。

## 参考文献

- [1] 冷建飞,高云. 融资约束下企业社会责任信息披露质量与创新持续性——中小板企业数据分析[J]. 科技进步与对策, 2019, 36(11): 77-84.
- [2] 沈艳,蔡剑. 企业社会责任意识与企业融资关系研究[J]. 金融研究, 2009(12): 127-136.
- [3] Greenfield Albert, M. (1953) "Book-Review" Social Responsibilities of the Businessman. *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, **290**, No. 3.
- [4] 李茜,徐佳铭,熊杰,刘海鑫. 企业社会责任一致性对财务绩效的影响研究[J]. 管理学报, 2022, 19(2): 245-253.
- [5] 崔巍,贺琰. 危机时期企业社会责任与股票收益的关系研究[J]. 财经理论与实践, 2021, 42(6): 59-66.
- [6] 廖婧琳,胡妍,项后军. 数字普惠金融发展缓解了企业融资约束吗?——基于企业社会责任的调节效应[J]. 云南财经大学学报, 2020, 36(9): 73-87.
- [7] 王晓庆. CEO 媒体关注对企业财务绩效的影响——企业社会责任的中介作用[D]: [硕士学位论文]. 兰州: 兰州理工大学, 2019.
- [8] 钟海燕,张猛. CEO 年龄对企业风险承担与资本配置效率的影响研究[J]. 会计之友, 2014(21): 52-54.
- [9] 王晓祥. CFO 内部董事、决策权配置与投资效率: 来自我国资本市场的实证证据[D]: [硕士学位论文]. 南昌: 江西财经大学, 2018.
- [10] Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, **3**, 305-360.
- [11] 赵艳薇. 我国上市公司内部控制审计收费影响因素研究[D]: [硕士学位论文]. 石家庄: 河北经贸大学, 2015.
- [12] 张长征,张姣. CEO 年龄与企业绩效水平及其波动性的实证研究[J]. 生产力研究, 2018(3): 112-117.
- [13] 冯丽艳,肖翔,程小可. 社会责任对企业风险的影响效应[J]. 南开管理评论, 2016, 19(6): 141-154.
- [14] 颜剩勇,王典. “一带一路”企业社会责任、融资约束与投资效率[J]. 财经科学, 2021(2): 45-55.
- [15] 温忠麟,叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 2014, 22(5): 731-745.