

企业社会责任、 融资约束与企业金融化

顾雷雷 郭建鸾 王鸿宇

(中央财经大学商学院 北京 100081)

摘要: 企业承担社会责任能够通过与利益相关者进行资源交换获得战略资源,但是战略资源对企业绩效的影响取决于企业的投资方向。在实体企业金融化愈演愈烈的经济环境下,本文利用 2010—2017 年中国 A 股非金融上市公司数据重点探讨了企业社会责任对企业金融化的影响及其作用机制。研究结果表明:(1) 企业社会责任提高了企业的金融资产配置水平,存在“金融化效应”;(2) 融资约束在企业社会责任对企业金融化的影响中具有部分中介作用,企业社会责任通过缓解融资约束加剧了企业金融化;(3) 企业社会责任的“金融化效应”仅在外部监管力度较弱的非国有企业、内部治理水平较低的低股权集中度企业中存在,行政外部监督和企业内部监督能够在“融资约束—企业金融化”过程中对管理层的机会主义行为发挥治理作用;(4) 识别机制检验证实了中国企业金融化主要出于利润最大化的“投资替代”动机。以上结论为政策制定者规范企业社会责任报告披露方式、引导金融回归实体经济具有借鉴意义。

关键词: 企业社会责任; 企业金融化; 融资约束; 股东价值主义

JEL 分类号: E22 ,G32 ,M14 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002 - 7246(2020) 02 - 0109 - 19

一、引言

自 20 世纪 70 年代以来,企业社会责任这一议题在理论研究和企业实践两条线上并行推进,中国企业的社会责任实践逐渐步入规范化发展阶段。然而在发展过程中,中国企业在履行社会责任时仍存在一系列问题。根据润灵环球统计,2017 年共有 795 家上市公司披露了社会责任报告,但超过半数的报告均为应规披露,自愿性披露动机较弱;企业社会责任平均评级得分为 43.25 分,整体质量不高。此外,在中国的企业社会责任实践中,企业伪善、政治寻租等企业社会责任异化现象尤为突出。企业追求利益的本质终究会抵

收稿日期: 2019 - 02 - 16

作者简介: 顾雷雷,管理学博士,副教授,中央财经大学商学院, E-mail: leilei.gu@hotmail.com.

郭建鸾,管理学博士,教授,中央财经大学商学院, E-mail: guojianluan@sina.com.

王鸿宇(通讯作者),博士研究生,中央财经大学商学院, E-mail: 2018110129@email.cufe.edu.cn.

* 本文感谢国家自然科学基金(71903208)、教育部人文社科基金(19YJA630022)的资助,感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

消甚至扭曲其在社会责任方面所做的努力,并引发严重的经济后果。现有文献虽然揭示了企业社会责任可能存在股价崩盘风险等不利影响,但尚未关注企业社会责任对企业投资行为,尤其是金融资产投资行为的影响。

社会交换理论认为,企业社会责任是基于企业与社会其他成员之间的社会资源交换关系成立的。企业承担社会责任能够帮助企业获得资金等战略资源,减小资本约束,进而对金融和实体投资产生影响。近年来,中国实体经济经营环境趋紧、下行压力不断加大,“金融化”逐渐演变成中国社会经济运行的主要形态,成为非金融企业改善财务状况、追求短期利润的重要手段。Wind 统计数据显示,2010 年至 2017 年,中国非金融上市公司持有金融资产与固定资产的比值平均达到 22%,且呈逐年上升的态势,金融渠道获利占净利润的比值超过 20%。企业对金融资产的过度投资分散了主营业务发展的资源,挤占和压缩了实体投资的资金,长期来看将损害企业价值,加剧经济“脱实向虚”。

本文利用 2010—2017 年中国 A 股非金融上市公司的数据分析企业社会责任对企业金融化的影响和作用机制,主要贡献体现在以下两个方面:第一,为**股东价值主义**视角下企业社会责任的经济后果研究提供了文献补充。对于“企业社会责任对企业价值的影响”,目前存在**股东价值主义**和**管理层自利主义**两种对立的假说,学者们就此展开了广泛和深入的研究。从股东价值主义出发,企业社会责任能够为企业带来关键资源(Cheng et al., 2014),有利于提升企业价值;从管理层自利主义出发,企业社会责任容易造成企业社会责任过度投资(Rubin, 2010)、提高股价崩盘风险(权小锋等, 2015)等不良经济后果。然而现有文献较少关注基于股东价值主义的企业社会责任行为的潜在负面影响。本文立足于企业社会责任的**股东价值主义假说**,检验企业社会责任对企业金融化的影响。研究发现,企业能够通过承担社会责任获得关键资源、缓解融资约束,间接提高金融资产配置比例、加重金融化,进而对企业价值产生潜在负面影响。以上研究发现调和了股东价值主义和管理层自利主义两种对立的观点,为解释企业社会责任对企业价值的影响提供了新视角和新路径,丰富和扩展了现有的研究体系。中国当前正处于企业社会责任接轨现代管理实践的关键时期,本文对股东价值主义视角下企业社会责任经济后果的研究能够提供转轨经济国家的经验证据。

第二,为企业金融化动机的识别机制研究提供了独特视角。现有文献大多是在经济或财务框架下探究企业金融化的动机(胡奕明等, 2017; 彭俞超等, 2018ab; 刘贯春等, 2018),并未考虑非财务因素对金融资产配置的影响。本文突破以往文献的固有局限,利用企业社会责任这一重要的非财务因素识别企业金融化的动机。这种识别方式能够过滤掉宏观因素和市场因素的干扰,真实地剖析管理层的金融投资意图。

二、文献综述与理论演绎

(一) 企业社会责任

企业社会责任(Corporate Social Responsibility)是指企业在创造利润、促进股东财富最

大化之外,还需要进一步承担对利益相关者的责任(McWilliams and Siegel 2001)。关于“企业承担社会责任是否有利于提升企业价值”的问题,学者们展开了激烈的争论,总体上可以归纳为有利于提高企业财务绩效的股东价值主义假说和损害企业长期价值的管理层自利主义假说两种对立的观点。

1. 股东价值主义

资源依赖理论和利益相关者理论构成了企业社会责任股东价值主义观的理论基础。资源依赖理论强调,组织的生存需要从周围环境中汲取资源,其竞争优势的构建依赖于利益相关者所掌握的核心资源。而基于利益相关者理论,企业发展社会资本,即与供应商、客户、竞争对手以及政府等外部组织合作,可以实现优势互补,克服资源有限的约束。该理论指出,企业可以看作是与股东、员工、供应商、客户、消费者、社区、政府、社会等各利益相关者所构成的一系列关系的集合。企业承担社会责任可以较好地满足利益相关者的期望,有利于获取利益相关者手中的关键性战略资源。因此在股东价值主义观下,企业社会责任的资源集聚作用可以为企业带来竞争优势,提升企业价值。企业社会责任体现了股东利益。

根据资源依赖理论和利益相关者理论,企业承担社会责任有利于获得银行、投资者等利益相关者手中的金融资源,主要表现为缓解企业面临的融资约束问题(冉戎等 2016): (1) 对于受到信贷歧视的企业,企业社会责任一方面可以弥补财务报告反映不完全信息的缺陷,降低银行和企业之间的信息不对称程度,为企业争取到更多的信贷资金支持和更长的贷款期限(Goss and Roberts 2011);另一方面,通过帮助企业建立政治关联(李姝和谢晓嫣 2014),企业社会责任能够促使银行等机构增加对企业的信贷资金供给(余明桂和潘红波 2008)。(2) 对于股权融资受限的企业,承担社会责任向市场传递了企业财务绩效良好、具备社会责任意识的信号(闫海洲和陈百助 2017),可以降低投资者对企业未来经营不确定性的担忧,增强投资者的投资意愿,降低权益资本成本(Ghoul et al. 2011)。

2. 管理层自利主义

委托代理理论是企业社会责任管理层自利主义观的理论基础。以Friedman为代表的学者认为,社会责任投资是服务于管理层利益的,体现了管理层的机会主义投机动机,本身就是一种代理成本。管理者倾向于通过社会责任过度投资提升个人声誉(Rubin, 2010),造成企业资源的浪费。在管理层自利主义假说下,企业社会责任的信息传递效应被扭曲为信息遮蔽效应,管理者企图通过良好的社会责任表现来掩盖或转移公众对其不端行为的关注(高勇强等 2012)。

对管理层自利主义假说下企业社会责任的消极影响的研究表明,企业社会责任掩盖了管理层的盈余管理行为、提高了审计师对企业的风险估价、加剧了股价崩盘风险(权小锋等 2015; 田利辉和王可第 2017),损害了股东利益和企业价值。但是现有文献较少从股东价值主义出发,在企业获取关键资源的前提下,探讨企业社会责任可能引发的潜在负面影响。本文关注企业社会责任对企业金融化的影响。

近年来,中国非金融企业出现了热衷于购买理财产品、发放委托贷款、使用外源融资从事金融投资的趋势,即金融化现象。由于金融投资的收益率远高于实体投资,实体企业

配置金融资产能够在短期内显著地改善企业的财务状况。然而从长期来看,金融资产过度投资挤出了主营业务发展的资源,阻碍了企业核心竞争力的构建,甚至影响整个实体经济。本文基于股东价值主义视角,探讨企业社会责任的潜在负面影响,并利用企业社会责任识别企业金融化的动机,为解释企业社会责任对企业价值的影响提供新视角和新路径。

(二) 企业金融化

Krippner 对金融化(Financialization)的定义被广泛接受,即利润对金融投资活动的依赖性高于生产贸易活动。现有研究对微观层面企业金融化的定义大部分基于非金融企业金融化的特征,包括非金融企业对金融资产和金融机构的投资不断增加。基于已有研究,本文将企业金融化定义为非金融企业增加对金融资产以及类金融资产(如投资性房地产)投资的行为。

企业进行金融资产投资的动机可以分为服务实体经济的“蓄水池”动机和阻碍实体经济发展的“投资替代”动机两大类。“蓄水池”动机是指企业以流动性储蓄为出发点配置金融资产,目的是缓解企业面临的融资约束问题。非现金金融资产具有类似于现金资产的较强的流动性,是流动性管理的有效工具。企业在发现潜在投资机会或面临财务困境时,可以选择将金融资产迅速变现以补充流动性、缓解资金压力,尤其是对于存在融资约束问题的企业,金融资产的“流动性管理工具”特征更加明显(Almeida et al., 2004)。根据“投资替代”动机,资本套利被认为是企业金融化的本质。在实体经济持续低迷的大环境下,管理者既面临着提高股东回报率和偿还企业债务的外部压力,又面临着薪酬考核和职位晋升的内部压力。基于委托代理理论,短视的管理者将选择配置更多高收益金融资产(余琰和李怡宗, 2016),至少在短期内促进企业绩效的提升。

不同目的下的企业金融化行为引致的经济后果大相径庭。为了有针对性地制定防范和化解经济“脱实向虚”风险的改革政策,首先需要建立企业金融化动机的识别机制。已有研究主要从影响企业金融化的外部因素、金融化行为的结果两个角度进行识别:(1) 金融资产投资行为往往受到宏观经济形势的影响。当经济处于上行期、M2 较低时,企业会增加对非现金金融资产的配置,表明企业配置非现金金融资产在一定程度上存在“投资替代”动机(胡奕明等, 2017)。这与彭俞超等(2018a)的研究结论一致:当经济政策不确定性上升时,企业金融化呈下降趋势,证明企业金融化主要是出于投机动机。(2) 不同的金融化动机对企业资本结构、创新投资、企业价值和风险等的影响存在差异。基于流动性储蓄目的配置金融资产能够降低企业杠杆率(刘贯春等, 2018),而投机动机下的金融化行为会抑制企业创新投资、降低企业价值、增加财务风险和股价崩盘风险(彭俞超等, 2018b)。通过检验金融化对企业的影响可以识别“蓄水池”动机与“投资替代”动机。以上识别机制均建立在经济或财务分析框架上,并未考虑非财务因素的影响。本文引入企业社会责任这一非财务视角,试图突破从经济和财务视角考察企业金融化影响因素的固有局限,进一步剖析管理层的行为策略及其市场后果。

本文基于企业社会责任的股东价值主义假说,分别在“蓄水池”动机和“投资替代”动机下推导企业社会责任对企业金融化的影响。如果企业金融化更多体现的是服务实体经

济的“蓄水池”动机,随着企业社会责任承担水平的不断提高,企业能够通过增加利益相关者的信任度集聚更加广泛的金融资源,缓解企业面临的融资约束问题,从而弱化通过金融资产投资进行预防性储蓄的动机,企业的金融资产配置水平将会下降。相反,如果企业金融化更多体现的是阻碍实体经济发展的“投资替代”动机,那么企业社会责任对融资约束的缓解作用就会成为金融资产投资的资金来源,导致企业的金融资产配置比例提高。因此,关于企业社会责任对企业金融化的影响,本文提出以下备择假设:

H1a: 若企业金融化是出于“蓄水池”动机,则企业社会责任负向影响企业金融化;

H1b: 若企业金融化是出于“投资替代”动机,则企业社会责任正向影响企业金融化。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文选取 2010 年至 2017 年中国沪深两市 A 股上市公司作为研究样本。研究过程涉及的企业财务数据和公司治理数据来自上市公司年报、RESSET 金融研究数据库和 CSMAR 数据库。企业社会责任数据来源于和讯网的上市公司社会责任报告,并使用润灵环球的社会责任报告披露情况进行稳健性检验。选择 2010 年作为研究起点的原因是和讯网从 2010 年开始披露社会责任得分情况。研究样本同时经过以下处理:首先,剔除金融业企业和房地产业企业;其次,剔除同时在 B 股市场或者 H 股市场上市的企业,因为“A+B”股或者“A+H”股上市公司面临境内外双重监管环境,企业可能因为法律规定而不得不承担额外的社会责任或者只承担很少的社会责任;再次,剔除 ST 类、PT 类企业;最后,剔除相关数据异常或缺失的样本。为了消除极端值的影响,本文对所有连续变量在 1% 和 99% 分位上进行 Winsorize 处理,最终得到 2849 个有效样本。

(二) 变量测量

1. 企业金融化 FA

本文基于资产科目度量企业金融化程度,即金融投资资产占总资产的比重。关于企业金融投资资产的度量,根据上市公司财务报表会计科目及报表项目,金融资产主要包括“交易性金融资产”、“衍生金融资产”、“其他应收款”、“买入返售金融资产”、“一年内到期的非流动资产”、“其他流动资产”、“发放贷款及垫款”、“可供出售金融资产”、“持有至到期投资”、“长期股权投资”、“投资性房地产”、“其他非流动资产”等 12 个资产负债表科目。其中,“其他应收款”科目可以反映企业基于广义商业信用、以过桥贷款等民间借贷方式从事影子银行活动的规模。上市公司对金融行业的长期股权投资属于典型的金融投机活动,提供了企业通过持股金融子公司、联营或合营金融公司间接从事影子银行活动的证据。由于现代房地产越来越脱离实体经济部门,表现出典型的虚拟化特征,因此本文将投资性房地产纳入金融资产范畴。根据相关企业会计准则,除“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”报表项目外,核算企业购买理财产品(包括自主理财和委托理财)的会计科目还包括“其他流动资产”。非国有企业融资通常来源于非正式金融系

统的委托贷款,而企业将自有资金、集团借款或低成本银行贷款通过金融机构或类金融机构对非合并报表范围内法人发放贷款的规模一般计入“一年内到期的非流动资产”、“其他流动资产”和“其他非流动资产”的明细科目。根据以上分析,公司 i 第 t 年的金融资产配置比例(FA_{it})等于金融投资资产(fa_{it})除以总资产(ta_{it})。

2. 企业社会责任 CSR

随着利益相关者理论的发展,使用公司是否满足多重利益相关者的需要来衡量企业的社会责任表现已经成为企业社会责任量化研究的主流。本文选取和讯网上市公司社会责任报告总得分度量企业社会责任承担水平。该测评体系数据取自上交所和深交所上市企业通过官网发布的社会责任报告以及年度报告,从股东责任、员工责任、供应商、客户和消费者权益责任、环境责任和社会责任五项考察,并根据行业调整五个一级指标的权重比例,进而得到准确得分。总得分越高,企业社会责任表现越好。本文同时使用润灵环球的社会责任报告披露情况进行稳健性检验。若上市公司当年披露了社会责任报告,则披露年度的企业社会责任虚拟变量赋值为 1,否则赋值为 0。

3. 融资约束 FC

融资约束变量 FC^1 的计算过程如下:(1)按照年度对企业规模、年龄、现金股利支付率三个变量进行标准化处理,并根据标准化之后的变量均值确定融资约束虚拟变量 $QUFC$,平均值高于三分之一分位数的企业的融资约束程度较轻,相应 $QUFC$ 取 0,低于三分之一分位数的企业的融资约束程度较重,相应 $QUFC$ 取 1;(2)使用 Logit 模型拟合企业每一年的融资约束发生概率,并将其定义为融资约束指数 FC (取值在 0 到 1 之间), FC 越大,企业的融资约束问题越严重。模型(2)中的 $CASHDIV$ 表示当年宣告发放的现金股利, ta 表示总资产, NWC 表示净营运资金, $EBIT$ 表示息税前利润。

$$P(QUFC = 1 | Z_{it}) = e^{Z_{it}} / (1 + e^{Z_{it}}) \quad (1)$$

$$Z_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 size_{it} + \alpha_2 lev_{it} + \alpha_3 (CASHDIV/ta)_{it} + \alpha_4 MB_{it} + \alpha_5 (NWC/ta)_{it} + \alpha_6 (EBIT/ta)_{it} \quad (2)$$

4. 控制变量

控制变量的选取借鉴钱明等(2016)、彭俞超等(2018a)的研究:(1)金融投资收益率,计算方法为加总利息收入、公允价值变动收益、扣除对联营企业和合营企业投资收益后的投资收益以及其他业务收入中来自委托贷款的部分,除以金融投资资产总额;(2)金融与实体投资相对风险;(3)企业特征变量,包括规模、企业性质、杠杆率、成长性、盈利能力、账面市值比、营销、研发、税负、政治关联;(4)公司治理变量,包括股权集中度、股权制衡度、管理层持股比例、机构投资者持股比例、独立董事比例、两职合一。

1 学术界广泛采用的融资约束测度方法主要有 KZ 指数、WW 指数和 SA 指数。考虑到 KZ 指数和 WW 指数通常包含内生财务变量,而企业社会责任无法直接影响企业规模和年龄,因此 SA 指数的适用性受限。

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
企业金融化	FA	金融投资资产/总资产
企业社会责任	CSR	和讯网社会责任报告总得分的自然对数
融资约束	FC	通过模型(1)和(2)测算得出
金融投资收益率	$froi$	金融投资收益/金融投资资产
金融与实体投资相对风险	$riskgap$	金融收益率与实体收益率三个年度滚动标准差之比
规模	$size$	总资产的自然对数
企业性质	SOE	1 = 国有企业 ρ = 非国有企业
杠杆率	lev	总负债/总资产
成长性	$grow$	营业收入增长率
盈利能力	ROA	净利润/平均总资产
账面市值比	MB	总资产/总市值
营销	MD	1 = 年报中披露营销费用 ρ = 未披露营销费用
研发	RD	1 = 年报中披露研发支出费用 ρ = 未披露研发支出费用
税负	tax	所得税费用/营业收入
政治关联	gov	董事、监事、高级管理人员中具有政治背景的人员占比
股权集中度	$shrcr$	第一大股东持股比例
股权制衡度	$shrs$	第二大股东至第十大股东持股比例之和
管理层持股比例	$mhldn$	管理层持股数量/总股数
机构投资者持股比例	$ihldn$	机构投资者持股数量/总股数
独立董事比例	idr	董事会中独立董事人员占比
两职合一	$dual$	1 = 兼任董事长和 CEO ρ = 非兼任董事长和 CEO

(三) 回归模型设定

首先,本文对企业社会责任和企业金融化的关系进行验证,基本回归模型设定如下。为了避免冗余,模型中的控制变量使用 X 表示,具体包含金融投资收益率、金融与实体投资相对风险、规模、企业性质、杠杆率、成长性、盈利能力、账面市值比、股权集中度、股权制衡度、管理层持股比例、机构投资者持股比例、独立董事比例、两职合一。

$$FA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta'X + industry + district + year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其次,本文进行了异质性检验,在基准模型的基础上分别引入企业性质与企业社会责

任的交互项、股权集中度与企业社会责任的交互项,探究企业性质和股权集中度对“企业社会责任—企业金融化”关系的影响。回归模型设定如下,控制变量同模型(3)。

$$FA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 CSR_{i,t} \times SOE_{i,t} + \beta'X' + industry + district + year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$FA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 CSR_{i,t} \times shrcr_{i,t} + \beta'X' + industry + district + year + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

再次,在企业社会责任对企业金融化影响的作用机制分析部分,本文使用 B-K 方法检验融资约束的中介作用。模型(6)中的控制变量使用 X'' 表示,具体包含营销、研发、税负、政治关联、规模、杠杆率、盈利能力、账面市值比、股权集中度、股权制衡度、管理层持股比例、机构投资者持股比例、独立董事比例。模型(7)中的控制变量同模型(3)。

$$FC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{i,t} + \alpha'X'' + industry + year + \theta_{i,t} \quad (6)$$

$$FA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FC_{i,t} + \beta_2 CSR_{i,t} + \beta'X' + industry + district + year + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

最后,为了进一步识别不同企业性质和股权集中度企业的金融化动机,本文将企业社会责任影响企业金融化的作用链条拆解成“企业社会责任—融资约束”和“融资约束—企业金融化”两个过程,分别检验企业性质和股权集中度对这两个过程的差异化影响。模型(8)和模型(9)的控制变量设定同模型(6),模型(10)和模型(11)的控制变量设定同模型(3)。需要说明的是,模型(9)和模型(11)使用股权集中度虚拟变量 $dshrcr$ 替代股权集中度连续变量 $shrcr$ 。根据下文的实证分析结果,当第一大股东持股比例超过 56.49% 时,企业社会责任对企业金融化的正向影响将发生扭转。因此本文设置了代表股权集中度高低的虚拟变量,若第一大股东持股比例低于 56.49%,则认为股权集中度较低,相应 $dshrcr$ 取 0;若第一大股东持股比例超过 56.49% (含 56.49%) 则认为股权集中度较高,相应 $dshrcr$ 取 1。

$$FC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{i,t} + \alpha_2 CSR_{i,t} \times SOE_{i,t} + \alpha'X'' + industry + year + \theta_{i,t} \quad (8)$$

$$FC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{i,t} + \alpha_2 CSR_{i,t} \times dshrcr_{i,t} + \alpha'X'' + industry + year + \theta_{i,t} \quad (9)$$

$$FA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FC_{i,t} + \beta_2 FC_{i,t} \times SOE_{i,t} + \beta'X' + industry + district + year + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

$$FA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FC_{i,t} + \beta_2 FC_{i,t} \times dshrcr_{i,t} + \beta'X' + industry + district + year + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

此外,为了剔除企业社会责任和企业金融化因果倒置的内生性影响,本文使用“倾向得分匹配—双重差分”方法进行内生性检验,分别建立以下基本回归和异质性分析的 DID 模型,控制变量同模型(3)。

$$FA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 treat_i \times time_t + \beta_2 treat_i + \beta_3 time_t + \beta'X' + industry + district + year + \varepsilon_{i,t} \quad (12)$$

$$FA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 treat_i \times time_t \times SOE_{i,t} + \beta_2 treat_i \times time_t \times (1 - SOE_{i,t}) + \beta_3 treat_i + \beta_4 time_t + \beta'X' + industry + district + year + \varepsilon_{i,t} \quad (13)$$

$$FA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 treat_i \times time_t \times dshrcr_{i,t} + \beta_2 treat_i \times time_t \times (1 - dshrcr_{i,t}) + \beta_3 treat_i + \beta_4 time_t + \beta'X' + industry + district + year + \varepsilon_{i,t} \quad (14)$$

以上回归模型均采用混合最小二乘法(Pooled OLS)进行估计。 $industry$ 表示控制行业固定效应, $district$ 表示控制地区固定效应, $year$ 表示控制年度固定效应。为了消除异方差的影响,实证分析均使用异方差稳健标准误。

四、实证检验

(一) 企业社会责任对企业金融化的影响

首先,本文通过模型(3)检验企业社会责任对企业金融化的影响。表2第(1)列显示的是只加入控制变量的回归结果,相对风险水平、营业收入增长率、企业性质均负向影响金融资产配置比例,这与宋军和陆旻(2015)的研究结果一致。第(2)列报告了主效应回归结果。*CSR*的系数为0.0058,且在10%的统计水平上显著,表明企业社会责任承担水平越高,企业的金融资产配置比例越大。具体地,企业社会责任承担水平每提高1个标准差,金融资产配置比例提高1.9%个标准差¹。也就是说,无论是统计显著性还是经济显著性,企业社会责任均会对企业的金融资产配置比例产生显著提升作用。检验结果支持了H1b,证实了企业社会责任具有“金融化效应”。基于企业社会责任的股东价值主义假说,企业承担社会责任虽然能够帮助企业获得关键外部资源、提升企业核心竞争力,但却难以抑制上市公司“脱实向虚”的不良倾向。通过履行社会责任,企业打开了资金来源的通道。由于金融投资收益率较实体投资更高,出于最大化短期绩效的目的,实体企业将主动减少对生产性资产的投资,转而配置金融资产。过度金融化不仅阻碍企业核心竞争力的构建,长期来看还将对企业价值产生负面影响。稳健性检验结果第(3)列与基准回归一致,证明以上结论具有较好的稳健性。

表2 企业社会责任对企业金融化的影响

	(1) <i>FA</i>	(2) <i>FA</i>	(3) <i>FA</i>
<i>CSR</i>		0.0058* (0.0030)	0.0049** (0.0022)
<i>Cons</i>	0.0025 (0.0248)	-0.0063 (0.0251)	0.0211 (0.0264)
<i>Controls</i>	Y	Y	Y
<i>indu</i>	Y	Y	Y
<i>dist</i>	Y	Y	Y
<i>year</i>	Y	Y	Y
Obs	12 032	12 032	12 038
R - squared	0.1729	0.1732	0.1733
Mean VIF	2.6600	2.6500	2.6300

注: *、**、***分别代表在10%、5%和1%水平上显著;括号内表示稳健标准误。下同。

¹ *CSR*的标准差为0.3202,*FA*的标准差为0.0987。金融资产配置比例提升的幅度通过 $0.0058 \times 0.3202 / 0.0987$ 计算得到。

(二) 企业性质的异质性分析

针对近几年国有企业普遍出现产业定位不清、主业不集中的现象,特别是超过 70% 的中央企业涉足房地产板块、金融板块等非主业板块,2017 年 12 月 15 日,国务院国有资产监督管理委员会有关负责人表示“国有企业应该聚焦实体经济,优化经济布局。在实体经济仍有下行压力、企业盈利能力明显不足、其他所有制资本还在等待观望的情况下,只有国有企业率先聚集于实体经济,把投资的重点放到实体领域,使实体经济的活力增强,才能够激励和鼓励其他所有制资本转向实体经济,从而使实体经济重新成为投资的热点、关注的重点、发展的着力点。”我国国有企业肩负着一定政府职能,如借助企业冗员减少失业率、基于政府需求供给产品等。在强调国有企业在经济“脱虚向实”过程的引领作用的政策背景下,国有企业对金融资产投资的偏好可能受到影响。而且国有企业的风险承担水平显著低于非国有企业(李文贵和余明桂,2012),国有资产保值增值的压力会弱化国有企业对高风险金融投资的偏好。基于以上分析,本文通过包含企业性质与企业社会责任交互项的模型(4)检验外部监管对“企业社会责任—企业金融化”关系的影响。

表 3 第(1)列回归结果显示,企业社会责任与企业性质交互项的系数在 1% 的统计水平上显著为负,即企业性质负向调节企业社会责任与企业金融化的正向关系。相比非国有企业,国有企业承担社会责任对金融资产配置提升的积极作用较弱。通过对回归结果进一步分析发现,交互项系数的绝对值超过了企业社会责任变量的系数,说明企业性质扭转了企业社会责任的“金融化效应”。上述实证结果说明,对于非国有企业而言,由于缺乏有效的外部监管,企业社会责任虽然带来了一定的外部资源,但是外部资源的涌入并未对实体投资产生促进作用,而是增加了企业的金融资产配置,造成企业“脱实向虚”;对于受行政制约的国有企业而言,其投资决策的制定更加注重长期效果,过度金融化等非道德经营的动机相对较弱。稳健性检验不改变上述结论。

表 3 异质性分析

	(1) <i>FA</i>	(2) <i>FA</i>	(3) <i>FA</i>	(4) <i>FA</i>
<i>CSR</i>	0.0135 *** (0.0041)	0.0148 ** (0.0062)	0.0146 *** (0.0031)	0.0165 *** (0.0050)
<i>CSR × SOE</i>	-0.0153 *** (0.0050)		-0.0200 *** (0.0041)	
<i>CSR × shrcr</i>		-0.0262 * (0.0153)		-0.0332 *** (0.0127)
<i>Cons</i>	-0.0415 (0.0281)	-0.0430 (0.0348)	0.0059 (0.0265)	0.0145 (0.0268)

	续表			
	(1) FA	(2) FA	(3) FA	(4) FA
<i>Controls</i>	Y	Y	Y	Y
<i>indu</i>	Y	Y	Y	Y
<i>dist</i>	Y	Y	Y	Y
<i>year</i>	Y	Y	Y	Y
Obs	12 032	12 032	12 038	12 038
R - squared	0.1738	0.1733	0.1750	0.1738

(三) 股权集中度的异质性分析

为了短期利润而牺牲核心竞争力的金融化行为反映了管理层短视,揭示了企业金融化背后存在由于所有权与经营权分离导致的委托代理问题。“大股东治理效应”的相关研究指出,为了追求股权收益和控制权收益,大股东具有强烈的动机和能力监督管理层,对管理层的自利行为具有一定的约束作用(吴育辉和吴世农,2010)。为了验证企业内部治理水平对“企业社会责任—企业金融化”关系的影响,本文在模型(5)中增加了股权集中度与企业社会责任的交互项。

根据表3第(2)列回归结果,企业社会责任与股权集中度交互项的系数在10%的统计水平上显著为负,说明当“大股东治理效应”存在时,企业社会责任与企业金融化的关系被负向调节,即随着股权集中度的提高,企业社会责任对企业金融化的积极影响被削弱。交互项系数的绝对值同样超过了企业社会责任变量系数的绝对值,即股权集中度能够扭转企业社会责任对企业金融化的正向影响。具体地,在本文的样本企业中,当第一大股东持股比例超过56.49%时,企业社会责任对企业金融化的正向影响发生扭转,表现为负向影响企业金融化,可以推断该部分企业出于“蓄水池”动机而进行金融资产配置。这一结果说明,由于大股东多偏好价值投资,重视实业发展,不鼓励、更不支持企业过度投资金融资产等损害企业长期价值的行为,因此在股权集中度较高的企业中,大股东往往能够发挥强有力的监督作用。大股东对管理层机会主义行为的治理作用将通过监督资源流向最具价值的投资项目,降低企业金融化程度。该结论说明企业金融化现象背后存在代理问题。稳健性检验不改变以上结论。

企业性质与股权集中度类似的调节作用说明企业社会责任的“金融化效应”在外部监管力度较弱的非国有企业、内部治理水平较低的低股权集中度企业中更为明显,可以推断这些企业配置金融资产更多是出于“投资替代”动机;相反,对于外部监管力度较强的国有企业、内部治理水平较高的高股权集中度企业而言,企业社会责任的“金融化效应”发生逆转,它们则可能更多是出于“蓄水池”动机而进行金融资产配置。

五、进一步分析

(一) 作用机制

上述实证结果证明了在股东价值主义视角下,企业社会责任具有“金融化效应”。对其内在影响机制进一步探究发现,企业社会责任的“金融化效应”可能通过“企业社会责任—融资约束—企业金融化”这一传导路径实现,即企业的社会责任行为缓解了融资约束,进而为金融资产投资活动提供了资金来源,导致金融化加剧。为了有效地识别该作用机制,本文通过模型(3)、(6)和(7)分步检验融资约束的中介作用。

表4报告了企业社会责任对企业金融化影响的中介机制检验结果。因为融资约束变量存在较多缺失值,为了保证估计(1)得到的企业社会责任变量系数和估计(3)具有可比性,本文对估计(1)回归的观测值数量进行了调整,使在B-K三步检验中企业金融化、融资约束、企业社会责任三个主要变量均不存在空值。估计(1)中企业社会责任变量的回归系数在5%的统计水平上显著为正,表明企业社会责任加重了企业的金融化程度。这一结果与上一节的主效应检验结果一致。在估计(2)中,企业社会责任变量的回归系数在1%的统计水平上显著为负,说明企业社会责任缓解了企业的融资约束,这一结果与现有文献保持一致(冉戎等,2016)。第三步检验结果如估计(3)所示,CSR的系数明显下降,而且显著性水平从5%降至10%,融资约束变量的回归系数在1%的统计水平上显著为负,证明融资约束在企业社会责任对企业金融化的影响中起到了部分中介作用。估计(1)至估计(3)的方差扩大因子均值均小于5,说明回归估计不存在严重的共线性问题。以上结果说明,在股东价值主义视角下,企业社会责任打开了资源通道,使企业获得了更多的资金资源,缓解了企业的融资约束问题,然而企业出于“投资替代”动机,将获得的资金更多地用于配置金融资产,从而导致企业金融化加剧。为了增强中介效应结论的可信性,本文同时使用Sobel和Bootstrap这两种中介检验方法作为补充,并使用润灵环球的社会责任报告披露情况替代企业社会责任得分,稳健性检验的中介作用结果不变。

表4 中介机制分析

	(1) FA	(2) FC	(3) FA
FC			-0.0220*** (0.0037)
CSR	0.0085** (0.0036)	-0.0824*** (0.0104)	0.0069* (0.0036)
Cons	-0.0194 (0.0281)	5.2590*** (0.0879)	0.0892*** (0.0339)

续表

	(1) <i>FA</i>	(2) <i>FC</i>	(3) <i>FA</i>
<i>Controls</i>	Y	Y	Y
<i>indu</i>	Y	Y	Y
<i>dist</i>	Y	N	Y
<i>year</i>	Y	Y	Y
Obs	9 520	10 874	9 520
R – squared	0.1762	0.5804	0.1797
Mean VIF	2.9500	3.0900	2.9600

另外,从融资约束与企业金融化的负相关关系中可以得出的另一个重要结论是,当前中国资本市场投机氛围浓厚,非金融企业金融化更多是出于阻碍实体经济发展的投机动机。在融资约束得到有效缓解之后,实体企业会加大对金融资产的投资力度,反映了管理者追求短期利润最大化的特征。这与企业社会责任的股东利益导向——为企业提供战略资源,存在理论上的矛盾,揭示出虽然企业社会责任从股东价值主义视角能够为企业的生存和发展带来关键外部资源,但是由于资源使用环节缺乏有力的内外部监督机制,导致管理层过于追求短期利益而忽视长期利益,造成企业金融化加剧,产生“脱实向虚”倾向。在接下来的研究中,本文将分析外部监管和内部治理对“企业社会责任—融资约束—企业金融化”机制的具体影响。

本文利用模型(10)和模型(11)对不同企业性质和不同股权集中度企业的“融资约束—企业金融化”过程进行实证检验,以确定在资源的使用环节中企业是否会因缺乏监管而出现管理层自利行为。表5第(1)列回归结果显示,融资约束变量的系数在1%的统计水平上显著为负,融资约束与企业性质交互项的系数在5%的统计水平上显著为正,表明企业性质正向调节融资约束与企业金融化的负向关系。相比缺乏外部监管的非国有企业,国有企业进行金融资产配置的“投资替代”动机较弱,说明外部监管能够有效减少管理层的短期利益最大化行为,降低融资约束减轻对企业金融资产配置提升的影响。进一步,股权集中度的异质性检验结果如第(2)列所示。融资约束变量的回归系数在1%的统计水平上显著为负,融资约束与股权集中度交互项的系数在10%的统计水平上显著为正,即股权集中度正向调节融资约束与企业金融化的负向关系。估计(1)和估计(2)的方差扩大因子均值均小于5,说明回归估计不存在严重的共线性问题。以上结果说明,相比内部治理水平较低的低股权集中度企业,高股权集中度形成的大股东内部监督机制能够有效规范管理层的投资行为,避免管理层盲目追求短期利润,从而缓解基于“投资替代”动机的因融资约束降低导致企业金融资产配置增加的情况。该结论进一步验证了本文第四部分异质性检验的结果。在长期缺乏有效的外部监管机制和内部治理机制的企业中,

管理层的金融资产投资行为均表现出强烈的“投资替代”动机;然而在外部监管力度较大或者内部治理水平较高的企业中,管理层对金融市场投机活动的参与受到一定程度的限制,金融资产配置的“投资替代”动机相应降低。综上,企业金融化的“投资替代”动机普遍存在于不同企业性质和不同股权集中度的上市公司中,内外部监督机制有利于缓解“投资替代”动机下的金融化倾向。

表 5 企业金融化动机检验

	(1) <i>FA</i>	(2) <i>FA</i>	(3) <i>FC</i>	(4) <i>FC</i>
<i>FC</i>	-0.0243 *** (0.0038)	-0.0236 *** (0.0036)		
<i>FC</i> × <i>SOE</i>	0.0126 ** (0.0054)			
<i>FC</i> × <i>dshrcr</i>		0.0163 * (0.0094)		
<i>CSR</i>			-0.1354 *** (0.0144)	-0.0845 *** (0.0108)
<i>CSR</i> × <i>SOE</i>			0.1167 *** (0.0181)	
<i>CSR</i> × <i>dshrcr</i>				0.0382 (0.0293)
<i>Cons</i>	0.0922 *** (0.0330)	0.0950 *** (0.0330)	5.4962 *** (0.0967)	5.3484 *** (0.0900)
<i>Controls</i>	Y	Y	Y	Y
<i>indu</i>	Y	Y	Y	Y
<i>dist</i>	Y	Y	N	N
<i>year</i>	Y	Y	Y	Y
Obs	10 065	10 065	10 874	10 874
R - squared	0.1817	0.1793	0.5820	0.5769
Mean VIF	2.9800	2.9300	3.0800	3.0300

同时,本文也检验了企业性质和股权集中度对“企业社会责任—融资约束”这一过程的调节作用,以判断该阶段是否受到内外部监管的影响。表 5 估计(3)的结果显示,企业社会责任变量的系数显著为负,企业社会责任和企业性质交互项的系数显著为正,说明相对于非国有企业,国有企业履行社会责任对融资约束的缓解效果较差。这一结论与现有文献一致(钱明等,2016),可能存在两个方面的原因:(1)国有企业的受融资约束程度不

如非国有企业严重,国有企业可以利用较强的政治关联获取银行信贷资源,因此其通过履行社会责任打开资源通道的边际效用较低;(2)社会责任是国有企业必须肩负的社会使命,企业社会责任的资源获取功能在国有企业中相对弱化。因此在“企业社会责任—融资约束”阶段,企业性质虽然产生了正向调节作用,但并非外部监管所致。估计(4)的结果显示,企业社会责任变量的系数显著为负,企业社会责任和股权集中度交互项的系数不显著,说明不论是高股权集中度企业,还是低股权集中度企业,企业社会责任均能够有效缓解融资约束,内部治理机制在“企业社会责任—融资约束”阶段不发挥调节作用,也就是说,高内部治理水平对企业社会责任的“金融化效应”的抑制作用完全集中于“融资约束—企业金融化”过程。

以上结论是对本文第四部分异质性检验结论的补充,证实了外部监管和内部治理对“企业社会责任—企业金融化”的调节作用重点集中在“融资约束—企业金融化”阶段,即在“融资约束—企业金融化”阶段,由于缺乏有效的内外部监督机制,管理层出于短期利益的考虑会对通过承担社会责任获得的金融资源进行偏向性配置,将资金更多地投放到金融市场。这一结论也证实了在“企业社会责任—企业金融化”过程中,股东价值主义与管理层自利主义并存,资源配置和使用过程的监管不足导致管理层滥用企业社会责任带来的金融资源,不仅未能有效提升企业价值,反而加剧了企业金融化,表现出“脱实向虚”倾向。

(二) 内生性检验

考虑到基准回归的结果可能会受到内生性问题的干扰,为了避免处理组和控制组企业的金融化趋势存在较大差异而不满足共同趋势假设,本文使用双重差分倾向得分匹配方法(PSM-DID)检验企业社会责任与企业金融化的关系。本文将2012年被曝光的“毒胶囊”事件作为企业社会责任变量的外生冲击,以医药制造企业为处理组,以2012年至2017年为外部事件冲击的实验期,定义处理组虚拟变量 $treat$ ($1 =$ 医药制造行业上市公司, $0 =$ 其他行业上市公司)和实验期虚拟变量 $time$ ($1 =$ 2012年至2017年, $0 =$ 2010年至2011年),同时根据处理变量 $treat$ 与协变量通过Logit方法估计倾向得分,利用“卡尺内一对四匹配”确定与处理组匹配的控制组个体,然后根据模型(12)计算双重差分估计量,预期显著为负,即“毒胶囊”事件造成医药制造企业的社会责任形象突然崩塌,导致金融资产配置比例下降,从而排除企业社会责任和企业金融化因果倒置的内生性影响。

表6报告了模型(12)至(14)的双重差分估计结果。企业社会责任对企业金融化影响的DID回归结果如第(1)列所示,处理效应的回归系数在10%的统计水平上显著为负,表明“毒胶囊”事件发生当年,医药制造企业的金融资产投资行为得到明显遏制。第(2)列和第(3)列分别表示企业性质、股权集中度对企业社会责任的“金融化效应”的影响。结果显示 $treat \times time \times (1 - SOE)$ 的系数在5%的统计水平上显著小于0, $treat \times time \times (1 - dshrcr)$ 的系数在10%的统计水平上显著小于0,说明“毒胶囊”事件对企业金融化的抑制作用主要集中在非国有企业和低股权集中度企业中,在国有企业和高股权集中度企业中的抑制作用并不明显。检验结果支持第四部分的结论,同时可以排除企业社会责任和企业金融化因果倒置的内生性问题对研究结论的干扰。

表 6 双重差分内生性检验

	(1) <i>FA</i>	(2) <i>FA</i>	(3) <i>FA</i>
$treat \times time \times SOE$		-0.0231 (0.0318)	
$treat \times time \times (1 - SOE)$		-0.0548** (0.0252)	
$treat \times time \times dshrcr$			-0.0472 (0.0410)
$treat \times time \times (1 - dshrcr)$			-0.0476* (0.0255)
$treat \times time$	-0.0450* (0.0249)		
$treat$	0.0550** (0.0225)	0.0551** (0.0225)	0.0585** (0.0229)
$time$	0.0051 (0.0091)	0.0046 (0.0091)	0.0089 (0.0089)
$Cons$	0.0059 (0.0579)	-0.0002 (0.0574)	-0.0053 (0.0591)
$Controls$	Y	Y	Y
$indu$	Y	Y	Y
$dist$	Y	Y	Y
$year$	Y	Y	Y
Obs	2 524	2 524	2 524
R - squared	0.1760	0.1771	0.1723

六、研究结论与政策启示

中国作为典型的转轨经济国家,市场投机氛围较浓厚,法律和监管制度与国际成熟市场并没有接轨。当前中国资本市场的内外部环境不断变化,企业社会责任对企业价值的影响仍存在较大的不确定性。本文利用沪深两市 A 股非金融上市公司 2010 年至 2017 年的面板数据对企业社会责任与企业金融化的关系进行了实证检验。研究结果表明:(1) 企业社会责任存在“金融化效应”,企业承担社会责任虽然有利于企业获取关键资源,但却无法对企业的金融资产投资行为形成有效制约,反而加重了企业的金融化程度;(2) 企业社会责任通过融资约束的部分中介作用对企业金融化产生影响,即企业社会责任缓解了企业的融资约束,进而为金融投资提供了资金来源,导致金融化程度进一步加深;(3)

企业社会责任的“金融化效应”仅在外部监管力度较弱的非国有企业和内部治理水平较低的低股权集中度企业中存在,行政外部监督和大股东的内部监督能够对管理层的投机行为发挥治理作用,该作用主要体现在“融资约束—企业金融化”阶段;(4)中国实体企业的金融化行为主要是出于利润最大化的“投资替代”动机,而非“蓄水池”动机。在考虑了度量误差等问题的情况下,稳健性检验的结果与基准回归一致。

本文的政策建议如下:(1)中国正处于社会责任制度建设和规范的关键时期,政策制定者应当鼓励上市公司改进企业社会责任报告的披露方式,除了披露相关非财务信息之外,还需要将企业的投资决策等重要财务信息进行组合披露,为投资者识别企业承担社会责任的真实动机提供参考。(2)在公司治理层面,针对金融化背后的委托代理问题,上市公司应当完善内部治理结构,发挥股东会、董事会、监事会对经理层权力的制约与监督功能,降低上市公司投资短视行为发生的可能性,例如通过设计合理的长期激励机制来引导高管将资源配置到技术创新等能够推动企业价值提升的项目中,真正实现企业的长效发展。(3)在外部监管层面,政府应当制定适当的改革政策防止企业过度金融化、防范和化解经济“脱实向虚”的风险。在深入推进经济高质量发展的当下,要从根本上解决经济“脱实向虚”问题,必须通过减税降费等方式降低企业运营成本、提高实体经营利润率,多方位扶持实体经济。同时强化资本对实体经济的支持,例如通过金融模式创新盘活票据、应收账款等企业优质资产,或者将具有稳定现金流的基础资产进行证券化,让金融资本真正赋能产业经济。针对民营企业和中小企业融资难的问题,政府应当给民营企业的发展创造充足的市场空间,通过债券、信贷、股权三个主要融资渠道拓宽民营企业融资途径,以推行定向降准、发展供应链金融等途径切实加强民营企业和小微企业的金融服务。

参考文献

- [1]高勇强、陈亚静和张云均 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》第8期,第106~116页,第146页。
- [2]胡奕明、王雪婷和张瑾 2017,《金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据》,《经济研究》第1期,第181~194页。
- [3]李姝和谢晓嫣 2014,《民营企业的社会责任、政治关联与债务融资——来自中国资本市场的经验证据》,《南开管理评论》第6期,第30~40页。
- [4]李文贵和余明桂 2012,《所有权性质、市场化进程与企业风险承担》,《中国工业经济》第12期,第115~127页。
- [5]刘贵春、张军和刘媛媛 2018,《金融资产配置、宏观经济环境与企业杠杆率》,《世界经济》第1期,第148~173页。
- [6]彭俞超、韩珣和李建军 2018a,《经济政策不确定性与企业金融化》,《中国工业经济》第1期,第137~155页。
- [7]彭俞超、倪晓然和沈吉 2018b,《企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角》,《经济研究》第10期,第52~68页。
- [8]钱明、徐光华和沈弋 2016,《社会责任信息披露、会计稳健性与融资约束——基于产权异质性的视角》,《会计研究》第5期,第9~17页,第95页。
- [9]权小锋、吴世农和尹洪英 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》第11期,第49~64页。
- [10]冉戎、王丁和谢懿 2016,《非政府组织关联、责任战略延续性与融资约束》,《南开管理评论》第3期,第178~192页。

- [11] 宋军和陆旸 2015,《非货币金融资产和经营收益率的 U 形关系——来自我国上市非金融公司的金融化证据》,《金融研究》第 6 期,第 111 ~ 127 页。
- [12] 田利辉和王可第 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》第 11 期,第 146 ~ 157 页。
- [13] 吴育辉和吴世农 2010,《企业高管自利行为及其影响因素研究: 基于我国上市公司股权激励草案的证据》,《管理世界》第 5 期,第 141 ~ 149 页。
- [14] 闫海洲和陈百助 2017,《气候变化、环境规制与公司碳排放信息披露的价值》,《金融研究》第 6 期,第 146 ~ 162 页。
- [15] 余琰和李怡宗 2016,《高息委托贷款与企业创新》,《金融研究》第 4 期,第 99 ~ 114 页。
- [16] 余明桂和潘红波 2008,《政治关系、制度环境与民营企业银行贷款》,《管理世界》第 8 期,第 9 ~ 21 页。
- [17] Almeida, H. , M. Campello , and M. S. Weisbach. 2004. “The Cash Flow Sensitivity of Cash” *Journal of Finance* ,59 (4) : 1777 ~ 1804.
- [18] Cheng , B. , I. Ioannou , and G. Serafeim. 2014. “Corporate Social Responsibility and Access to Finance” *Strategic Management Journal* ,35(1) : 1 ~ 23.
- [19] Ghoul , S. E. , O. Guedhami , and C. C. Y. Kwok et al . 2011. “Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?” *Journal of Banking and Finance* ,35(9) : 2388 ~ 2406.
- [20] Goss , A. and G. S. Roberts. 2011. “The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans” *Journal of Banking and Finance* ,35(7) : 1794 ~ 1810.
- [21] McWilliams , A. and D. Siegel. 2001. “Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective” *Academy of Management Review* ,26(1) : 117 ~ 127.
- [22] Rubin , B. A. . 2010. “Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders” *Journal of Business Ethics* , 97(1) : 71 ~ 86.

Corporate Social Responsibility , Financing Constraints , and the Financialization of Enterprises

GU Leilei GUO Jianluan WANG Hongyu

(School of Business , Central University of Finance and Economics)

Summary: Since 2009 , the Securities Regulatory Commission has required more than 260 listed companies in the three categories of the Shanghai Stock Exchange to disclose their social responsibility reports together with their annual reports. However , corporate hypocrisy , political rent - seeking , and misuses of corporate social responsibility frequently occur , and corporate social responsibility has become a tool for managers' self - interest. This paper focuses on the role of corporate social responsibility in resource exchange. Corporate social responsibility can help enterprises strategically obtain key resources , such as funds , and reduce capital constraints. In the context of increasingly fierce financialization , this paper argues that profit - seeking will drive enterprises to allocate more funds to financial assets through corporate social responsibility. This will diversify the resources for the development of the main business , squeeze and compress the funds invested by entities , damage the value of enterprises , and cause harm to China's economy. This paper confirms this hypothesis through empirical research and proves that CSR has the adverse consequence of increasing the degree

of enterprise financialization by alleviating the financial constraints on enterprises. This conclusion supplements studies of the adverse economic consequences of corporate social responsibility from the perspective of shareholder value doctrine and provides empirical evidence for countries in transition.

Based on panel data of A-share non-financial listed companies on the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges from 2010 to 2017, this paper empirically tests the relationship between corporate social responsibility and corporate financialization through a mixed OLS model and PSM-DID model. The main conclusions are as follows. (1) Corporate social responsibility provides a source of funds for financial investment by easing the financial constraints of enterprises, leading to greater enterprise financialization. (2) The effect of corporate social responsibility on financialization only exists in non-state-owned enterprises with weak external supervision and enterprises with low levels of internal governance and equity concentration. Administrative external supervision and the internal supervision of large shareholders can play a governance role in restraining managerial speculation. (3) The financialization of China's enterprises is mainly motivated by the "investment substitution" of profit maximization, rather than the "reservoir". The main policy recommendations from this paper are as follows. (1) Policymakers should encourage listed companies to improve their corporate social responsibility disclosure. In addition to disclosing relevant non-financial information, they should also disclose important financial information, such as investment decisions, to provide a reference for investors to identify the real motivation of corporate social responsibility. (2) Governments should formulate appropriate policies to prevent enterprises from over-financialization. They should strengthen the supervision of enterprises' investments in financial assets and financial institutions, and should standardize the investment direction of enterprises. In addition, it is important to reduce the operating costs of enterprises and improve operating profit margins by cutting taxes and fees. Governments should also strengthen the flow of capital to industry by revitalizing the high-quality assets of enterprises.

The main contributions of this paper are as follows. (1) There are two opposite hypotheses about the impact of corporate social responsibility on corporate value: the shareholder value doctrine and management self-interest doctrine. From the perspective of the shareholder value doctrine, CSR can help enterprises obtain key resources and improve their value. From the perspective of the managerial self-interest doctrine, CSR can easily lead to adverse economic consequences. However, the literature based on shareholder value has largely ignored the potential negative impact of corporate social responsibility. The conclusion of this paper reconciles the two opposing views and provides a new path for explaining the impact of corporate social responsibility on corporate value. (2) Most studies explore the motivation of enterprise financialization under the economic or financial framework without considering the impact of non-financial factors on the allocation of financial assets. This paper avoids these limitations and identifies the motivation of corporate financialization from the unique perspective of corporate social responsibility.

Keywords: Corporate Social Responsibility, Financialization of Enterprises, Financing Constraint, Hypothesis of Shareholder Value

JEL Classification: E22, G32, M14

(责任编辑: 林梦瑶) (校对: ZL)