

社会责任履行与企业金融化 ——信息监督，还是声誉保险？*

孟庆斌 侯璨然

内容提要：基于中国经济发展“脱实向虚”的现实背景，本文利用2010-2016年沪深两市A股上市公司的数据，考察了社会责任履行与企业金融化之间的关系。实证结果表明：社会责任履行与企业金融化显著正相关，社会责任的“声誉保险机制”在中国发挥主要作用；考虑社会责任的不同类别，仅股东类社会责任有利于降低上市公司的金融资产投资，其他类社会责任均与金融资产投资正相关。进一步，本文对企业金融化的动机进行了检验，证实了中国上市公司进行金融资产投资主要是为了获取短期收益，而非为发展主业储备资金。本文拓展了社会责任经济后果以及企业金融化影响因素等方面的研究，不仅能够为上市公司降低金融风险提供实践指导，同时能够为实体经济结构转型提供政策建议。

关键词：社会责任履行 企业金融化 信息监督 声誉保险

Social Responsibility Performance and Corporate Financialization ——Information Supervision or Reputation Insurance?

MENG Qingbin HOU Canran
(Renmin University of China, Beijing, China)

Abstract: Based on the background of the virtualization of current real economy, this paper investigates the influence of social responsibility performance on corporate financialization. Using the data of A-share listed corporates from 2010 to 2016, this paper finds that social responsibility performance is positively related to corporate financialization, which means that the “reputation insurance mechanism” plays a major role in China. Considering different types of social responsibility, shareholder social responsibility may reduce the financial investment of listed corporates, while other types of social responsibility are positively correlated to financial investment. Further, this paper examines the motivation of corporate financialization and proves that Chinese listed corporates invest in financial assets mainly for short-term gain, rather than to reserve funds for the development of main businesses. This paper expands the research on the economic consequences of social responsibility and the influencing factors of corporate financialization, which can not only provide practical guidance for listed corporates to reduce financial risks, but also provide policy suggestions for the structural transformation of the real economy.

Keywords: Social Responsibility Performance; Corporate Financialization; Information Supervision; Reputation Insurance

* 孟庆斌，中国人民大学商学院，邮政编码：100872，电子邮箱：mengqingbin@rmbs.ruc.edu.cn；侯璨然（通讯作者），中国人民大学商学院，邮政编码：100872，电子邮箱：houcanran1994@163.com。本文受国家自然科学基金面上项目“卖空机制、私有信息与知情交易”（71772174）资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见，文责自负。

一、引言

近年来，在产业升级过程中，以制造业为主的实体经济部门的物质和资本迅速转移至以金融业为主的虚拟经济部门，实体经济与虚拟经济的发展比例失衡，削弱了实体经济在整体国民经济中的基础地位，长期可能影响整体国民经济的持续健康发展。2014年7月，李克强总理在国务院工作会议中明确提出促进“脱实向虚”信贷资金归位，这是“脱实向虚”第一次在官方文件中被提出，如何治理企业金融化，促使资金“脱虚向实”成为党和政府关切的重点问题。2017年第5次全国金融工作会议中，习近平总书记特别指出“要把服务实体经济作为根本目的，把防范化解系统性风险作为核心目标，把深化金融改革作为根本动力，促进经济与金融良性循环”。2017年10月，十九大报告中明确指出“深化金融体制改革，增强金融服务于实体经济的能力，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，完善金融监管体系，守住不发生系统性风险的底线”。

在我国经济发展全面进入“新常态”的时代背景下，实现可持续发展成为企业新的发展目标，企业不再仅仅追求利润最大化，或者企业价值最大化，而是更多的考虑经济、环境和社会综合价值的最大化和最优化，这就要求当代企业承担社会责任，满足和平衡各方利益群体的需要。2013年，党的十八届三中全会将承担社会责任作为深化国有企业改革的重点任务之一，社会责任履行在企业发展过程中的作用受到国家的高度重视。2014年，十八届四中全会将“社会责任立法”作为依法治国的主要内容。2015年，社会责任国家标准的官方文件——《社会责任指南》发布，自2016年1月1日正式实施，我国企业社会责任披露愈加规范。根据中国社科院发布的《企业社会责任蓝皮书（2016）》，中国企业300强的社会责任发展得分从2009年的15.2上升到2016年的35.1，虽然仍处于起步阶段，但是保持了持续增长。

随着政府、媒体，以及企业自身对社会责任的持续关注和重视，企业社会责任在我国不断向纵深发展，持续改进，但是对于企业履行社会责任的动机，现有文献仍存在争议。一方面，社会责任的履行能够帮助企业树立良好的公民形象。为了维护声誉资本，企业倾向于主动披露信息、承担外部监督（Gelb & Strawser, 2001; Cui et al, 2018），最终有利于企业公司治理机制的完善（Blazovich & Smith, 2011; Jo & Harjoto, 2011, 2012）；另一方面，社会责任具有一定的“声誉保险”作用（Godfrey, 2005; Godfrey et al, 2009），管理者可能将社会责任作为掩盖不当行为的工具（权小锋等, 2015）。那么，企业社会责任履行究竟是治理金融化的价值利器，还是管理者掩盖金融化的自利工具呢？对这一问题的回答有利于挖掘上市公司金融化投资的驱动因素，能够为相关部门认识和治理经济“脱实向虚”问题提供政策建议。

本文采用和讯网发布的企业社会责任综合评分，以2010-2016年我国沪深两市A股上市公司作为研究样本，试图讨论社会责任履行和中国企业金融化之间的关系，揭示中国企业金融化投资的内在动机。实证结果表明：（1）社会责任履行与企业金融化显著正相关，社会责任的“声誉保险”作用得到证实；（2）企业社会责任涵盖股东、员工、供应商、客户、消费者、环境以及社会等多个方面，区分社会责任的类别可以发现，股东类社会责任会减少企业的金融化投资，其他类社会责任则会提高企业的金融化程度；（3）对企业金融化动机的检验表明，中国上市公司进行金融资产投资是出于对短期利益的追逐，而非为了发展主业储备资金。采用两阶段最小二乘法解决可能存在的内生性问题，本文的研究结论保持稳健。

本文的研究贡献主要体现在以下三个方面：第一，印证了企业社会责任履行的动机，能

够为企业可持续发展提供经验指导。已有文献对社会责任经济后果的研究，大多局限于微观层面，包括股价崩盘风险、债务融资、盈余管理、审计质量等。本文将微观企业行为与宏观经济发展相结合，基于金融化视角印证了企业履行社会责任的动机，对于监管部门加强社会责任治理、促进社会和谐具有重要意义。第二，拓展了企业金融化影响因素的分析框架，能够为防范金融风险提供参考。随着金融资产投资比例的增加，企业发展会更多的受到金融资产价值波动的影响，经营不确定性上升，企业面临的金融风险随之增加。本文阐述了不同利益主体社会责任履行与企业金融化之间的关系，对于企业防控金融风险、管理资产组合提供了新的视角。第三，构建了社会责任履行与企业金融化之间的理论模型，能够提高研究结论的普适性。基于经验数据的实证研究受到可获得样本的限制，使研究结论通常缺乏普适性，本文通过理论模型搭建起逻辑推演与经验数据之间的桥梁，使本文的研究结论更加真实、可信，有利于为监管部门治理经济“脱实向虚”等问题提供理论依据。

本文接下来的安排如下：第二部分为文献回顾与理论分析，第三部分为模型构建，第四部分为研究设计，第五部分为实证结果，第六部分为稳健性检验，最后一部分总结全文，得出研究结论。

二、文献回顾与理论分析

（一）文献回顾

企业不仅是经济主体，更是社会主体，为了满足各方利益相关者的需求，社会责任成为企业树立形象及管理声誉的重要途径。但是，企业承担社会责任的动机是多方面的，包括战略动机、政治动机、利他动机以及管理者自利动机等（Zhang et al, 2010；高勇强等，2012），而且企业承担社会责任的可能性会受到制度背景和文化氛围的影响（Matten & Moon, 2008），特别是我国深受儒家思想的熏染，“仁爱”思想根深蒂固，因而企业在环境推动下被迫承担社会责任的概率增加，这使得社会责任对企业金融化行为的影响变得复杂、多样，存在“信息监督机制”和“声誉保险机制”两种效果。

1. 社会责任的信息监督机制

从信息监督机制出发，社会责任是企业用于维护关系的一种无形资产，良好的社会责任形象在增强顾客对企业产品的满意度（Sen & Bhattacharya, 2001）、提高员工服务质量（Aguilera et al, 2007）、优化供应链合作关系（Carter, 2000）、完善投资者关系（Dhaliwal et al, 2011；Cheng et al, 2014）等方面均具有积极作用。为了与利益相关者保持良好的关系，累积声誉资本，管理者会主动进行信息披露（Gelb & Strawser, 2001；Cui et al, 2018），这有利于降低利益相关者和企业之间的信息不对称，增强外部对企业的监督能力。此外，媒体等其他非利益相关者也是督促企业承担社会责任的动力之一（徐莉萍等，2011）。媒体的正面报道能够提升企业形象，同时也使得企业处于更多关注之下，一旦企业出现任何不法行为，就会受到公众和社会的谴责，对管理者和企业的声誉造成损害。Blazovich & Smith（2011）、Jo & Harjoto（2011, 2012）研究发现，承担社会责任更多的企业具有更完善的公司治理机制，公司价值更高。

2. 社会责任的声誉保险机制

从声誉保险机制来看，社会责任描绘了企业在追求利润最大化之外，为利益相关者所做的贡献，能够帮助企业积累声誉资本和道德资本，当企业出现负面信息时，良好的企业公民形象能够缓冲投资者对负面信息的反应，即社会责任发挥了类似保险的作用（Godfrey, 2005；Godfrey et al, 2009）。Hemingway & Maclagan（2004）指出，管理者承担社会责任的主要动

机是为了掩盖自己的不当行为。Petrovits (2006)、Prior et al (2008) 研究发现, 社会责任可以作为一种表外储备, 调节会计科目的盈亏, 帮助企业进行盈余管理。Navarro (1988) 发现企业慈善捐赠水平与员工劳动强度显著正相关。高勇强等 (2012) 采用 2008 年我国民营企业的调查数据, 研究发现员工薪酬福利水平低、具有工会组织, 以及环保投入多的企业, 慈善捐赠的可能性更大, 捐赠金额更多, 印证了民营企业借慈善捐赠掩盖其内在社会责任缺失的目的。从资本市场角度, 权小锋等 (2015)、田利辉、王可第 (2017) 均证实了社会责任与股价崩盘风险之间的正相关关系, 表明社会责任已经沦为企业转移公众注意力的工具。此外, 社会责任还可以被用来迎合特殊利益群体以及监管者的需求。Lin et al (2015)、戴亦一等 (2014) 等文献均研究发现社会责任是企业用以和政府建立关系的一种“政治献金”, 能够帮助企业获取额外的资源支持和行动便利。

(二) 理论分析

伴随着金融服务需求的日益复杂和不断扩大, 各类金融工具和衍生品应运而生, 不仅在数量上丰富了社会资产和财富的存在形式, 而且可以帮助上市公司实现财富增值和风险规避的需求。但是, 随着上市公司主业投资的盈利性下降, 企业资金逐渐进入资本市场, 过多的金融资产投资使企业生存依附于金融产品的价值变动, 导致企业的资产价值波动增加, 金融风险提升。特别是在中国经济发展“脱实向虚”的时代背景下, 如何治理企业金融化成为社会关注的焦点。

金融化是利润逐渐更多通过金融渠道而非生产贸易渠道获取的方式, 经济金融化会导致失业增加, 公共物品供给减少, 以及经济增长放慢, 并且金融领域的高权力会导致过度风险承担、代理问题以及金融诈骗, 对金融市场产生不利影响。Assa (2012) 研究发现 OECD 所有国家均出现了明显的经济金融化迹象, 并且经济金融化与社会公平、经济增长以及就业率均存在显著的负相关关系, 经济金融化程度每上升 1%, 会导致社会不平等加剧 0.49%-0.81%, GDP 增长率下降 0.2%, 以及失业率上升 0.12%-0.74%。从金融化对微观企业的影响来看, 一方面, 在资源有限的情况下, 金融资产持有比例的上升必然会挤出实体投资, 这主要是由于企业对金融资产短期高收益的追逐, 即“逐利效应”, 另一方面, 金融资产可以帮助企业进行资金储备, 以降低其面临的融资约束, 进而促进实业投资的优化, 表现为“蓄水池效应”。杜勇等 (2017) 研究发现, 金融资产并未通过“蓄水池”功能帮助企业缓解投资不足, 反而降低了企业的创新产出和实物投资, 说明“挤出”效应占据主导地位, 金融化损害了微观企业的未来主业业绩。谢家智等 (2014) 结合理论模型与实证数据, 研究发现过度金融化对企业的技术创新能力产生了抑制作用, 进一步的, 王红建等 (2017) 再次实证支持了金融化与企业创新之间的负相关关系, 并证实企业进行金融化投资是基于“逐利效应”, 而非“蓄水池效应”。刘贯春等 (2018) 研究发现, 金融资产持有份额能够显著降低企业杠杆率, 但金融渠道获利则会增加企业杠杆率, 说明金融渠道获利是企业杠杆率居高不下的主要原因。彭俞超等 (2018) 研究认为, 经济政策不确定性上升通过降低金融资产质量以及增加贷款银行的审核力度, 抑制了企业金融化的发展。可见, 在我国制度背景下, 金融化对实体投资存在明显的“挤出”效应, 企业进行金融化投资更多是出于对短期资本收益的偏好。

基于社会责任的“信息监督机制”, 作为企业最重要的非财务信息之一, 社会责任能够反映出企业经营绩效、风险管理等方面的状况, 有利于降低投资者和企业之间的信息不对称, 形成对管理者的监督。与财务信息类似, 社会责任能够向市场传递管理者道德操守的信号, 能够发挥降低企业信息不对称的作用。Kim et al (2014) 证实由于社会责任增加了企业的信息透明度, 向市场传递了更多的真实信息, 因而有利于抑制管理者隐藏坏消息的动机, 减少企业股价崩盘的可能性。曹亚勇等 (2012) 发现良好的信息传递能够帮助企业把握投资机会,

减少过度投资。此外，由于良好的社会责任履行能够传递企业道德水平较高的信号，因而有利于降低企业获取外部融资的成本，缓解融资约束。可见，社会责任履行能够显著提高企业管理者与利益相关者之间的信息传递质量，在利益相关者等外部力量的共同监督下，企业内部的代理问题将得到有效缓解，从而使管理者能够基于企业长期发展做出投资决策，着力发展实体主业，减少对金融资产的非理性逐利。

基于社会责任的“声誉保险机制”，社会责任不但无法向投资者传递有效信息，反而会成为管理者逐利行为的掩饰工具。Friedman（1970）认为企业履行社会责任是对股东财富的一种浪费，管理者作为股东的代理人，可能借用企业资源履行社会责任，提升个人声誉。Godfrey（2005）、Godfrey et al（2009）则提出企业通过履行社会责任积累声誉资本，是为了在企业遭遇负面事件冲击时，缓解投资者的负面评价，发挥声誉保险的作用。已有研究表明，社会责任的声誉保险作用会增加企业的盈余管理、提高股价崩盘风险等。因此，在社会责任所塑造美好形象的掩盖下，管理者与股东之间的代理冲突加剧，管理者可能放弃长期实业投资，转而通过金融资产投资追求短期经济收益，由此导致企业金融资产持有比例上升。

由以上分析可知，社会责任履行对企业金融化的影响存在“信息监督机制”和“声誉保险机制”两种截然相反的作用。但是，以上分析并不能清楚的区分两种作用机制的具体作用情境，因此，本文接下来将分别通过理论模型和经验数据对中国情境进行检验。

三、模型构建

借鉴 Black & Scholes（1973）和 Merton（1974）的研究，考虑连续时间下代表性企业的随机最优控制理论模型，假设企业价值服从几何布朗运动（Geometric Brownian Motion）：

$$dW(t) = (\mu W(t) - C(t))dt + W(t)\sigma dz(t) \quad (1)$$

其中， $W(t)$ 为企业价值， μ 为企业价值的期望回报率， σ^2 为企业价值变化的波动率， $C(t)$ 为企业分给股东的红利， $dz(t)$ 为标准的布朗运动。

金融资产投资会显著影响企业价值的期望回报率，一方面，在企业资源一定的情况下，金融资产投资能够在短期提高企业的获利能力；另一方面，金融资产投资获取的收益能够增加企业的现金储备，减少企业面临融资约束的可能性，进而有利于促进实体主业发展，提高企业价值。与之不同，企业履行社会责任不能带来直接的投资收益，因而不会对企业价值的收益率产生直接影响。考虑分析的简便性与可行性，本文假定金融资产投资与企业价值的期望回报率线性相关，故有：

$$\mu(FIN) = aFIN + b \quad (2)$$

其中， a 和 b 均为常数， a 代表金融化投资对企业价值期望回报率的边际贡献，由前述分析可知，单位金融资产投资的增加能够促进企业价值期望回报率的提升，即 $a > 0$ 。

考虑金融资产投资和社会责任履行对企业价值波动的影响，恰当的金融资产配置能够为企业创造收益，但是如果配置不合理，则企业可能要同时承担金融资产投资失败以及主业发展受限造成的损失，因此，企业进行金融资产投资会提高企业价值的不确定性，即金融资产投资会增加企业价值波动。从“信息监督机制”的角度来看，履行较多的社会责任会使企业受到更多外部利益相关者的监督，利益相关者将对企业经营活动产生一定的干预，企业价值不确定性随之增加；基于“声誉保险机制”，当企业履行较多的社会责任时，良好的企业公民形象能够转移公众注意力，帮助管理者掩盖企业的不当行为，也会导致企业经营不确定性增加，即社会责任履行与企业价值波动正相关。此外，在社会责任履行与金融资产投资的共同

作用下，企业价值的波动程度会出现递增。社会责任履行能够为企业带来更多利益相关者的监督，利益相关者会要求企业投资效率达到最优，此时，金融资产配置的合理性对企业发展的影响就愈加重要。同时，企业进行金融资产投资必然会挤出实体投资，这会引来外部利益相关者更多的关注，使企业价值对社会责任履行情况更加敏感。综上可知，社会责任履行与企业金融资产投资对企业价值波动的影响不是简单线性关系。

为了较好的体现社会责任履行与金融资产投资相互影响，对企业价值波动形成的递增效应，本文采用科布道格拉斯函数来描述社会责任履行（*CSR*）与金融资产投资（*FIN*）对企业价值波动（ σ^2 ）的影响，具体如下：

$$\sigma^2(CSR, FIN) = \beta CSR^{\alpha_1} FIN^{\alpha_2} \quad (3)$$

其中， α_1 、 α_2 、 β 均为常数， $0 < \alpha_1 < 1$ ， $0 < \alpha_2 < 1$ ， $\beta > 0$ 。 β 代表社会责任履行（*CSR*）与金融资产投资（*FIN*）对企业价值波动的影响程度。

假设企业以股东累积分红最大化为目标，股东效用函数为 $u(\cdot)$ ，折现率为 r ，企业初始价值 $W(0)=W$ ，则企业的目标函数为：

$$L(W) = \max_C E \int_0^T e^{-rt} u(C) dt \quad (4)$$

参照 Merton（1974）的研究， $L(W)$ 应满足如下 HJB（Hamilton-Jacobi-Bellman）方程：

$$L(W) = \max_C \left\{ u(C) + (W_\mu - C)L_W + \frac{1}{2} L_{WW} \sigma^2 W^2 \right\} \quad (5)$$

其中， L_W 为函数 $L(W)$ 关于 W 的一阶偏导数， L_{WW} 为函数 $L(W)$ 关于 W 的二阶偏导数。

假设股东效用函数为幂函数的形式，代表企业股东是理性且风险规避的，则有：

$$u(C) = C^\gamma \quad (6)$$

其中， γ 为企业的风险偏好系数， $0 < \gamma < 1$ 。

将式（6）带入式（5）求解可得最优分红策略为：

$$C_0^* = A_0 W \quad (7)$$

$$A_0 = \frac{r - \mu(FIN) \times \gamma}{1 - \gamma} + \frac{\gamma}{2} \sigma^2(CSR, FIN) \quad (8)$$

相应的最优股东福利为：

$$L^*(W) = A_0^{\gamma-1} W^\gamma \quad (9)$$

对式（9）求解关于 FIN 的一阶条件有：

$$\frac{\partial L^*(W)}{\partial FIN} = (\gamma - 1) W^\gamma A_0^{\gamma-2} \frac{\partial A_0}{\partial FIN} = 0 \quad (10)$$

将式（2）、（3）、（8）代入式（10）可得企业金融资产配置的最优解 FIN^* ：

$$FIN^* = \left(\frac{\alpha_2(1-\gamma)\beta}{2a} \right)^{\frac{1}{1-\alpha_2}} \times CSR^{\frac{\alpha_1}{1-\alpha_2}} \quad (11)$$

根据式（11）可求得企业最优金融资产配置 FIN^* 关于社会责任履行 CSR 的一阶条件为：

$$\frac{\partial FIN^*}{\partial CSR} = \frac{\alpha_1}{1-\alpha_2} \left(\frac{\alpha_2(1-\gamma)\beta}{2a} \right)^{\frac{1}{1-\alpha_2}} \times CSR^{\frac{\alpha_1+\alpha_2-1}{1-\alpha_2}} \quad (12)$$

根据前述参数的符号，判断可得 FIN^* 关于 CSR 的一阶导数为正，基于此，本文提出如下命题：

命题 1：企业社会责任履行与金融资产投资呈正相关关系。

四、研究设计

（一）数据来源与样本选择

和讯网从 2010 年开始对上市公司的社会责任履行情况进行评价，以此为基础，本文采用 2010-2016 年沪深两市全部 A 股上市公司作为初始研究样本，讨论社会责任履行与企业金融化之间的关系。在初始样本的基础上，按照如下原则对数据进行了筛选：（1）剔除金融行业上市公司样本；（2）剔除 ST 上市公司样本；（3）剔除财务数据存在缺失值的上市公司样本。为了消除极端值的影响，本文对所有连续变量按 1%和 99%水平进行了 Winsorize，最终得到 13085 个企业-年度观测值，社会责任履行数据来自和讯网，其他全部财务数据来自 CSMAR 数据库。

（二）变量定义

1. 企业金融化

一般认为，金融资产包括交易性金融资产、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，以及对金融机构的长期股权投资等（刘珺等，2014；宋军、陆旸，2015；彭俞超等，2018）。基于此，本文一方面从财务报表中获取了交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产等的相关数据，另一方面从财务报表附注中识别出了企业对金融机构的长期股权投资，将两部分数据加总，能够得到较为准确的企业所持有金融资产的数据。借鉴胡奕明等（2017）、杜勇等（2017）的做法，本文分别采用企业持有金融资产的相对值和绝对值来衡量企业的金融化程度，其中，相对值 $FIN1$ 为企业持有金融资产总额与总资产的比值，绝对值 $FIN2$ 为企业持有金融资产总额的自然对数。

2. 社会责任履行

和讯网基于上市公司公开披露的社会责任报告和年报，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个方面出发，设立二级指标 13 个，三级指标 37 个，对企业的社会责任履行情况进行综合评价。借鉴贾兴平、刘益（2014）、冯丽艳等（2016）以及王清刚、徐欣宇（2016）的做法，我们采用两种方法衡量企业的社会责任履行情况，其一，直接采用和讯网发布的社会责任综合评分，并除以 100，记为 $CSRI$ ；其二，按照和讯网给出的上市公司社会责任等级，当等级为 A 时，赋值为 5，等级为 B 时，赋值为 4，等级为 C 时，赋值为 3，等级为 D 时，赋值为 2，等级为 E 时，赋值为 1，以此得到的变量记为 $CSRR$ 。两个指标值越大，代表企业社会责任履行情况越好。限于篇幅， $CSRR$ 相关结果汇报于稳健性检验中。

3. 控制变量

借鉴已有研究（杜勇等，2017；王红建等，2017 等）的做法，本文选择企业规模（ $Size$ ）、资产负债率（ Lev ）、盈利能力（ ROA ）、成长能力（ BTM ）、固定资产比例（ $FixA$ ）、经营效率（ $Turn$ ）、盈利水平（ $Loss$ ）、现金流量（ CF ）、第一大股东持股比例（ $Top1$ ）、两职合一（ $Dual$ ）、董事会规模（ $BSize$ ）、董事会独立性（ $IndDir$ ），以及产权性质（ SOE ）等作为控制变量。此外，本文还控制了年度效应和行业效应。各变量的具体定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
金融化程度	$FIN1$	企业持有金融资产总额与总资产的比值

	<i>FIN2</i>	企业持有金融资产总额的自然对数
社会责任履行	<i>CSRI</i>	和讯网发布的上市公司社会责任综合评分
	<i>CSRR</i>	和讯网发布的上市公司社会责任评级
企业规模	<i>Size</i>	总市值的自然对数
资产负债率	<i>Lev</i>	总负债与总资产的比值
盈利能力	<i>ROA</i>	净利润与总资产的比值
成长能力	<i>BTM</i>	总资产与总市值的比值
固定资产比例	<i>FixA</i>	固定资产净额与总资产的比值
经营效率	<i>Turn</i>	营业收入与总资产的比值
盈利水平	<i>Loss</i>	企业当年净利润为负时取值为 1，否则取值为 0
现金流量	<i>CF</i>	经营活动现金流量净额与总资产的比值
第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	第一大股东持股数占总股本的比例
两职合一	<i>Dual</i>	总经理和董事长为同一人时取值为 1，否则取值为 0
董事会规模	<i>BSize</i>	董事会总人数的自然对数
董事会独立性	<i>IndDir</i>	独立董事人数与董事会总人数的比值
产权性质	<i>SOE</i>	企业为非国有时取值为 0，中央国有时取值为 1，地方国有时取值为 2

（三）研究模型

为了研究社会责任履行对企业金融化的影响，本文构建如下回归模型：

$$\begin{aligned}
 FIN_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 BTM_{i,t} + \beta_6 FixA_{i,t} \\
 & + \beta_7 Turn_{i,t} + \beta_8 Loss_{i,t} + \beta_9 CF_{i,t} + \beta_{10} Top1_{i,t} + \beta_{11} Dual_{i,t} + \beta_{12} BSize_{i,t} \\
 & + \beta_{13} IndDir_{i,t} + \beta_{14} SOE_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (13)
 \end{aligned}$$

在模型（13）中，被解释变量企业金融化的两种衡量方法均为连续变量，因此，本文的模型设定主要采用 OLS 回归。社会责任的系数 β_1 是本文关注的重点，它衡量了社会责任履行情况对企业金融化投资的影响。如果 β_1 显著为负，则说明社会责任的“信息监督机制”占据主导地位，社会责任表现越好的企业金融化投资越少；如果 β_1 显著为正，则说明社会责任的“声誉保险机制”占据主导地位，社会责任表现越好的企业金融化投资越多。

五、实证结果

（一）描述性统计

表 1 列示了主要变量的描述性统计结果。可以看到，企业金融化相对规模（*FIN1*）的最小值为 0，最大值为 39.346，企业金融化绝对规模（*FIN2*）的最小值为 0，最大值为 22.722，不同企业的金融化程度差异较大；社会责任履行以总得分（*CSRI*）衡量时，最小值为-0.028，最大值为 0.770，平均值为 0.273，以评级（*CSRR*）衡量时，取值范围在 1 至 5 之间，平均值为 2.267，说明我国上市公司的社会责任履行情况整体较好，但仍有部分企业分值较低，有待引起监管部门的高度重视。其他控制变量的分布与现有文献基本一致，不再赘述。

表 2 描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	25分位数	中位数	75分位数	最大值
$FIN1_{i,t+1}$	13085	3.298	6.679	0.000	0.000	0.588	3.175	39.346
$FIN2_{i,t+1}$	13085	13.104	8.154	0.000	0.000	16.933	18.882	22.722
$CSRI_{i,t}$	13085	0.273	0.183	-0.028	0.169	0.224	0.297	0.770
$CSRR_{i,t}$	13085	2.267	0.687	1.000	2.000	2.000	2.000	5.000
$Size_{i,t}$	13085	22.387	0.940	20.701	21.691	22.276	22.950	25.155
$Lev_{i,t}$	13085	0.430	0.223	0.040	0.247	0.423	0.605	0.944
$ROA_{i,t}$	13085	0.042	0.051	-0.157	0.015	0.038	0.067	0.195
$BTM_{i,t}$	13085	0.884	0.877	0.076	0.341	0.591	1.061	4.952
$FixA_{i,t}$	13085	0.225	0.167	0.002	0.095	0.190	0.323	0.721
$Turn_{i,t}$	13085	0.636	0.448	0.063	0.344	0.528	0.787	2.570
$Loss_{i,t}$	13085	0.083	0.275	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
$CF_{i,t}$	13085	0.038	0.074	-0.199	-0.001	0.039	0.082	0.235
$Top1_{i,t}$	13085	0.362	0.152	0.093	0.241	0.344	0.469	0.757
$Dual_{i,t}$	13085	0.250	0.433	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
$BSize_{i,t}$	13085	2.155	0.197	1.609	2.079	2.197	2.197	2.708
$IndDir_{i,t}$	13085	0.372	0.052	0.333	0.333	0.333	0.400	0.571
$SOE_{i,t}$	13085	0.686	0.874	0.000	0.000	0.000	2.000	2.000

(二) 回归分析

1. 社会责任履行与企业金融化

表3列示了社会责任履行与企业金融化的回归结果，由第(1)-(4)列可知，在不同衡量方法下，社会责任履行(CSRI)的回归系数始终显著为正，即社会责任履行越好的企业金融化投资越多，支持了本文的命题1。说明社会责任在我国主要发挥“声誉保险”的作用，上市公司承担社会责任并不是追求利益相关者价值最大化以及社会福利最大化，而是为了树立企业的良好形象，对管理者追逐资本利益的短期投资行为进行粉饰。在中国制度背景下，虽然上市公司履行社会责任的程度有所增加，但是管理层却更多将社会责任履行作为掩盖自身短视投资行为的一种手段。在未来的监管过程中，应该更好的校正上市公司的社会责任履行动机，推动实现企业的高质量发展。

表3 社会责任履行与企业金融化

被解释变量	$FIN1_{i,t+1}$ (1)	$FIN2_{i,t+1}$ (2)
$CSRI_{i,t}$	0.934** (2.489)	1.750*** (4.208)
$Size_{i,t}$	0.180** (2.129)	2.095*** (23.787)
$Lev_{i,t}$	-0.360 (-0.935)	3.186*** (7.717)
$ROA_{i,t}$	-3.976** (-1.974)	-10.932*** (-5.436)

<i>BTM_{i,t}</i>	-0.170** (-1.975)	0.964*** (10.906)
<i>FixA_{i,t}</i>	-6.443*** (-15.630)	-5.048*** (-10.246)
<i>Turn_{i,t}</i>	-1.520*** (-8.903)	0.073 (0.466)
<i>Loss_{i,t}</i>	-0.082 (-0.308)	-0.757*** (-2.625)
<i>CF_{i,t}</i>	3.157*** (3.420)	5.443*** (5.389)
<i>Top1_{i,t}</i>	-2.334*** (-5.862)	-3.274*** (-7.520)
<i>Dual_{i,t}</i>	-0.684*** (-5.559)	-0.497*** (-3.230)
<i>BSize_{i,t}</i>	-2.089*** (-5.831)	0.328 (0.847)
<i>IndDir_{i,t}</i>	-0.309 (-0.258)	-0.370 (-0.278)
<i>SOE_{i,t}</i>	0.810*** (9.423)	1.010*** (13.098)
常数项	5.813*** (3.036)	-37.494*** (-18.531)
年度效应	控制	控制
行业效应	控制	控制
样本量	13,085	13,085
调整R ²	0.147	0.247

注：回归在公司层面进行聚类调整，括号内为t值，*、**、***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著。（下同）

2. 社会责任履行与企业金融化——社会责任的细分指标

社会责任是指企业在满足经营绩效、股东利益等的基础上，同时承担对员工、供应商、客户、消费者、环境以及社会的责任（Clarkson, 1995）。前文分析证实中国上市公司承担社会责任主要为了掩盖企业的不当行为，但是企业承担社会责任的目的是多元的，不同类别的社会责任作用机制可能存在一定差异。为此，本文进一步将社会责任指标细分，令其分别与金融化水平进行回归，以此考察企业履行不同类别社会责任对其财务决策的影响。

表4列示了社会责任细分指标的回归结果。可以看到，第(1)-(2)列中，股东责任(*CSR_SH*)的回归系数均在1%水平上显著为负，但是，第(3)-(10)列中，员工责任(*CSR_EM*)、供应商、客户和消费者权益责任(*CSR_CUS*)、环境责任(*CSR_ENV*)和社会责任(*CSR_SOC*)的回归系数均显著为正，说明承担较多股东类社会责任的企业金融化程度较低，“信息监督机制”更能解释股东类社会责任的存在；其他类别的社会责任（员工类、供应商、客户和消费者类、环境类以及社会类）更多体现为“声誉保险机制”，使社会责任履行与企业金融化程度正相关。针对这一结果，一种合理的解释是：股东在企业存在更为广泛的利益，能够直接参

与公司治理、对管理层形成有效监督，抑制管理者通过金融资产投资谋取短期收益的动机；而其他类社会责任的履行更多是为了树立企业形象，减少管理层不当行为被发现可能造成的损失。

表 4 社会责任履行与企业金融化——社会责任的细分指标

被解释变量	$FIN1_{i,t+1}$	$FIN2_{i,t+1}$	$FIN1_{i,t+1}$	$FIN2_{i,t+1}$	$FIN1_{i,t+1}$	$FIN2_{i,t+1}$	$FIN1_{i,t+1}$	$FIN2_{i,t+1}$	$FIN1_{i,t+1}$	$FIN2_{i,t+1}$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
$CSR_SH_{i,t}$	-6.093*** (-3.289)	-8.148*** (-4.120)								
$CSR_EM_{i,t}$			5.266*** (3.181)	9.304*** (4.863)						
$CSR_CUS_{i,t}$					4.787*** (3.874)	6.555*** (5.346)				
$CSR_ENV_{i,t}$							2.011** (2.255)	3.259*** (2.755)		
$CSR_SOC_{i,t}$									4.004** (1.974)	10.244*** (5.969)
常数项	3.515* (1.941)	-41.310*** (-21.181)	5.993*** (3.136)	-37.324*** (-18.582)	6.630*** (3.503)	-37.074*** (-18.426)	5.431*** (2.859)	-38.465*** (-19.098)	4.717** (2.562)	-39.351*** (-20.351)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	13,085	13,085	13,085	13,085	13,085	13,085	13,085	13,085	13,085	13,085
调整R ²	0.148	0.247	0.148	0.247	0.148	0.247	0.147	0.246	0.147	0.248

3. 企业金融化的动机检验

企业金融化的存在机理有两种截然不同的解释。一方面，在资源有限的情况下，金融资产持有比例的上升必然会挤出实体投资，但是，金融资产有可能在短期产生较高收益，这种作用机制称之为“逐利效应”；另一方面，金融资产可以帮助企业进行资金储备，以降低其面临的融资约束，进而促进实业投资的优化，表现为“蓄水池效应”。

在中国实体经济收益率下降、经济发展“脱实向虚”的宏观背景下，对企业金融化动机的讨论尤为重要。因此，本部分以融资约束为切入点考察企业进行金融资产投资的动机，认为当企业面临较高的融资约束时，如果是“蓄水池效应”发挥主要作用，则企业理论上会更倾向于减少金融资产投资来换取现金储备，支持实体产业发展，表现为社会责任与企业金融化之间的正相关关系减弱；而根据“逐利效应”的解释，企业金融化将更多体现为对主业投资的挤出，即使企业面临较高的融资约束，这种“逐利效应”也不会被削弱，即社会责任与企业金融化依然显著正相关。

据此，本文对模型（1）按照融资约束进行分组回归。其中，融资约束采用 KZ 指数进行衡量（Kaplan & Zingales, 1997）。当企业的 KZ 指数大于等于样本当年的 75 分位数时，定义为融资约束较高组，而当企业的 KZ 指数小于等于样本当年的 25 分位数时，定义为融资约束较低组，分组回归结果如表 5 所示。根据表中结果，社会责任履行与企业金融化之间的正相

关关系均只在融资约束较高组中显著，符合“逐利效应”在融资困境下的资产配置方式。表 5 的结果说明，在目前阶段，中国上市公司的金融化行为更多体现为短期“逐利效应”，即企业金融化是管理层寻求短期收益的一种表现，并不会帮助企业提升长期经营的稳定性。因此，相关监管机构采取有效措施治理企业金融化的必要性凸显。

表 5 企业金融化的动机检验

被解释变量	$FIN1_{i,t+1}$ 融资约束程度高 (1)	$FIN1_{i,t+1}$ 融资约束程度低 (2)	$FIN2_{i,t+1}$ 融资约束程度高 (3)	$FIN2_{i,t+1}$ 融资约束程度低 (4)
$CSRI_{i,t}$	1.900** (2.149)	0.729 (0.923)	3.230*** (3.917)	1.248 (1.155)
常数项	13.273*** (2.597)	-0.721 (-0.165)	-28.667*** (-6.723)	-45.458*** (-7.570)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
样本量	2,100	2,100	2,100	2,100
调整R ²	0.214	0.179	0.243	0.271

六、稳健性检验

(一) 内生性检验：2SLS 回归

本文主要研究社会责任履行对企业金融化的影响，但是也存在反向因果的可能，即金融资产投资水平会影响企业是否履行社会责任的决定。为了解决可能存在的内生性问题，本文采用工具变量法对主要结论进行稳健性检验。

考虑到工具变量在相关性和外生性方面的要求，我们选择企业所在地级市的空气质量（PM2.5 年均浓度，记为 $PM25$ ）和地区民政部门社会捐赠款金额的自然对数（记为 $Donation$ ）作为工具变量。从相关性来看，空气质量反映了地区在环境治理、城市建设方面做出的努力，民政部门捐款更是直接体现了政府在倡导社会责任履行方面发挥的模范作用。可以预期，空气质量越好、民政部门社会捐款越多的地区，对管理者提出的道德要求越高，与企业社会责任履行的相关性也较强；从外生性来看，地区空气质量不会直接影响企业的金融资产投资，也没有证据表明民政部门社会捐款与企业金融化有明显的逻辑关系，相关的统计检验也说明两个工具变量的选取是合理的。

工具变量法的回归结果如表 6 所示。第一阶段，采用地区空气质量和民政部门社会捐款对社会责任进行回归， $PM25$ 的回归系数显著为负， $Donation$ 的回归系数显著为正，说明一方面， $PM2.5$ 值越大，地区空气质量越差，企业的社会责任表现越差；另一方面，民政部门社会捐款的增加会提高企业的社会责任表现，符合前文所述的逻辑关系。第二阶段，将社会责任的拟合值与企业金融化回归，可以看到，在不同的衡量方法下，社会责任的回归系数始终在 1% 水平上显著为正，与前文主要结论保持一致。

表 6 内生性检验：2SLS 回归

被解释变量	$CSRI_{i,t}$ (1)	$FINI_{i,t+1}$ (2)	$FIN2_{i,t+1}$ (3)
$\widehat{CSRI}_{i,t}$		29.016*** (3.954)	52.846*** (5.626)
$PM25_{i,t}$	-0.044*** (-4.181)		
$Donation_{i,t}$	0.003*** (3.376)		
常数项	-1.556*** (-29.529)	52.368*** (4.473)	45.745*** (3.052)
控制变量	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制
样本量	9,129	9,129	9,129
调整R ²	0.354	0.136	0.220
相关性检验:			
Partial-R ²	0.0031		
Robust F-statistic	14.0432		
F-statistic p-value	0.00		
外生性检验:			
Sargan chi2 (p-value)		1.0292 (0.3103)	1.1126 (0.7372)
Basmann chi2 (p-value)		1.0250 (0.3113)	1.1121 (0.7377)

(二) 内生性检验：Heckman 两阶段回归

除了可能存在反向因果的问题,本文进一步采用 Heckman 两阶段方法解决样本选择偏差。第一阶段,以样本当年社会责任的中位数定义社会责任的虚拟变量 ($CSRI_Dum$) 作为被解释变量进行 probit 回归。同时,模型采用同年度、同地区其他上市公司社会责任的均值 ($Region_CSRI$) 作为社会责任虚拟变量的排除性约束变量。一般而言,由于受到相同文化氛围的渲染以及相同政策制度的监管,同地区上市公司的社会责任表现具有一定的相似性,但同地区其他上市公司的社会责任表现不会直接影响本公司的金融资产投资水平。此外,模型中还控制了其他可能影响社会责任的因素,包括企业规模、资产负债率、盈利能力、成长能力、固定资产比例、经营效率、盈利水平、现金流量、第一大股东持股比例、两职合一、董事会规模、董事会独立性,以及产权性质。第二阶段,在模型(13)的基础上加入逆米尔斯比率 (IMR) 重新进行上述回归。

表 7 列示了 Heckman 两阶段的回归结果,第(1)列中,排除性约束变量 $Region_CSRI$ 的回归系数在 1%水平上显著为正,表明同年度、同地区其他上市公司的社会责任履行情况会对本公司的社会责任决策产生正向影响,符合排除性约束变量的选择条件。此外, $CSRI$ 和 IMR 的 VIF 值分别为 1.56 和 10.60,基本保持在 10 以下,没有严重的多重共线性问题,说明本文自选择模型的设定是合理的。第(2)-(3)列显示了模型在控制样本选择偏差后的回归结果,可以看到,社会责任履行 ($CSRI$) 的回归系数仍然显著为正,再次印证了本文研究结论的稳

健性。

表 7 内生性检验：Heckman 两阶段回归

被解释变量	$CSRI_Dum_{i,t}$ (1)	$FIN1_{i,t+1}$ (2)	$FIN2_{i,t+1}$ (3)
$CSRI_{i,t}$		0.957** (2.531)	1.644*** (3.933)
$IMR_{i,t}$		0.171 (0.588)	-0.778** (-2.474)
$Region_CSRI_{i,t}$	4.640*** (16.179)		
常数项	-13.862*** (-30.061)	4.588 (1.572)	-31.835*** (-10.571)
控制变量	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制
样本量	13,079	13,079	13,079
伪R ²	0.287		
调整R ²		0.147	0.247
LR统计量	5204.83		
p值	0.00		
VIF值			
$CSRI$			1.56
IMR			10.60

(三) 社会责任履行的稳健性测试

本文采用两种方法对社会责任衡量进行稳健性测试，其一，按照和讯网给出的上市公司社会责任等级，当等级为 A 时，赋值为 5，等级为 B 时，赋值为 4，等级为 C 时，赋值为 3，等级为 D 时，赋值为 2，等级为 E 时，赋值为 1，以此得到的变量记为 $CSRR$ ；其二，前文所采用的社会责任数据来自和讯网，为了确保本研究结论的正确性，我们使用润灵环球（RKS）数据库中的社会责任数据进行稳健性检验。借鉴宋献中等（2017）的做法，为避免仅采用披露社会责任报告样本带来的结果偏差，我们令披露社会责任报告的企业直接取值为润灵社会责任评分，对于没有披露社会责任报告的企业取值为 0，由此得到的变量记为 $CSRL$ 。分别以 $CSRR$ 和 $CSRL$ 作为解释变量重新进行上述回归，回归结果如表 8 所示。可以看到，社会责任与企业金融化之间的正相关关系始终成立，研究结论保持不变。

表 8 社会责任履行的稳健性测试

被解释变量	$FIN1_{i,t+1}$ (1)	$FIN2_{i,t+1}$ (2)	$FIN1_{i,t+1}$ (3)	$FIN2_{i,t+1}$ (4)
$CSRR_{i,t}$	0.215** (2.235)	0.362*** (3.587)		

$CSRL_{i,t}$			1.437*** (3.701)	1.818*** (4.723)
常数项	5.279*** (2.826)	-38.656*** (-19.648)	7.509*** (3.745)	-36.189*** (-16.845)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
样本量	13,085	13,085	13,085	13,085
调整R ²	0.147	0.247	0.148	0.247

(四) 企业金融化动机检验的稳健性测试

前文通过企业在融资约束情况下的资产配置决策，证明了企业进行金融资产投资的动机主要表现为“逐利效应”而非“蓄水池效应”。我们更换其中融资约束的代理变量，采用 WW 指数对样本重新进行分组回归，回归结果如表 9 所示。在新的分组结果中，社会责任与企业金融化之间的正相关关系依然主要在融资约束程度较高组中显著，未受到变量衡量方法的影响，本文的研究结论保持稳健。

表 9 企业金融化动机检验的稳健性测试

被解释变量	$FIN1_{i,t+1}$	$FIN1_{i,t+1}$	$FIN2_{i,t+1}$	$FIN2_{i,t+1}$
	融资约束程度高 (1)	融资约束程度低 (2)	融资约束程度高 (3)	融资约束程度低 (4)
$CSRI_{i,t}$	2.013* (1.842)	-0.867 (-1.249)	2.209* (1.914)	1.152 (1.522)
常数项	-4.613 (-0.627)	14.620*** (3.417)	-28.871*** (-4.429)	-26.138*** (-6.335)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
样本量	2,177	2,177	2,177	2,177
调整R ²	0.225	0.203	0.279	0.205

(五) 社会责任履行与企业金融化的同期检验

考虑到社会责任的履行效果具有一定的滞后性，同时为了避免不可观测变量对本文的研究结论产生影响，前文的回归模型均采用自变量滞后一期的处理方法。但是，需要承认的是社会责任履行与金融资产配置也存在同期的可能性，因此，本文再次对社会责任履行与企业金融化进行同期回归，回归结果如表 10 所示，可以看到，社会责任履行（CSRI）的回归系数始终在 1%水平上显著为正，本文的研究结论保持稳健。

表 10 社会责任履行与企业金融化的同期检验

被解释变量	$FIN1_{i,t}$	$FIN2_{i,t}$
	(1)	(2)

$CSRI_{i,t}$	1.123*** (3.331)	2.052*** (5.365)
常数项	5.382*** (3.118)	-38.957*** (-20.139)
控制变量	控制	控制
年度效应	控制	控制
行业效应	控制	控制
样本量	15,761	15,761
调整R ²	0.150	0.252

(六) 个体固定效应的稳健性测试

前文的模型设定主要考虑了时间固定效应和行业固定效应，用来解决不随个体而变，但随时间和行业变化的遗漏变量问题，但是这一模型忽视了随个体而异的遗漏变量问题。为了保证研究结论的稳健性，本文进一步考虑时间、个体双固定效应，重新进行上述回归。表 11 列示了回归结果，可以看到，社会责任履行（ $CSRI$ ）的回归系数始终显著为正，并未对本文的研究结论产生影响。

表 11 个体固定效应的稳健性测试

被解释变量	$FIN1_{i,t+1}$ (1)	$FIN2_{i,t+1}$ (2)
$CSRI_{i,t}$	0.109** (2.033)	0.947** (2.138)
常数项	0.186 (0.411)	-23.081*** (-6.142)
控制变量	控制	控制
年度效应	控制	控制
个体效应	控制	控制
样本量	13,085	13,085
调整R ²	-0.049	0.046

七、研究结论与启示

本文采用 2010-2016 年沪深两市全部 A 股上市公司，实证检验了社会责任履行与企业金融化之间的关系。研究发现，中国上市公司履行社会责任主要是出于“声誉保险机制”，社会责任履行越多的企业金融资产投资越多。考虑社会责任的不同主体，股东类社会责任的履行能够增加对管理者的监管，缓解代理问题，减少企业的金融资产投资；其他类社会责任（员工类责任、供应商、客户和消费者权益类责任、环境类责任和社会类责任）则会提高企业的金融化程度。对企业金融资产投资动机的研究表明，上市公司进行金融资产投资主要是为了获取金融资产的短期收益，而非进行现金储备，印证了中国上市公司管控金融化投资的必要性。

在中国经济新常态背景下，金融偏离服务实体、自我循环的状况开始显现，如何引导金融回归本源，具有重大的实践意义。本文实证检验了社会责任履行与企业金融化的关系，从微观层面解释了企业金融化的影响因素，揭示了企业履行社会责任的内在动机，政策启示主要体现在以下几个方面：第一，加强对上市公司社会责任履行的严格监管，提高社会责任信息披露质量。随着社会责任有关政策法规的陆续出台，我国上市公司的社会责任信息披露愈加规范与完善。但是本文的研究结论表明，尽管社会责任得到了党和政府的广泛重视，但是在企业层面，社会责任履行更多成为了企业掩盖短视行为的自利工具，相关部门应该加强信息披露后的监管与审查，促使社会责任的“信息监督”作用能够充分发挥。第二，引导资金回归本源，服从服务于经济社会发展。习近平总书记在2017年第五次全国金融工作会议中明确提出：“金融要把为实体经济服务作为出发点和落脚点，全面提升服务效率和水平，把更多金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节”。如何扎根实践，将党中央的政策方针进一步落实，成为我国上市公司亟待解决的重要问题。本文从社会责任出发，为金融化问题的解决提供了新的视角，有利于上市公司提高公司治理水平，同时也能够为政府部门加强金融监管提供理论依据。第三，推动产业结构升级、区域平衡发展，提升企业主营业务的盈利能力。为了解决经济发展的不平衡、不充分问题，中国应该继续着力提升产业结构升级计划，坚定实施“中国制造2025”，解决区域发展不平衡问题，挖掘区域经济增长潜力，提升企业主营业务的盈利能力，引导金融产业资金回归实体经济，最终降低经济运行的金融风险，有效提升综合国力。

参考文献：

- 曹亚勇 王建琼 于丽丽，2012：《公司社会责任信息披露与投资效率的实证研究》，《管理世界》第12期。
- 戴亦一 潘越 冯舒，2014：《中国企业的慈善捐赠是一种“政治献金”吗？——来自市委书记更替的证据》，《经济研究》第2期。
- 杜勇 张欢 陈建英，2017：《金融化对实体企业未来主业发展的影响：促进还是抑制》，《中国工业经济》第12期。
- 冯丽艳 肖翔 程小可，2016：《社会责任对企业风险的影响效应——基于我国经济环境的分析》，《南开管理评论》第6期。
- 高勇强 陈亚静 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。
- 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》第1期。
- 贾兴平 刘益，2014：《外部环境、内部资源与企业社会责任》，《南开管理评论》第6期。
- 刘贯春 张军 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。
- 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》第5期。
- 彭俞超 韩珩 李建军，2018：《经济政策不确定性与企业金融化》，《中国工业经济》第1期。
- 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》第11期。
- 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》第6期。
- 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》第4期。

- 田利辉 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。
- 王红建 曹瑜强 杨庆 杨肇, 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》第 1 期。
- 王清刚 徐欣宇, 2016:《企业社会责任的价值创造机理及实证检验——基于利益相关者理论和生命周期理论》,《中国软科学》第 2 期。
- 谢家智 王文涛 江源, 2014:《制造业金融化、政府控制与技术创新》,《经济学动态》第 11 期。
- Aguilera, R. V. et al (2007), “Putting the S back in corporate social responsibility: A multilevel theory of social change in organizations”, *Academy of Management Review* 32(3): 836-863.
- Assa, J. (2012), “Financialization and its consequences: The OECD experience”, *Finance Research* 1(1): 35-39.
- Black, F. & M. Scholes (1973), “The pricing of options and corporate liabilities”, *Journal of Political Economy* 81(3): 637-654.
- Blazovich, J. L. & M. Smith (2011), “Ethical corporate citizenship: Does it pay?”, *In Research on Professional Responsibility and Ethics in Accounting* 15: 127-163.
- Carter, C. R. (2000), “Ethical issues in international buyer-supplier relationships: A dyadic examination”, *Journal of Operations Management* 18(2): 191-208.
- Cheng, B. et al (2014), “Corporate social responsibility and access to finance”, *Strategic Management Journal* 35(1): 1-23.
- Clarkson, M. B. E. (1995), “A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance”, *Academy of Management Review* 20(1): 92-117.
- Cui, J. et al (2018), “Does corporate social responsibility affect information asymmetry?”, *Journal of Business Ethics* 148(3): 549-572.
- Dhaliwal, D. S. et al (2011), “Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting”, *Accounting Review* 86(1): 59-100.
- Friedman, M. (1970), “The social responsibility of business is to increase profit”, *New York Times Magazine* 9(13): 32-33.
- Gelb, D. S. & J. A. Strawser (2001), “Corporate social responsibility and financial disclosures: An alternative explanation for increased disclosure”, *Journal of Business Ethics* 33(1): 1-13.
- Godfrey, P. C. (2005), “The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective”, *Academy of Management Review* 30(4): 777-798.
- Godfrey, P. C. et al (2009), “The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis”, *Strategic Management Journal* 30(4): 425-445.
- Hemingway, C. A. & P. W. Maclagan (2004), “Managers' personal values as drivers of corporate social responsibility”, *Journal of Business Ethics* 50(1): 33-44.
- Jo, H. & M. A. Harjoto (2011), “Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility”, *Journal of Business Ethics* 103(3): 351-383.
- Jo, H. & M. A. Harjoto (2012), “The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility”, *Journal of Business Ethics* 106(1): 53-72.
- Kaplan, S. N. & L. Zingales (1997), “Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?”, *Quarterly Journal of Economics* 112(1): 169-215.
- Kim, Y. et al (2014), “Corporate social responsibility and stock price crash risk”, *Journal of Banking and Finance* 43: 1-13.

- Lin, K. J. et al (2015), "In the name of charity: Political connections and strategic corporate social responsibility in a transition economy", *Journal of Corporate Finance* 32(6): 327-346.
- Matten, D. & J. Moon (2008), ""Implicit" and "explicit" CSR: A conceptual framework for a comparative understanding of corporate social responsibility", *Academy of Management Review* 33(2): 404-424.
- Merton, R. C. (1974), "On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates", *Journal of Finance* 29(2): 449-470.
- Navarro, P. (1988), "Why do corporations give to charity?", *Journal of Business* 61(1): 65-93.
- Petrovits, C. M. (2006), "Corporate-sponsored foundations and earnings management", *Journal of Accounting and Economics* 41(3): 335-362.
- Prior, D. et al (2008), "Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility", *Corporate Governance: An International Review* 16(3): 160-177.
- Sen, S. & C. B. Bhattacharya (2001), "Does doing good always lead to doing better? Consumer reactions to corporate social responsibility", *Journal of Marketing Research* 38(2): 225-243.
- Zhang, R. et al (2010), "Corporate philanthropic giving, advertising intensity and industry competition level", *Journal of Business Ethics* 94(1): 39-52.