

企业社会责任与企业金融化： 金融工具还是管理工具？^{*}

刘姝雯¹ 刘建秋² 阳 旻³ 杨胜刚¹

(1. 湖南大学金融与统计学院 410082; 2. 湖南工商大学会计学院 410205; 3. 湖南师范大学商学院 410081)

【摘要】经济新常态背景下，企业社会责任会作为掩饰企业金融化的“金融工具”，还是成为促进可持续发展的“管理工具”？本文以2009–2016年在A股上市的非金融企业为样本，实证检验了企业社会责任对企业金融化的影响及其传导机制。结果显示：企业社会责任与企业金融化呈负相关关系，是抑制企业金融化的重要管理工具，而非金融工具；通过不同的分组回归发现，管理工具假说在高社会责任的企业、国有企业以及应规披露的企业中表现明显。进一步，实证发现企业社会责任能通过信号传递与融资渠道两种机制抑制企业金融化行为。本文的研究有助于深入理解企业社会责任影响企业金融化的内在逻辑，为监管部门制定相关政策与推动企业积极主动履行社会责任提供了经验证据。

【关键词】企业社会责任；企业金融化；金融工具；管理工具

一、引言

近年来，我国经济进入新常态，实体经济持续疲软，金融部门持续膨胀，大量实体企业具有偏离主业盲目涉足金融业的倾向，出现了“脱实向虚”的苗头。一些公司上市后不久，就打着幌子开展一系列金融类新业务，将原本用于经营性业务的融资投资于金融资产以“赚快钱”。有资料显示，2017年已有1139家上市公司购买13602款金融理财产品，合计金额高达11471.31亿元。上市公司开展“以钱生钱”的金融投机行为是金融化的表现，不仅是“弃实投虚”的一种舍本逐末的做法，更是以牺牲长期发展换取短期利益的方式，最终会加剧虚拟经济过热和实体经济遇冷的不平衡不充分发展，损害社会公众利益。目前，这种泛社会化的趋势已经引起了社会各界的高度重视。今年两会上，习近平总书记就强调，“做企业、做事业，不是仅仅赚几个钱的问题。做实体经济，要实实在在、心无旁骛地做一个主业，这是本分”，“合规经营，做好主业，谋求可持续发展”成为了当前中国企业承担社会责任的重要方面。

经济大环境发生重大变化的背景下，企业在新时代的新担当必须加强对社会责任的切实履行。当前，存在部分

企业将股东价值最大化奉为最高职责，表面上做好形象工程，背地里却大肆购买金融资产牟取短期高额利润，忽视企业核心竞争力的培育和可持续发展。正如权小锋等（2015）研究指出，企业社会责任报告成为了掩盖内在不道德行为的重要工具，转移了公众关注的视线。但是，瑕不掩瑜，现在越来越多的上市公司意识到尊重和满足利益相关者权益的重要性，把维护利益相关者的权益作为管理的重要信条与责任，在企业持续竞争力形成与长期价值增长的战略背景下进行决策，对金融化倾向保持警惕。由此可见，企业承担社会责任的不同动机会对企业金融化产生不同影响。那么企业积极披露社会责任背后的动机是作为金融投资的遮羞布还是可持续发展的价值利器？主要是作为企业经营的金融工具还是公司治理的管理工具？对于这些疑问，学者们目前尚未给出确切的答案，值得我们深入研究。

为合理解释和回答以上问题，本文以2009–2016年我国非金融上市企业为样本，研究企业社会责任与企业金融化之间的关系，验证企业社会责任的工具性假说及其传导机制。研究贡献主要体现在三个方面：一是不同于以往大量文献分析企业社会责任的经济后果，本文以经济新常态

^{*} 基金项目：国家自然科学基金重大项目“互联网环境中金融市场效率与监管理论”（71790593）、国家社科基金项目“基于企业战略价值的社会责任投入机理与回报效应”（18BGL098）。通讯作者：阳旻，hnyang@hunnu.edu.cn。

下企业金融化的独特视角作为切入点,第一次对企业社会责任与企业金融化的关系进行了探析,证实了企业社会责任对于上市公司经营管理与可持续发展有重要作用;二是对已有关于企业金融化、企业社会责任议题的研究做了重要完善与补充,具有较强的前沿性和创新性;三是文章结论高度符合习近平总书记提出的“只有积极承担社会责任的企业才是最有竞争力和生命力的企业”的观点,说明企业应将履行社会责任作为重要的管理工具,并提升到战略高度。

二、文献综述与理论假说

(一) 文献综述

金融资本主义的兴起,加剧了经济金融化和企业金融化。在宏观层面,金融化是指金融发展、金融深化加大了国民经济中金融资产的总体数量。在微观层面,金融化是指通过金融渠道积累利润的方式逐渐占据主导,体现在金融渠道获利占企业利润比重不断提高的趋势(张成思和张步云,2015)。企业金融化的动机包括“蓄水池”动机(胡奕明等,2017)、“投资替代”动机(Demir,2009)和“实体中介与影子银行”动机(李建军和马思超,2017)。企业金融化的经济后果,主要是对企业主营业务和实体投资产生“挤出效应”(张成思和张步云,2016),提高融资成本和债务负担(刘珺等,2014),导致金融风险集聚(王永钦等,2015)。

企业社会责任的系统性研究始于20世纪70年代,与金融资本主义、股东资本主义的崛起是同一时期。企业社会责任的思想也在与不同经济情况、社会观念相对抗又相适应的过程中分化为了股东利益最大化与利益相关者利益最大化两个方面的观点。

1. 股东利益最大化。基于经济理性的视角,企业的直接衡量标准就是企业的股东价值。Friedman(1962),Tuzzolino和Armandi(1981)指出企业与生俱来的诉求与承担社会责任应该是一致的,首要动机就是追求利润,维持企业生存和发展。可见,股东利益最大化的思想鼓励企业对自我利益的追求。因此,企业为了经济绩效不惜忽视综合性社会契约的要求,罔顾政府、消费者、员工等诸多利益相关者的利益诉求,采取非道德的经营行为时有发生。

2. 利益相关者利益最大化。企业是各利益相关者缔结的“一组契约”,是创造价值和履行社会责任的统一体。一个有社会责任心的企业应同时关注和平衡各方利益,目标是追求企业价值最大化,而非仅仅追求股东利益最大化损害其他利益相关者的权益。因此,企业承担社会责任不是一种简单的利他主义,更多是一种既利己也利他的最优抉择(张兆国等,2009)。Jones和Wicks(1999)发现,关心利益相关者利益的企业更具竞争优势,更容易实现可持续发展。从短期看,企业承担社会责任虽然要付出一定的

财务成本,造成盈利水平下降,但在长期可以获得更多的社会资源和良好的经营环境,降低隐性成本和显性成本,促进价值创造目标的实现。

(二) 理论假说

上述两种企业社会责任的价值观是截然相反的,体现了对立的两种发展观(股东利益最大化VS利益相关者利益最大化)。本文在推演其与企业金融化的关系上提出两个对立工具假说:金融工具假说VS管理工具假说。

20世纪70年代,新自由主义盛行加速了经济货币化、金融化与虚拟化,已经系统性地将整个资本结构的重心不可逆转地由产业资本转向金融资本。在经济重构的同时期,公司内部治理结构发生了转变,股东利益最大化成为资本市场判定企业价值的唯一标准,也成为重塑企业行为的最高准则(杨典和欧阳璇宇,2018)。一方面,股东利益导向会导致企业管理人更看重企业的短期获利,以致减少固定资产投资,并配置更多的金融资产。股东利益导向和管理层私利最大化的共同作用已经成为了企业金融化的基础机制。另一方面,社会责任报告的发布能够形成声誉保险效应(宋献中等,2017),可以转移与分散投资者对企业脱离主业开展金融投机行为的监督,也能减轻企业虚构投资项目“圈钱”来购买理财产品和金融投资等行为受到的处罚以及减少其他利益相关者的不良评价,从而成为掩盖内在行为缺失的自利性伪装工具与“遮羞布”。因此,基于“股东利益最大化”的企业社会责任,会将用于增进社会职能和其他相关者利益的资源尽可能地配置于能实现企业短期财务绩效和经济利益最大化的金融资产。企业社会责任俨然成为了食利阶层掩饰企业金融化的重要金融工具。基于上述分析,提出假设H1-A。

H1-A: 在中国资本市场,如金融工具假说成立,则企业社会责任会促进企业金融化。

强调实现利益相关者利益总和最大化的企业社会责任,其价值导向与“股东至上”实现短期利润最大化不同,更多是寻求企业的长期可持续发展。这在本质上与企业金融化表现出的“短期化、去责任化、投机化、贪婪化、经济生态破坏化”价值立场、行为及动因是相矛盾的。因为在现实有限资源的约束条件下,企业为实现利益相关者利益最大化的社会责任,会更加重视并管理与所有利益相关者(股东、债权人、员工、消费者、供应商、政府和社会等)形成的纽带和契约关系,将社会绩效置于财务绩效之上,通过尽可能将资源用于产品、研发、建设项目等实业发展来巩固主业发展基础、增强核心竞争力以及促进企业价值长期增长,这必然会减少大规模金融投资、金融资产的配置。王站杰和买生(2019)也认为企业为了长远利益目标,必须与利益相关者维系稳定、和谐的关系,对其承担更多社会责任,即社会责任应成为企业战略管理的工具,

作为新的关键要素纳入战略设计之中。由此可见,基于利益相关者利益最大化的企业社会责任,成为企业做强做优实业、抑制金融化的重要管理工具。在此基础上,本文提出假设 H1-B。

H1-B: 在中国资本市场,如管理工具假说成立,则企业社会责任感抑制企业金融化。

当企业社会责任作为金融工具时,高社会责任的企业会更倾向于金融投资,以期获得更多的经济利益与股东财富的增值,并且社会责任表现越好,越有助于企业在市场和公众心理树立良好形象,形成声誉保险效应,从而更容易掩饰企业金融投机行为。权小锋和肖红军(2016)发现中国企业社会责任披露更多体现了“机会推动”而非“价值驱动”,是一种自利行为,无法反映企业的道德意识。而当企业社会责任作为管理工具时,高社会责任的企业会更倾向于抑制金融化,注重长期可持续发展。因为具有较好社会责任表现的企业更加关注与利益相关者的关系,自主去改善利益相关者的权益与价值,自觉规范经营行为,谋求长期可持续发展,从而放弃短期的金融投机行为。而承担较低社会责任的企业中有些是迫于外部压力与权衡自身利益最大化为考虑,顺从利益相关者的道德期望或者社会规范(张建君,2013),抑制金融投机行为的动机相对较弱。因此进一步提出如下假设 H2:

H2-A: 若金融工具假说成立,在高社会责任的企业中,企业金融化与企业社会责任的正向关系更加显著;

H2-B: 若管理工具假说成立,在高社会责任的企业中,企业金融化与企业社会责任的负向关系更加显著。

工具假说在不同股权性质的企业中表现出显著差异。如果企业社会责任作为金融工具的假设成立,国有企业相对非国有企业的金融化动机和行为更加强烈,更容易进行金融投机。因为国企性质与政府背书更容易取得银行信任,更容易以较低的成本获取更多的贷款,因而其参与金融投机活动更加积极。而如果企业社会责任作为管理工具,国有企业会更加重视社会职责与自身利益的平衡。因为国有企业由政府创立和控制,关系国家安全和国民经济命脉,相较民营企业更加注重政治因素,承担稳定发展、促进就业、改善社会福利等社会职能。而且国有企业履行社会责任既是长期历史传统和习惯的延续,也是与生俱来的分内职责与重要义务,其担当意识、责任意识和奉献意识明显强于民营企业。因此,提出如下假设 H3:

H3-A: 若金融工具假说成立,在国有企业中,企业金融化与企业社会责任的正向关系更加显著;

H3-B: 若管理工具假说成立,在国有企业中,企业金融化与企业社会责任的负向关系更加显著。

我国上市公司社会责任信息披露形式有着较大区别,工具假说在不同披露形式的企业中表现出显著性差异。如

果企业社会责任作为管理工具,相较于自愿披露,应规披露企业更加关注利益相关者的利益,更倾向于增加实业投资,挤出金融投资。因为自愿披露是企业与其他投资者之间基于经济利益进行的自利性信息沟通,缺乏统一的约束和规范,具有很大的主观性和随意性,而应规披露则是以法律规范来保证企业与其他利益相关者之间的信息沟通,要求对企业投资行为、重大关联交易信息以及治理内容等进行强制性披露,需要符合监管部门的要求以及利益相关者的期望,从而能降低企业违规进行金融投机的概率。如果企业社会责任作为金融工具,应规披露企业会更有动机和偏好参与金融投资。因为我国社会责任制度正处于建设和规范过程中,应规披露仍存在着信息供给不全面、效率偏低的问题,因此应规披露企业有较强的机会主义动机,通过利用政策规范的借口和幌子,开展金融投资并隐藏不利信息,其履行社会责任更具有做秀嫌疑。基于分析,提出如下假设 H4:

H4-A: 若金融工具假说成立,在应规披露企业中,企业金融化与企业社会责任的正向关系更加显著;

H4-B: 若管理工具假说成立,在应规披露企业中,企业金融化与企业社会责任的负向关系更加显著。

三、研究设计

(一) 样本选取及数据来源

本文选取 2009-2016 年之间在 A 股上市的非金融企业的年度数据作为样本,非金融企业的界定标准是根据 2012 年中国证券业监督管理委员会颁布的上市公司行业分类指引中排除“金融业”以外的其他所有行业公司。同时剔除 ST、PT、上市不满一年、财务数据与企业社会责任数据缺失较多,以及资不抵债的企业样本,并对所有的连续变量在 1% 和 99% 分位数上进行 winsorize 处理。经过筛选后,最终得到 3829 个样本观察值。数据主要来源于润灵环球的社会责任报告评价指数、Wind 中国金融数据库以及国泰安 CSMAR 数据库。

(二) 变量选取

1. 金融化指标

本文主要使用三种方法度量企业金融化:(1) 企业金融资产收益率与经营资产收益率形成的差额,记为 gap。其中金融资产收益率与经营资产收益率根据宋军和陆旸(2015)计算而得。(2) 经过风险调整过的金融资产收益率,记为 yieldrisk。即以每三年为一个观测时段滚动计算企业金融资产风险波动水平来对金融资产收益率进行风险调整。(3) 经过风险调整过的金融资产收益率与经过风险调整过的经营资产收益率形成的差额,记为 yogap。

2. 企业社会责任

企业社会责任指标度量选取润灵环球对上市公司社会责任报告的评分指数 csr,该评分衡量了企业社会责任报告

中反映的企业社会责任履行以及披露的情况。润灵环球的社会责任评分越高，企业的社会责任表现越优秀。

3. 其他控制变量

包括投资收益率、财务杠杆、企业规模、资产负债率、股权集中度、董事长与总经理兼任情况、经过风险调整过的经营资产收益率以及有息债务比例等变量，具体见表1。

表1

变量定义

变量符号	变量名	度量方式
<i>gap</i>	企业金融化指标一	企业金融资产收益率与经营资产收益率形成的差额
<i>yieldrisk</i>	企业金融化指标二	经过风险调整过的金融资产收益率
<i>yogap</i>	企业金融化指标三	经过风险调整过的金融资产收益率与经过风险调整过的经营资产收益率形成的差额
<i>csr</i>	企业社会责任	润灵环球对上市公司社会责任报告评价指数
<i>invest</i>	投资收益率	本期投资收益/本期投资成本
<i>km</i>	有息债务比例	(短期借款+长期借款+应付债券)/总资产
<i>size</i>	企业规模	企业总资产的自然对数
<i>ratio</i>	资产负债率	总负债/总资产
<i>lever</i>	财务杠杆	普通股每股收益变动率/息税前利润变动率
<i>inst</i>	股权集中度	前十大股东持股比例
<i>board</i>	董事长与总经理兼任情况	1=同一人, 0=不同一人
<i>operaterisk</i>	经过风险调整过的经营资产收益率	使用标准差对经营资产收益率进行风险调整

(三) 回归模型设定

本文设定基本回归模型如下:

$$gap_{it} = \alpha_0 + \beta_1 csr_{it} + \beta_2 invest_{it} + \beta_3 lever_{it} + \beta_4 size_{it} + \beta_5 km_{it} + \beta_6 ratio_{it} + \beta_7 inst_{it} + \beta_8 board_{it} + Year + Industry + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$yieldrisk_{it} = \alpha_0 + \beta_1 csr_{it} + \beta_2 invest_{it} + \beta_3 lever_{it} + \beta_4 size_{it} + \beta_5 km_{it} + \beta_6 ratio_{it} + \beta_7 inst_{it} + \beta_8 board_{it} + \beta_9 operaterisk_{it} + Year + Industry + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$yogap_{it} = \alpha_0 + \beta_1 csr_{it} + \beta_2 invest_{it} + \beta_3 lever_{it} + \beta_4 size_{it} + \beta_5 km_{it} + \beta_6 ratio_{it} + \beta_7 inst_{it} + \beta_8 board_{it} + Year + Industry + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, 下标 i, t 分别表示企业和时间, 模型中还控制了年份固定效应 $Year$ 、行业固定效应 $Industry$, 分别捕捉随时间变动的不可观测因素以及行业的特征性因素。

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计

表2给出了主要变量的描述性统计量。度量企业金融化的三类指标均值都为正, 说明中国企业普遍存在不同程度的金融化。度量企业社会责任的指标最大值和最小值之间差别较大, 说明不同企业的社会责任评分差异性较大。

表2 主要变量的描述性统计^①

变量名称	均值	标准差	最小值	最大值
<i>gap</i>	0.0030	0.1028	-0.2363	0.5449
<i>yieldrisk</i>	3.5267	5.0592	-1.2857	32.1981
<i>yogap</i>	0.2397	9.6111	-51.9251	36.1326
<i>csr</i>	39.1871	12.445	18.07	76.9940
<i>invest</i>	0.0884	0.2511	0	1.8619
<i>km</i>	0.2225	0.1505	0	0.6096
<i>size</i>	23.2186	1.4067	20.5974	27.0386
<i>ratio</i>	0.5280	0.1851	0.0978	0.8673
<i>lever</i>	1.5228	1.4166	-0.9714	10.4670
<i>inst</i>	0.5899	0.1693	0.1969	0.9346
<i>board</i>	0.1321	0.3397	0	1
<i>operaterisk</i>	3.3896	7.9157	-5.2217	53.7252

^① 变量的相关性结果在此省略汇报, 通过相关系数与方差膨胀因子进行共线性考察, 发现不存在多重共线性问题。需要者可向作者索取。

(二) 实证分析

1. 工具假说检验: 基本回归分析

表3给出了企业社会责任对企业金融化影响的回归结果。当用 gap、yieldrisk 和 yogap 指标测度企业金融化时, 企业社会责任的回归系数都显著为负。研究结论初步验证了假设 H1-B 管理工具假说的成立, 表明在中国资本市场中, 企业社会责任是抑制企业金融化的管理工具而非金融工具。

表3 基本回归分析

自变量	因变量		
	gap	yieldrisk	yogap
csr	-0.00073** (0.00036)	-0.0477** (0.0204)	-0.0983*** (0.0354)
invest	-0.0149** (0.0066)	-0.511* (0.278)	-0.372 (0.786)
lever	-0.00290** (0.0014)	-0.0396 (0.0478)	0.0184 (0.0628)
size	0.00811 (0.00727)	0.344 (0.491)	0.573 (0.825)
km	0.0680** (0.0289)	-0.774 (1.804)	5.103* (3.008)
ratio	0.0968*** (0.0302)	-0.601 (1.901)	4.571 (3.198)

续表

自变量	因变量		
	gap	yieldrisk	yogap
inst	-0.0029 (0.0281)	-1.727 (1.588)	-2.330 (3.114)
board	-0.0145 (0.0094)	-0.369 (0.463)	-0.636 (0.878)
operaterisk		0.0270 (0.0170)	
constant	-0.223 (0.158)	-6.484 (11.34)	-18.18 (18.25)
行业/年份效应	YES	YES	YES
N	3829	3804	3804
R ²	0.072	0.025	0.030

注: () 内数值为回归系数的异方差稳健标准误; *, **, *** 分别表示 10%, 5%, 1% 上的显著性水平。下同。

2. 工具假说检验: 分组分析

以企业社会责任评分的中值为临界点, 将样本分为低社会责任组与高社会责任组进行分组回归, 结果见表4。较之低社会责任组, 高社会责任组中企业社会责任与企业金融化之间的负向关系更加显著, 假设 H2-B 成立。即社会责任评分较高的企业更倾向于从长久生存和持续发展的角度出发, 关注利益相关者的诉求, 有效减少金融投机, 专注主营业务的发展。

表4 企业社会责任分组分析

自变量	gap		yieldrisk		yogap	
	low	high	low	high	low	high
csr	-0.00022 (0.00083)	-0.00122** (0.00062)	-0.0129 (0.0425)	-0.0730** (0.0345)	0.0166 (0.0690)	-0.160*** (0.0612)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	1915	1914	1891	1913	1891	1913
R ²	0.075	0.089	0.033	0.041	0.040	0.045

3. 工具假说检验: 企业性质的对比分析

根据企业性质, 将样本组划分为国有企业和非国有企业

业进行分组回归。表5显示, 较之非国有企业, 国有企业对社会责任履行成为了抑制企业金融化的管理工具, 假

设 H3-B 成立。其主要原因在于与非国有企业相比,履行社会责任是国有企业与生俱来的使命。中国社科院企业社会责任研究中心发布的《中央企业社会责任蓝皮书

(2017)》称,国企 100 强社会责任发展指数持续领先于民企 100 强、外企 100 强,也从侧面印证了表 5 的实证结果。

表 5 国企与非国企样本回归

自变量	国企			非国企		
	gap	yieldrisk	yogap	gap	yieldrisk	yogap
<i>csr</i>	-0.0006 (0.0004)	-0.0585** (0.0248)	-0.104*** (0.0389)	-0.0010 (0.0007)	-0.0224 (0.0333)	-0.117 (0.0969)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	2541	2533	2533	1275	1258	1258
<i>R</i> ²	0.074	0.034	0.036	0.103	0.044	0.027

4. 工具假说检验:披露形式的对比分析

根据披露形式的不同将样本划分为应规披露组和自愿披露组,分组回归结果如表 6。当用 gap 与 yieldrisk 测度企业金融化时,应规披露组的企业社会责任与企业金融化显著负

相关,而自愿披露组都不显著,假设 H4-B 成立。这可能主要是因为应规披露的公司是上证公司治理板块、深证 100 指数范围内的成分股公司,其经营管理行为受到监管部门和利益相关者的约束力度更大,因而削弱了经济利润最大化的动机。

表 6 应规与自愿披露企业样本回归

自变量	应规披露			自愿披露		
	gap	yieldrisk	yogap	gap	yieldrisk	yogap
<i>csr</i>	-0.0011* (0.00063)	-0.0968*** (0.0332)	-0.0596 (0.0859)	-0.00018 (0.00063)	0.00631 (0.0578)	-0.174 (0.115)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	2231	2195	2195	1060	1019	1019
<i>R</i> ²	0.079	0.042	0.029	0.085	0.053	0.036

(三) 传导机制分析

接下来,本文对企业社会责任影响企业金融化的传导机制进行理论分析与实证检验。

1. 信号传递

根据信号传递理论,为了规避信息不对称所导致的劣币驱逐良币的逆向选择,较好履行社会责任的企业会主动对社会责任情况进行充分披露,传递给市场中信息相对缺乏的各方,以此区别于社会责任履行情况差的企业。所以,企业社会责任报告的具体内容成为了传递社会责任履行情况、提升经营管理信息透明度并促进企业建立声誉的有效

信号。本文借鉴 Hutton 等(2009),以企业过去三年操控性应计利润绝对值之和度量信息透明度,是一个反向指标,值越大表示信息越不透明。在表 7 中,构建了企业社会责任与信息透明度的交乘项($csr \times opac$),其回归系数为 0.154,且在 5%统计水平上显著,表明可以通过降低信息不透明程度,即提高信息透明度,企业社会责任能更好地抑制企业金融化行为。

2. 融资渠道

当前部分上市公司具有向外部金融机构借贷超过其正常经营活动所需资金的冲动(文春晖等,2018)。这种频

繁、过度融资的需求并非为了更好地发展主业，而是去投资金融资产，积极参与影子银行活动。因此，基于利益相关者价值最大化的企业社会责任可以对过度融资需求及行为予以约束，从而抑制企业金融化。具体借鉴文春晖等（2018）的方法计算非金融上市企业过度融资数据，值越大表示过度融资需求越强烈。在表7中，构建了企业社会责任评分与过度融资的交乘项（ $csr \times nefr$ ），其回归系数为正，在1%统计水平上显著，表明企业社会责任通过降低过度融资需求，进而抑制企业金融化行为。

表7 传导机制检验

自变量	信号传递	融资渠道
	yieldrisk	gap
csr	-0.0463 *** (0.0174)	-0.00046 (0.00051)
opac	1.477* (0.815)	
$csr \times opac$	0.154 ** (0.0736)	
nefr		-0.0013 (0.0009)
$csr \times nefr$		0.00044 *** (0.00013)
控制变量	YES	YES
行业/年份效应	YES	YES
N	3804	3792
R ²	0.027	0.040

（四）稳健性检验

为了避免样本选择、变量度量以及内生性问题等造成的偏差，本文进行以下稳健性检验^②：

1. 新样本回归。由于我国房地产行业表现出虚拟化和类金融行业的特点，因此在去除金融行业基础上，进一步在样本中剔除房地产行业。结果显示，对于使用三种方法度量的企业金融化，企业社会责任与企业金融化依然呈负相关关系，即管理工具假说依旧成立。

2. 内生性控制。由于研究结论可能存在内生性问题，因此，使用系统 GMM 方法进行分析，在对三种企业金融

化指标进行回归过程中，AR（1）统计量显著，AR（2）统计量不显著，Hansen Test 的 P 值均超过 0.1，说明选择的工具变量是有效的，系统 GMM 估计是有效的。

3. 更换测度指标。本文更换了测度企业金融化的指标并进行了重新检验：（1）以金融资产收益率增长率与经营资产收益率增长率之差（yogap1）表示企业金融化。（2）根据刘珺等（2014）对金融资产的衡量方式，以金融资产占总资产的比重（finrate）表示企业金融化。（3）根据戴泽伟和潘松剑（2019）对金融资产范畴的界定，以金融资产占总资产的比重（finrate2）表示企业金融化。（4）借鉴王红军等（2017），以企业是否配置金融资产的虚拟变量（FA_Dum）来表示企业金融化，如果企业配置了金融资产，取值为 1，否则为 0。（5）借鉴宋军和陆旸（2015）、许志勇和邓超（2019）对金融资产划分与度量的方式，以金融资产总规模的自然对数（logfinance）表示企业金融化。上述五种指标实证结果与主检验一致，管理工具假说仍然成立。

五、研究结论与启示

本文选取 2009–2016 年在 A 股上市的非金融公司的年度数据作为样本，通过实证分析，发现：（1）企业社会责任是抑制企业金融化的重要管理工具；（2）根据企业社会责任评分的高低，高企业社会责任明显抑制了企业金融化，低企业社会责任对企业金融化的影响作用不明显；（3）根据不同企业的性质，社会责任的履行成为了抑制国有企业金融化的管理工具，但在非国有企业中表现不明显；（4）根据企业社会责任披露形式，应规披露的企业中社会责任是抑制金融化的管理工具，而在自愿披露的企业中表现不明显；（5）企业社会责任能通过信号传递与融资渠道两种机制抑制企业金融化。

本文的启示：在经济新常态大背景下，受股东至上主义的影响，上市公司存在金融化与“脱实向虚”的行为，这对企业本身发展而言是涸泽而渔。因此，企业应进一步增强社会责任意识，将企业社会责任作为重要的管理工具，尊重和满足利益相关者的权益，主动将企业社会责任履行由被动型和适应型提升为主动型和战略型，才能从根本上抑制过度金融化，才能真真正正做大做强自己的主业，实现长期可持续发展，正如习近平同志在网络安全和信息化工作座谈会上强调“只有富有爱心的财富才是真正有意义的财富，只有积极承担社会责任的企业才是最有竞争力和生命力的企业”。

主要参考文献

戴泽伟，潘松剑. 2019. 高管金融经历与实体企业金融

② 限于篇幅，本文未报告稳健性检验结果，相关数据资料备索。

化. 世界经济文汇, 2: 76~99

胡奕明, 王雪婷, 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, 1: 181~194

李建军, 马思超. 2017. 中小企业过桥贷款投融资的财务效应——来自我国中小企业板上市公司的证据. 金融研究, 3: 116~129

刘珺, 盛宏清, 马岩. 2014. 企业部门参与影子银行业务机制及社会福利损失模型分析. 金融研究, 5: 96~109

权小锋, 吴世农, 尹洪英. 2015. 企业社会责任与股价崩盘风险 “价值利器”或“自利工具”? 经济研究, 11: 49~64

权小锋, 肖红军. 2016. 社会责任披露对股价崩盘风险的影响研究: 基于会计稳健性的中介机理. 中国软科学, 6: 80~97

宋军, 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, 6: 111~127

宋献中, 胡珺, 李四海. 2017. 社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析. 金融研究, 4: 161~175

王红建, 曹瑜强, 杨庆, 杨笋. 2017. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究. 南开管理评论, 1: 155~166

王永钦, 刘紫寒, 李嫦, 杜巨澜. 2015. 识别中国非金融企业的影子银行活动——来自合并资产负债表的证据. 管理世界, 12: 24~40

王站杰, 买生. 2019. 企业社会责任、创新能力与国际化战略——高管薪酬激励的调节作用. 管理评论, 3: 193~202

文春晖, 李思龙, 郭丽虹, 余晶晶. 2018. 过度融资、

挤出效应与资本脱实向虚——中国实体上市公司 2007~2015 年的证据. 经济管理, 7: 39~55

许志勇, 邓超. 2019. 利益冲突视角下金融化对企业社会责任信息披露的影响研究. 中国软科学, 5: 168~176

杨典, 欧阳璇宇. 2018. 金融资本主义的崛起及其影响——对资本主义新形态的社会学分析. 中国社会科学, 12: 110~133

张成思, 张步云. 2015. 再论金融与实体经济: 经济金融化视角. 经济学动态, 6: 56~66

张成思, 张步云. 2016. 中国实业投资率下降之谜: 经济金融化视角. 经济研究, 12: 32~46

张建君. 2013. 竞争—承诺—服从: 中国企业慈善捐款的动机. 管理世界, 9: 118~129

张兆国, 刘晓霞, 张庆. 2009. 企业社会责任与财务管理变革——基于利益相关者理论的研究. 会计研究, 3: 54~59

Demir, F. 2009. Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets. Journal of Development Economics, 88 (2): 314~324

Friedman, M. 1962. Capitalism and Freedom. Chicago: Chicago University Press

Hutton, A. P., A. J. Marcus, H. Tehranian. 2009. Opaque Financial Reports, R^2 , and Crash Risk. Journal of Financial Economics, 94 (1): 67~86

Jones, T. W., A. C. Wicks. 1999. Convergent Stakeholder Theory. Academy of Management Review, 24 (2): 206~221

Tuzzolino, F., B. R. Armandi. 1981. A Need-Hierarchy Framework for Assessing Corporate Social Responsibility. Academy of Management Review, 6 (1): 21~28

Corporate Social Responsibility and Corporate Financialization: A Financial Tool or Management Tool?

Liu Shuwen et al.

Abstract: Under the new normal economy, is CSR used as a “financial tool” for corporate financialization, or as a “management tool” for sustainable development? From the perspective of corporate financialization, this paper takes the annual data of all non-financial companies listed in A-shares from 2009 to 2016 as samples to test the impact of CSR on the corporate financialization and its transmission mechanism. The result shows that CSR is negatively correlated with corporate financialization, and has become an important management tool rather than a financial tool. Through different grouping regression, the hypothesis of management tools is evident in companies with high CSR, state-owned enterprises and the ones that should be disclosed regularly. Furthermore, through empirical analysis, CSR can restrain corporate financialization through signaling transmission and financing channels. This paper helps to understand the internal logic of CSR affecting corporate financialization, and provides empirical evidence for the regulatory authorities to formulate relevant policies and promote enterprises to actively fulfill CSR.

Key Words: Corporate Social Responsibility; Corporate Financialization; Financial Tools; Management Tools