

一定会非此即彼吗? 社会责任对实体企业金融化的非线性影响

刘春济¹,高静²

(1.上海师范大学商学院,上海200234;2.上海对外经贸大学会展与传播学院,上海201620)

摘要:在中国实体企业金融化的过程中,企业社会责任究竟扮演着何种角色?对于该问题,现有研究给出了“金融工具”和“治理工具”两种截然相反的回答。在中国社会经济处于快速转型期且企业履责水平存在明显差异的情况下,理论推演显示社会责任的影响更可能是倒“U”型而不是非此即彼式的,基于2010—2021年沪深A股上市公司数据进行的检验证实了该推论。研究发现:大多数企业的社会责任表现仍处于“金融工具”区间而非“治理工具”区间;非国有企业、中小企业和机构持股比例偏低的企业,其社会责任未能发挥“治理工具”的作用。动机检验和证伪检验显示,将不同水平社会责任判断为“金融工具”和“治理工具”具有合理性。

关键词:企业社会责任;实体企业金融化;金融工具;治理工具;倒“U”型

中图分类号:F270 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-6049(2024)04-0034-11

一、引言

近年来,在我国上市实体企业中,持有金融资产的企业数量持续增加,金融资产占总资产的比值逐年递增,金融渠道获利与利润之比居高不下。学界将上述现象称之为实体企业金融化,即实体企业热衷配置金融资产而不是致力于发展主营业务,致使其利润多来源于虚拟经济部门^[1-2]。研究发现,实体企业金融化的动机主要是跨行套利而非防御性储蓄^[2-4],这种以套利为主要目标的“不务正业”行为既有害于企业的长远发展,也不利于国家战略布局优化和宏观经济环境保持稳定^[5-6]。

为抑制我国实体企业金融化,《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》(国发〔2020〕14号)提出,上市公司要“专注主业、稳健经营”;国务院2021年《政府工作报告》明确要求,“金融机构要坚守服务实体经济的本分”。学界则主要从规制的角度提出了系列治理建议,主要包括完善资本市场制度、加强金融监管、打通企业合法获取资金的途径和保持政策压力的长期持续性等^[5-7]。但受金融市场繁荣与实体经济持续疲软的影响,单凭规制恐难以有效抑制我国实体企业的金融化取向。此种状态下,股权激励、股权结构优化和社会责任等企业治理力量的作用逐渐受到重视^[3,8-9]。

在诸多治理力量中,企业社会责任的作用值得期待,其原因主要有:第一,我国政府非常重视企业社会责任建设,经过多年推动,在宏观层面企业社会责任已经上升为一种国家战略,在微观上我国企业的社会责任实践日渐规范化;第二,实体企业金融化会增加经济系统的脆弱性、侵蚀社会信用、破坏企业的长

收稿日期:2023-12-04;修回日期:2024-05-13

基金项目:国家社会科学基金重点项目“中国式现代化的历史脉络与推进路径研究”(23AZD008)

作者简介:刘春济(1976—),男,河北承德人,经济学博士,上海师范大学商学院副教授,研究方向为企业社会责任、创新与企业成长;高静(1978—),女,河北邯郸人,通讯作者,理学博士,上海对外经贸大学会展与传播学院副教授,研究方向为服务经济与企业成长。

远发展,负责任的企业会助力而不是破坏社会经济的协调稳定,更不会以牺牲长期利益为代价博取短期收益。但是,社会责任真的能承担起引导我国实体企业“弃虚入实”的重任吗?对于这一问题,仅见的几篇文献给出的答案并不一致。其中,刘姝雯等^[8]认为社会责任是抑制实体企业金融化的重要手段,但孟庆斌和侯粲然^[10]、顾雷雷等^[11]、Zheng *et al.*^[12]的研究却显示,企业社会责任是一种“金融工具”,即社会责任非但不会抑制反而会促进实体企业金融化。以上两种截然相反的答案再次激起了自 Clark^[13]首次提出企业社会责任思想以来就存在的一个疑问:企业社会责任到底是一种有助于社会福利增进的制度安排还是一块“道德遮羞布”?在此种背景下,对社会责任在实体企业金融化中扮演角色的确认,不仅事关实体经济“脱实向虚”困境的纾解,也事关如何全面评价我国企业社会责任建设的效果问题。

本文认为,企业履责水平不同,其经济行为与后果具有异质性。对于中国这样一个处于快速转型期的超大型经济体,企业治理水平与社会责任发展水平不一。在这种约束条件下,社会责任与我国实体企业金融化的关系很可能并不是非此即彼式的而是倒“U”型的。基于2010—2021年沪深A股上市公司数据进行的检验证实了该推论,即低水平社会责任是促进实体企业金融化的“金融工具”,高水平社会责任则是抑制实体企业金融化的“治理工具”。但是,拐点分析显示,我国大多数上市公司的社会责任表现尚处于“金融工具”区间而非“治理工具”区间,这意味着通过社会责任实现实体企业金融化治理之路仍然任重道远。

本文的边际贡献在于:(1)与刘姝雯等^[8]、孟庆斌和侯粲然^[10]、顾雷雷等^[11]、Zheng *et al.*^[12]的研究不同,本文发现企业社会责任究竟是“金融工具”还是“治理工具”取决于其履责水平高低,该发现对于更深入地认识社会责任与实体企业金融化之间的关系、对于从微观层面推动我国实体企业金融化治理均具有启示意义。(2)倒“U”型关系的证实,说明企业社会责任引发的社会经济后果并非总是二元对立的,特别是在企业社会责任悲观论愈演愈烈的当下,该结论有助于更全面地评价我国企业社会责任建设的效果。(3)在既有研究的基础上重构了识别实体企业金融化动机的方法,该方法对相关研究具有一定的参考意义。

二、理论推演与假说提出

(一) 企业社会责任正当性、水平差异与经济后果

企业社会责任思想提出的主要社会背景是,在第二次工业革命的推动下,经济迅猛发展、企业规模急剧扩张,大公司的成本外部化和收益内部化致使社会问题突出。为了解决这些问题,企业被要求分担社会成本及履行社会责任。可见,企业社会责任思想缘起于社会环境而非企业内部,这种缘起注定了企业承担社会责任是否具有正当性富有争议。此后,经济学家和管理学者对该议题的分异性阐述进一步加剧了争议。其中,前者的代表 Friedman^[14]认为,企业唯一且仅有的社会责任就是在遵纪守法的前提下尽可能多为股东创造财富,这意味着社会责任外生于企业,履行社会责任是企业的一种额外负担。后者的代表彼得·德鲁克^[15]认为处理对社会的影响与承担社会责任是管理的三大任务和八大目标之一,并且社会责任目标优先于利润目标,这意味着社会责任内生于企业,承担社会责任是企业经营的应有之义。

将社会责任视为是外生因素的企业,不会轻易认同企业社会责任的合法性与正当性。该类企业的社会责任行为往往是为应付制度环境和合法性压力,其履责策略至多是防御型的^①。其结果是,企业的社会责任文化淡漠、机会主义行为多发,企业偏好操纵社会责任以便粉饰门面、获取短期利益。伴随着企业对社会责任价值认知的加深,部分企业逐渐认同了社会责任的正当性,并主动将社会责任融合进其核心业务、价值创造乃至价值主张之中,适应、前瞻以及战略性企业社会责任履责策略由此得以形成^[16]。在此种状态下,企业社会责任逐渐从口头承诺向管理行为乃至组织意志转化,企业社会责任与企业治理的融合程度不断提高,成为推动企业可持续发展的重要力量^[17]。

^①企业社会回应观点认为,企业社会责任发展是一个由反应、防御、适应和前瞻型态度及策略构成的连续体^[16]。

在企业社会责任正当性认知与履责策略存在差异的情况下,企业的履责水平往往不同,与之相伴的经济行为及其经济后果也不一定是“一刀切”式的。如在并购过程中,由履责水平高的企业发起的并购公告获得的市场反应更积极,交易完成的可能性更高且耗时更短^[18];高水平社会责任会降低企业违约的概率,低水平社会责任的作用则相反^[19];社会责任对企业系统性风险和创新的影 响也不是线性的^[20-21]。此外,Ding *et al.*^[22]的研究还显示,利益相关者主要依据相对水平而不是绝对表现评估一个企业的社会责任,只有当履责水平高于相对水平时企业才能从中获取收益。

企业履责水平及其经济后果具有异质性,说明使用“真心”与“掩饰”等二元对立思维看待企业社会责任未必总是恰适的^[23],这就为重新识别社会责任与我国实体企业金融化的关系及重新评估我国企业社会责任建设的效果提供了契机。

(二) 倒“U”型关系假说

中国作为一个处于快速转型中的超大型经济体,企业自我管制程度有明显差异^①,企业间的社会责任水平不一。考虑到企业履责不同其经济后果具有异质性,故此本文推测,社会责任与我国实体企业金融化的关系很可能是非线性的。

1. 低水平企业社会责任的促进作用

企业社会责任的基本理念是,企业既要为股东创造财富,也要为其他利益相关者谋取福利。企业履责水平低意味着企业对社会责任的认同度低,此时企业倡导的理念是股东价值最大化而不是利益相关者价值最大化。发展中国家和发达国家的经验均显示,由于股东过于关注股价升值和所有权收益^[25],其结果是新自由主义公司治理理念强调的股东价值最大化会激励管理层积极介入金融市场,并通过投机手段抬升股价以实现股东价值最大化^[26]。尤其是当高管薪酬与股票期权挂钩时,管理层愈发倾向为高股价奋斗,公平、稳定的经济增长等社会责任目标很容易被忽视。在上述导向下,企业大概率会偏好投资期限短但收益高的金融资产而非实物资本投资,即便在两者收益率相似的情况下也是如此。

企业社会责任活动成本高昂^[20],相关成本包括直接资金投入和企业内部运营调整等间接费用。从成本角度看,履责水平低表明企业更青睐将社会责任外部化为粉饰性活动而不是内部化为实质性变革。研究显示,企业开展类似粉饰活动的目的,主要是为了掩饰财务重述等不端行为^[23],是为了转移公众对企业负面信息的注意力^[27]。在这种机会主义文化的熏陶下,管理层借助金融资产投资隐藏运营风险或败德行为的概率会大幅提高,原因是与捐赠、赞助等相对公开和透明的活动相比,金融资产在会计确认和计量上的可操控性更大,通过金融资产进行盈余管理、润色业绩的隐蔽性更强^[9],依托业绩实现“一俊遮百丑”目的的可能性也更高。

企业社会责任治理与公司治理的关系密切,二者涉及的均是通过各种制度安排,妥善协调、平衡处理企业内外部利益相关者的关系。从这一角度看,履责水平低预示着企业疏于自我管制,公司治理质量不高,难以约束、激励利益相关者共同服务于企业的整体利益。基于委托代理和信息不对称理论,在缺乏有效监督和激励的情况下,管理层常常会利用其拥有的信息优势做出不利于股东和企业但有利于其个人利益的逆向选择行为,从而加剧道德风险。在此种状态下,企业管理层为实现自身利益最大化,很有可能会将管理重心从长期生产领域转向可以“赚快钱”的金融投资领域,特别是在实体企业面临产能过剩、成本上升、经营业绩下滑等诸多问题的情况下。

2. 高水平企业社会责任的抑制作用

企业履责水平高意味着企业对社会责任的认同度高,此时企业倡导的理念是利益相关者价值最大化而非股东价值最大化。利益相关者价值最大化强调广泛的利益相关者参与,寻求企业的可持续发展。广泛的利益相关者参与有助于监督和约束企业管理层并减少代理成本,有助于增加社会责任投资并限制其采取机会主义行为。可持续发展则要求企业平衡利益相关者之间的利益,采取长期价

^①Sheehy^[24]运用哲学分析方法,将企业社会责任归类为自我管制范畴。

值投资而非短期财务投资。据此可以预见,对社会责任认同高的企业,会偏好固定资产、无形资产和长期投资等实物资本投资^[4],不会青睐配置兼具“短期化、去责任化、投机化”等特征的金融资产^[8]。尤其是在企业金融化会显著提高其股价崩盘与获得非标审计意见概率的情况下,这一现象更加明显。

从成本的角度看,履责水平高暗示着企业开展实质性社会责任活动的可能性远大于实施粉饰性活动的可能性。与粉饰性活动关注外部影响不同,实质性社会责任要求企业在组织结构、运作流程和经济行为上做出实质性改变^[28],内部控制系统的改变,往往会引发涟漪效应并促使企业依从社会责任规则^[29]。一方面,承担实质性社会责任会增加社会对企业的信赖与信心,并给企业带来增加合法性、松弛融资约束、降低顾客价格感知敏感性等诸多好处;另一方面,打上“好人”标签的企业也会受到“好人”不可以干“坏事”这样的期许性约束,企业一旦突破约束就会被质疑为伪善,并导致高额的社会责任投入转变为沉没成本。在资金占用、内部控制、收益和沉没成本的多重约束下,企业脱离主业开展经营风险和财务风险双高的金融投机行为的倾向会受到抑制。

从与公司治理关系的角度看,履责水平高表明企业长于自我管制且公司的治理水平高。公司治理水平越高,管理层受到的监督就越充分,这种监督有助于抑制管理层和大股东的机会主义行为,降低企业利用金融资产投资套利以及粉饰利润的概率。同时,高水平社会责任与高水平公司治理的结合还意味着企业具备较强的隐性软实力,这种软实力不仅可以缓解企业面临的融资约束,还可以降低货币资金被股东和管理层用以获取私人收益的可能性,这就从资金和治理层面为企业稳定实施长周期实物资本投资扫清了障碍。

前述机制如图 1 所示。企业履责水平低,大概率意味着企业对社会责任的认同低、投入少,表明公司治理质量差。此时,企业倡导股东价值最大化,机会主义文化盛行且代理问题突出,故此社会责任更有可能是加剧实体企业金融化的“金融工具”。相反,企业履责水平高,大概率意味着企业对社会责任的认同高且投入多,说明公司的治理水平高。此时,企业倡导利益相关者价值最大化、偏好实质性社会责任建设、隐性软实力强,故此企业社会责任更有可能是抑制实体企业金融化的“治理工具”。基于此,本文提出:

假说 1:企业社会责任对实体企业金融化的影响并不是线性的,而是倒“U”型的。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

选取 2010—2021 年沪深 A 股所有上市公司为初始样本,样本基本特征数据与财务数据均来自 CSMAR 数据库,企业社会责任数据来自“和讯网”。对初始样本筛选如下:剔除隶属于金融保险行业和房地产行业的样本,剔除经“特别处理”和已经退市的样本,剔除企业社会责任得分为负数的样本,剔除当年上市的样本,剔除主要变量缺失的样本,最终获得 22 025 个“公司-年度”数据。为控制极端值的影响,对所有连续变量在上下 1% 的水平上进行缩尾处理。

(二) 变量定义与模型设定

1. 实体企业金融化(Fin)

使用金融资产持有率(Fin_a)即金融资产占总资产的比值测度实体企业金融化的程度。金融资产包括交易性金融资产、发放贷款及垫款、衍生金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产和长期股权投资共七项内容^[4]。在稳健性检验中,根据罗长远等^[1]、贺立龙和石佳欣^[3]的研究将具有一定异议的长期股权投资从 Fin_a 中剔除并重新计算金融资产持有率(Fin_b)。

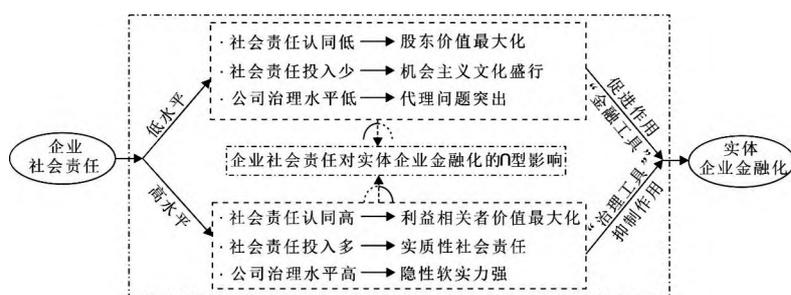


图 1 倒“U”型关系的形成机制

2. 企业社会责任(CSR)

使用“和讯网”依据“上市公司社会责任报告专业评测体系”获得的综合评分衡量企业社会责任水平^[11]。该评分的特点是:基于利益相关者理论从多维度进行评价,符合企业社会责任测度的主流趋势;评估对象包含所有上市公司,与仅囊括少数企业的数据源相比,更有助于缓解样本选择偏误问题。由于实体企业金融化变量和社会责任得分之间的数量级差异悬殊,参照孟庆斌和侯繁荣^[10]的做法,通过除以 100 的方式对后者进行计量单位变换。

3. 控制变量(Control)

从公司治理、财务特征和地区制度环境三个层面选择控制变量,具体包括:产权性质(State, 国有控股记为 1, 否则为 0)、董事会规模(Board, 董事会人数的自然对数)、高管持股比例(Sr, 高管持股数/总股本)、第一大股东持股比例(Top1, 第一大股东持股数/总股本)、两职合一(Dual, 董事长与总经理兼任时记为 1, 否则为 0)、资产负债率(Lev, 总负债/总资产)、盈利能力(Roa, 净利润/总资产)、资产结构(As, 流动资产/总资产)、企业规模(Size, 总资产的自然对数)和制度环境(Mar, 使用市场化指数表示)。

与领域内代表性文献保持一致^[8,11],将模型构建为:

$$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 CSR_{i,t}^2 + \beta' Control_{i,t} + Indu + Year + Dist + \varepsilon \quad (1)$$

其中,Fin 为被解释变量实体企业金融化,CSR、CSR² 为解释变量企业社会责任及其平方项,Control 为控制变量。Year、Indu 和 Dist 依次表示年份、行业和地区虚拟变量(位于东部地区记为 1, 否则为 0),用以控制年份、行业和地区固定效应。对于回归结果是否符合倒“U”型关系的假说,使用 Lind and Mehlum^[29]提出的三步法进行判断。

(三) 描述性统计

变量描述性统计结果显示^①,金融化密度 Fin_a 的均值为 0.071 3、最大值为 0.529 8,表示从平均意义角度看金融资产占总资产的 7.13%,最大占比为 52.98%,说明部分上市企业配置了大量金融资产。企业社会责任 CSR 的最小值为 0.009 8、最大值为 0.734 9,说明企业间的社会责任水平有较大差异。

表 1 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3) 小于拐点值	(4) 大于拐点值
CSR	0.142 8*** (0.025 4)	0.077 2*** (0.027 7)	0.059 8*** (0.019 0)	-0.151 3*** (0.048 7)
CSR ²	-0.171 6*** (0.030 8)	-0.081 3** (0.032 6)		
State		0.005 0 (0.004 1)	0.007 3* (0.004 1)	-0.013 9 (0.009 9)
Board		-0.028 4*** (0.007 6)	-0.025 0*** (0.007 5)	-0.053 7*** (0.018 8)
Sr		-0.044 8*** (0.007 2)	-0.041 6*** (0.007 0)	-0.081 0*** (0.024 8)
Top1		-0.025 1** (0.011 1)	-0.022 9** (0.011 0)	-0.040 5* (0.023 2)
Dual		-0.002 2 (0.002 6)	-0.001 9 (0.002 6)	-0.005 5 (0.008 1)
Lev		-0.089 1*** (0.010 2)	-0.089 0*** (0.010 0)	-0.095 2*** (0.028 7)
Roa		-0.015 2 (0.027 6)	-0.029 2 (0.029 2)	0.140 0* (0.079 7)
As		-0.115 8*** (0.009 9)	-0.115 5*** (0.010 1)	-0.128 2*** (0.020 1)
Size		0.001 8 (0.001 7)	0.001 5 (0.001 7)	0.005 1 (0.004 0)
Mar		0.002 3* (0.001 4)	0.002 1 (0.001 4)	0.005 1 (0.003 6)
Indu/Year/Dist	No	Yes	Yes	Yes
Constant	0.050 6*** (0.003 9)	0.173 8*** (0.036 3)	0.176 4*** (0.037 1)	0.262 4*** (0.082 0)
R ²	0.003 6	0.156 1	0.154 7	0.232 7
N	22 025	22 025	19 715	2 310

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平下显著,括号内为公司聚类稳健标准误。

①受限于篇幅未列示,备索。

四、实证结果与分析

(一) 基准回归结果

基准回归结果列示于表 1。其中,列(1)仅纳入了企业社会责任 CSR 及其平方项,列(2)则加入了所有控制变量。根据 Lind and Mehlum^[29]的方法判断列(2)中的结果是否属于倒“U”型关系,结果显示:(1) CSR 的系数在 1% 的水平下显著为正,CSR² 的系数在 5% 的水平下显著为负;(2) CSR 取最小值时曲线斜率值为正(0.0756)且在 1% 的水平下显著(p 值为 0.0026),CSR 取最大值时曲线斜率值为负(-0.0424)且在 5% 的水平下显著(p 值为 0.0323);(3) 拐点值 0.4745 处于 CSR 取值范围之内。可见,社会责任与实体企业金融化之间的关系为典型的倒“U”型,该结果与企业履责取向及其履责水平存在较大差异这一现实具有一致性。进一步以拐点值为界进行分组检验,列(3)显示当小于拐点值时 CSR 的系数在 1% 的水平下显著为正,列(4)显示当大于拐点值时 CSR 的系数在 1% 的水平下显著为负。该结果再次说明,社会责任在实体企业金融化的过程中充当了何种角色取决于其水平高低。当水平较低时,社会责任是加剧实体企业金融化的“金融工具”,反之则为“治理工具”。高水平社会责任表现出来的治理功能不仅为消解我国实体企业金融化困境提供了一条出路,也为验证我国企业社会责任建设的正当性提供了一项经验证据。

为更清晰地呈现社会责任与实体企业金融化之间的关系,将列(1)和列(2)中的结果可视化如图 2。在图中,不包含控制变量的曲线 a 反应的是社会责任对实体企业金融化的总影响,包含控制变量的曲线 b 反应的是社会责任对企业金融化的边际影响。曲线 b 位于曲线 a 的下方,说明受其他因素的作用,社会责任对实体企业金融化的影响在减弱;曲线 b 变得更加平缓致使其拐点向右偏移,说明社会责任抑制实体企业金融化的临界值在上升。计算显示,位于曲线 b 拐点前的样本占比为 89.51%,说明有 89.51% 的上市公司存在社会责任水平偏低的问题,即其社会责任尚无法承担“治理工具”的重任。

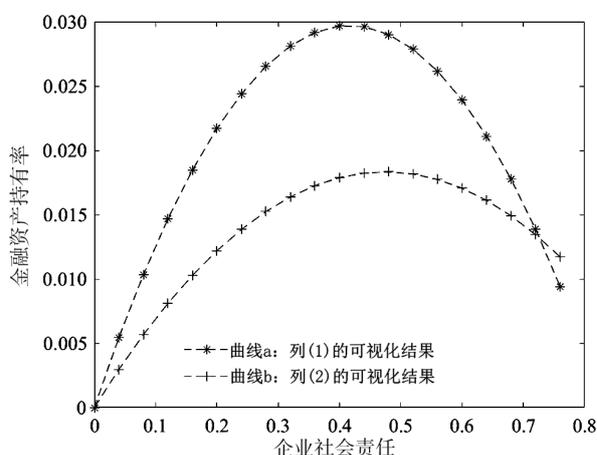


图 2 社会责任对实体企业金融化非线性影响的可视化

(二) 稳健性检验

从五个方面检验基准回归结果的稳健性,结果列示于表 2。包括:(1) 将被解释变量 *Fin_a* 替换为 *Fin_b*,列(1)中 CSR² 的系数在 1% 的水平下显著为负。(2) 考虑到金融资产持有率 *Fin_a* 具有一定的归并属性,故采用 Tobit 方法重新估计模型,列(2)中 CSR² 的系数在 5% 的水平下显著为负。(3) 归并数据可能存在样本选择问题,使用 Heckman 两阶段模型处理该问题。在第一阶段中,将虚拟变量金融化参与度 *Fin_d*(当企业配置了金融资产时记为 1,否

表 2 稳健性检验结果

变量	(1) <i>Fin_b</i>	(2) Tobit	(3) Heckman	(4) OLS	(5) IV-2SLS
CSR	0.1107*** (0.0180)	0.1960** (0.0781)	0.0582*** (0.0206)	0.0658** (0.0309)	1.0935*** (0.3020)
CSR ²	-0.1119*** (0.0217)	-0.1927** (0.0953)	-0.0610** (0.0254)	-0.0747** (0.0358)	-1.3647*** (0.3965)
IMR			-0.0419*** (0.0073)		
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Indu/Year/Dist	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ² /Pseudo R ²	0.1197	0.1038		0.1511	
N	22025	22025	22025	17889	21815

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平下显著,括号内为公司聚类稳健标准误。

则为0)设定为被解释变量,排除性约束变量为同地区同行业剔除焦点企业表现后的 Fin_d 均值;在第二阶段中,将逆米尔斯比率(IMR)加入模型,列(3)中 CSR^2 的系数在5%的水平下显著为负。(4)根据孟庆斌和侯焱然^[10]的研究,将解释变量和控制变量均做滞后一期处理以减少内生性,列(4)中 CSR^2 的系数在5%的水平下显著为负。(5)企业金融资产配置水平可能会反向影响其社会责任履行,使用IV-2SLS方法解决该类内生性问题,工具变量为同一地区同一行业剔除焦点企业后的企业社会责任得分的均值(CSR_m)及其平方项(CSR^2_m)。列(5)中的第二阶段回归结果显示, CSR^2 的系数在1%的水平下显著为负。可见,稳健性检验支持假说1。

(三) 异质性检验

社会责任对实体企业金融化的倒“U”型影响,可能会因企业特征、外部制度环境不同而有所差异。为明确其边界条件,使用分组回归的方式,从产权性质、企业规模、市场竞争强度、内部治理质量、外部治理参与和市场化程度六个方面进行检验。除类别变量外,分组标准均为根据年份和行业计算的相应变量的中位数。

研究表明,国有企业的社会责任水平明显高于非国有企业,金融化程度则明显低于非国有企业^[7],这意味着前述倒“U”型关系可能会因为产权性质产生分异。将样本区分为国有企业和非国有企业进行回归,表3的列(1)和列(2)显示倒“U”型关系仅存在于国有企业中。企业社会责任履行存在规模异质性^[21],大企业 and 中小企业面临的融资约束也有所不同,为了分析由此引发的异质性,根据资产规模将样本划分为大企业 and 中小企业进行回归,表3的列(3)和列(4)显示倒“U”型关系仅存在于大企业中。研究显示,市场竞争强度会改变企业社会责任发挥作用的边界^[30],激烈的市场竞争会削弱企业高管的金融化取向^[4]。依据主营业务收入计算的赫芬达尔指数,将样本划分为市场竞争程度高、低两组进行检验,表3的列(5)和列(6)显示倒“U”型关系均成立且拐点接近,该结果可能与我国企业面临的市场竞争强度相对偏低有关。内部控制与企业内部治理机制的有效性关系密切,内部控制质量不同的企业的社会责任行为与金融化趋势可能存在差异。根据迪博数据库中的内部控制指数,将样本划分为内部控制质量高、低两组进行回归,表4的列(1)和列(2)显示倒“U”型关系均成立,前者 and 后者的拐点分别为0.4254和0.5183,即在内部控制质量较低的情况下,倒“U”型曲线更加平缓,社会责任对金融化的促进作用更强且治理作用更弱。机构投资者是公司治理中重要的外部治理力量,当机构投资者的持有大量股份时其积极参与公司治理以获取监督收益的动力更强。根据机构投资者的持股比例将样本划分为高、低两组进行回归,表4的列(3)和列(4)显示倒“U”型关系仅存在于机构持股比例高的企业中。我国不同地区的市场化进程差异明显,在异质性市场化环境中,企业的履责水平及其通过金融化解决融资约束的迫切性可能会有所不同。根据市场化指数将样本划分为高低两组进行回归,表4的列(5)和列(6)显示倒“U”型关系均成立且拐点差异不大,其成因可能与我国市场化发育不充分有关。

表3 企业产权性质、规模和市场竞争强度异质性检验结果

变量	(1) 国企	(2) 非国企	(3) 大企业	(4) 中小企业	(5) 竞争高	(6) 竞争低
CSR	0.0736* (0.0419)	0.0671* (0.0366)	0.1052*** (0.0329)	0.0380 (0.0449)	0.0533* (0.0323)	0.1275*** (0.0399)
CSR^2	-0.1224** (0.0495)	-0.0304 (0.0439)	-0.1386*** (0.0373)	0.0083 (0.0593)	-0.0573 [†] (0.0383)	-0.1323*** (0.0478)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Indu/Year/Dist	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.2312	0.1257	0.1661	0.1664	0.1650	0.1504
N	8493	13532	12390	9635	15677	6348

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为公司聚类稳健标准误。[†]处 p 值为0.1340。

对于表3和表4中 CSR^2 系数不显著的回归,将曲线模型调整为线性模型重新拟合^①。结果显示: CSR 在1%的水平下显著正向影响民营企业的金融化, CSR 在5%的水平下显著正向影响中小企业的金融化, CSR 在1%的水平下显著正向影响机构持股比例较低企业的金融化。上述结果意味着,对于非国有企业、中小企业、机构持股比例较低的企业来说,社会责任只是推动其金融化的“金融工具”而不是“治理工具”。

表4 企业内部治理质量、外部治理参与和市场化程度异质性检验的结果

变量	(1) 内控高	(2) 内控低	(3) 外部参与高	(4) 外部参与低	(5) 市场化高	(6) 市场化低
CSR	0.0722* (0.0428)	0.0938*** (0.0310)	0.0715** (0.0342)	0.0795* (0.0410)	0.0968*** (0.0349)	0.0651** (0.0321)
CSR^2	-0.0848* (0.0479)	-0.0905** (0.0402)	-0.0860** (0.0391)	-0.0579 (0.0524)	-0.1011** (0.0416)	-0.0704* (0.0381)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Indu/Year/Dist	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R^2	0.1565	0.1649	0.1739	0.1597	0.1814	0.1442
N	10953	11072	11343	10682	9749	12276

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为公司聚类稳健标准误。

五、“金融工具”与“治理工具”角色判断的恰适性检验

借鉴刘姝雯等^[8]的研究,前文直接将促进实体企业金融化的低水平社会责任称之为“金融工具”,但如果低水平社会责任推动下的企业金融化其动机是防御性储蓄而不是跨行套利,那么“金融工具”这种角色赋予就是名不副实的。前文将抑制实体企业金融化的高水平社会责任称之为“治理工具”,从证伪的角度看,如果高水平社会责任在抑制企业金融化的同时并没有促进甚至还抑制了其主业发展,那么“治理工具”这种角色赋予就存在说服力不足的问题。同样,如果低水平社会责任在促进企业金融化的同时还推动了其主业发展,亦说明低水平社会责任并不是纯粹的“金融工具”。

(一)“金融工具”角色判断的恰适性

在企业金融化动机识别方法方面,戴泽伟和潘松剑^[2]以及孟庆斌和侯粲然^[10]从融资约束视角展开的分析简便易行,但其理论推演的逻辑截然相反。其中,前者认为当企业面临较高的融资约束时,如果金融化的动机是防御性储蓄,企业会加强现金储备而不是增加金融投资;如果金融化的动机是跨行套利,此时即使企业面临较高的融资约束,逐利效应也不会被削弱。后者认为当企业面临较高的融资约束时,如果防御性储蓄动机成立,企业会加大金融资产配置的力度以便储备流动性。考虑到融资约束严重的企业有较强的动机持有流动性资产以满足经营需要以及不时之需,所以将企业金融化动机的识别策略优化为,如果金融化的动机是防御性储蓄,在面临较高融资约束时,企业会倾向持有流动性较强、容易变现但收益不高的短期金融资产,而非流动性差、难以变现但收益高的长期金融资产,否则其动机就应该是跨行套利。短期金融资产(Fin_s) = 交易性金融资产 / 总资产。长期金融资产(Fin_l) = (可供出售金融资产 + 发放贷款及垫款 + 衍生金融资产 + 持有至到期投资 + 投资性房地产 + 长期股权投资) / 总资产。融资约束 SA 的测度方法为: $SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.004 \times Age$,其中 $Size$ 的含义与式(1)相同, Age 为企业成立年限。

根据 SA 的中位数生成虚拟变量 SA_d (当融资约束较高时记为1,否则为0),然后将 SA_d 、经去中心化处理的 CSR 与 SA_d 的交互项纳入式(1),并分别以 Fin_s 、 Fin_l 为因变量,使用低水平社会责任样本进行回归。表5的列(1)显示, CSR 与 SA_d 的交互项系数在10%的水平下显著为负,列(2)显示 CSR 与 SA_d 的交互项系数为正但不显著,说明当企业社会责任水平较低时,与融资约束低的企业相比

①受限于篇幅未列示,备案。

融资约束高的企业显著削减了对流动性强但收益低的短期金融资产的持有量,并在一定程度上增加了对流动性差但收益高的长期金融资产的持有量,这说明其动机并不是防御性储蓄而是跨行套利。

考虑到列(2)中 *CSR* 与 *SA_d* 的交互项系数并不显著,为此根据孟庆斌和侯粲然^[10]的研究进一步验证低水平社会责任推动下的企业金融化其动机是否出于跨行套利。孟庆斌和侯粲然^[10]认为,企业从金融渠道获利占其利润的比重越高,企业就越有动机配置金融资产,由此产生的资产结构调整和利润依赖会让企业对金融资产配置欲罢不能,因此可以从金融渠道获利依赖性的角度检验企业金融化是否属于套利动机。根据金融渠道获利(投资收益 + 利息收益)占利润之比生成金融渠道获利依赖度指标 *FC*,然后将经去中心化处理的 *FC*、*CSR* 与 *FC* 的交互项纳入式(1),使用低水平社会责任样本进行回归,列(3)显示 *CSR* 与 *FC* 的交互项系数在 1% 的水平下显著为正,说明企业对金融渠道获利的依赖度越高,其配置的金融资产就越多,这意味着样本企业金融化的动机就是跨行套利。综上所述,无论是从融资约束还是从金融渠道获利依赖的角度看,推动实体企业金融化的低水平社会责任确实是协助企业实现跨行套利诉求的“金融工具”。

(二) “治理工具”角色判断的恰适性

如果高水平社会责任真的是一种有助于企业实现可持续发展的“治理工具”,那么高水平社会责任在抑制企业金融化的同时,也应该会促进企业将资源用于产品开发、固定资产投资、项目建设等实业发展以便巩固主业发展基础、增强核心竞争力并促进其价值长期增长^[8]。从实物资本投资的角度检验上述可能,由于实物资本和金融资本在某种程度上是一组相对概念,所以从实物资本投资角度展开的检验在一定程度上也可以视为是一种证伪检验,即如果高水平社会责任在抑制企业配置金融资产的同时并不会促进企业增加实物资本投资,或低水平社会责任在抑制企业金融化的同时还增进了企业的实物资本投资,那么“治理工具”和“金融工具”这种角色赋予的证据就是不充分的。

实物资本投资的算法为:实物资本投资 = (固定资产 + 无形资产 + 长期投资 + 在建工程净额) / 总资产^[4]。表 5 中的列(4)显示,当企业履责水平较高时 *CSR* 在 5% 的水平下显著促进了企业实物资本投资。高水平社会责任对企业金融化有抑制作用、对企业实物资本投资有促进作用,促进与抑制作用并存说明高水平社会责任确实是推动企业良性发展的“治理工具”。列(5)显示,当企业履责水平较低时,*CSR* 对企业实物资本投资的影响系数在 5% 的水平下显著为负,即低水平社会责任会显著抑制企业发展实业,该结果从侧面再次佐证了低水平社会责任的“金融工具”角色。

六、研究结论与启示

(一) 研究结论

本文结合企业社会责任产生及其由外生向内生演化的特点,解析了社会责任与实体企业金融化之间的关系,主要结论包括:(1)当企业履责水平差异较大时,企业对社会责任正当性的认知及其履责策略有异,此时,社会责任和实体企业金融化的关系为倒“U”型。(2)实证检验支持倒“U”型关系推

表 5 动机识别与社会责任对实物资本投资的影响检验结果

变量	(1) <i>Fin_s</i>	(2) <i>Fin_l</i>	(3)	(4)	(5)
<i>CSR</i>	0.034 81 *** (0.008 4)	0.029 7 (0.020 1)	0.056 4 *** (0.017 5)	0.135 2 ** (0.056 7)	-0.059 3 ** (0.023 6)
<i>SA_d</i>	0.000 8 (0.001 0)	0.014 1 *** (0.002 5)			
<i>CSR × SA_d</i>	-0.016 7 * (0.010 1)	0.007 2 (0.023 4)			
<i>FC</i>			0.042 1 *** (0.003 4)		
<i>CSR × FC</i>			0.162 5 *** (0.026 7)		
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Indu/Year/Dist</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>R²</i>	0.183 3	0.207 6	0.212 2	0.780 9	0.662 6
<i>N</i>	19 705	19 705	19 705	2 320	19 705

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为公司聚类稳健标准误。

理,并发现我国大多数上市公司的社会责任水平仍处于拐点的左侧,非国有企业、中小企业和机构持股比例较低的企业更是如此。(3)低水平社会责任推动的实体企业金融化,其动机在于跨行套利而不是防御性储蓄,高水平社会责任则是推动企业良性发展的“治理工具”。

(二) 政策启示

基于上述结论,本文认为以下建议值得关注:(1)应重视企业社会责任的金融化“治理工具”功能。倒“U”型关系的证实,一方面说明社会责任与实体企业金融化的关系较为复杂,另一方面也说明,社会责任这种旨在“唤起企业家的责任与良心”层面的策略^[26]未必不可以承担起推动实体企业“弃虚入实”的重任。(2)全面提升我国企业的社会责任水平并实现“金融工具”向“治理工具”的转换是有效发挥企业社会责任治理作用的关键。统计显示,即便是在社会责任建设处于全国前列的国有企业子样本中,处于“U”型拐点右侧的样本也仅占22.37%。因此,亟须采取举措整体提升我国企业的社会责任水平,这也是化解当下甚嚣尘上的企业社会责任悲观论的根本途径。(3)异质性检验结果显示,产权性质与外部治理力量参与等边界条件是影响实体企业金融化治理中社会责任作用发挥的重要因素。所以,通过社会责任消解实体企业金融化困境,还应该关注反向混改及机构投资者介入等内外部治理因素与企业行为的协调互动。

参考文献:

- [1] 罗长远,李铮,智艳.“走出去”是否有助于抑制企业的“脱实向虚”行为?——基于“一带一路”倡议准自然实验的证据[J]. 经济学(季刊),2023,23(6):2369-2386.
- [2] 戴泽伟,潘松剑. 高管金融经历与实体企业金融化[J]. 世界经济文汇,2019(2):76-99.
- [3] 贺立龙,石佳欣. 管理层股权激励对实体企业金融化的影响研究[J]. 会计研究,2022(7):107-122.
- [4] 翟光宇,姜美君,段秋爽. 实体企业金融化与实物资本投资——基于2009—2018年制造业上市公司的实证分析[J]. 经济学动态,2021(1):85-104.
- [5] 胡秋阳,张敏敏. 抑制型产业政策推动了企业“脱虚返实”吗?——基于多期去产能政策的经验分析[J]. 产业经济研究,2022(3):56-71.
- [6] 章贵桥,杨佳慧. 企业金融化、政府行为与创新质量[J]. 研究与发展管理,2023,35(5):59-71.
- [7] 张成思,郑宁. 中国实体企业金融化:货币扩张、资本逐利还是风险规避? [J]. 金融研究,2020(9):1-19.
- [8] 刘姝雯,刘建秋,阳暘,等. 企业社会责任与企业金融化:金融工具还是管理工具? [J]. 会计研究,2019(9):57-64.
- [9] 曹丰,谷孝颖. 非国有股东治理能够抑制国有企业金融化吗? [J]. 经济管理,2021,43(1):54-71.
- [10] 孟庆斌,侯繁荣. 社会责任履行与企业金融化——信息监督还是声誉保险[J]. 经济学动态,2020(2):45-58.
- [11] 顾雷雷,郭建鸾,王鸿宇. 企业社会责任、融资约束与企业金融化[J]. 金融研究,2020(2):109-127.
- [12] ZHENG D, LEI L, WANG L C, et al. Inhibiting or promoting: the impact of corporate social responsibility on corporate financialization[J]. International reviews of economics & finance,2024,89(PA):1404-1421.
- [13] CLARK J M. The changing basis of economic responsibility[J]. Journal of political economy,1916,24(3):209-229.
- [14] FRIEDMAN M. The social responsibility of business is to increase its profits[J]. The New York times magazine,1970.
- [15] 彼得·德鲁克. 管理:使命、责任、实务(使命篇)[M]. 王永贵,译. 北京:机械工业出版社,2009.
- [16] CLARKSON M B E. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance[J]. The academy of management review, 1995,20(1):92-117.
- [17] DOUKAS J A, ZHANG R Y. Managerial ability, corporate social culture, and M&As[J]. Journal of corporate finance, 2021,68:101942.
- [18] DENG X, KANG J K, LOW B S. Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: evidence from mergers[J]. Journal of financial economics, 2013,110(1):87-109.
- [19] HSU F J, CHEN S H. US quantitative easing and firm's default risk: the role of corporate social responsibility(CSR)

- [J]. The quarterly review of economics and finance, 2021, 80(3):650-664.
- [20] FARAH T, LI J L, LI Z C, et al. The non-linear effect of CSR on firms' systematic risk: international evidence[J]. Journal of international financial markets, institutions and money, 2021, 71(3):1-21.
- [21] WANG P Z. Corporate social responsibility and corporate innovation-The moderating role of CEO social capital[J]. Finance research capital, 2023, 55(PA):103863.
- [22] DING D K, FERREIRA C, WONGCHOTI U. Does it pay to be different? Relative CSR and its impact on firm value[J]. International review of finance analysis, 2016, 47(6):86-98.
- [23] 伊力奇,李涛,丹二丽,等. 企业社会责任与环境绩效:“真心”还是“掩饰”? [J]. 管理工程学报, 2023, 37(2):1-10.
- [24] SHEEHY B. Defining CSR: problems and solutions[J]. Journal of business ethics, 2015, 131(3):625-648.
- [25] XU X M, XUAN C. A study on the motivation of financialization in emerging markets: the case of Chinese nonfinancial corporations[J]. International review of economics & finance, 2021, 72(3):606-623.
- [26] NWOKE U. Neoliberal corporate governance mechanisms: the embedding of practical barriers to effective corporate social responsibility in Nigeria[J]. International journal of law and management, 2019, 61(5/6):542-562.
- [27] HOU D H, MENG Q B, ZHANG K, et al. Motives for corporate philanthropy propensity: does short selling matter? [J]. International review of economics & finance, 2019, 63(C):24-36.
- [28] LUO X W R, WANG D Q. Are politically endorsed firms more socially responsible? Selective engagement in corporate social responsibility[J]. Journal of business ethics, 2021, 170(3):535-555.
- [29] LIND J T, MEHLUM H. With or without U? The appropriate test of for a U-shape relationship[J]. Oxford bulletin of economics and statistics, 2010, 72(1):109-118.
- [30] AN H, BOASSON V, LEI L J, et al. Corporate social performance: does management quality matter? [J]. Journal of banking & finance, 2024, 162:107130.

(责任编辑:刘淑浩;英文校对:谈书墨)

Black and White? An Inverted U-shape Relationship between Corporate Social Responsibility and Financialization of Non-financial Enterprises

LIU Chunji¹, GAO Jing²

(1. Business School, Shanghai Normal University, Shanghai 200234, China;

2. Event and Communication School, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China)

Abstract: What role does corporate social responsibility play in the financialization of non-financial enterprises in China? Existing research presents two opposing answers to the question: financial tools and governance tools. This paper holds that the relationship between corporate social responsibility and the financialization of non-financial enterprises is more likely to be an inverted U-shape rather than black and white. This means that low-level social responsibility performance is a financial tool to promote the financialization of non-financial enterprises, and high-level social responsibility is a governance tool that inhibits this financialization. Empirical tests using the data of A-share listed companies from 2010 to 2021 support the above argument. The study finds that the level of social responsibility performance of most listed companies is still in the range of financial rather than governance tools. Heterogeneity tests show that the inverted U-shaped relationship does not exist for non-state-owned enterprises, small and medium-sized enterprises, and enterprises with low institutional holdings. The test of the motivation and effect of social responsibility on the investment of physical capital shows that it is reasonable to judge different levels of social responsibility performance as governance or financial tools.

Key words: corporate social responsibility; financialization of non-financial enterprises; financial tools; governance tools; inverted U-shape