

社会信任、金融化与企业未来主业发展

孟怡珺¹, 陈昊², 朱晓凌³

(1. 上海对外经贸大学 会计学院, 上海 201620; 2. 对外经济贸易大学 国际经济研究院, 北京 100029;
3. 无锡宇寿医疗器械有限公司, 江苏 无锡 214000)

摘要:文章以 2007—2020 年沪深 A 股上市公司为研究样本, 基于企业配置金融资产的预防性动机和逐利性动机, 考察社会信任对企业金融化的影响, 发现社会信任水平增加能够提升企业金融化程度。机制检验显示, 社会信任主要通过缓解融资约束、激发逐利性动机来提升企业金融化程度; 相比于长期金融资产, 社会信任更可能增加企业的短期金融资产配置。进一步检验经济后果发现: 金融化对企业未来主业发展的负面影响只在社会信任水平较低时才会呈现。

关键词:社会信任; 金融化; 融资约束; 未来主业业绩

[中图分类号]F275 [文献标识码]A [文章编号]1672-934X(2023)05-0077-13

DOI:10.16573/j.cnki.1672-934x.2023.05.009

Social Trust, Financialization and the Future Development of Enterprise Core Business

Meng Yijun¹, Chen Hao², Zhu Xiaoling³

(1. School of Accounting, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China;
2. Institute of International Economy, University of International Business and Economics, Beijing 100029, China;
3. Wuxi Yeso Medical Appliances Co. LTD, Wuxi, Jiangsu 214000, China)

Abstract: Taking Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2007 to 2020 as its research sample, the impact of social trust on the degree of enterprise financialization has been examined, based on the preventive motivation and profit-seeking motivation of enterprises to allocate financial assets, and finds that social trust can improve the degree of enterprise financialization. The mechanism test shows that social trust significantly increases the degree of enterprise financialization, mainly by alleviating financing constraints and stimulating enterprise profit-seeking motivation, and that social trust can increase enterprises' short-term financial asset allocation more significantly than that of long-term one. Further investigation on economic consequences implies that the negative impact of financialization on the future development of enterprise core business will only be exhibited in the case that the level of social trust is comparatively low.

Key words: social trust; financialization; financing constraints; future development of enterprise core business

收稿日期:2023-02-16

基金项目:国家社会科学基金青年项目(21CGL035); 对外经济贸易大学杰出青年学者资助项目(21JQ11)

作者简介:孟怡珺(1988—), 女, 副教授, 金融学博士, 主要从事非正式制度与企业财务会计研究;
朱晓凌(1996—), 女, 技术员, 硕士研究生, 主要从事财务管理研究。

通信作者:陈昊(1987—), 男, 研究员, 博士生导师, 经济学博士, 主要从事世界经济、国际贸易理论与应用研究。E-mail:hchen1987@163.com

一、引言

随着我国经济发展步入新常态,实体企业面临技术转型、资金缺乏、成本高昂等挑战,依靠经营传统产业获得的利润正在逐渐减少。与此同时,金融和房地产等虚拟经济发展迅速,投资金融资产获得的金融收益正逐年提升。在实体经济投资回报率下降的情况下,非金融企业逐渐减少对实体经济的投资,转而投资于高回报率的金融领域,从而导致我国虚拟经济的比例逐年上升,经济发展呈“脱实向虚”趋势。实体企业金融化是一把“双刃剑”,一方面,金融投资带来的高收益可以缓解企业资金压力,缓解企业融资难的困境,也可以“反哺”主业投资;另一方面,过度的金融投资会“挤占”企业实业投资的资金,抑制企业的研发创新能力,减少企业对主营业务的投资,不利于企业未来主业的长期发展。因此,为了促进国家经济的健康发展,党的十八大以来,以习近平同志为核心的党中央把振兴实体经济摆到了更加突出的位置。“国家强大要靠实体经济”,习近平总书记多次提出有关实体经济的重要论断。党的十九大报告明确指出,要“深化金融体制改革,增强金融服务于实体经济的能力”。“十四五”期间的核心任务就是将“着力发展实体经济作为推动经济实现高质量发展的重要抓手和战略支撑”。这些政策不仅体现了党和国家对企业金融化的高度重视,还体现出我国经济高质量发展亟需解决企业过度金融化的问题。

有关影响企业金融化的因素,国内外学者已有众多推断,主要集中在预防性储蓄动机和利润追逐动机两个方面^[1-4]。企业增加持有现金是为了应对未来的不确定性经营风险和运营风险,有不少企业有融资难的困境,企业自身没有足够的现金流,同时也没有寻找到确定的投资机会。然而,当市场出现了高回报、高流动性和回报周期短的金融产品时,就会有大量企业

涌入金融领域,因为这不仅能够为企业在短期内带来高额利润,还可以降低一定的经营风险^[5-8]。王永钦等研究虚拟经济、实体经济和资产泡沫时发现,非金融领域的大量资金转移到了金融领域和房地产领域,由此导致的资本泡沫是对资产配置的最大影响^[9]。赵彦锋等发现当企业拥有多个大股东时,通过减少代理成本可以有效抑制企业的金融化程度,从而促进实体投资^[10]。刘晓慧等发现金融科技可以缓解融资约束的方式来降低企业对金融资产的持有^[11]。阳立高等发现宏观经济的不确定性也会影响企业的投资决策活动,从而影响企业的金融资产持有量^[12]。

综上,现有文献主要从外部宏观环境和公司内部治理探究企业金融化的影响因素,但鲜有文献考察社会信任这一非正式制度对企业金融化的影响。国务院办公厅发布的《关于进一步完善失信约束制度构建诚信建设长效机制的指导意见》(国办发〔2020〕49)进一步明确,提高社会信用体系建设法治化、规范化水平是我国构建诚信建设长效机制、推动社会信用体系迈入高质量发展的重要环节。社会信任作为正式制度的重要补充和软约束机制,具有显著的治理作用。社会信任在契约的有效执行和资源的高效配置中有不可或缺的作用,企业的道德义务和互惠责任不只是依靠社会法规,还需要信任文化的约束。由于社会信任受到地理环境和经济发展等因素的影响,地区间社会信任水平存在一定差异,本文依托中国社会背景研究不同地区社会信任水平对企业金融化程度影响的异质性。

社会信任与经济发展息息相关,它既能对社会发展发挥维稳作用,又能够对市场交换和分配体系进行补充,影响市场的发展水平^[13]。社会信任对经济的影响可以分为两个层面:在宏观层面,Knack等研究发现社会信任能够促进国际贸易投资,影响金融市场的发展^[14]。社

会信任在司法效率低的地区更能促进金融市场的发展^[15]。在微观层面,社会信任会减少企业的投资行为^[16];降低央行的独立性程度^[17];提高公司环保信息披露的质量^[18];提高聘请高质量审计师的可能性,提高审计质量^[19];减少并购交易主体之间的机会主义和“搭便车”行为,促使交易双方诚实守信,减少不确定性^[20];完善多层次企业股权结构^[21];有效促进经济长期增长^[22]和收入增加^[23]。目前,关于社会信任的宏观与微观研究已积累较多的实证分析,而关于社会信任和企业金融化关系的研究较少。

对于金融化的经济后果,早期文献更多研究的是金融化的积极意义。例如,企业金融化能够提高企业收益,美化财务报表^[24]。但近年来,随着全球金融市场发展,更多的文献观测到企业过度金融化带来的负面后果:会加剧企业融资约束程度,影响实体经济的发展^[25];“挤出”实体企业投资^[26]并抑制企业未来主业发展^[7];造成公司未来不确定性的经营风险和财务风险,进而导致公司股价崩盘^[27];导致审计师出具非标准审计意见,同时提高了审计费用^[28];加剧收入差距^[29]等。而最新的文献研究又开始探讨金融发展在不同场景是否存在异质性。例如,韩峰等发现在融入数字技术后,金融的发展能够促进资源更加合理有效配置,缓解农民的借贷困难问题和拓宽农民的收入渠道,促进社会公平^[30]。由此,本文进一步思考的问题是金融化对企业主业发展的影响是否会因社会信任的高低而呈现异质性。

本文的贡献主要在于:第一,从社会信任这一非正式制度视角探究其对实体企业金融化程度的影响,补充实体企业金融化影响因素的文献。第二,深入挖掘社会信任对实体企业金融化的影响机理,进一步检验融资约束在二者间的影响机制。第三,补充实体企业金融行为导致的经济后果研究,金融化对企业未来主业发展的负面影响只在何种社会信任水平时才会呈现。

二、理论分析与研究假设

进行金融投资相较于发展实体经济能够获得更高的收益是企业选择投资金融资产的重要原因之一^[31]。在实体经济低迷而金融投资能够获得更高收益的情况下,企业选择通过金融投资实现短期内的利润最大化,但是金融资产投资带来高收益的同时也伴随着高风险,信息不对称问题的存在往往使得管理层为了自身利益作出有违股东利益的决策,这也是导致企业进行金融投资的原因之一。

根据委托代理理论,由于代理人和委托人之间的信息不对称问题会对企业金融化行为产生影响,而社会信任可以缓解信息不对称的问题,降低代理成本^[32]。一方面,社会信任能够弥补正式制度的不足,发挥道德约束机制。在社会信任水平较高时,个体也都有较高的道德修养和素质品行,中华优秀传统文化倡导的诚信、友善和互助等思想观念也潜移默化地影响人们的日常行为,因此,在社会信任度较高的地区,被投资单位更有可能履行义务,遵守合同约定的相关规章制度。道德约束的存在使企业愿意相信被投资单位能够按照合同的约定履行信托责任。另一方面,在社会信任水平较高时,企业之间的信息透明度较高,企业的信息披露质量也会更好^[33]。社会信任与声誉之间存在“连坐效应”,其特征是“集体惩罚”,也就是管理者一旦犯错,那么社会公众就会认为整个管理层和企业也是有错误的^[34]。声誉的建立以及维护能够规避管理层的机会主义,是确保交易双方顺利交易的一种保障机制。社会信任水平越高的地区往往具有越好的声誉,声誉可以发挥激励和惩罚的双重作用。因此,在信息透明度高、信息对称程度高的情况下,被投资单位会受到更多的监督与关注,考虑到声誉的“连坐效应”,被投资单位就会更加规范自身的行为。基于上述原因,企业投资金融资产能够减少很多不确定

性的投资风险,这也使得管理层容易盲目自信,高估金融资产带来的收益,忽视其中的风险,从而刺激企业增加持有金融资产进行投机套利。

社会信任提高了企业融资便利性,增强了企业资源观下的利润追逐动机。较高的社会信任水平可以缓解融资约束。高水平的社会信任可以缓解信息不对称。由于委托人和代理人之间的信息不对称,投资者即委托人难以了解到被投资单位的所有财务信息和经营状况,因此,投资者在面对有许多风险的被投资企业时,就会更加慎重考虑是否投资。而从被投资企业的角度来看,当企业信息透明度低,企业就难以获取外部融资,融资约束较大,因此,出于预防性储蓄动机,企业会持有更多的现金以应对风险。而社会信任可以降低信息不对称程度,提高企业的信息透明度,从而为企业获取外部投资,缓解融资约束^{[15][35]}。一方面,社会信任水平越高,企业的信息披露质量也越高,外部投资者能够了解到企业内部的经营状况,进行投资决策的依据更多,从而增加了投资意愿。另一方面,高水平的社会信任可以对法律法规和所有制等正式制度进行补充。从范围上看,非正式制度能够约束更多个人和企业的行为,所以一旦正式制度无法有效规范行为,宗教、文化等非正式制度可以作为补偿机制发挥作用。信任作为一种非正式制度也对社会经济发展起到了重要作用^[36-37]。当正式制度对投资者的保护较弱时更容易出现道德危机,投资者对于企业管理者本身的信任则会在更大程度上影响其投资决策的制定。因此,社会信任水平的提高可以提升投资者的投资意愿,从而降低企业的融资约束。我国企业获得资金的主要方式是从商业银行借贷资金,如果不能达到银行提出的贷款要求就只能通过其他方式融资,徐长生等在研究中小企业融资约束时发现,我国中小企业存在向影子银行贷款的现象^[38]。中小企业为了筹集资金进入影子银行,在极大程度上刺激了影子银

行对资金的需求,从而导致影子银行收益率上升。在这种情况下,有些中小企业会为了高额利差收益,增加对影子银行的资金投入,这种现象就是非金融企业金融化。因此,基于利润追逐动机,企业在资金压力和融资约束较为宽松的情况下,会增加持有金融资产。基于上述分析,本文提出假说 H1 和 H2。

假说 H1:在其他条件相同的情况下,社会信任水平越高,企业金融化程度越高。

假说 H2:在其他条件相同的情况下,融资约束能够正向调节社会信任对企业金融化程度的影响。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以 2007—2020 年沪深两市 A 股上市公司为初始研究样本。2007 年,我国开始施行新的《企业会计准则》,对流动性金融资产账目的定义有很大调整,故选择 2007 年作为初始年份。在初始研究样本基础上,本文剔除了以下样本:一是被 ST 或 *ST 处理的上市公司;二是金融、保险、证券公共事业和社会服务类上市公司;三是 AB 股或 AH 股交叉上市的公司;四是财务数据缺失样本。本文最终得到 23 625 条企业一年份的观测样本。本文对所有连续变量进行了 1%水平上的缩尾处理。

本文社会信任的调查数据来自中国社会综合调查研究(CGSS)数据库,其余企业层面的财务数据来自国泰安(CSMAR)数据库。

(二)回归模型与变量定义

本文建立如下的主回归模型验证假说 H1。

$$\begin{aligned} Finass_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Trust_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \\ & \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Growrat_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 Manhold_{i,t} + \\ & \alpha_7 Bdsiz_{i,t} + \alpha_8 TOP1_{i,t} + \alpha_9 Age_{i,t} + \alpha_{10} fwindex_{i,t} + \\ & \sum Industry + \sum Year + \sum Prov + \epsilon_{it} \quad (1) \end{aligned}$$

其中, $Trust_{i,t}$ 为社会信任, $Finass_{i,t}$ 为企业金融化程度,使用交易性金融资产、衍生金融

资产、买入返售金融资产净额、发放贷款及垫款净额、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额、投资性房地产净额、长期股权投资净额以及其他流动资产之和与总资产的比值衡量。其余的为控制变量, ϵ_{it} 为随机误差。

为验证假说 H2 融资约束的调节作用,本文建立了模型(2),其中,若社会信任(*Trust*)和融资约束(*Cash*)的交互项($Trust \times Cash$)回归系数 $\beta_3 > 0$,则表明假说 H2 成立,即融资约束能够正向调节社会信任对企业金融化程度的影响。为避免多重共线性问题,本文对交互项进行了中心化处理。

$$\begin{aligned} Finass_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Trust_{i,t} + \beta_2 Cash_{i,t} + \beta_3 \\ & Cash_{i,t} \times Trust_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 \\ & Growrat_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 Manhold_{i,t} + \beta_9 \\ & Bdsize_{i,t} + \beta_{10} TOP1_{i,t} + \beta_{11} Age_{i,t} + \beta_{12} \\ & fwindex_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \\ & \sum Prov + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

1. 被解释变量:金融化程度

现有研究大多从资产和利润两个方面来刻画企业金融化程度。为了更直观地反映企业配置金融资产的行为,本文以金融资产在总资产中的比重(*Finass*)衡量被解释变量金融化程度。当前在金融资产的界定上,存在争议的主要有三个方面:一是货币资金。企业持有货币资金多是满足日常生产经营需要,不存在投机套利行为^[39],故本文的金融资产不包含货币资金。二是投资性房地产。近年来我国房价上涨趋势显著,各路“炒房团”逐渐活跃,大量资金进入房地产业“空转”,投机炒作目的已经远超过生产经营目的,现代房地产虚拟化特征显著^[40]。企业基于出租房产获得租赁收入或倒卖房产赚取差价的目的而持有的房产被定义为“投资性房地产”科目,它可以被认为是企业进行的投资逐利行为,因此本文金融资产包含投资性房地产。三是长期股权投资。长期股权投资作为权益性投资,通常有较高的财务风险,但

是能够与可供出售金融资产等资产相互转换^[41],且企业可与联营企业、合营企业合作,间接进行投机行为,故本文金融资产范围包含长期股权投资。

参考宋军^[40]、杜勇^[7]等的衡量方法,本文采用金融资产占总资产的比值来衡量企业金融化程度(*Finass*),其中,金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、买入返售金融资产净额、发放贷款及垫款净额、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额、投资性房地产净额、长期股权投资净额以及其他金融资产。

2. 解释变量:社会信任

对于社会信任的度量问题,大致分为两类:一类是社会学者或心理学者普遍采用的调查问卷方式;另一类是经济学者通过行为实验方式展开的测度方法。本文参照刘笑霞^[42]、吕朝凤^[22]等的研究,将中国综合社会调查(CGSS)的数据作为社会信任的衡量指标。自2003年以来,CGSS根据国际标准对中国大陆各省区市的10 000多个家庭进行了持续的调查,问卷设计涵盖了家庭基本情况、宗教信仰、工作和文娱活动时长、社会信任等调查内容。关于社会信任的问卷问题为:“总的来说,你同意社会上大多数人都是可信的吗?”分别给予以下回答1—5分的标准,即“非常不同意”“相对不同意”“不同意”“相对同意”和“非常同意”。计算出各地区的均值作为该地区的社会信任水平,部分年份数据缺失则采用最近年限的数据指标补足,该数值越大,表示该地区的社会信任水平越高。

3. 调节变量:融资约束

调节变量为融资约束,关于融资约束的度量方式,主流文献用现金持有等各类指标衡量。本文将现金持有(*Cash*)来衡量融资约束,用期末现金及现金等价物与期末总资产的比值表示,一般来说,融资约束越高的企业,现金持有量会越大。

4. 控制变量

参考陈春华等^[43]的研究,本文选取企业规模(*Size*,1+期末总资产的自然对数)、资产负债率(*Lev*,期末总负债与期末总资产的比值)、营业收入增长率(*Growrat*,期末营业收入减去期初营业收入的值与期初营业收入的比值)、资产收益率(*ROA*,当期净利润与期末总资产的比值)、企业年龄(*Age*,企业当年年份减去成立年份的自然对数)、管理层持股比例(*Manhold*,期末管理层持股数量与期末总股数的比值)、董事会规模(*Bdsize*,1+期末董事会人数的自然对数)、第一大股东持股比例(*TOP1*)和樊纲指数(*fwindx*),另外还控制了行业(*Industry*)固定效应、年度(*Year*)固定效应和省区市(*Prov*)固定效应。

四、社会信任与企业金融化

(一)描述性统计

表 1 报告了本文主要变量的描述性统计结果。企业金融化程度(*Finass*)的均值为 0.09,

最小值为 0,最大值为 0.58,说明企业金融资产配置有较大差异。控制变量的均值与中位数大多都基本相当,呈现正态分布,取值也均在合理范围内。社会信任(*Trust*)的最大值为 4.71,最小值为 2.51,说明不同地区的社会信任程度差异较大。现金持有(*Cash*)的最大值和最小值分别为 0.66 和 0.01,说明不同企业现金持有量差异较大。企业规模(*Size*)和企业年龄(*Age*)的指标均值分别为 22.01、2.78,标准差分别为 1.19、0.38,说明样本企业规模和企业年龄相差较大。资产负债率(*Lev*)的均值为 0.41,标准差为 0.20,说明样本企业整体的债务水平不高,经营状况良好,企业资产负债率的波动较低。从营业收入增长率(*Growrat*)均值 0.20、最小值-0.46,最大值 2.71,可以看出主营业务收入增长率在不同上市公司之间表现出很大的差异性,但总体来说主营业务收入增长率大于零的上市公司多于小于零的上市公司。整体看来,样本区间企业经营状况良好,样本数据平稳,样本筛选科学。

表 1 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值
<i>Finass</i>	23 625	0.09	0.12	0	0.01	0.05	0.13	0.58
<i>Trust</i>	23 625	3.35	0.26	2.51	3.22	3.41	3.52	4.71
<i>Cash</i>	23 625	0.17	0.13	0.01	0.08	0.13	0.22	0.66
<i>Size</i>	23 625	22.01	1.19	19.92	21.13	21.84	22.70	25.68
<i>Lev</i>	23 625	0.41	0.20	0.05	0.25	0.41	0.57	0.85
<i>Growrat</i>	23 625	0.20	0.41	-0.46	0	0.13	0.29	2.71
<i>ROA</i>	23 625	0.05	0.04	0	0.02	0.04	0.07	0.20
<i>Manhold</i>	23 625	14.16	20.62	0	0	0.49	26.78	89.99
<i>Bdsize</i>	23 625	2.25	0.18	0	2.08	2.30	2.3	2.94
<i>TOP1</i>	23 625	35.11	14.78	0.29	23.55	33.22	44.93	89.99
<i>Age</i>	23 625	2.78	0.38	1.39	2.56	2.83	3.04	3.47
<i>fwindx</i>	23 625	8.24	2.02	-1.42	6.89	8.33	9.86	12.00

(二)社会信任与金融化程度

主模型的回归结果如表 2 所示。列(1)表

示在尚未控制其他变量的情况下社会信任对企业金融化程度的影响,结果显示社会信任

(*Trust*) 的系数为 0.014,在 1%水平上显著。列(2)报告了在控制可能影响企业金融化程度其他因素的情况下社会信任对实体企业金融化程度的影响,模型拟合度增加,从 0.118 变为 0.144;社会信任(*Trust*)的系数为 0.012,在 5%水平上显著,表明社会信任水平越高,实体企业金融化趋势越强。假设 H1 得到验证:社会信任能够提高企业资金流动性,缓解外部融

表 2 假说 H1 回归结果

变量	(1)	(2)
	<i>Finass</i>	<i>Finass</i>
<i>Trust</i>	0.014*** (0.006)	0.012** (0.005)
<i>Size</i>		-0.007** (0.003)
<i>Lev</i>		-0.090*** (0.010)
<i>Growrat</i>		-0.008*** (0.002)
<i>ROA</i>		-0.046 (0.030)
<i>Manhold</i>		-0.001*** (0.000)
<i>Bdsize</i>		-0.003 (0.009)
<i>TOP1</i>		-0.000 (0.000)
<i>Age</i>		0.065*** (0.012)
<i>fwinde</i> <i>x</i>		0.000 (0.002)
<i>Cons</i>	0.011 (0.297)	0.070 (0.070)
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Prov</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	23 625	23 625
<i>R-squared</i>	0.118	0.144

注:括号中的数字为稳健标准误差,***表示 $p<0.01$,**表示 $p<0.05$,*表示 $p<0.1$ 。下同。

资约束,企业有更多的资金进行金融资产投资,企业的利润追逐动机增强,从而企业金融化趋势加剧。

从控制变量上看,企业规模越大(*Size*)越大,则企业金融化程度越弱,因为企业越大,现金流越稳定,资金更加充沛,不需要金融投资预防风险。资产负债率(*Lev*)使企业更加谨慎选择高风险的金融资产投资。董事会规模(*Bdsize*)越大,越有利于董事监督发挥作用,可以减少管理层短视的自利行为,从而缓解企业的金融化程度。

(三)影响机制分析

如前文所述,社会信任(*Trust*)对实体企业的金融化程度有正向影响。社会信任可以提高投资者和银行贷款的意愿,提升了企业融资的便利性,从而加强了企业的利润追逐动机,促使企业金融化程度增强。本文将现金持有(*Cash*)作为调节变量。

表 3 报告了社会信任对企业金融化利润追逐动机影响机制的检验结果。在列(2)中,社会信任(*Trust*)的系数为 0.011,在 5%水平上显著,交乘项(*Cash*×*Trust*)的系数为 0.045,在 5%水平上显著为正。结果证实融资约束能够正向调节社会信任对企业金融化的影响。

表 3 调节效应回归结果

变量	(1)	(2)
	<i>Finass</i>	<i>Finass</i>
<i>Trust</i>	0.012** (0.005)	0.011** (0.005)
<i>Cash</i>		-0.257*** (0.011)
<i>Cash</i> × <i>Trust</i>		0.045** (0.020)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Prov</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	23 625	23 625
<i>R-squared</i>	0.144	0.232

五、稳健性检验和异质性分析

(一)稳健性检验

1. 内生性检验

互为因果的问题在本研究中不大可能存在,因为企业金融化不大可能影响地区社会信任,但为了控制潜在的内生性问题,也考虑到社会信任对企业金融化程度的影响可能会存在滞后效应,本文借鉴杜勇等^[44]的做法,选取上一期社会信任水平作为代理变量。如表 4 列(1)

表 4 内生性检验回归结果

变量	(1) <i>Finass</i>	变量	(2) <i>Finass</i>
<i>L. Trust</i>	0.010* (0.005)	<i>L. Trust</i>	0.009* (0.005)
<i>Size</i>	-0.006* (0.003)	<i>L. Size</i>	-0.005* (0.003)
<i>Lev</i>	-0.088*** (0.012)	<i>L. Lev</i>	-0.064*** (0.011)
<i>Growrat</i>	-0.009*** (0.002)	<i>L. Growrat</i>	-0.007*** (0.002)
<i>ROA</i>	-0.067** (0.033)	<i>L. ROA</i>	-0.009 (0.032)
<i>Manhold</i>	-0.001*** (0.000)	<i>L. Manhold</i>	-0.001*** (0.000)
<i>Bdsize</i>	-0.006 (0.010)	<i>L. Bdsize</i>	-0.006 (0.009)
<i>TOP1</i>	-0.000 (0.000)	<i>L. TOP1</i>	0.000 (0.000)
<i>Age</i>	0.061*** (0.014)	<i>L. Age</i>	0.053*** (0.012)
<i>fwindex</i>	0.001 (0.002)	<i>L. fwindex</i>	0.001 (0.002)
<i>Cons</i>	0.045 (0.088)	<i>Cons</i>	0.045 (0.080)
<i>Year</i>	Yes	<i>Year</i>	Yes
<i>Industry</i>	Yes	<i>Industry</i>	Yes
<i>Prov</i>	Yes	<i>Prov</i>	Yes
<i>N</i>	18 901	<i>N</i>	18 901
<i>R-squared</i>	0.142	<i>R-squared</i>	0.133

所示,社会信任(*Trust*)系数为 0.01,在 10%水平上显著,说明本文结果是稳健的。同时为了排除控制变量可能带来的干扰,本文还将所有控制变量滞后一期进行分析,结果如表 4 列(2)显示,社会信任(*Trust*)系数为 0.009,在 10%水平上显著为正,本文的研究结果依旧稳健。

2. 替换解释变量

对于信任的度量问题,本文运用中国城市商业信用环境指数(*Trust_city*)来衡量社会信任,从信用投放、公司信用管理、政府信用监管、征信系统、失信违规行为、诚信教育和公司感受七个维度对我国各主要城市遵守信用状况进行衡量,数值越大,说明企业所处地区信任状况环境越好。相关数据源于《中国城市商业信用环境指数(CEI)蓝皮书》。

表 5 列(1)结果显示,社会信任(*Trust_city*)的系数为 0.001,在 1%的水平上显著为正,和本文的假设 H1 相符,即社会信任水平越高,企业金融化程度也就越高。说明本文的研究结果比较稳健。

表 5 其他稳健性检验

变量	(1) <i>Finass</i>	(2) <i>Finass</i>	(3) <i>Finass</i>	(4) <i>Finass</i>
<i>Trust</i>		0.012** (0.006)	0.012** (0.005)	0.012** (0.005)
<i>Trust_city</i>	0.001*** (0.000)			
<i>Cons</i>	-0.168*** (0.064)	0.079 (0.717)	-0.038 (0.062)	0.053 (0.074)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Prov</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year * Industry</i>				Yes
<i>N</i>	19 359	21 885	23 625	23 625
<i>R-squared</i>	0.186	0.149	0.201	0.157

3. 剔除 2015 年金融冲击

在本文研究的时间序列中,2015 年有较为典型的金融事件冲击。2015 年,中国 A 股市场的“股灾”在国内外引起震动,连续单日大幅度波动、多次千股跌停、大面积上市公司停牌等。“股灾”致使深沪两市市值减少十几万亿元人民币、新股停发、直接融资中断,造成巨大损失^[45]。2015 年中国的 GDP 增速持续下滑,中国企业绩效指标也持续恶化,企业利润进入“负增长时期”,政府收入也出现了负增长,中国整体的经济增速呈现持续下滑的状态^[46]。考虑到金融事件冲击的后果难以通过变量进行测度,同时全球金融市场波动也会影响企业金融资产配置行为,故本文将 2015 年数据作为特殊样本予以剔除。表 5 列(2)结果显示,在剔除 2015 年数据后,社会信任(*Trust*)系数为 0.012,在 5%水平上显著,表明本文研究结论依然稳健。

4. 考虑新金融工具准则实行的影响

新金融工具准则于 2018 年 1 月 1 日和 2019 年 1 月 1 日分批实行,对于金融资产,不再使用“持有至到期投资”和“可供出售金融资产”科目,同时新增“债权投资”“其他债权投资”“其他权益工具投资”以及“其他非流动性金融资产”科目。故参考张成思等^[47]的做法,本文按照新准则的规定,对企业金融化的度量方式进行修改,采用以下等式单独计算 2018 年和 2019 年的 $Finass = (\text{交易性金融资产} + \text{投资性房地产} + \text{应收股利} + \text{应收利息} + \text{债权投资} + \text{其他债权投资} + \text{其他权益工具投资} + \text{其他非流动性金融资产}) / \text{企业总资产}$ 。表 5 列(3)报告了考虑新金融工具准则实行影响的稳健性检验结果,社会信任(*Trust*)系数为 0.012,在 5%水平上显著为正,进一步验证了本文结论。

5. 固定效应检验

在原有固定效应的基础上,增加其他的固

定效应来验证回归结果的稳定性。因为存在行业随年份变化的可能性,故增加复合固定效应年份 * 行业(*Year * Industry*)进行稳健性检验。表 5 列(4)显示了回归结果,结果表明,对固定效应进行高阶回归之后,社会信任(*Trust*)系数为 0.012,在 5%水平上显著为正,依然可以验证本文的结论,这进一步证实了本文回归结果的稳健性。

(二)异质性分析

依据社会信任可以正向影响企业金融化程度,本文进一步观察社会信任的促进效应对哪类金融资产更加显著。参考黄贤环等^[48]的研究,根据金融资产的变现能力,本文将金融资产分为短期金融资产(*S_RFA*)和长期金融资产(*L_RFA*),其中短期金融资产包括交易性金融资产以及其他流动资产中的委托贷款、理财产品和信托产品投资;长期金融资产包括衍生金融资产、买入返售金融资产净额、发放贷款及垫款净额、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额、投资性房地产净额以及长期股权投资净额。表 6 列(1)表示的是社会信任对短期金融资产的影响,社会信任(*Trust*)的系数为 0.007,在 5%水平上显著。此结果表明社会信任(*Trust*)能够使实体企业增加短期金融资产配置。此结果可能的原因在于社会信任(*Trust*)缓解了融资约束,强化了企业持有金融资产的利润追逐动机,相较于长期金融资产,短期金融资产的流动性更强,变现速度更快,因此企业管理层为了在短期内提升公司业绩,增加持有短期金融资产,以获得更高的收益。表 6 列(2)表示的是社会信任对长期金融资产的影响,社会信任(*Trust*)的系数为 0.005,并不显著,这表明社会信任对实体企业金融资产的影响并不是通过长期金融资产配量产生的。

表 6 金融资产配置异质性

变量	(1)	(2)
	S_RFA	L_RFA
<i>Trust</i>	0.007** (0.003)	0.005 (0.004)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Prov</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	23 625	23 625
<i>R-squared</i>	0.121	0.060

六、社会信任介入下企业金融化的经济后果

本部分将重点讨论社会信任介入下企业金融化的经济后果。金融化的直接后果为其是否影响企业主业发展,究竟是金融化产生“蓄水池效应”弥补主业投资不足,还是“挤出”实体投资导致未来主业业绩下降。杜勇等^[7]证实我国企业金融化可能会造成“挤出效应”,即企业在作投资选择时会更趋向于选择高收益、变现快的金融投资而不会选择给企业带来长期利润的主业投资,这种占用很可能会造成企业在生产经营方面的投资偏离最优规模,造成无效率投资^[6]。基于此,本文要进一步思考的问题是社会信任介入后,企业金融化对未来主业业绩的负向作用是否会出现异质性,因此本文构建模型(3)并进行分组检验。

$$\begin{aligned} CorePerf_{i,t+1} = & \gamma_0 + \gamma_1 Finass_{i,t} + \gamma_2 Size_{i,t} + \\ & \gamma_3 Lev_{i,t} + \gamma_4 Growrat_{i,t} + \gamma_5 ROA_{i,t} + \\ & \gamma_6 Manhhold_{i,t} + \gamma_7 Bdsize_{i,t} + \gamma_8 TOP1_{i,t} + \gamma_9 \\ & Age_{i,t} + \gamma_{10} fwindex_{i,t} + \sum Industry + \\ & \sum Year + \sum Prov + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

参考胡聪慧等^[49]的方法,本文采用剔除金融投资收益后的下年度资产收益率来衡量企业未来主业业绩,两个指标的具体计算公式为:

$CorePerf1 = (\text{营业利润} - \text{投资收益} - \text{公允价值变动收益} + \text{对联营企业和合营企业的投资收益}) / \text{总资产}$; $CorePerf2 = (\text{利润总额} - \text{投资收益} - \text{公允价值变动收益} + \text{对联营企业和合营企业的投资收益}) / \text{总资产}$ 。

如表 7 所示,企业金融化程度(*Finass*)对企业未来主业业绩(*CorePerf1*)和(*CorePerf2*)系数分别为-0.018 和-0.016,均在 1%的水平上显著。从企业金融化的“挤出效应”来分析,企业如果资源有限或者不足时,用于金融资产配置的资金越多,用于主业投资资金就会越少。因此,企业金融化和企业未来主业业绩之间呈现负相关关系,这与杜勇等^[7]的发现一致。

本文分别按社会信任的平均数和中位数进行分组,高于平均数/中位数的为高社会信任水平组,低于或等于平均数/中位数的为低社会信任水平组。结果如表 7 所示,列(3)和列(4)显示在高于平均数即处于高社会信任水平下,企业金融化程度的系数为-0.006 和-0.004,但不显著;列(5)和列(6)显示在低于或等于平均数即处于低社会信任水平下,企业金融化程度的系数均为-0.023,在 1%的水平上显著,这表明金融化对企业未来主业的负向影响只在社会信任较低的地区才会呈现,社会信任能够缓解信息不对称,降低代理成本。社会信任越低的地区,人们受到道德和规矩的约束就越小,管理层就很可能出于个人行为增加金融资产的配置,并且减少主业投资。为避免赘述,回归结果只保留以均值分组,中位数的分组结果与其一致。

七、研究结论

本文以 2007—2020 年沪深两市 A 股上市公司为研究样本,基于企业配置金融资产的预防性动机和逐利性动机,考察了社会信任对企业金融化程度的影响。研究发现,社会信任水

表 7 社会信任介入下金融化的经济后果

变量	总体样本		高社会信任水平		低社会信任水平	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CorePerf1	CorePerf2	CorePerf1	CorePerf2	CorePerf1	CorePerf2
Finass	-0.018*** (0.005)	-0.016*** (0.005)	-0.006 (0.008)	-0.004 (0.008)	-0.023*** (0.008)	-0.023*** (0.008)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Prov	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	12 452	12 452	5 963	5 963	6 489	6 489
R-squared	0.311	0.297	0.339	0.323	0.257	0.241

平和企业金融化程度呈现出正相关关系。机制检验发现,社会信任主要通过缓解融资约束,加强企业的利润追逐动机来提高企业金融化程度。进一步的经济后果检验发现,在社会信任程度较低的地区,金融化会降低企业未来主业业绩。实体企业金融化的关键是要把金融化的程度控制在一个合理的范围内,让金融化和实体投资相辅相成,共同促进经济的健康发展。由此,本文提出以下政策建议。

第一,合理引导企业配置金融资产,防止企业过度金融化。企业金融化行为的引导离不开政府的支持,政府可以引导企业合理投资金融资产、适度提高金融化程度,引导企业资金向实体投资倾斜,使金融资本服务于产业资本,将金融资本和产业资本有效结合促进企业的实体发展,只有实体经济的发展才是国家经济发展的基石。

第二,防范社会信任被滥用的风险。本文研究表明,社会信任可能会为管理层出于利润追逐动机增加持有金融资产创造条件。文化、社会风俗等非正式制度在提高社会公众道德责任感和自我约束能力的同时也带来了一些风险,企业或者个人会因为信任忽略未来投资风险。因此,企业应该不断完善内部人员的选拔和淘汰制度,提高企业内部人员的道德素养和业务能力。

第三,提供政策支持,促进企业创新。企业选择金融化一方面是为了企业利润最大化的目标,另一方面是为了储蓄资金应对未来风险。商品市场竞争加剧、实体投资回报率低迷是企业“脱实向虚”的重要因素。因此,为了将企业金融化程度控制在合理范围内,让金融化“反哺”实体化还需要创造良好的实体投资环境,以规避实体企业过度金融化的行为。政府可以通过补贴、税收优惠等方式,为企业创新注入活力,加强企业实体投资的意愿,缩小实体投资收益率和金融投资收益率的差距,促进资金回流实体行业。

[参考文献]

[1] Weisbach M S, Almeida H, Campello M. The cash flow sensitivity of cash[J]. The Journal of Finance, 2004, 59 (04): 1777-1804.

[2] Demir F. Financialization and manufacturing firm profitability under uncertainty and macroeconomic volatility: evidence from an emerging market [J]. Review of Development Economics, 2009, 13(04): 592-609.

[3] Opler T, Pinkowitz L, Stulz R, et al. The determinants and implications of corporate cash holdings[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 52(01): 3-46.

[4] 胡奕明,王雪婷,张瑾. 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[J]. 经济研究,2017(1):181-194.
- [5] Rabinovich J. The financialization of the non-financial corporation: a critique to the financial turn of accumulation hypothesis[J]. *Metroeconomica*, 2019, 70(04):738-775.
- [6] Orhangazi O. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003 [J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2008, 32(06): 863-886.
- [7] 杜勇,张欢,陈建英. 金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J]. 中国工业经济,2017(12):113-131.
- [8] 张成思,张步昙. 中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J]. 经济研究,2016(12):32-46.
- [9] 王永钦,高鑫,袁志刚,等. 金融发展、资产泡沫与实体经济:一个文献综述[J]. 金融研究,2016(5):191-206.
- [10] 赵彦锋,王桂祯,胡著伟. 多个大股东能抑制实体企业金融化吗?[J]. 现代财经(天津财经大学学报),2022(1):81-99.
- [11] 刘晓慧,刘西国. 金融科技、经济政策不确定性与企业金融化[J]. 投资研究,2022(12):41-66.
- [12] 阳立高,罗朋,李玉双. 宏观经济不确定性抑制还是促进企业技术创新[J]. 长沙理工大学学报(社会科学版),2023(3):76-88.
- [13] Thornhill C, Phago K. Editorial local economy: local economic development: a Southern African perspective [J]. *Local Economy: The Journal of the Local Economy Policy Unit*, 2018, 33(07):691-693.
- [14] Knack S, Keefer P. Does social capital have an economic payoff? a cross-country investigation[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112(04): 1251-1288.
- [15] Guiso L, Sapienza P, Zingales L. Trusting the stock market[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(06): 2557-2600.
- [16] Mayssun E, Markus P. Trust and the choice between housing and financial assets: evidence from Spanish households[J]. *Review of Finance*, 2011, 15(04):727-756.
- [17] Berggren N, Daunfeldt S, Hellström J. Social trust and central-bank independence [J]. *European Journal of Political Economy*, 2014, 34:425-439.
- [18] 陈小林,罗飞,袁德利. 公共压力、社会信任与环保信息披露质量[J]. 当代财经,2010(8):111-121.
- [19] 雷光勇,邱保印,王文忠. 社会信任、审计师选择与企业投资效率[J]. 审计研究,2014(4):72-80.
- [20] 王艳,李善民. 社会信任是否会提升企业并购绩效?[J]. 管理世界,2017(12):125-140.
- [21] Qiu B Y, Cheng B. Social trust and the multi-layered enterprise equity structure [J]. *China Journal of Accounting Studies*, 2018, 06(01):45-62.
- [22] 吕朝凤,陈汉鹏, López-Leyva S. 社会信任、不完全契约与长期经济增长[J]. 经济研究,2019(3):4-20.
- [23] Léonard G, Aurore G, Coralie C. Temporal discounting mediates the relationship between socio-economic status and social trust [J]. *Royal Society Open Science*, 2021, 08(06):202104-202118.
- [24] Cleary S. The relationship between firm investment and financial status[J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54(02):673-692.
- [25] 李佩珈,梁婧. 资金“脱实向虚”的微观路径及影响研究[J]. 国际金融,2017(3):29-36.
- [26] 刘旭原,张世兴,高雅. 企业金融化对实体经济财富创造力的影响研究:来自非金融上市公司的经验证据[J]. 调研世界,2023(5):24-33.
- [27] 苏坤. 实体企业金融化、货币政策与股价崩盘风险[J]. 云南财经大学学报,2018(9):59-67.
- [28] 孙洪锋,刘嫦. 企业金融化会影响审计师的风险决策吗?[J]. 审计与经济研究,2019(5):54-64.
- [29] Matsumoto K T, Hirobe M, Akaji Y, et al. Population structures and spatial patterns of two unpalatable *Arisaema* species (Araceae) with and without clonal reproduction in a riparian forest intensively grazed by Sika deer[J]. *Journal of Forestry Research*, 2020, 31(01):155-162.
- [30] 韩峰,黄敏. 数字普惠金融发展对城乡收入差距的影响研究[J]. 长沙理工大学学报(社会科学版),2022(4): 98-110.
- [31] Wang C R. A literature review on corporate financialization[J]. *American Journal of Industrial and Business Management*, 2019, 09(03):647-657.

- [32] 贺京同,范若滢. 社会信任水平与企业现金持有:基于权衡理论的解读[J]. 上海财经大学学报,2015(4):30-41.
- [33] 肖瑶. 社会信任与信息披露质量:基于金字塔结构的中介效应研究[D]. 合肥:安徽财经大学,2018.
- [34] 张维迎,柯荣住. 信任及其解释:来自中国的跨省调查分析[J]. 经济研究,2002(10):59-70,96.
- [35] Williamson O E. Calculativeness, trust, and economic organization[J]. The Journal of Law and Economics, 1993,36(01):453-486.
- [36] Guiso L, Sapienza P, Zingales L. Cultural biases in economic exchange? [J]. The Quarterly Journal of Economics,2009,124(03):1095-1131.
- [37] Aghion P, Algan Y, Cahuc P. Regulation and distrust [J]. The Quarterly Journal of Economics, 2010, 125 (03):1015-1049.
- [38] 徐长生,孙华欣. 影子银行能缓解中小企业融资约束吗:从投资—现金流敏感性的角度[J]. 财会月刊,2019 (14):21-28.
- [39] 肖忠意,林琳. 企业金融化、生命周期与持续性创新:基于行业分类的实证研究[J]. 财经研究,2019(8):43-57.
- [40] 宋军,陆旸. 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[J]. 金融研究,2015(6):111-127.
- [41] 王少华,上官泽明. 货币政策宽松度、过度金融化与企业创新[J]. 财经科学,2019(10):45-58.
- [42] 刘笑霞,李明辉. 社会信任水平对审计定价的影响:基于 CGSS 数据的经验证据[J]. 经济管理,2019(10):143-161.
- [43] 陈春华,曹伟,曹雅楠,等. 数字金融发展与企业“脱虚向实”[J]. 财经研究,2021(9):78-92.
- [44] 杜勇,谢瑾,陈建英. CEO 金融背景与实体企业金融化[J]. 中国工业经济,2019(5):136-154.
- [45] 谢百三,童鑫来. 中国 2015 年“股灾”的反思及建议[J]. 价格理论与实践,2015(12):29-32.
- [46] 中国人民大学宏观经济分析与预测课题组,刘元春,闫衍,等. 持续探底进程中的中国宏观经济:2015—2016 年中国宏观经济分析与预测[J]. 经济理论与经济管理,2016(1):5-45.
- [47] 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.
- [48] 黄贤环,吴秋生,王瑶. 实体企业资金“脱实向虚”:风险、动因及治理[J]. 财经科学,2018(11):83-94.
- [49] 胡聪慧,燕翔,郑建明. 有限注意、上市公司金融投资与股票回报率[J]. 会计研究,2015(10):82-88,97.