

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 ESG 表现对企业金融化的影响研究

研究生姓名: 高晨曦

指导教师姓名、职称: 程贵、教授

学科、专业名称: 应用经济学、金融

研究方向: 金融理论与政策

提交日期: 2024 年 6 月 5 日

独创性声明

本人声明所提交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的
研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他
人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献
均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 高晨曦 签字日期： 2024.6.5

导师签名： 程贵 签字日期： 2024.6.5

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同
意” / “不同意”) 以下事项：

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用
影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电
子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传
播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 高晨曦 签字日期： 2024.6.5

导师签名： 程贵 签字日期： 2024.6.5

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

Research on the Impact of ESG Performance on Corporate Financialization

Candidate: Gao Chenxi

Supervisor: Cheng Gui

摘要

党的二十大报告指出，要完善中国特色现代企业制度，弘扬企业家精神，加快建设世界一流企业。这为我国企业改革发展指明了方向和目标。因此，深入推进企业可持续发展是我国实现经济高质量发展、扎实推进中国式现代化的关键任务。当前我国经济面临着结构转型的难题，越来越多实体企业选择持有金融资产规避风险和投机逐利，实体经济出现“脱实向虚”的问题。兼顾环境(Environment)、社会责任(Social)、公司治理(Government)三个维度的 ESG 评价体系（以下简称 ESG 表现）是衡量企业可持续发展的标准，不断践行 ESG 理念有助于重塑企业核心价值观，引导企业“脱虚返实”，助力企业高质量发展。因此在中国式现代化发展的大背景下，本文试图研究 ESG 表现与企业金融化之间的关系。

本文在梳理国内外学者对 ESG 表现和企业金融化研究的文献基础上，分析了 ESG 表现对企业金融化的影响的理论机理并提出相应的理论假设。基于国内 ESG 建设与企业金融化水平的特征事实，选取 2012-2021 年 A 股非金融企业作为样本进行实证分析。结果表明：（1）固定效应模型回归检验结果表明，ESG 表现对企业金融化具有非线性关系，具体呈现先促进后抑制的“倒 U 型”关系，在经过工具变量法缓解内生性问题，以及经过增加控制变量、改变样本区间和替换核心变量等方法进行稳健性检验后，发现结论依旧可靠。（2）中介效应表明，融资约束在 ESG 表现影响企业金融化的过程中发挥中介效应。（3）调节效应表明，技术创新在 ESG 表现与企业金融化之间存在调节效应，随着企业技术创新水平的提高，表现为倒 U 型曲线更加平缓、拐点左移；（4）异质性检验表明，ESG 表现对企业金融化的影响存在企业生命周期异质性、维度异质性和产权异质性。企业生命周期异质性显示，处于成熟期的企业在 ESG 影响企业金融化的影响效应最大，成长期次之，最后是初创期；维度异质性显示，企业社会责任维度更能显著发挥 ESG 影响企业金融化的非线性效果，然后是公司治理维度，最后是环境维度；产权异质性显示，相比于国有企业，民营企业在 ESG 表现影响企业金融化的效果更显著。

最后，本文基于研究结论，为推进中国企业高质量发展，实现金融资源有效配置，本文提出相应政策建议，第一，深度践行 ESG 战略，推动企业高质量发展；第二，缓解企业融资约束，助力中小企业健康发展；第三，大力支持企业技

术创新，实现产业结构的优化升级；第四，实施 ESG 差异化战略，促进中国特色 ESG 体系的建设。

关键词： ESG 表现 企业金融化 融资约束 技术创新 非线性关系

Abstract

The report to the 20th National Congress of the Communist Party of China pointed out that we should improve the modern enterprise system with Chinese characteristics, carry forward the entrepreneurial spirit, and accelerate the construction of world-class enterprises. This has pointed out the direction and target for the reform and development of Chinese enterprises. Therefore, further promoting the sustainable development of enterprises is a key task for China to achieve high-quality economic development and solid promotion of Chinese-style modernization. At present, China's economy is facing the difficult problem of structural transformation, more and more real enterprises choose to hold financial assets to avoid risks and speculation for profit, and the real economy appears the problem of "real to virtual". The ESG evaluation system (hereinafter referred to as ESG performance), which takes into account the three dimensions of Environment, Social responsibility and corporate governance, is the standard to measure the sustainable development of enterprises. The continuous practice of ESG concept helps to reshape the core values of enterprises and guide enterprises to "get out of the virtual and return to the real". Help enterprises develop with high quality. Therefore, in the context of the development of Chinese-style modernization, this paper attempts to study the relationship between ESG performance and corporate financialization.

Based on the literature review of ESG performance and corporate financialization, this paper analyzes the theoretical mechanism of the impact of ESG performance on corporate financialization and puts forward corresponding theoretical hypotheses. Based on the characteristic facts of domestic ESG construction and enterprise financialization level, this paper selects A-share non-financial enterprises from 2012 to 2021 as samples for empirical analysis. The results show that: (1) Regression test results of fixed effect model show that ESG performance has a nonlinear relationship with corporate financialization, specifically presenting an "inverted U-shaped" relationship of first promotion and then inhibition. After the instrumental variable method is used to alleviate the endogenous problem, and the robustness test is conducted by adding control variables, changing sample intervals and replacing core variables, the conclusion is still reliable. (2) Intermediation effect indicates that financing constraints play a mediating role in the process of ESG performance affecting corporate financialization. (3) The moderating effect shows that technological innovation has a moderating effect between ESG performance and firm financialization. With the improvement of firm technological innovation level, the inverted U-shaped curve becomes smoother and the inflection point shifts to the left. (4) Heterogeneity test shows that the impact of ESG performance on firm financialization includes firm life cycle heterogeneity, dimensional heterogeneity and property right heterogeneity. The

heterogeneity of enterprise life cycle shows that the influence of ESG on corporate financialization is the largest in mature stage, followed by growth stage, and finally start-up stage. The dimension heterogeneity shows that the CSR dimension can exert the nonlinear effect of ESG on corporate financialization more significantly, followed by the corporate governance dimension and finally the environment dimension. The heterogeneity of property rights shows that, compared with state-owned enterprises, private enterprises' ESG performance has a more significant effect on corporate financialization.

Finally, based on the research conclusions, in order to promote the high-quality development of Chinese enterprises and realize the effective allocation of financial resources, this paper puts forward corresponding policy suggestions. First, deeply implement the ESG strategy to promote the high-quality development of enterprises; Second, ease the financing constraints of enterprises and help the healthy development of smes; Third, vigorously support enterprises' technological innovation to optimize and upgrade the industrial structure; Fourth, implement ESG differentiation strategy and promote the construction of ESG system with Chinese characteristics.

Keywords : ESG performance; Enterprise financialization; Financing constraint; Technological innovation; Nonlinear relationships

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景与研究意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	3
1.2 国内外文献综述.....	4
1.2.1 关于 ESG 表现的相关研究.....	4
1.2.2 关于企业金融化的相关研究.....	6
1.2.3 ESG 表现与企业金融化的相关研究.....	10
1.2.4 文献评述.....	10
1.3 研究框架和方法.....	11
1.3.1 研究的主要内容.....	11
1.3.2 研究方法.....	13
1.4 创新与不足.....	13
2 ESG 表现对企业金融化的影响的理论分析	15
2.1 相关概念界定.....	15
2.1.1 ESG 表现.....	15
2.1.2 企业金融化.....	15
2.2 理论基础.....	16
2.2.1 利益相关者理论.....	16
2.2.2 信息不对称理论.....	17
2.2.3 委托代理理论.....	18
2.2.4 企业生命周期理论.....	19
2.3 ESG 表现对企业金融化的影响的作用机理分析.....	20
2.3.1 ESG 表现对企业金融化的影响.....	20
2.3.2 融资约束的中介作用.....	23
2.3.3 技术创新的调节作用.....	25
3 ESG 表现与企业金融化的特征事实分析	27

3.1 ESG 表现的特征事实分析	27
3.1.1 ESG 评级机构的发展现状	27
3.1.2 华证 ESG 评级披露现状	30
3.2 企业金融化的特征事实分析	31
3.2.1 宏观经济金融化上升趋势明显	32
3.2.2 企业金融资产规模加大	33
3.2.3 企业短期金融资产占比突出	34
3.2.4 制造业民营企业金融化水平快速增长	35
4 ESG 表现对企业金融化的实证分析	38
4.1 研究设计	38
4.1.1 基准模型构建	38
4.1.2 样本选择与数据来源	38
4.1.3 变量定义	39
4.1.4 描述性统计	41
4.2 实证分析	42
4.2.1 基准回归结果	42
4.2.2 稳健性检验和内生性处理	44
4.3 作用机制检验	47
4.3.1 非线性中介效应	47
4.3.2 调节效应	49
4.4 异质性分析	50
4.4.1 企业生命周期异质性	50
4.4.2 维度异质性	52
4.4.3 产权异质性	53
5 结论与政策建议	55
5.1 研究结论	55
5.2 政策建议	56
参考文献	58
致 谢	67

1 绪论

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

党的二十大报告指出，以高质量发展推进中国式现代化，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，是贯彻党和国家新发展理念的体现。推动经济社会绿色转型是国家实现高质量发展的必由之路，构建生态环境与经济社会协调发展模式是绿色发展的重要体现。在社会主义现代化经济体系中，企业扮演着社会主义市场经济的微观运行主体，对我国实现绿色转型到至关重要的作用，企业的发展不应该仅谋求经济利益，理应通过企业社会责任达成企业、社会、环境的共赢。ESG 表现是一种从环境（Environment, E）、社会责任（Social, S）和公司治理（Governance, G）三方面衡量企业可持续发展能力的综合性评价指标。2004 年联合国全球契约组织（UNGC）发布《Who Cares Wins》报告，首次提出 ESG 概念，提倡在投资中关注环境、社会、治理等问题，发挥金融投资的力量去促进企业的可持续发展。2006 年联合国责任投资原则组织（UN PRI）宣告成立，正式确立了 ESG 的投资原则，由此，环境、社会和公司治理因素成为衡量企业可持续发展的重要指标，这对 ESG 概念发展和领域设定起到了关键性作用。随着资本市场的不断开放，越来越多国际组织和投资机构开始不断探索并关注环境、社会和公司治理等方面的内容，ESG 投资理念随之受到市场的关注。截止到 2022 年底，全球 60 多个国家超 5300 家机构加入联合国责任投资原则组织（UN PRI），管理规模超 120 万亿美元。

我国 ESG 投资市场起步较晚，但是已经初步建立上市公司 ESG 信息披露制度。随着我国“双碳目标”和“高质量发展”战略的兴起，ESG 理念逐渐成为社会焦点。“双碳”目标指的是完善支持绿色发展的金融体系的同时，积极稳步推进“碳达峰”和“碳中和”的目标，是我国实现高质量、可持续发展的内在要求。我国整体处于工业化中后期阶段，重化工产业规模和高耗能高排放产能的存量巨大，新时代改善高碳行业的可持续绿色发展也成为我国实现“双碳”目标的重点

和难点（胡洁等，2023）。ESG 理念一方面注重环境效益和社会效益，另一方面更注重企业自身内部治理，对实现企业绿色转型和可持续发展具有指导意义。我国对于 ESG 相关的信息披露政策不断完善，2006 年深交所发布《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》，开始提及上市公司环境保护和社会责任方面的工作。2008 年，上交所发布《关于加强上市公司社会责任承担工作的通知》，再次强调引导各上市公司积极履行社会责任。2013 年，国务院国资委发布《关于上市公司履行社会责任的指导意见》，提出上市公司应当在报告中披露环境、社会和公司治理方面的信息。2016 年，中国证监会要求所有上市公司必须在年报中披露环境信息，标志着内地 ESG 发展实现重大突破。2018 年，证监会修订的《上市公司治理准则》中增加了环境保护与社会责任的内容，明确了上市公司对于利益相关者、社会环境等方面的责任，突出上市公司在环境保护、社会责任方面的引导作用，确立了 ESG 信息披露基本框架。同年基金业协会正式发布《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》和《绿色投资指引（试行）》，提出了衡量上市公司 ESG 表现的核心指标体系，自此国内 ESG 投资体系基本形成，越来越多企业在国内的 ESG 表现不断提高。

随着我国经济步入“新常态”，我国经济的发展从高速增长阶段转向了更注重质量的发展阶段。实体经济作为一个国家经济发展的基石，在这个时代面临着巨大挑战。随着全球化进程的不断推进，国内企业面临着技术创新不足，经营风险激增，生产成本不断提高的困境。由于实体经济收益不稳定，为了追求稳固的经济效益，许多企业开始寻找其他的投资渠道，以获取更高的回报。金融市场，尤其是股票和房地产市场，成为了他们的首选。从 2012 年到 2021 年，企业内部结构中的金融资产规模从 1259.79 亿元增加至 11054.98 亿元，在十年内增长了 8.78 倍，实体企业金融资产激增，这表明随着我国实体经济出现“脱实向虚”的局面。诚然企业在配置资产时，金融资本能够很好调节资源配置并促进企业的经营发展，倘若实体企业收入主要依赖于金融资产带来的效益而非主营业务，那么后果则是严重降低企业可持续发展能力，导致产业空心化，加剧经济脱实向虚的结构性矛盾。

在 ESG 理念体系不断完善的今天，企业注重 ESG 方面的建设无疑可以有效抑制企业过度金融化的局面，那么 ESG 究竟是企业遏制金融化的政策工具还是

助长金融化的牟利工具？一方面，若企业注重自身的可持续发展能力，增强在市场的核心竞争力，管理者会将企业 ESG 信息披露纳入考量，关注企业相关资产配置，保证自身融资需求与企业可持续发展相适配，不过多占用金融资产，ESG 评级在其中达到软监管的作用，有效遏制实体企业过度金融化，从而避免产业的空心化。另一方面，如果管理者基于自利行为，为了实现企业低风险高回报的盈利模式，他们会倾向于投资金融资产，此时 ESG 实践就会成为粉饰管理者自利行为的工具，向外界对投资者传达出错误信号，以至于取得的融资又进一步用于金融投资，金融资产会逐渐排挤主营业务资产，企业也最终沦为管理者牟利的工具。以上两个观点反映了 ESG 对于企业金融化不同影响的动机，学术界对此也有各自的看法。一部分学者认为 ESG 作为衡量企业良性发展的评价指标可以促进企业财务绩效乃至企业价值，自然也会成为企业“脱虚向实”的管理工具。相反，另一部分学者也基于管理者短视行为认为与 ESG 相关的企业社责任是伪善的，只是成为企业不良投资的“遮羞布”，从而促进了企业“脱实向虚”。总而言之，学术界对于企业社会责任相关的 ESG 表现和企业金融化的关系众说纷纭，如何正确认识企业的 ESG 行为，它是否能够处理好企业金融资产配置问题，对于当下中国经济高质量发展，企业良性可持续发展具有十分重要的理论和实践意义。

1.1.2 研究意义

（1）理论意义

延伸了 ESG 行为相关的经济效益。学术界关于 ESG 实践的相关文献，比较多的是研究 ESG 对企业价值、财务绩效、投资效率等因素的影响，并且主要是促进或抑制的线性结果，而本文针对企业金融化的两种动机，试图创新探索 ESG 表现对企业金融化的非线性影响，厘清了 ESG 表现对企业金融化的影响的作用机理，考虑到了融资约束的中介作用和技术创新的调节作用。采用实证理论相结合的方式，又引入企业生命周期视角、维度视角和产权属性视角来研究 ESG 表现对企业金融化的差异性影响，拓展了影响企业金融化因素的研究链条，丰富了现有文献。

（2）现实意义

随着越来越多非金融企业从事金融行业，通过金融投资实现超额收益，但是企业金融化水平的增长无疑加剧了产业空心化和金融市场的不稳定，最终阻碍了实体经济的发展。在走向社会主义现代化的过程中，企业的最终目的不单单是为股东创造营收，而应该与时俱进适应社会发展，保持企业的可持续发展性，实现企业绿色低碳转型，主动承担企业社会责任，不断完善自身内部管理制度。从目前情况来看，国内上市公司众多，国内 ESG 评级稀少且缺少官方认定的 ESG 评级机制，打造具有中国特色的社会主义 ESG 评级体系已经迫在眉睫。因此文章以 A 股上市公司为主要研究对象，具体探究 ESG 表现对企业金融化的影响效应，其研究结论可以为践行中国式 ESG 提供参考，以期为政府监管机构抑制企业过度金融化提供政策建议，从而减少企业金融化对实体产业的不利影响，防范化解系统性金融风险。

1.2 国内外文献综述

1.2.1 关于 ESG 表现的相关研究

通过梳理现有文献，ESG 表现对于经济效果的影响一直是学术界研究的热点问题。例如：有的学者认为 ESG 表现表现较好可以提高企业经营绩效(Chelawat & Trivedi, 2016)，也有学者认为良好的 ESG 表现的企业抗风险能力更强，累积超额收益远高于 ESG 表现差的公司(周方召等, 2020)。Houston (2022) 认为企业 ESG 表现有助于缓解市场信息不对称，帮助企业在整条产业链上获得金融机构、合作商以及消费者等利益相关者的青睐，以达到降低企业经营成本，提高经营效率的目的。总的来说，大部分学者认为良好的 ESG 表现可以正向促进相关经济效果，拓展其他相关文献的研究视角，ESG 表现与其造成的经济效果影响大致可以分为三大类：正相关、负相关、非线性。

(1) 正相关关系

大量研究表明企业 ESG 表现与财务绩效、企业价值和投融资效率等成正相关关系。第一是关于财务绩效方面的研究，Friede (2015) 通过研究以往学者关于 ESG 表现以及其金融表现的论文，总结归纳出企业 ESG 表现确实能够促进财务绩效，并且在长期经营的过程中更为明显。Fatemi (2015) 顺藤摸瓜，进一步

探究其原因，认为良好的企业 ESG 表现是通过增强企业信息透明度，缓解信息不对称和代理问题来降低企业经营成本来增加财务绩效的。国内也有学者通过研究 A 股上市公司发现 ESG 表现通过促进企业创新能力水平进而影响企业绩效，并且在非国有企业和高敏感型行业企业效果更加明显（李井林等，2021）。通过进一步研究，孙慧（2023）利用双边随机前沿模型，得出企业 ESG 表现促进财务绩效具有双边效应的结论。第二是关于企业价值方面的研究，贾兴平（2016）认为包括企业社会责任在内的 ESG 表现能够在利益相关者压力下有效实现企业价值的增值，另外企业处在高媒体关注度下则更有效促进这种转化形式。ESG 从某种程度上来说是一种信息披露机制，属于有别于法律层面的软监管制度，从而缓解信息不对称效应，加深利益相关者对于企业内部的知情权，以期实现企业价值增值的目的（Yiwei Li et al, 2018; Ruhaya Atan et al, 2018）。通过进一步异质性研究，Bohyun Yoon et al（2018）将研究样本扩展到部分发展中国家去，同样也证实了 ESG 表现促进企业价值增值的结论。对此我国学者则根据外国研究经验，将研究对象转向至国内 A 股上市公司，结果不出意料依旧成立（张琳和赵海涛，2019）。第三则是学术界关于 ESG 表现和投融资效率之间的研究，El Ghoul 等（2015）将融资成本作为因变量，从全球视角覆盖多个国家的上市企业，得到企业相关社会责任可以明显节约融资成本的结论，且市场经济体制程度越低，其效果就越明显。究其具体原因，Velte（2017）从政府补贴角度入手，认为良好的 ESG 表现可以反映企业对政府政策的服从性，从而更好受到政府青睐，更容易获得包括政府在内的外界融资。而我国学者高英杰（2021）也通过实证阐明了 ESG 表现——代理成本和融资约束——投资效率这两条影响路径，延伸了 ESG 表现对企业投融资的影响。

（2）负相关关系

在联合国倡导的 ESG 议题被大多数国家所接受，学术界大部分也都认为 ESG 可以为企业带来正面效益，为未来企业规划了伟大的蓝图。但是也有学者认为提高 ESG 表现不仅仅是出于对企业可持续发展性的考虑，还可能是出于管理者的私心，他把 ESG 行为当作粉饰自身套利的工具，并不在乎利益相关者的权益，这也就是说明企业管理者与股东等利益相关者之间存在代理问题。那么如何证明 ESG 表现带来的负面效果？最直接的做法就是对照股价以及经营绩效，Di

Giuli 和 Kostovetsky (2014) 认为企业 ESG 运营需要成本, 任何通过企业社会责任带来的效益都会损害到企业价值, 具体表现为长期股票收益和经营绩效持续走低。国内学者权小锋等 (2015) 则阐明了“社会责任的崩盘效应”, 从非对称风险角度系统地证明了我国上市公司推行企业社会责任从而加剧了股价崩盘风险。紧接着 Manchiraju 和 Rajgopal (2017) 再度证实了 ESG 表现对股东价值产生负向影响, 其影响路径 Chen et al. (2018) 给出了解释, ESG 相关披露会增加企业运营成本, 降低经营绩效, 其取得的社会性收益是以降低企业利益相关者利益为代价的。Buchanan (2018) 则选取比较有争议的金融危机时期, 此时企业管理中的代理问题会加剧, 管理者与股东等利益相关者之间的矛盾激增, ESG 评分高的企业价值反而下降得更快。除了企业社会责任和公司治理方面, 张剑君 (2017) 认为企业在维护环境保护相关方面做出的改进也会花费大量资金成本, 严重拖累企业经营绩效。

(3) 非线性相关关系

除了正向和负向的线性关系, 也有文献证实了企业 ESG 表现得经济效果可能存在非线性影响。与之对应的是, 企业社会责任相关的 ESG 表现对经营绩效在某些情况下可能存在更为复杂的非线性影响, 随着 ESG 评分不同, 财务绩效并不是保持直线递增或递减 (Zhao & Murrell, 2016)。单蒙蒙等 (2019) 通过实证研究发现, 包括企业社会责任相关的 ESG 行为会对企业财务绩效产生先促进后抑制的非线性关系, 具体表现为“倒 U 型”曲线, 即低水平企业社会责任会促进企业财务绩效, 而企业社会责任投入一旦超过临界值, 就会反而抑制企业财务绩效。王双进等 (2022) 又从不同竞争战略视角探讨 ESG 表现对财务绩效的影响效果, 不同的竞争战略都表现出工业企业 ESG 表现对财务绩效的 U 型关系。除此之外, 企业 ESG 表现的提升还能够优化当期的资本结构, 不仅能够帮助企业更快地实现目标资本结构的动态调整, 还有利于提高企业资本结构决策的灵活性。但企业资本结构动态调整的优化效应是非线性的, 受到企业 ESG 绩效提升阶段、融资约束程度两种门槛效应的影响 (龙海明和欧阳佳俊, 2022)。

1.2.2 关于企业金融化的相关研究

通过查阅文献, 学术界关于企业配置金融资产的动机主要有两种解释, 分别

是预防性储备假说和资本套利假说，用学术界较为流行的说法就是“蓄水池”动机和“投资替代”动机。预防性储蓄假说指的是企业为了自身可持续发展，为避免问题而把金融资产作为企业的预防性储备（Stulz, 1996），充当企业资金链中的“蓄水池”。资本套利假说则是完全出于管理层自利行为考虑，金融资产投资不论是风险还是效率都远好于投资实体资本，企业管理层在制定投资策略时会更倾向于投资金融资产（Orhangazi, 2008; Demir, 2009），反映了主营业务投资转变为金融投资的“投资替代”动机。接下来，文章将从两个部分来梳理学术界关于企业金融化的相关研究。

首先是关于影响企业金融化的因素，本文通过对已有文献的梳理，将影响企业金融化的因素分为三大层面。分别是宏观经济环境、微观层面细分下来的企业自身情况和管理者特征。

（1）宏观经济环境

学术界普遍认为稳定的宏观金融环境可以为实体企业提供充足的资金支持，从而抑制企业过度进行金融资产投资（邓超等，2017）。杜勇（2017）则进一步考虑到外部环境效用，认为宽松的货币政策加剧了实体企业过度金融化带来的损益，稳定良好的金融环境相反可以缓解过度金融化带来的风险。许罡（2018）通过进一步实证检验，研究经济政策不确定性对企业金融化风险的影响，结果来看经济政策不确定性抑制了企业进行金融投资的行为，市场套利在其中起到了中介作用。在原有研究基础上，有学者也证明出经济政策不确定性能抑制企业进行金融投资，具体而言是通过改变金融投资总量和企业资产结构配置产生影响，而对于面临融资约束困境的企业，其抑制作用反而减少（彭俞超等，2018）。Zhao 和 Su（2022）则提出不同观点，他们认为经济政策不确定性和企业金融化之间不仅是简单的线性关系，而是更为复杂的非线性关系，具体可以表现为 U 型关系，当经济政策不确定性在一定范围内变动并不会影响企业进行金融投资的行为，一旦经济政策不确定性突破临界点，随之产生的金融风险倒逼企业金融化程度提高，这种影响在非国有化、低融资约束和处于低市场化水平地区的企业样本中效用更加明显。除了经济政策不确定性外，吴永钢（2022）还发现地缘政治风险通过加强企业面临的外部融资约束，迫使企业倾向选择低风险高回报的金融资产投资，从而促进了企业的金融化程度。

（2）企业自身情况

关于企业自身情况主要是从企业资产结构来说,有学者探究出非货币金融资产与企业营业收益率之间呈 U 型的非线性关系,即低营收企业和高营收企业都具有过度金融化的风险,企业从事交易性金融资产的投资则会弱化此关系,而长期股权投资和房地产投资则会强化此 U 型关系(宋军和陆旸,2015)。Duchin et al.(2017)通过研究发现面临融资约束困境、防风险意识较低和投资种类比例大的企业会更偏向于持有高风险金融资产。同样的,闫海洲等(2018)则认为如果企业治理水平偏低,并且具有多元化经营的特征,那么他们会更倾向于持有金融资产。进一步细致研究发现,企业中常见的员工持股计划也会限制企业金融扩张,主要通过降低委托代理成本和内部控制来实现,并且在高融资约束、低审计质量等调节变量加持下,这种抑制效果更显著。

（3）管理者特征

企业方面再细分到管理层特征方面,学术界大多数研究针对管理者性格、高管个人履历和管理层薪资报酬等方面。首先是管理者性格层面,有些学者通过实证研究证实了管理者过度自信是可以显著促进企业过度金融化现象的产生(干胜道等,2018)。进一步地,李传英等(2021)又从多个维度构建管理者自信评价体系,发现管理者自信与实体经济投资整体呈“倒 U 型”关系,适度自信的管理者们更倾向于投资实业。其次丰富的管理者履历也对企业金融化的影响有所不同,戴维奇等(2016)基于烙印效应,通过调研具有“体制内”经历的民营企业高管因其在政府工作经历,对国家政策具有更为敏锐的嗅觉,往往会带领企业更多投资金融业务。同样的问题,若企业 CEO 具有从事金融行业的背景,则会促进企业金融化程度的发展,缓解融资约束和提高管理者自信程度是 CEO 倾向金融投资行为的两个主要途径(杜勇等,2019)。同时杜勇等(2019)发现经历过 08 年金融危机的企业管理层对于防范风险具有较大执念,因而具有“蓄水池”动机更加明显,所以管理者拥有金融危机履历会使得企业倾向于配置低风险高回报的金融资产。牛煜皓等(2020)则提出一个全新视角,企业中管理者若拥有贫困经历,为了企业更好的发展,他们的风险规避能力会促使企业配置仅为流动性和变现能力强的金融资产,而非自利行为。与之对应的是,CEO 高学术背景反而能抑制企业进行金融投资的行为,在他的带领下企业会专注于创新和主营业务经营,不愿

意买进投机金融资产（杜勇和周丽，2019）。最后是管理者薪资报酬方面，安磊等（2018）将管理层激励分为薪资激励和股权激励研究对企业金融资产配置的影响，得出两个截然不同的结论，管理层薪资激励对企业金融化具有显著促进作用，管理层股权激励则表现为显著抑制作用，主要表现为管理者偏向于短期利益，这种效果在民营企业中更加明显。

接着是关于企业金融化的经济效果。国外学者 Demir（2009）的研究再次证实了企业对于金融资产投资的偏好会影响其对于实体经济主营业务的创新投资。Shin（2012）则将样本扩展到经历过亚洲金融危机后的韩国企业发现，企业一旦有金融化的趋势，会逐渐减少实体资本的投资。当然也有研究表明金融化趋势对实体企业的非金融化投资也有积极影响。企业在进行金融投资时，其盈利能力越强，企业通过投资获得的价值增值就越能体现（Zhang，2000）。Kliman（2015）发现企业通过投资金融资产获取的收益会转而投入实体业务的发展，不会挤占实体企业投资。

而国内学者关于企业金融化的经济后果研究比较全面，大部分文献都关注于金融化对微观市场层面的影响。于建玲等（2021）通过对 A 股上市公司的研究，发现企业金融化会通过代理成本的上升对企业财务绩效造成一定的负担，经济政策不确定性则能弱化这种效果。刘立夫等（2021）通过研究企业金融化与企业价值的非线性模型，得出二者呈“倒 U 型”关系，进一步采用局部调整模型划分金融化适度性问题，发现在金融化适度情况下，企业配置金融资源有利于企业价值提升，在金融化过度情况下则相反。还有一部分学者更多关注金融化对企业生产效率方面带来的影响。盛明泉等（2018）认为金融化阻碍了企业全要素生产率的提升，金融化带来的收益并未投入到实业生产中，而是挤占创新实业资本和创新投入。胡海峰等（2020）则注重基础经济学原理，运用柯布道格拉斯函数及贝尔曼方程从理论上推导出企业金融化与全要素生产率之间存在“倒 U 型”关系。具体而言从企业发展短期至长期来解释此图形，初创期企业如果懂得利用金融资产对冲企业面临的资金风险，有助于全要素生产率的提升，但根据长期发展而言，如果企业坚持金融化发展战略，大量金融资产会挤占主营业务资产和固定资产等投入，从而抑制企业全要素生产率。顾海峰等（2022）也得到了类似的结论，企业金融化对企业的发展实际上具有两面性，具体表现为与投资效率呈“倒 U 型”

关系，具体表现为企业金融化通过提高投资水平和缓解融资约束来提高投资效率。

1.2.3 ESG 表现与企业金融化的相关研究

我国关于 ESG 表现的研究起步较晚，关于整体 ESG 表现对企业金融化的研究较少，现有文献主要是从 ESG 某一个维度（环境、企业社会责任和公司治理）对企业金融化进行研究。关于 E 环境维度，一部分学者认为环境规制可以有效防控企业“脱实向虚”，促进企业高质量发展，在环境规制的作用下，一方面倒逼企业进行产业转型升级，使企业金融资产向创新投入转移，从而抑制金融化。另一方面环境规制起到信息监管作用，降低企业投机行为倾向（俞毛毛等，2021）。于连超等（2022）则以国家政策《环境保护税法》为基准也得到了相同的结论，证明了环境层面确实有效抑制了企业金融化并促进实体经济高质量发展。然而蔡海静等学者（2021）则认为环境规制加大了企业财务负担，迫使企业追求短期利润扩大金融领域投资。同样的，从企业社会责任角度也有正面负面两种不同的角度，一部分学者肯定了社会层面对于实体经济良性发展具有助推作用，通过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。

（刘姝雯等，2019；孟庆斌等，2020）；而另一部分学者则认为企业社会责任基于“投资替代”动机通过缓解融资约束加剧了企业金融化，这种效应仅针对于外部监管力度较弱的民营企业和内部治理水平较低的部分企业生效（顾雷雷等，2020）。从公司治理角度，乔嗣佳等（2022）学者从中国特色国有企业角度，研究发现党组织治理公司能够有效抑制企业投机动机，显著降低国有企业金融化程度。而对于大型民营企业则通过代理问题来抑制管理层自利的行为，非控股股东能够通过“退出威胁”来约束管理层机会主义行为，迫使企业注重长期利益减少对投机金融资产的青睐（王瑶等，2020；余怒涛等，2021）。

1.2.4 文献评述

通过以上文献不仅分析 ESG 表现和企业金融化的相关研究，又梳理了 ESG 表现对企业金融化影响的有关文献。由此可见关于 ESG 表现和企业金融化两个方面的研究，学术界有着丰富的文献基础，但是很少有研究将二者联系起来探究 ESG 表现对企业金融化的影响以及作用机制。通过对文献的梳理，既有文献表明

ESG 表现中的三个维度分别对企业金融化的影响是正负作用并存，主要为线性相关，不能很好总结整体 ESG 表现对企业金融化的影响作用。而 ESG 表现造成的经济后果影响有正向、负向以及非线性，造成企业金融化的原因也囊括宏观经济环境、企业自身情况和管理者特征等多方面的影响因素，因此其经济后果也不单单是线性影响。那么基于以上文献整体要点的分析，整体 ESG 表现对企业金融化的相关性是否存在非线性关系，本文借鉴已有研究研究成果，引入微观视角下的企业生命周期，探究 ESG 表现对企业金融化的非线性相关关系及其影响机制，通过视角创新与内容创新完成对现有研究成果的补充。

1.3 研究框架和方法

1.3.1 研究的主要内容

本文研究框架如图 1.1 所示，各章节具体内容如下：

第一章为绪论。本章首先介绍了本文的研究背景和研究意义，然后分别对 ESG 表现和企业金融化相关国内外文献进行梳理、归纳和总结，为后续理论基础和作用机理分析提供有效指导思路，接着介绍本文主要研究内容和研究方法，最后针对本文研究的创新和不足进行点评。

第二章为 ESG 表现对企业金融化的影响的理论分析。本章首先对 ESG 表现和企业金融化的概念进行界定，梳理了利益相关者理论、信息不对称理论、委托代理理论和企业生命周期理论，并在依托上述概念界定和理论基础，提出了关于 ESG 表现对企业金融化的非线性关系、融资约束的中介效应、技术创新的调节效应的三个假设，为下文实证分析提供理论依据。

第三章是 ESG 表现与企业金融化的特征事实分析。本章首先对国内外 ESG 评级机构和研究体系进行梳理介绍，其次着重介绍本文采用的 ESG 评级机构：华证指数 ESG 评价体系相关内容。然后对企业金融化的特征事实进行分析，首先是宏观经济环境的现状，接着介绍了我国企业金融资产配置情况，最后根据企业属性不同进行差异性分析。

第四章为 ESG 表现对企业金融化的实证分析。本章首先介绍了研究设计，包括模型的构建、样本选择与数据来源、变量的定义和描述性统计分析，对整个

研究数据有个初步了解。其次运用 STATA 进行实证检验，得到基准回归结果并进行分析。接着本章采取更换被解释变量、更改时间跨度和增加控制变量等方法进行稳健性检验，运用工具变量法处理内生性问题。最后再进一步研究分析包括融资约束的中介效应、技术创新的调节效应、企业生命周期、三个维度和产权属性的异质性分析，丰富文章研究。

第五章为研究结论与政策建议。首先针对实证结果对本文研究结论进行罗列总结，紧接着针对本文研究结论为中国特色 ESG 实践和企业“脱实向虚”现象提出政策建议，也期望为中国式现代化和企业高质量增长提供借鉴。

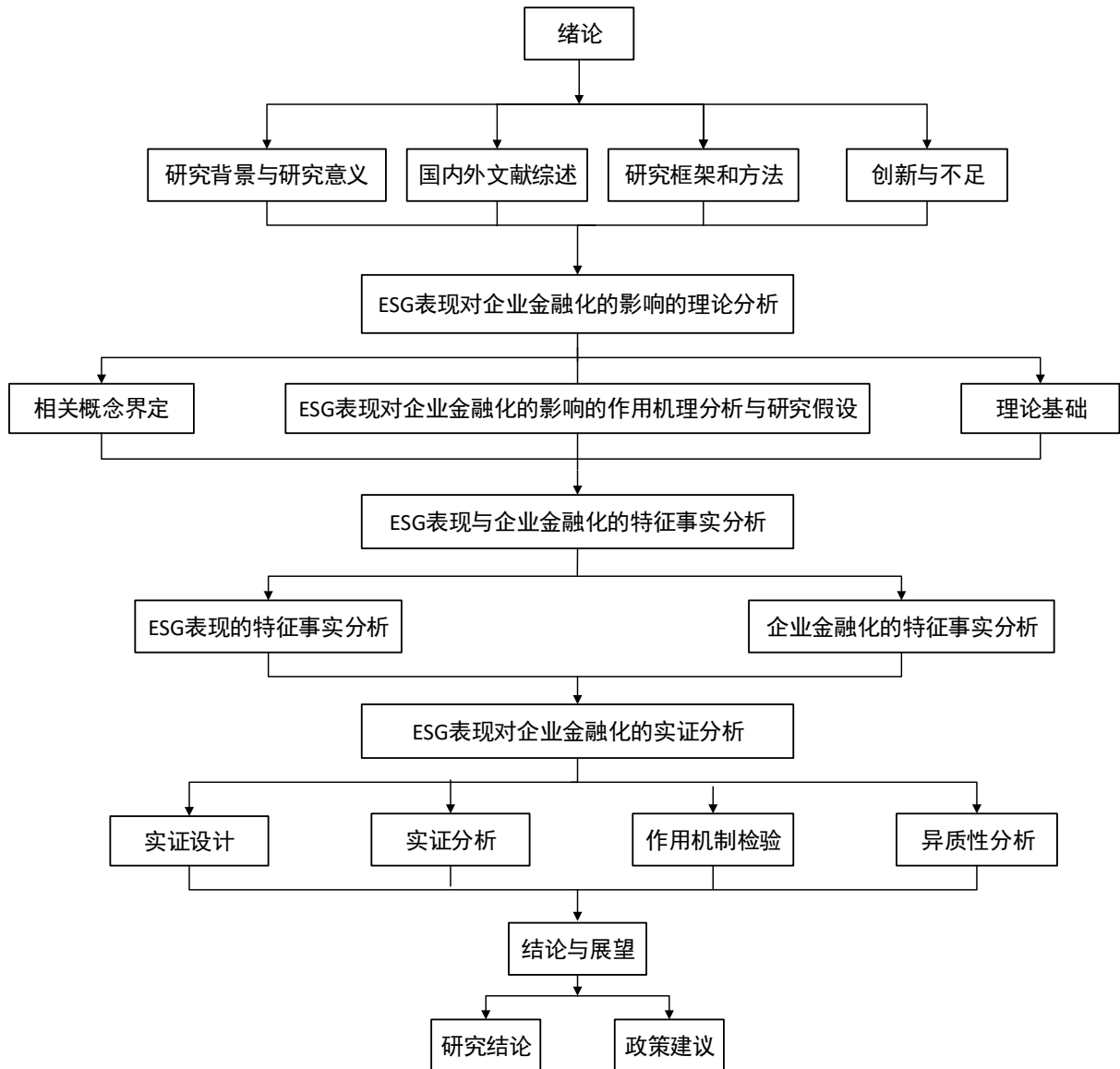


图 1.1 本文研究框架图

1.3.2 研究方法

本文使用的主要研究方法如下：

(1) 文献归纳法。本文系统总结归纳了关于 ESG 表现和企业金融化相关文献，认识到现有文献研究的优缺点，发现目前很少有文献研究 ESG 表现与企业金融化的非线性关系，这也为本文提供很好的创新点。紧接着本文针对已有文献对 ESG 表现与企业金融化进行概念界定，又基于利益相关者理论、信息不对称理论、委托代理理论和企业生命周期理论等相关理论提出相应研究假设，并且提出 ESG 表现——融资约束——企业金融化这一作用机制和技术创新在此路径发挥的调节作用。

(2) 数据分析法。根据搜集的数据资料，从宏观和微观角度对国内外 ESG 评级机制以及国内企业金融化发展趋势进行现状分析，为下文实证研究 ESG 表现对企业金融化的影响提供数据支持和特征事实分析。

(3) 实证分析法。根据上文理论基础与研究假设，根据搜集到的 2012-2021 年 A 股上市公司（剔除金融、保险和房地产行业）的 ESG 评分和企业金融化相关数据，基于双向固定效应的非线性模型，运用 STATA 软件对数据进行回归分析，又进行一系列稳健性检验和内生性处理，进一步研究包括机制检验和异质性分析，最终使研究假设得到充分验证。

(4) 比较分析法。为使研究结论更丰富，更加具有实践性，本文使用分组回归方法，从企业生命周期、三个维度和产权属性三个角度对样本进行异质性分析。为后续研究结论和政策建议提供具有针对性的参考依据。

1.4 创新与不足

本文研究有以下三点创新：

其一，首先大多数学者对于 ESG 表现的研究大多数集中于企业价值、财务绩效以及投融资方面，较少文章将 ESG 表现与企业金融化这一经济现象联系在一起，本文聚焦 ESG 表现的软监管作用，深入探究其与企业金融化之间的作用关系。

其二，以往研究多关注 ESG 各方面表现与企业金融化的线性关系，由于企

业经营往往存在复杂性，其二者的关系可能不是简单的线性关系，所以本文拓展研究 ESG 表现对企业金融化的影响的非线性关系，构建非线性模型，结合企业生命周期理论研究其作用机制，从企业创建初期和后期展开来探究，拓展和延伸了 ESG 表现的学术链条，给微观企业提供了更加具体的现实意义。

其三，本文围绕企业金融化的“蓄水池”动机和“投资替代”动机，基于“ESG 评级—融资约束—企业金融化”这条路径，拓展性研究技术创新在 ESG 表现对企业金融化的调节作用，深度挖掘 ESG 评级服务实体经济的潜在路径，厘清 ESG 评级与企业金融化之间的关系及影响机制，对于推动中国式 ESG 评价指标的构建，缓解实体经济社会“脱实向虚”乱象以及实现我国经济高质量发展具有重要的理论和实践意义。

尽管本文已经提出 ESG 表现与企业金融化之间的非线性关系以及作用机制，但可供参考文献仍少之又少，本文基于以往文献的研究又存在局限性。一方面，中国本土 ESG 评级起步较晚，并没有官方权威 ESG 可供参考，本文仅选取一家较为全面的第三方 ESG 评价机构的数据作为参考，可能导致数据不够客观，数据缺失严重等问题，因此受限于数据质量，本文仅选取 2012-2021 年不存在数据缺失的上市公司作为研究对象，可能存在研究样本缺乏代表性的问题。另外一方面，关于企业金融化，本文仅仅采用金融资产占比来衡量一个企业的金融化程度，但在企业实际运营过程中，适量金融资产可以优化企业资产配置，过度金融化才不利于企业的发展，本文并未对金融化程度进行界定，实属遗憾。最后，企业利益相关者涉及到很多领域，本人对公司金融相关主体未能有系统性的看法，所以企业 ESG 表现影响企业金融化不仅仅只有一条路径，本文仅采用学术界具有代表性的融资约束作用渠道，实际上未能发掘创新性的作用机制。

2 ESG 表现对企业金融化的影响的理论分析

2.1 相关概念界定

2.1.1 ESG 表现

ESG 表现是指环境、社会和公司治理三个方面合成一个衡量企业可持续发展性的综合性指标，随着全球对于绿色低碳发展模式的认可，越来越多投资机构将 ESG 表现纳入考核，具体而言，环境（E）是评估企业在生产经营过程中是否注重环境保护，例如碳减排，材料消耗、工业垃圾排放、可再生能源运用和环保认证等；社会（S）主要考察企业与员工、社会公众和政府以及其他内外利益相关者的相处关系，不限于员工关系、产品质量、社区投资以及客户隐私等相关因素；公司治理（G）则与企业内部管理制度息息相关，如股东权益、管理层结构、信息披露质量和商业道德等。而 ESG 表现则是根据科学统计方法按权重将以上三个方面合成一个评分的评价指标体系，具有全面性。

2.1.2 企业金融化

金融化这个概念可以分为宏观和微观两个部分，分别为经济金融化和企业金融化。从宏观的经济金融化来讲，它指的在国民生产过程中，金融部门不断占据国民经济部门的主导地位，具体表现为金融工具、金融市场、金融机构在市场经济活动中活跃度不断增强。金融发展本是服务于实体经济，通过融资实现资源的有效整合和优化配置，不断促进实体经济发展，但在 08 年金融危机爆发后，现实揭示了过度金融化带给全球经济的危害，金融资源不断挤占社会资本，导致国民经济出现“空心化”、“虚拟化”的现象。在全球经济开放时代，在金融自由化政策下资本在全球范围内流动迅速，资本逐利性又使得经济金融化渗透明显。

而从微观企业金融化角度考虑，微观实际上是宏观的重要组成部分，微观企业金融化实际上是企业配置资产结构的过程，本文主要讨论的是实体企业将营业所得更多投资于金融资产的行为（Demir, 2009），是实体企业所得利润中来自金融渠道得比重不断上升的演进过程（Krippner, 2011）。国内学术界对于企业金融

化的界定指的是指实体企业过度倾向于金融投资，以至于出现“脱实向虚”的现象。大多数学者是从资产结构来解释企业金融化，如王红建等（2017）认为企业出现金融化是出于需求层面，由于实体经济市场需求日渐饱和，利润不足，促使企业选择低风险高回报的金融资产投资，这样的实体投资出逃现象成为金融化；文春晖等（2018）则认为上市公司的过度融资，通过挤出效应使得资本从实体化转变为虚拟化的过程成为金融化。究其原因，近年来金融房地产行业的高利润率、主营业务投入不足时导致企业金融化的主要原因（杜勇等，2017）。当然也有学者从利润收益角度考虑，认为面对持续下跌的实体业务收益率，为了股东和利益相关者权益，转而收益率的金融房地产行业以寻求短期业绩增长（郭丽婷，2018）。

本文主要研究的对象是微观主体的企业，因此本文把金融化界定为微观视角中的企业金融化现象，参考上文的文献，本文从资产机构出发，将企业金融化定义为：实体企业在生产经营中，过多投资金融领域而偏离主营业务，追求资本增值而非可持续经营的一种行为。

2.2 理论基础

2.2.1 利益相关者理论

利益相关者理论是由美国学者 Freeman 于 1984 年提出，最早可追溯至 1959 年 Penrose 在书中提出的“企业是人力资产和人际交往的社会性集合体”这一概念，随后借由斯坦福大学团体研究才给出明确定义，但因为其定义没有考虑到社会层面，因此并不完整。随后 Eric Rhenman 又提出比较完整的定义“利益相关者需要依靠企业，企业也需要利益相关者的支持”。这才使理论有个初步的模型。之后各学者各自对利益相关者理论有不同的看法，但是 Freeman 的观点才更具有代表性。他指的是企业管理者应该综合考虑与企业利益相关的各个主体的意见从而进行管理活动。与股东至上理论相反，该理论认为与企业利益相关的不仅仅有股东，还有员工，客户，以及维护地区稳定的政府成员等，公司的发展缺一不可，如果没有除股东外的利益相关者的主体，企业根本也就无法运营下去，企业追求的利益是整个利益相关者的权益，而不仅仅是个别群体的利益。

学术界目前对于利益相关者理论多用于公司治理方面，认为企业管理体系不

健全会影响到员工，甚至是所在地区社会的利益，不利于企业的可持续发展。这也导致企业在生产经营中需要考虑其他利益相关主体，对管理者提出了更高的要求。企业在实际运作过程中实际上是很难顾全所有相关群体的利益，那么如何有效执行利益相关者的需求，ESG 应运而生，ESG 评价体系将环境、社会和公司治理系统展示出来，实际上是给了企业一份新时代试卷。近年来，全世界各个国家都在积极进行 ESG 相关建设，制定更为严格的包括企业绿色发展监管、CSR 标准和公司法的制度，引导上市公司将利益相关者各方利益纳入考量。国内各行业协会也纷纷效仿，政府也对于 ESG 各方面表现较好的企业给予一定的表彰，在制度和社会收益的双重引导下，国内 ESG 快速发展。

因此，在实现中国经济高质量发展的背景下，积极主动承担社会责任，将有助于协调各方利益关系。在研究 ESG 表现对于如今社会经济日益“脱实向虚”的象的影响下，利益相关者理论要求企业必须做好对利益相关者权益的再分配，重新思考企业发展战略。

2.2.2 信息不对称理论

信息不对称理论最早由美国经济学家 George A. Akerlof 提出的，由 Michael Spence 和 Joseph Eugene Stiglitz 发扬光大，他们三个分别从商品交易、劳动力和金融市场三个不同角度来阐述信息不对称理论。该理论指的是在交易市场中，买方和卖方获取的信息是不一致的。在传统经济学假设中，最重要的一条就是消费者拥有绝对的信息，以至于可以保持理性态度，在现实生活中，一个主体不可能知晓完全的市场信息。信息不对称必然会导致交易双方中一方利益受损，为了尽可能避免因信息不对称带来的社会资源运行效率低下，因此信息不对称理论就引起了经济学家的重视。

信息不对称理论大多数被适配于企业投资领域。因为信息不对称天然存在，在公司进行融资的过程中，企业内部管理者具有信息获取优势，代理人投资者由于不清楚公司内部情况，双法很容易发生道德风险和逆向选择。管理者面对信息差优势，很容易滋生自利短视的行为，刻意隐瞒对企业不利的负面信息，给外商投资者展示的是企业优势信心，以此获取的融资使投资者利益受损，而管理者自身则收获了更大的利益。信息不对称会对市场产生负面影响，造成市场效率地下，

对此世界各国对企业产品的生产真实性十分看重，对于虚假信息也是严惩不贷，尽可能维持市场交易的公平性。

根据信息不对称理论，如今经济社会“脱实向虚”的现象也有了合理的解释。当代金融投资工具和融资渠道众多，政府监管力度不足，法律制度不健全，这些客观事实都为企业牟利创造了条件。即便 ESG 披露可以尽可能减少投资者的信息不对称劣势，但先行 ESG 缺少官方权威评判标准，仅靠民间第三方信息并不可靠，这也可能导致企业享有 ESG 信息知情权可以单方面通过适当 ESG 行为来谋取短期融资利益 (Brooks C et al, 2018)，短时间内依靠金融资源的可流动性提高企业经营绩效 (孟庆斌等, 2020)。

2.2.3 委托代理理论

委托代理理论最初是由美国学者 Adolf A. Berle 和 Gardiner C. Means 提出的，该理论指的是企业所有权与经营权相分离，所有者指定另外主体一定的经营权，并根据后者经营状况对其支付相应的报酬，通俗来讲指的是现代企业所有者会雇佣管理者为他们经营公司并取得分红。而常见的委托代理问题则指的是由于企业所有权与经营权分离，管理者与股东追求的利益会有所差别，可能会导致管理者会为自身利益从而做出损害股东利益的行为。

委托代理理论是建立在信息不对称理论基础上的，在现代社会中主要探讨企业所有者如何更好让渡经营权的问题，如何在信息不对称前提下，更好去激励管理者为双方共同获取更高收益。一方面委托人希望公司实现更高的价值，自己也能取得更多分红；另一方面代理人则希望如何利用更少的工作时间赚取更多薪资，企业如何发展可能并不是他们所关心的，毕竟他们只是代理人，与委托人属于契约关系。委托代理理论很好地解释了企业金融化的动机问题，如“投资替代”动机，完全就是企业管理者出于自利行为谋取短期收益，过度金融化反而不利于企业长期发展，损害股东权益。ESG 评价体系是将企业可持续发展各个指标纳入公司考核，可以有效缓解委托代理问题，一方面 ESG 评分系统降低了股东与管理者的信息不对称，有效监督管理者对公司的总体发展策略，从而降低管理层道德风险，尽可能保障股东权益。另一方面，ESG 评级也是有效的激励机制，高分的 ESG 表现可以有效吸引投资者关注，提升企业价值，股东也从中受益反过来

提升管理者薪资报酬，实现共赢。

2.2.4 企业生命周期理论

企业生命周期理论是由美国著名管理学家 Ichak Adizes 提出的，最早可追溯到 20 世纪 60 年代，由 Mason Haire 提出可以用生物学中的生命周期观点看待企业发展历程，他指出如果一个企业经历了从建立到破产倒闭，那么极有可能证明它在管理策略上存在不足才导致企业的消亡。在此基础上，J. W.Gardner 和 Steinmetz L.L 通过更进一步研究发现企业成长过程中是呈 S 型曲线，企业发展过程中可能会经历多个生命周期。最终由 Ichak Adizes 将理论发扬光大，该理论形象描绘出一般情况下企业自建立起，就会经历初创期、成长期、成熟期、衰退期等不同发展阶段，企业是一个有机体，要从动态的角度看待企业发展历程，从而有针对性制定发展策略。

企业生命周期理论为以后企业的战略管理提供规划蓝图，初创期的企业刚刚起步，没有建立完备的生产线，产品生产效率低下，市场占有率不高，缺乏产品竞争力，在资金方面也没有很好的融资渠道，只有原始股东投入的资金。那么为了让企业免于倒闭消亡，就需要制定符合初创期的经营策略：不断建立生产线提高生产效率，关注产品质量提高市场竞争力，并以此吸引投资者注资不断扩大企业规模。成长期的企业已经积累到一定口碑，产品也有一定竞争力，营业收入也有显著的提升。由于生产规模扩大，员工数量激增，实际上面临的竞争和融资压力也不小，企业应该尽可能将筹集到的资金用于主营业务在生产，不断稳固甚至提高自身核心竞争力，在市场上站稳脚跟。成熟期是企业所有者理想中的时期，稳固占据市场份额，拥有独特的核心竞争力，产品生产具有完备供应链，企业资金充足，经营者具有丰富管理经验，注重多元化投融资。由于市场份额是有限的，一旦企业产品占有量达到临界值，企业就会面临产能过剩，市场需求不足的局面，此时营业收入开始下降，而管理成本则不断升高。针对这种局面，企业应该增大创新投入研发新式产品，或者花费更多资本开拓其他地区新市场，通过企业兼并或收购不断挤占市场份额。基于上文委托代理理论，此时可能会出现企业管理者为保证自身薪酬不受到影响，可能会转而将原有资金转而投资金融资产，从而忽视原本自身产品生产，排挤出公司实体资产，从而占用技术创新资金和兼并资本，

对企业转型造成很大的困难。衰退期指的是公司在成熟期做出错误策略，产品在市场的份额不断降低，失去原有的核心竞争力，盈利情况恶化甚至亏损。企业处于这个阶段可能面临着退市或者破产的风险，很难有新的资金注入，最好的策略便是通过业务重组或者被其他企业兼并，或者通过其他方式再次获得融资，为产品注入新的活力，避免倒闭。

基于企业生命周期理论，企业在不同的发展阶段有相对应的经营策略，企业决策者充分权衡利弊，不能因小失大，纵使金融投资能够为企业带来新的活力，但是基于上文所分析，盲目投资金融资产反而会导致企业产品“空心化”，失去企业原有的竞争力。通过企业生命周期理论可以更好帮助企业管理层对于金融资产配置的力度，针对所属阶段制定不同的投资决策，才能使金融发挥资源配置优化的良性功能。

2.3 ESG 表现对企业金融化的影响的作用机理分析

2.3.1 ESG 表现对企业金融化的影响

ESG 是可持续发展的新概念，它考虑了如何在企业层面协调环境、社会和公司治理的发展，具体可以拆分成以上三个方面（环境、社会和公司治理）影响企业金融化水平：第一，基于利益相关者理论，针对环境层面，学术界大部分学者就环境规制和环境保护费改税来分析环境对于企业金融化的影响效应，首先环境规制的变化对于企业未来经营发展具有政策引导效应，在国家大力推动“双碳”政策下，企业遵守国家战略同时，又会获得政府资金支持，从而减少对金融投资的需求（俞毛毛等，2021），于连超又认为环境保护非改税有利于对企业产生外部监督作用，提高企业自身改善环境的压力，促使企业主动承担社会责任，转向环保投资而不是金融投资，进而抑制了企业金融化；第二，基于信息不对称理论，企业主动承担社会责任是为了增加企业信息透明度（李新丽等，2022），基于利益相关者理论和委托代理理论，有助于利益相关者对企业内部进行监督，从而降低企业因代理问题而造成的经营不善等状况，帮助企业积累社会资本而不是依靠金融化工具谋取短期利益；第三，基于利益相关者理论和委托代理理论，从公司治理角度看待企业金融化问题，学术界主要从企业股东结构和治理方式来分析，

国有资本进场可通过降低经营风险和缓解融资约束来抑制企业金融化水平(杨兴全等, 2022), 同样的, 国企管理者通过独有的管理方式也可以有效抑制金融资本过多的局面(乔嗣佳等, 2022)。综合文献综述和以上环境、社会以及公司治理对于企业金融化直接影响分析, 不难看出 ESG 表现与企业金融化之间存在一定的关系, 并且综合 ESG 表现来看, 可能不仅仅是线性相关, 而是更为复杂的曲线关系, ESG 表现可能对企业金融化产生对立效应, 具体而言, ESG 行为既可以是管理者通过促进企业金融化来追求财务回报的自利工具, 也可以是降低企业金融化的治理工具。

上文其实已经提到企业进行金融资产配置的动机主要有两类, 一类是基于储蓄行为的“蓄水池”动机, 另外一类是基于投资行为的“投资替代”动机。“蓄水池”动机是出于预防性储蓄目的适当配置金融资源, 为了满足企业未来资金的需要, 为企业技术资金提供流动性支持。可以说企业“蓄水池”动机完全是满足企业发展需要, 此时金融扮演的是服务实体经济的角色。“投资替代”动机则完全是出于管理者的自利短视行为, 资本套利被认为是“投资替代”动机的核心理念。在实业投资趋于饱和的今天, 管理者面临着内部企业治理和外部宏观环境的双重压力, 一方面是企业委托人的期望压力, 另一方面则是内部薪资考核压力, 基于委托代理理论, 管理者切实选择短期投资项目提高企业财务绩效更能符合自身利益(俞鸿琳, 2022)。

基于委托代理理论, ESG 表现可以通过其声誉保险作用促进企业金融化。良好的 ESG 表现可以帮助企业积累道德资本和声誉资本, 从而帮助企业应对外部不利冲击, 减少企业或管理者的不当行为造成的损失。企业管理者也因此可以利用良好的 ESG 表现形成的声誉效应, 掩盖或转移公众对劣质产品、操纵收益等不当行为的注意力, 从而减轻或抵消其不当行为带来的负面影响。由于国内 ESG 起步较晚, 现行信息披露标准不统一、法律保障体系不健全, 很多企业也只是出于投机动机发展 ESG 相关实践, 所以从短期来看, 在 ESG 表现良好的幌子下, 出于“投资替代”动机, 管理人可能会放弃有利于公司长期价值创造的实物资产投资, 转而大量投资于符合自身私人利益的金融资产, 从而提高企业金融化程度。另一方面, 企业在 ESG 建设初期是需要付出成本代价的, 为了保证健康的资金流, 出于“蓄水池动机”, 企业会选择持有具有低风险高流动性的金融资产来

规避 ESG 带来的财务风险，同样也会促进企业金融化水平。

因此从企业 ESG 建设短期来看，初期建设需要考虑各方面成本支出，良好的 ESG 表现也有助于管理者掩盖投机自利的负面影响，由此基于“蓄水池”和“投资替代”动机都可能会提高企业金融化的水平。但是 Brammer 和 Millington (2008) 认为企业进行 ESG 实践是符合边际效益递减的经济学规律的，这就意味着基于利益相关者理论，企业短期践行 ESG 行为是促进企业金融化水平的发展，但随着 ESG 风评提高，企业不断获取道德资本和潜在投资，由此带来的正向影响会逐渐减弱。因此从长期来看，企业长期践行 ESG 行为可以有效缓解企业金融化水平。基于信息不对称理论，随着 ESG 表现的稳定上升，投资者与企业内部的信息不对称效应进一步减弱，长期良好的 ESG 表现可以有效加强对企业管理层的监管，并不断获取社会道德资本，给予投资者信心 (Hahn R, 2013)，追求长期发展理念的 ESG 责任，或成为企业获得关键资源、集中力量办好主业的重要管理工具 (刘姝雯等, 2019)。不断提高 ESG 投资，基于利益相关者理论，ESG 行为可能会反过来抑制企业金融化水平。首先，ESG 表现作为最重要的非财务信息之一，反映了企业的财务状况、风险管理等方面，可以弥补财务报告中反映信息不完整的缺陷，从而减少投资者、债权人和政府等不同利益相关者之间的信息不对称。ESG 表现良好的企业往往表现出与丰富信息环境相关的特征，体现企业充分履行社会责任相关行为，有利于利益相关者加强对管理人低效投资行为的监管，从而抑制其对金融资产投资的投机行为，以获得长期收益。此外，由于信息不对称的存在，ESG 活动可能是减少利益相关者和管理者之间存在的代理冲突的有效途径。良好的 ESG 表现可以减少不当行为，如低效投资、财务违规、盈余管理和避税，同样可以减少管理人通过企业金融化寻求短期回报的机会主义行为。ESG 表现良好的企业管理者往往具有较强的职业操守和道德意识，始终注重与利益相关者的信任建立和企业的长期战略发展目标。因此，与利益相关者密切相关的 ESG 活动对企业金融化水平的影响会随着 ESG 水平而变化，良好的 ESG 表现可以很好的抑制企业过度金融化的局面。

除此之外，从另一个视角看 ESG 表现对企业金融化影响的问题，基于企业生命周期理论，我们都知道处于不同生命周期的企业面临的阶段性难题也有所不同，此时企业进行各类经济活动都会受到限制，例如：生产经营、项目投资，外

部筹资等企业行为。由于企业生命周期中的衰退期处于企业生命周期最后阶段或接近消亡，不具有连续性，因此本文把企业的生命周期划分为初创期、成长期和成熟期三个阶段。初创期的企业一般是刚刚成立或者成立不久的企业，企业规模较小，资金和人才等资源匮乏，市场份额不高，企业的竞争力不强。成长期的企业发展迅速，具有较强的活力和发展能力，管理团队不断充实，市场占有率也不断提升，处于成长期的企业往往会进行大量外部筹资和投资，发挥财务杠杆等作用，实现企业的快速扩张。成熟期的企业组织架构完备，管理层人员经验丰富，产品市场占有率位居高位，拥有较强且稳定的盈利能力，其现金流相对充沛。因此，基于以上对企业三个生命周期的状况的分析，ESG 表现对企业金融化的影响可能具有差异性。

综合以上分析，我们提出以下假设：

假设 1：ESG 表现与企业金融化呈先促进后抑制的倒 U 型关系，并且对于处于不同生命周期的企业，其作用效果会有所不同。

2.3.2 融资约束的中介作用

融资约束问题始终贯穿企业生命各个周期，资金作为企业发展的活力源泉，是推动企业发展的不竭动力，可能存在多种影响因素和经济后果。舒欢等(2022)在研究房地产企业社会责任与企业金融化的关系时，证明出企业承担社会责任同时会缓解融资约束从而降低企业配置金融资产的意愿。同样刘姝雯等(2019)通过融资渠道这一路径，进一步说明企业履行社会责任抑制其金融化水平是通过缓解融资约束。针对公司治理角度，李旭思等(2022)则认为低融资约束有助于 CEO 自由裁量权对企业金融化水平的负向影响。基于前文对于企业金融化的两个动机以及 ESG 实践为企业带来的软收益，再对比现有文献对于解决企业金融化局面的分析看法，本文初步构建 ESG 表现——融资约束——企业金融化这一作用路径，至于中介变量在此路径与 ESG 表现和企业金融化之间的关系，本文借鉴江艇(2022)对于中介变量的看法，上文已经有很多学者已经得出企业面临融资约束困境促进了企业金融化水平，既然 ESG 表现可能与企业金融化存在非线性关系，那么针对 ESG 表现——融资约束——企业金融化这一作用路径，ESG 表现就可能与融资约束存在非线性关系，因此下文主要分析 ESG 表现与融资约束的

非线性关系以及融资约束与企业金融化的线性关系。

首先分析路径 ESG 表现——融资约束，主要从短期和长期来分析其作用机理，从短期来看，从最直观方面来说，企业若处于 ESG 建设前期，此时由于企业进行 ESG 实践经验不足，管理者也没有一个高效率的策略，势必会花费大量运营成本，从而可能回使企业陷入融资约束困境，基于“蓄水池”和“投资替代”动机，企业的金融化水平会快速提高；而从长期来看，高水平 ESG 表现可以反过来缓解融资约束，主要从以下两个方面解释：第一，良好的 ESG 行为有助于拓宽企业融资渠道。基于利益相关者理论，ESG 实践本身就是联系企业众多利益相关者的社会性行为，包括外界社会及政府成员等，良好的 ESG 表现可以向外界展示企业可持续发展性，缓解与投资者间的信息不对称，增强投资者信心，帮助企业从更多渠道融资，缓解企业融资约束压力。第二，良好的 ESG 行为有助于提升企业投资效率。基于委托代理理论，ESG 行为约束有助于有效提升管理者能力，要求管理者切实关注包括股东在内所有者权益，起到有效监督企业管理者短视自利行为的功效，在 ESG 评级软监管的作用下，管理者的投资决策会更加符合企业长期发展利益，符合广大利益相关者利益。ESG 长期投资缓解融资约束的问题是优于短期 ESG，长期投资也解决了由于过度金融资产投资导致的投资效率低下问题，符合投资与再投资的良性循环论。由此看来 ESG 表现对融资约束的影响呈先促进后抑制的“倒 U 型”非线性关系。

其次，关于融资约束与企业金融化之间的关系，可以从企业金融化的两个动机去理解：第一，关于企业金融化的“蓄水池”动机，融资约束限制了企业的融资能力和融资渠道，如果未来面临融资困难的问题，将不利于企业的生产经营，因此为了进一步发展，筹集更多资金支持，往往会选择投资具有变现能力强的金融资产来保证健康的资金流。第二，基于企业金融化的“投资替代”动机，管理者在面临融资约束困境时，为了尽快摆脱资金不足的局面，出于逐利动机，不会选择投资于企业自身相关主营业务，而是倾向于选择回报丰厚的金融资产投资。因此，严重的融资约束问题会导致企业金融化水平提高，而缓解融资约束可以抑制企业金融化水平。

综合以上分析，基于以上分析，我们提出以下假设：

假设 2：ESG 表现与融资约束呈先促进后抑制“倒 U 型”关系，而缓解融资

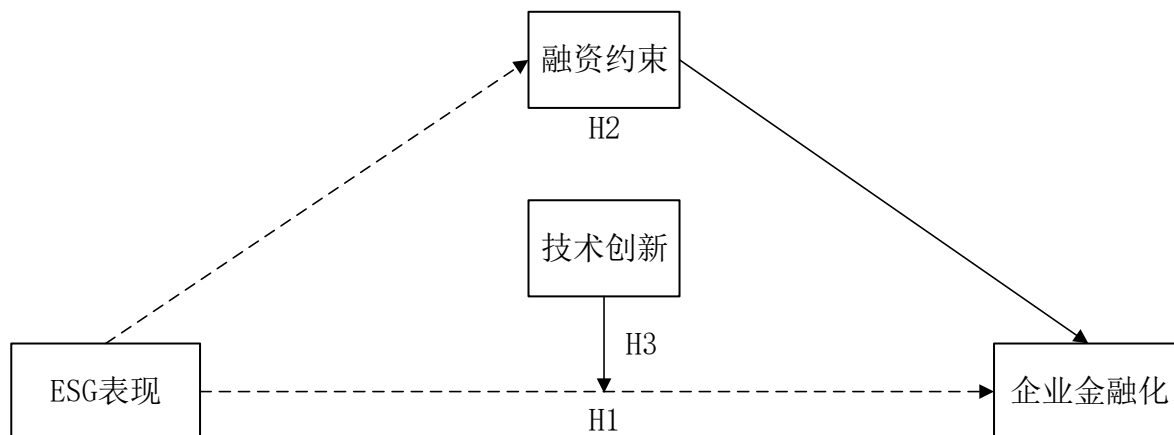
约束又抑制企业金融化水平，融资约束起到了非线性中介作用。

2.3.3 技术创新的调节作用

创新是企业发展的核心竞争力，创新也是企业在生命周期摆脱危机免于消亡的有效途径，是组织持续健康发展的基础核动力。基于企业生命周期理论，技术创新在企业经营生产各个阶段的价值增值发挥关键作用，也会在 ESG 表现与企业金融化之间发挥协调作用。本文将企业的技术创新水平分为低水平和高水平，深入探讨不同技术创新水平下在 ESG 表现——企业金融化这条路径下的调节作用。对于低技术创新水平的企业来说，例如劳动密集型产业，ESG 表现对企业金融化的非线性效应在拐点前的上升效应和拐点后的下降效应都较为明显，这是因为对于低创新水平的企业而言，无法享受到技术创新带给企业的硬实力，包括融资以及产品竞争力，无法有效发挥企业现有资源禀赋作用，资金利用率较为低下，也无法得到外界有效的投资，ESG 表现套利动机促进企业金融化的效应愈发明显，而随着 ESG 表现的不断优化，相对于企业竞争力薄弱方面，ESG 信息的披露能够发挥出最大限度能动效应，促使企业向外界传达积极信号，吸引外部资源流入，从而导致 ESG 投资对金融资产的挤出效应，对企业金融化的抑制的效果也愈发明显。对于高技术创新水平的企业来说，ESG 带来的效用不明显，ESG 表现对企业金融化的非线性效应在拐点前的上升效应和拐点后的下降效应都较为平缓。这是由于本身创新能力较强，与低创新水平的企业相比较，其产品具有天然的竞争力，在企业发展过程中很容易就在市场占据一席之地，可以充分发挥企业现有的资源禀赋作用，资金利用率高。相对于技术创新水平低的企业，技术水平高的企业公司发展速度会更快更容易成熟，治理机制也会更加完善，短期内企业更多只基于“蓄水池”动机促进企业金融化水平，不会使金融资产快速积累，从而使 ESG 实践带来的套利机会更少，提前结束 ESG 促进企业金融化阶段，导致拐点会向左移动；而对于高技术创新水平的企业来说，ESG 表现促进和抑制企业金融化的作用也比较有限。这是因为高水平创新能力的企业更具有核心竞争力，企业投资大多用于产品升级换代，当企业的资金向 ESG 投资倾斜时，反而挤占了企业产品升级研发，对于 ESG 表现为企业带来的影响反而不那么明显，因此高水平技术创新企业中 ESG 表现与企业金融化水平的曲线关系更为平缓。

基于以上分析，我们提出以下假设：

假设 3：技术创新能显著调节 ESG 表现和企业金融化之间的倒 U 型关系，具体表现为曲线拐点左移且曲线更为平缓。



注：图中虚线代表非线性关系，实线代表线性关系

图 2.1 ESG 表现对企业金融化影响的作用机理

3 ESG 表现与企业金融化的特征事实分析

3.1 ESG 表现的特征事实分析

3.1.1 ESG 评级机构的发展现状

近年来，ESG 领域话题在全世界范围内传播，因为 ESG 表现反映的是企业可持续发展性和可投资性，因此许多私募股权投资机构也开始将 ESG 表现加入对企业地考察中。ESG 理念是符合广大国家对于保护地球绿色发展战略的要求，许多国家也陆续出台关于 ESG 行为的相关披露政策，要求上市公司主动或者被动披露其在环境、社会和公司治理相关领域的信息。但由于我国 ESG 行业起步较晚，国内也迫切需要一种全面衡量企业可持续发展性的指标来监管实体经济的健康性，所以我国许多第三方信息服务机构也在积极探索构建 ESG 评价机制体系。本节将首先梳理国际主流评级机构以供参考借鉴，而后再对国内第三方主流评级结构进行介绍。

(1) 国际评级机构及评级体系的研究

目前，据不完全统计，国际上大概有 600 多家 ESG 评级机构，影响力较大比较主流的评级机构如明晟（MSCI，又译摩根士丹利资本国际公司）、汤森路透（Thomson Reuters）、道琼斯(Dow Jones)、彭博（Bloomberg）、富时罗素（FTSE Russell）、晨星（Morning Star）等。这些主流机构的评级机制可以很好推动全球 ESG 评价体系的发展，不同 ESG 评级机构在机构使命、机构特性、评级目标、评级框架、评级方法、打分机制、评级结果，乃至产品与服务方面存在巨大差异。

表 3.1 国外主要评级机构统计表

评级公司	指标体系
明晟(MSCI)	涉及 10 个主题、35 个主要风险问题
汤森路透(Thomson Reuters)	涉及 10 个领域、178 个指标
道琼斯(Dow Jones)	涉及环境和社会的 6 个领域
富时罗素（FTSE Russell）	涉及 12 个领域、300 多个指标

续表 3.1 国外主要评级机构统计表

晨星 (Morning Star)	涉及 18 个领域
-------------------	-----------

资料来源: 中国发展报告白皮书 (2021)

目前国际上最流行的是明晟的 ESG 评价体系 (表 3.2) 和汤森路透的 ESG 评价体系 (表 3.3)。明晟的 ESG 评价体系主要包含三大类和 10 项主题以及 37 项关键指标, 侧重考察各指标对企业的影响时间和行业的影响程度。明晟公司每年基于全球 5500 多家上市公司, 编制 100 多只 ESG 指数以满足市场需求。相比之下, 汤森路透 ESG 评价体系除三大类 10 个主题领域外, 还增加了对公司争议项的评分, 两部分综合考察得到 ESG 评分, 目前已涵盖了全球超过 7000 多家上市公司的得分数据。

表 3.2 MSCI ESG 评价指标体系

一级指标	二级指标
环境	气候变化
	自然资源
	污染和消耗
	环境治理机遇
社会	人力资源
	产品责任
	利益相关者反对意见
公司治理	社会机遇
	公司治理
	公司行为

资料来源: 证券时报 CMR

表 3.3 Thomson Reuters ESG 评价指标体系

一级指标	二级指标
环境	资源利用
	排放
	创新

表 3.3 Thomson Reuters ESG 评价指标体系

	劳动力
	人权
劳动力	社区
	产品责任
	管理
公司治理	股东
	企业社会责任战略

资料来源: 证券时报 CMR

(2) 国内评级机构及评级体系的研究

国内 ESG 起步较晚,但由于 ESG 理念与我国推行的可持续发展战略相吻合,所以我国 ESG 领域建设得到了大力发展,以国资委为代表的政府机构以及第三方信息服务机构正在积极建设推进中国式 ESG 体系。目前我国主流 ESG 评级机构主要有华证、嘉实、中证以及商道融绿等,本文只简单介绍以上四家主流评级机构,具体见下表 3.4。

表 3.4 国内主要评级机构统计表

评级公司	指标体系
华证	由 3 个一级指标, 16 个二级指标、44 个三级指标, 70 多个四级指标, 以及超过 300 个底层数据指标构成。
嘉实	由 3 个一级指标(主题)、8 个二级指标(议题)、23 个三级指标(事项), 以及超过 110 个底层指标构成。
中证	包括环境(E)、社会(S)和公司治理(G)三个维度, 由 13 个主题、22 个单元和近 200 个指标构成。
商道融绿	包括 14 个核心议题, ESG 分析团队通过对近 700 个数据点进行数据采集后, 对近 200 个 ESG 指标进行打分。

资料来源: 各 ESG 评级机构官网

据目前统计,相较于国际有高达 600 多家 ESG 测评机构,国内论活跃度高和影响力较大的机构仅有 13 家左右,相比于国际主流机构已经落后近 20 年有

余。随着国家高质量发展战略起步，如何制定符合国情的 ESG 评价体系显得尤为重要，国内 ESG 标准也在不断完善，越来越多学者和企业开始关注 ESG 建设，如何以中国式现代化推进中国式 ESG 建设，是当今时代重要议题。

3.1.2 华证 ESG 评级披露现状

上海华证指数信息服务有限公司参考国际主流方法和实践经验，借鉴国际 ESG 核心要义，结合中国国情与资本市场特点，最终构建出 3 个一级指标、16 个二级指标、44 个三级指标、70 多个四级指标以及 300 多个底层数据指标，向市场提供中国 A 股及港股等证券发行人的环境、社会和公司治理三个维度的评级结果。具有中国本土特色、覆盖性广、投资绩效显著、时效性高等特点。最终评级结果以百分制表示，也包括 ESG 三个维度的评分等级。

表 3.5 华证 ESG 评级指标体系

三大支柱	16 个主题	44 个关键指标
环境	气候变化	温室气体排放，碳减排路线， 应对气候变化，海绵城市，绿色金融
	资源利用	土地利用及生物多样性，水资源消耗，材料消耗
	环境污染	工业排放，有害垃圾，电子垃圾
	环境友好	可再生能源，绿色建筑，绿色工厂
	环境管理	可持续认证，供应链管理-E，环保处罚
	人力资本	员工健康与安全，员工激励和发展，员工关系
社会	产品责任	品质认证，召回，投诉
	供应链	供应商风险和管理，供应链关系
	社会贡献	普惠，社区投资，就业，科技创新
公司治理	数据安全与隐私	数据安全与隐私
	股东权益	股东权益保护
	治理结构	ESG 治理，风险控制，董事会结构，管理层稳定性
	信披质量	ESG 外部鉴证，信息披露可信度
	治理风险	大股东行为，偿债能力，法律诉讼，税收透明度

续表 3.5 华证 ESG 评级指标体系

公司治理	外部处分 商业道德	外部处分 商业道德，反贪污和贿赂
------	--------------	---------------------

资料来源:华证 ESG 评级官网

本文数据均来自于 2012-2021 年华证数据库，每年具体数据详细见下图 3.1 所示。由搜集数据可知，10 年内华证 ESG 披露企业 ESG 信息共 31603 条，由柱状图可以看出，我国上市公司愿意披露 ESG 信息的数量呈递增趋势，尤其是在 2017 年和 2021 年披露增长率竟达到了 16%和 12%，表明越来越多企业愿意披露 ESG 相关信息，响应国家高质量发展的号召，我国 ESG 评级体系建设不断向好。

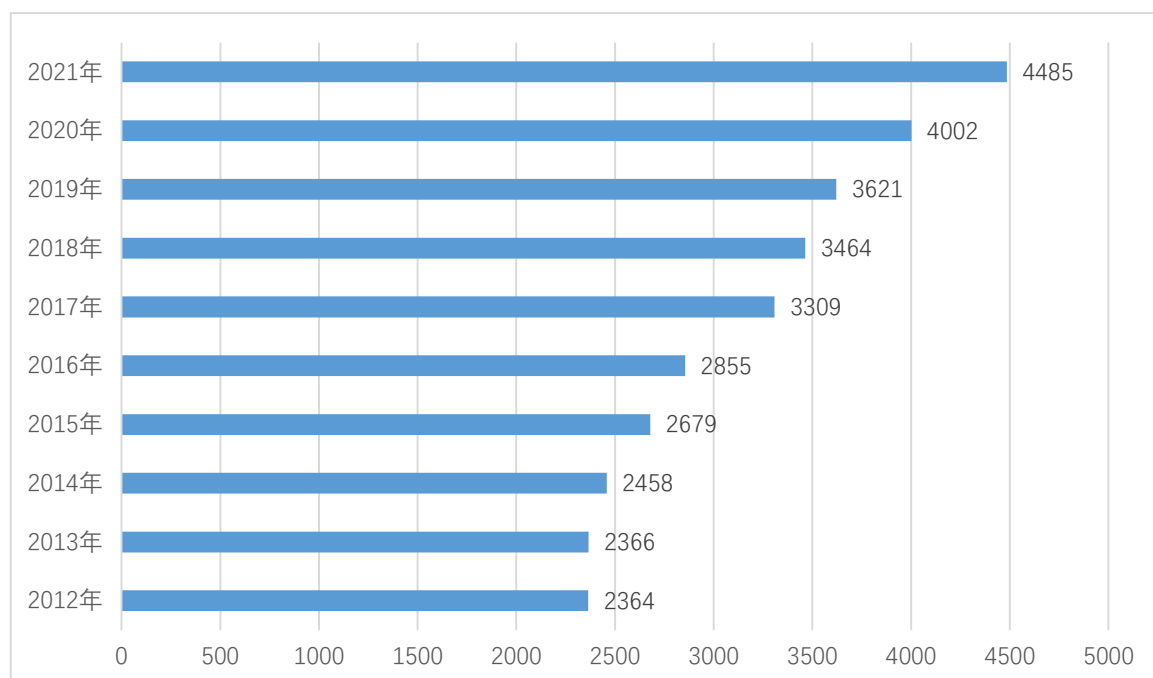


图 3.1 2012-2021 年华证 ESG 评级披露上市公司数量图

资料来源: 华证 ESG 评级官网

3.2 企业金融化的特征事实分析

随着国家经济的快速崛起，包括期间内基础设施的建设，以及城镇化进程快速发展，人口规模不断扩大，金融房地产行业迎来了飞速发展，涌现出不少包括恒大、万科、碧桂园等房地产企业龙头，通过金融化资产可以轻松撬动几十倍的杠杆，赚取高额利润回报，这样的现象都使得实业“不吃香”，各大企业纷纷效仿投身金融房地产行业，关于经济社会金融化社会风气逐渐散播开来。正如前文

分析，一时的繁荣掩盖不住长期市场需求的低迷，随着经济持续下行，人口红利丧失、产能过剩、疫情影响，没有实业支撑的企业面临着重大挑战，如何正确认识经济社会中“脱实向虚”现象，下面本文将从宏观层面和微观层面两个层面出发，对企业金融化的特征事实进行分析。

3.2.1 宏观经济金融化上升趋势明显

目前我国正处于经济转型的重要发展时期，二十大中指出推进中国式现代化是一定要保证经济高质量发展，不能一味注重产能增加而忽视市场需求客观规律，注重质量而不是数量，注重效率而不是时长，但经济结构的转型不是一蹴而就，企业仍面临巨大经济压力，从图 3.2 可以看出，受新冠肺炎影响，2020 年我国的 GDP 增长率下降到 2.24%，与 2021 年增量率 7.86%相比，也是处于稳步下降的趋势，2021 我国经济保持恢复发展，GDP 增长 8.4%，但 GDP 总体下行的趋势应该不会改变。M2(广义货币供应量)增长率在这 10 年内整体也处于下降趋势，并与 2012 年-2020 年 GDP 增长率波动保持一致，整体装款不容乐观，根据以上分析，图 3.3 展示了 M2/GDP 的走势，M2/GDP 实际衡量的是在全部经济交易中，以货币为媒介进行交易所占的比重，是衡量一国经济金融化的初级指标。从图上趋势线可以看出，我国经济金融化也在稳步上升，为社会“脱实向虚”提供宏观经济条件。

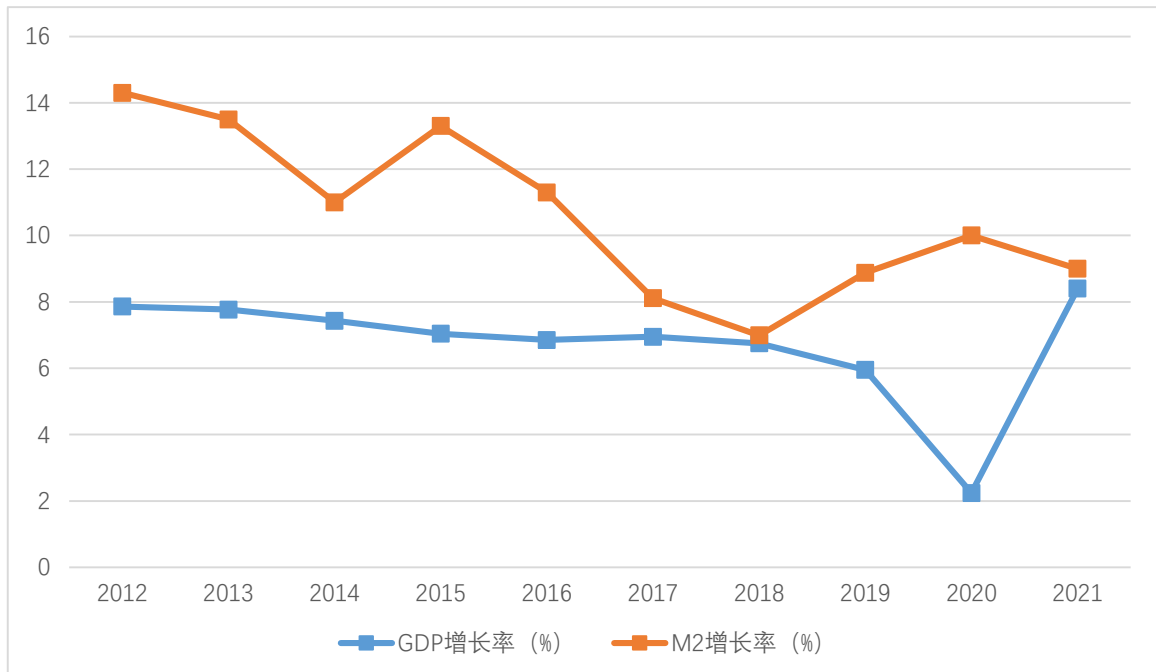


图 3.2 2012-2021 年我国 GDP 增长率和 M2 增长率

资料来源: 国家统计局官网

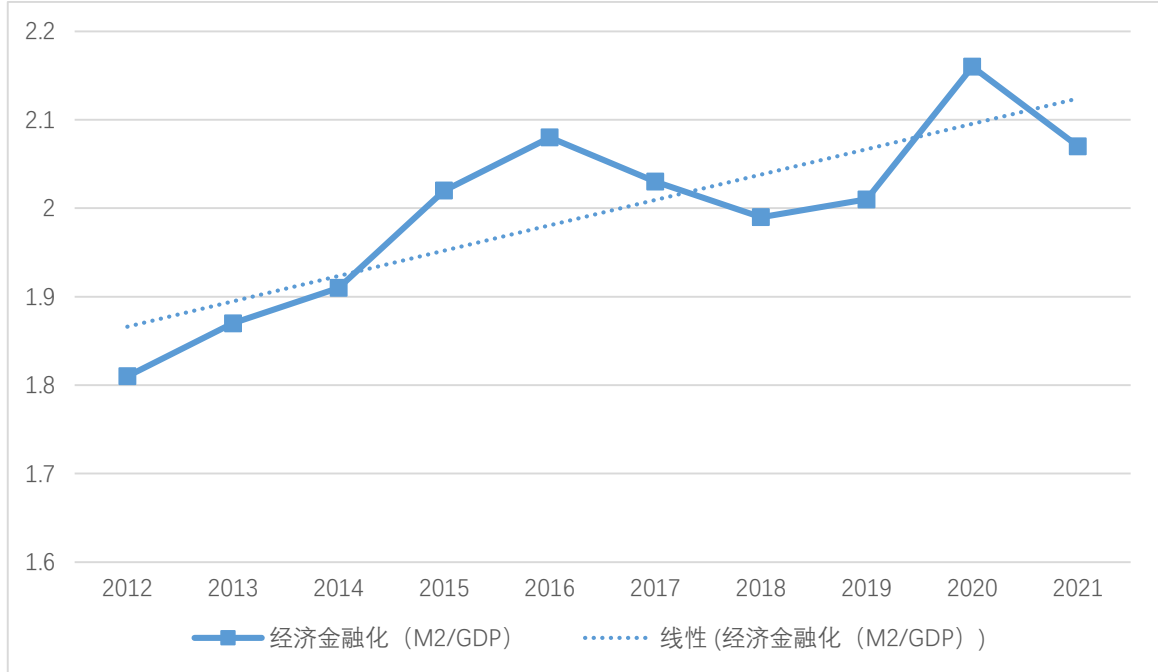


图 3.3 2012-2021 年我国经济金融化水平

资料来源: 国家统计局官网

3.2.2 企业金融资产规模加大

本文归纳了当前我国学者在对金融化进行测度时所涉及的金融资产范围的界定, 借鉴杜勇 (2019)、孙华好 (2021) 等学者的观点, 将金融资产占总资产的比例定义为金融化程度, 其中金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、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 (具体在下一章有详细解释)。

图 3.2 是中国 A 股实体企业整体配置金融资产的情况。可以看出, 中国上市公司不断做大做强, 资产规模不断扩增, 但是其金融资产也在不断增加, 甚至超过总资产增速, 尤其是 2013-2017 年, 这五年内金融资产规模扩增接近 5 倍, 企业总体金融化也增加了 1 倍, 虽然 2017-2021 年企业金融化程度有所回收, 但受资产总量基数大的影响以及经济走势持续下行, 企业金融化程度有再次上升的可能。

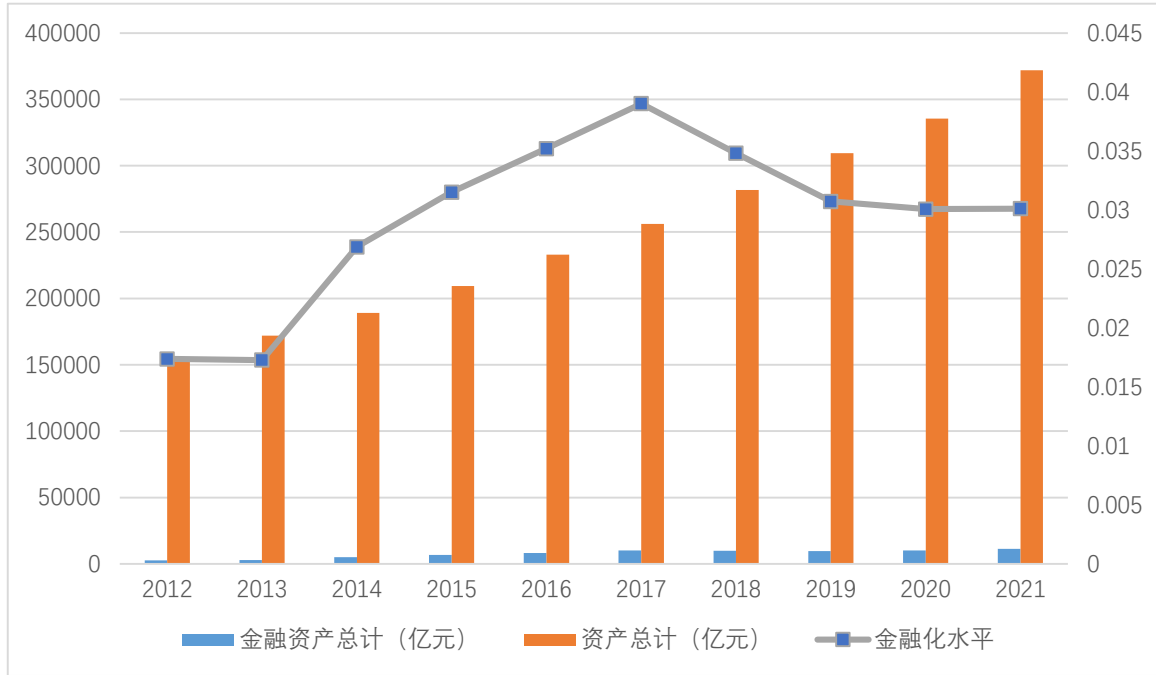


图 3.4 中国 A 股实体企业整体配置金融资产的情况

资料来源: 国泰安数据库

3.2.3 企业短期金融资产占比突出

图 3.5 显示的是中国 A 股实体企业持有的主要金融资产类型占比情况。从图的整体来看, 可供出售金融资产净额、交易性金融资产和投资性房地产净额占据各大企业主要金融资产配置。其中值得注意的是可供出售金融资产净额属于流动性较强的金融工具, 在 2012-2017 年呈上升趋势, 正对应了企业金融化中“蓄水池”动机, 保有金融资产的流动性预防危机, 与之对应的是交易性金融资产, 交易性金融资产指企业为了近期内出售而持有的债券投资、股票投资和基金投资, 而受 2019 年新冠疫情影响, 2019 年以后流动性金融资产被全额出售缓解企业财务危机, 同时则促使交易性金融资产的增长。而交易性金融资产不降反增的态势, 可能反映了企业在金融市场的逐利性。剩下的投资性房地产对应的则是近几年的房价上涨, 企业被利益驱使所投资的房地产资产, 在 2021 年总规模也达到了 4784 亿元, 占当年金融资产总规模的四成, 从 2012 年算起, 年平均增长率达到了 33%。

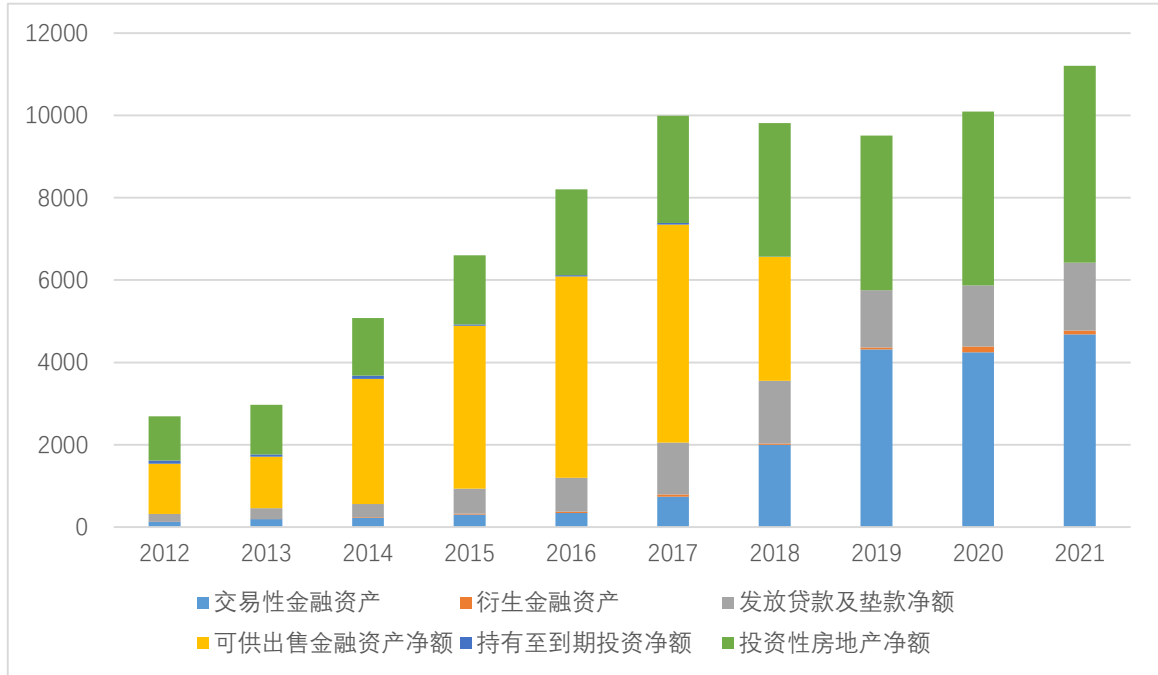


图 3.5 中国 A 股实体企业持有的主要金融资产规模 (亿元)

资料来源: 国泰安数据库

3.2.4 制造业民营企业金融化水平快速增长

本文先将 A 股上市公司按行业编码分为制造业和非制造业企业, 图 3.6 显示的是 2012 年-2021 年制造业企业与非制造业企业金融化程度以及增长率, 由图可以看出整体金融化程度, 制造业企业实际上明显低于非制造业企业, 这是由于制造业企业本身资产结构相较于非制造业企业有所区别, 不仅是实体资本要占企业资本大部分构成, 而且其信贷融资过程中也需要以固定资产作为抵押物; 非制造业企业主要以服务业、交通运输业与社会性质的行业为主, 其融资渠道和抵押物比较多元化。但从增长率曲线可以看出: 制造业企业虽然是以实体制造加工业为主的企业, 整体增长率却高于非制造业企业, 这也从侧面反映了目前实体投资萎靡不振, 实体企业金融化程度增长的趋势。

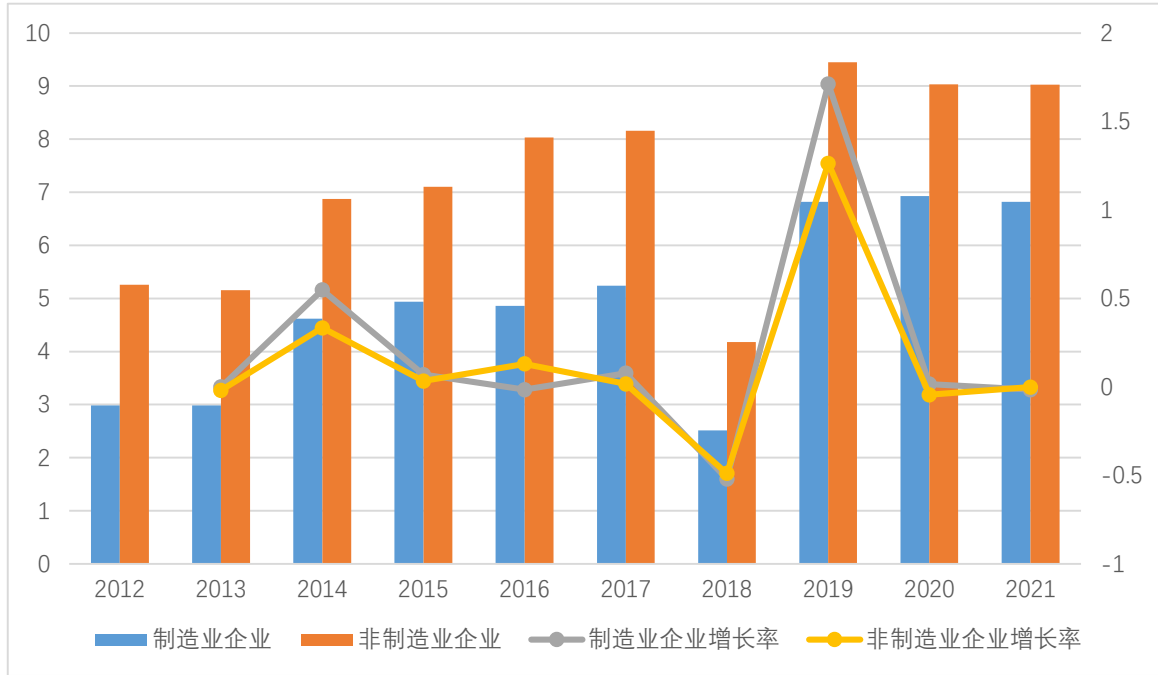


图 3.6 制造业企业与非制造业企业金融化情况 (%)

资料来源: 国泰安数据库

图 3.7 显示的是 2012 年-2021 年国有企业和民营企业金融化水平，在中国特色社会主义市场经济体制下，企业产权属性不同会影响企业从事金融化活动的后果，因为国有企业和民营企业在市场监管、融资渠道和经营策略都有不同程度的差异。虽然民营企业在资产总量上远不如国有企业有优势，但是从图中可以民营企业金融化水平要明显高于国有企业，可能的原因第一是国有企业股权一般由国家注资，资金供给方实力雄厚，不容易面临融资约束困境；第二可能是国有企业因其独特股东，受国家层面全面监管，尤其是近几年新成立的国家金融监管局，对社会各个层面的金融管控力度进一步加大，增强国有企业抵御金融风险能力。民营企业作为社会主义经济的重要组成部分，随着社会主义经济的不断发展，融资的模式多种多样，许多民营企业会选择上市筹集资金，通过证券、股权投资来缓解融资约束问题，由于融资种类繁多且民营企业缺少国家注资管控，其投资不合理性不再少数，反而助长了民营企业的“脱实向虚”现象。

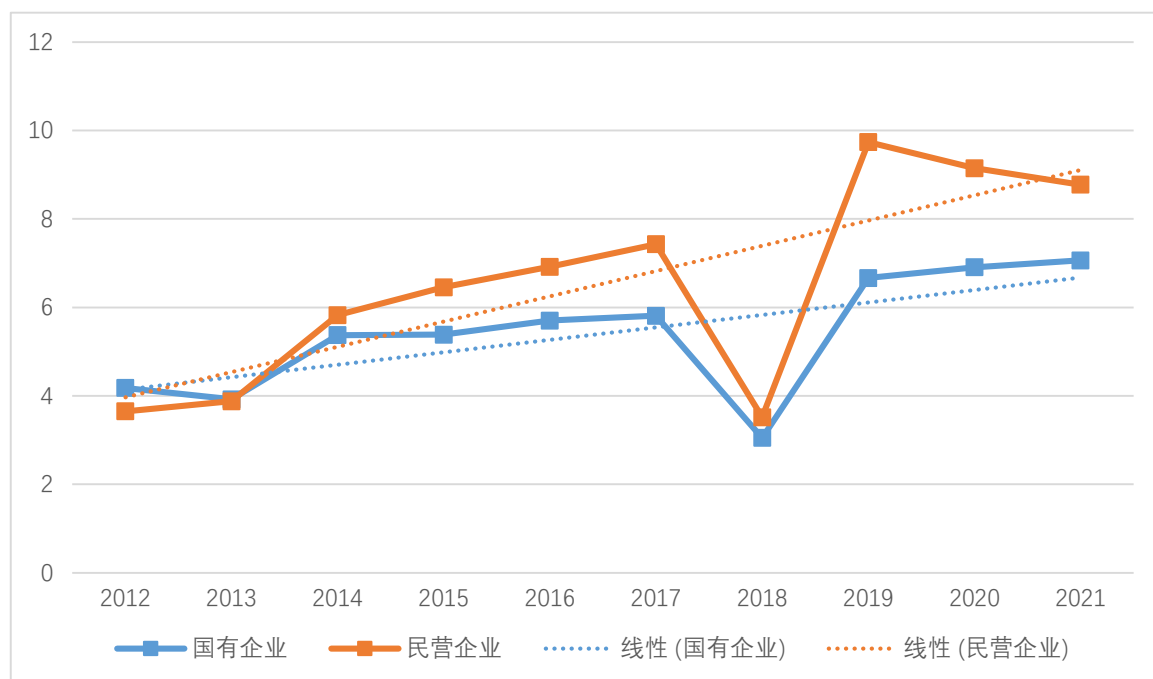


图 3.7 国有企业和民营企业金融资产占比 (%)

资料来源: 国泰安数据库

4 ESG 表现对企业金融化的实证分析

4.1 研究设计

4.1.1 基准模型构建

为验证 ESG 表现对企业金融化之间的非线性“倒 U 型”关系，证实本文研究假设（1），本文在原有固定效应模型的基础上引入 ESG 表现的平方项作为解释变量，构建非线性模型（李林汉等，2022），详细见公式（1）。

$$FIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 ESG_{i,t}^2 + \sum Controls_{i,t} + Industry + Year + \varepsilon_{i,t}$$

（1）

其中 $FIN_{i,t}$ 是企业 i 第 t 年的金融化程度， $ESG_{i,t}$ 是企业 i 第 t 年的 ESG 得分， $YEAR$ 为时间效应， $INDUSTRY$ 为行业效应， $\varepsilon_{i,t}$ 为误差项， $Controls_{i,t}$ 为本文的一系列控制变量。本文主要关注企业 ESG 评分的系数 β_1 和 β_2 ，根据假设 H1，若企业 ESG 表现与企业金融化水平为倒 U 型非线性关系，则 β_1 应显著为正， β_2 显著为负。

4.1.2 样本选择与数据来源

考虑到 2012 年证监会新修订发布的《上市公司行业分类指引》，对原有行业进行更准确科学的划分，因此本文整理了 2012-2021 年沪深 A 股上市公司数据，探究 ESG 表现对企业金融化的影响效应。为保证数据的准确性和研究的科学性，本文对样本数据进行以下处理：（1）考虑到金融保险以及房地产行业的上市公司本身就具有金融化的特点，以及他们资产负债表和利润表的差异型，因此剔除掉金融保险业以及房地产业的上市公司数据。所划分的行业标准均参考与 2012 年证监会新修订发布的《上市公司行业分类指引》。（2）为避免极端值对研究结果的影响，剔除掉 PT、ST、ST* 这类财务出现问题，面临退市风险的上市公司。（3）剔除主要变量观测值缺失的样本数据。经过上述处理，本文共得到 6960 个样本观测值。本文使用 Excel 和 Stata17.0 进行数据处理，研究涉及的企业 ESG 表现

评分数据来自上海华证指数信息服务有限公司,所采用的上市公司财务数据来自国泰安数据库,专利申请数据来自 CNRDS 数据库。

4.1.3 变量定义

(1) 被解释变量:企业金融化(FIN)。目前学术界对于企业金融化的定义主要有两大类,一类是基于资产负债表的金融资产占总资产比的计算方法,另一类则是基于利润表的金融资产收益占总营收比的计算方法(戴贇等,2018)。本文参考杜勇(2019)和孙华好(2021)等学者的衡量方法,选取的是基于资产负债表的金融资产占总资产比来衡量企业金融化水平,FIN越大,表明企业的金融化程度越高。具体计算公式如下:企业金融化程度(FIN)=(交易性金融资产+衍生金融资产+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)/资产总计*100。值得注意的是,计算公式中排除了货币资金,这是因为企业持有货币资金大多用于日常的经营生产,并不能实现价值增值。另外之所以将投资性房产放进去,是因为房地产资产本身与大多数企业的主营业务无关,其目的主要是资本套利,这与本研究的金融化定义贴切。

(2) 核心解释变量:ESG表现(ESG)。目前国内外已有很多不同的ESG评级体系,上文也提到了国内主流的四个评价机构,不同评价体系的参考指标和覆盖范围不同,评级标准也不尽相同。本研究用华证ESG评级来衡量企业ESG表现。这是因为华证ESG几乎囊括了中国所有上市公司企业,细分底层参考指标300+,数据全面可靠,根据A股情况实时更新,也根据国内发展的情况制定评价体系,更具有中国特色。

(3) 中介变量:融资约束(SA)。目前学术界关于融资约束的衡量主要有三大类,第一种是单一指标衡量,如资产负债率等财务指标,第二种是通过模型计算得出,如常见的KZ指数、WW指数和SA指数,通过数学公式有效计算融资约束程度,第三种是敏感性模型,包括投资-现金流敏感性模型、现金-现金流敏感性模型等,通过分析企业对融资的敏感性,来间接衡量企业融资程度。本文选择Hadlock和Pierce(2010)构建的SA指数,能够很大程度避免指数构建中存在的内生性问题,因其由具有强外生性的企业上市年限、企业规模等指标构成,能使实证结果更加科学可信,符合当今中国资本市场现状并在学术界得到了广泛

应用（鞠晓生等 2013；姜付秀等 2016）。SA 本身为负值，SA 值绝对值越大（SA 越小）企业面临的融资约束困境越严重。因此，本文在衡量上市公司的融资约束程度时，打算采用 SA 指数，具体见公式（1）：

$$SA = 0.043Size^2 - 0.04Age - 0.737Size^2 \quad (1)$$

（4）调节变量：技术创新（TI）。学术界关于衡量技术创新水平的方法主要两大类，第一种是基于企业财务报表的创新投入类计算方法，主要是研发费用支出和研发人员占比等会计科目等。第二种则是基于 CNRDS 数据库里的创新产出类 *jsuan* 方法，主要是专利申请量和专利授权量等。为了更贴切本文研究，考虑到技术创新是企业资源投入的最终体现，因此本文采用第二类创新产出的计算方式。我国的专利分为发明专利、实用新型专利和外观设计专利三类，专利授予量由于需要经历申请审核阶段，一般需要 3-5 年的实践，具有严重的滞后性，专利申请量为企业方面实时申请，具有时效性，更能更能真实准确地反映企业技术创新水平。因此，本文参考黎文靖等（2016）、李雪松等（2022）的做法，以发明专利、实用新型和外观设计专利的总申请量加上 1 的取自然对数衡量技术创新，并将发明专利数据缺失的样本赋值为 0。

（5）其他控制变量：本文其他控制变量参考了刘姝雯等（2019）、陈运森等（2019）、顾雷雷等（2020）和王亮亮等（2021）学者的研究，包括企业规模（Size）、杠杆率（Lev）、ROA（盈利能力）、成长性（Growth）、股权集中度（Top1）、管理层持股比例（Mshare）、机构投资者持股比例（INST）、独立董事比例（Indep），各变量具体的定义如表 4.1 所示。

表 4.1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业金融化	FIN	金融投资资产/总资产
解释变量	华证 ESG	ESG	华证直接公布该公司得分
中介变量	融资约束	SA	通过模型进行计算
调节变量	技术创新	TI	发明专利、实用新型和外观设计专利的总申请量加上 1 的自然对数

续表 4.1 变量定义表

控制变量	企业规模	Size	总资产的自然对数
	杠杆率	Lev	总负债/总资产
	成长性	Growth	本年营业收入/上一年营业收入-1
	盈利能力	ROA	净利润/总资产平均余额
	股权集中度	Top1	第一大股东持股比例
	管理层持股比例	Mshare	管理层持股数量/总股数
	两职合一	INST	董事长与总经理是同一个人 为 1, 否则为 0
	独立董事比例	Indep	董事会中独立董事人员占比

4.1.4 描述性统计

表 4.2 主要变量的描述性统计

VarName	Obs	Mean	SD	Min	Median	Max
FIN	6960	5.907	9.432	0.000	2.285	88.383
ESG	6960	73.756	5.424	46.750	73.980	92.930
Size	6960	22.895	1.428	19.078	22.678	28.636
Lev	6960	0.461	0.191	0.010	0.471	0.978
ROA	6960	0.039	0.057	-0.931	0.035	0.478
Growth	6960	0.199	3.132	-0.940	0.083	251.211
Top1	6960	0.353	0.154	0.039	0.330	0.877
INST	6960	0.479	0.218	0.000	0.487	1.111
Mshare	6681	0.065	0.439	0.000	0.000	20.171
Indep	6959	0.374	0.059	0.167	0.333	0.800
Dual	6960	0.202	0.402	0.000	0.000	1.000
SA	6960	-3.842	0.298	-4.751	-3.874	-2.109
AC	6960	0.154	0.131	0.013	0.117	0.848
TI	6960	2.870	1.983	0.000	2.996	9.394

根据表 4.2 的主要变量的描述性统计结果：企业金融化程度（FIN）的平均值为 5.907，说明企业平均资产占比为 5.9%，FIN 最小值为 0，最大值为 88.383，标准差为 9.432，均值大于中位数，表明多数企业配置了一定数量的金融资产，但不同企业的金融化水平却有较大差异。ESG 表现的平均值为 73.980，最小值为 46.750，最大值为 92.930，标准差为 5.424，说明我国上市公司整体 ESG 表现较好，但存在较大差异。

4.2 实证分析

4.2.1 基准回归结果

本次回归模型采用固定效应模型，因此以下基准回归结果均控制了行业效应和固定效应。表 4.3 列（1）表示的是 ESG 表现对企业金融化的线性回归结果，目的是对前有学者的研究结果进行初步验证，为后续非线性结果做铺垫，回归结果显示 ESG 系数为-0.107，在 1%的水平上显著，表明 ESG 表现抑制了企业金融化程度，列（2）显示在加入控制变量后，系数显著性不变，且方程拟合性更好，表明 ESG 表现确实发挥了软监管的作用，减少了企业“脱实向虚”倾向，证实了现有研究的结论。

本文参考 Lind 和 Mehlum（2010）的做法，证实 ESG 表现与企业金融化之间的“倒 U 型”非线性关系，总结出“倒 U 型”关系成立的条件：首先是自变量的一次项系数为正且显著，二次项系数为负且显著，其次是在自变量取值范围内，取最小值时斜率为正，取最大值时斜率为负，只要满足以上条件，“倒 U 型”非线性关系即可成立

由模型（1）可得出 FIN 的求导公式（2）：

$$FIN' = \beta_1 + 2\beta_2 ESG \quad (2)$$

表 4.3 中列（3）显示出 ESG 表现的一次项系数和二次项系数分别为 1.283 和-0.00957，且均在 1%的水平上显著。表 3 列（4）显示加入控制变量后， $\beta_1=0.996$ ， $\beta_2=-0.00715$ ，ESG 一次项和二次项系数的正负和显著性不变，满足成立条件中关于自变量系数的要求。其次，由上文中描述性统计变量可知，当 ESG 取最小值 46.75 时，曲线斜率为 0.328>0；当 ESG 取最大值 92.93 时，曲线斜率-0.333<0，

满足成立条件中关于斜率的要求，ESG 表现与企业金融化之间的“倒 U 型”非线性关系得到了验证，假设 1 得到证实。当斜率为 0 时，可求出拐点值为 69.65，小于平均值 73.76，说明目前我国大部分企业都处于 ESG 表现抑制企业金融化阶段，彰显我国近几年推进 ESG 战略初有成效。具体图像可见图 4.1。

在拐点之前，短期内企业管理者出于“蓄水池”动机“投资替代”动机发展 ESG 实践，不论是环境层面，还是企业社会责任和公司治理层面，提升 ESG 三个方面都会使企业运营成本增加，为了抵消这部分成本，企业管理层一方面是出于风险防范意识，另一方面则是出于财务压力追求短期利益，才会导致企业金融化趋于上升，长期来看，出于可持续发展理念，不论是企业遵循国家“双碳”战略，还是当今企业社会责任感的累积，又有公司治理制度的完善，ESG 各方面表现都缓解企业与投资者之间的信息不对称问题，有助于利益相关者监督管理层自利行为，也有助于企业积累道德、社会以及技术等无形资产，促使管理者摒弃利己主义，更有利于企业的可持续发展，从而抑制企业金融化水平，即企业大力发展 ESG 实践有利于抑制实体经济“脱实向虚”现象。

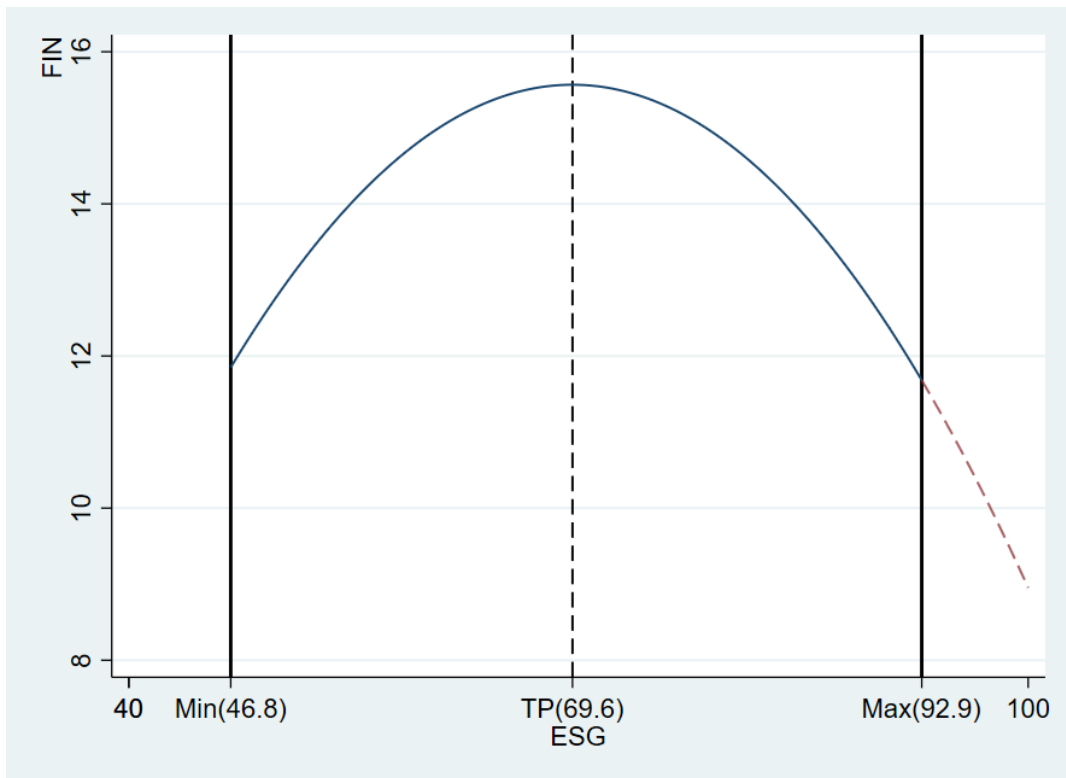


图 4.1 ESG 表现与企业金融化“倒 U 型”曲线图

表 4.3 ESG 表现影响企业金融化的基准回归

	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	FIN	FIN	FIN	FIN
ESG	-0.107*** (0.0179)	-0.0409** (0.0190)	1.283*** (0.281)	0.996*** (0.273)
ESG ²			-0.00957*** (0.00194)	-0.00715*** (0.00189)
Constant	12.18*** (1.713)	18.77*** (2.273)	-37.98*** (10.11)	-19.08* (10.10)
Controls	NO	YES	NO	YES
Industry	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES
N	6,960	6,681	6,960	6,681
Adj R ²	0.131	0.181	0.133	0.182

注:括号内表示稳健标准差;*, **、***分别表示在 10%、5%、1%水平上显著,下表同。

4.2.2 稳健性检验和内生性处理

(1) 更换测度指标

为进一步加强本文结论的稳健性,采用以下方式进行稳健性检验:首先,替换企业金融化衡量指标,借鉴李程和赵一杰(2019)的研究,将金融化的平方项(F2)进行回归,其次参考刘海建等(2023)的做法将被解释变量企业金融化前置一期,更换指标后的实证结果与主检验一致,表明基准回归结果稳健。

(2) 更改样本时间跨度

由于 2019 年末新冠疫情的到来,仅保留 2012-2019 年样本有助于排除疫情等其他政策干扰。表 4.4 第(4)列的数据显示,排除新冠疫情出现后的样本后,ESG-FIN 的回归系数仍然显著,且通过非线性模型成立条件检验,说明排除政策因素后,ESG 表现对企业金融化的非线性作用仍然稳健。

（3）增加控制变量

考虑到遗漏变量的问题,本文增加了托宾Q值(TobinQ)管理费用率(Mfee)、现金流比率(Cashflow)、董事会人数(Board)4个控制变量,回归结果如表所示,ESG及其平方项回归系数为0.905和-0.00661,且在1%的统计水平上显著,经过计算也符合非线性关系的标准,说明在增加控制变量后,不改变本文结论。

（4）工具变量法

内生性问题在实证研究中较为常见,而大部分经济学问题都或多或少存在内生性问题,而严重的内生性问题将无法保证估计结果的无偏和一致性。对与本文而言,结合现有文献,本研究的内生性问题源于ESG表现与企业金融化存在双向因果的关,本文证明了ESG表现对企业金融化的影响,而实际上企业金融化也有可能反过来影响ESG表现。尽管本文在基准回归模型已经使用行业时间双向固定效应最大限度解决因遗漏随企业所处行业变化但不随时间变化的变量所产生的内生性问题,但是为了实证严谨性,本文将采用工具变量法,用两阶段最小二乘法(2SLS)重新估计回归结果。本文参照(周茜等,2020;许家云等,2022)的处理方式,将同年度同行业同省份企业ESG均值以及平方项作为工具变量,由于省份和行业层面ESG表现取决于于各个行业或者省份的不同特征,而与企业自身特征无关,因此相对较为外生。首先对该工具变量进行不可识别检验、弱工具变量检验以及过度识别检验,结果均通过证明该工具变量具有可靠性。接着用两阶段最小二乘法(2SLS)重新估计回归结果,具体结果如表4.4中(5)(6)(7)列所示,由表上(7)列第二阶段结果显示,ESG表现和企业金融化之间的关系与基准回归一致,模型内生性问题较好地得以解决。

表 4.4 稳健性检验和内生性处理

变量名称	更换测度指标		更换时间跨度	增加控制变量	工具变量法		
	(1)	(2)	(3)	(4)	第一阶段	第二阶段	
	FIN ²	FIN _{t-1}	FIN	FIN	ESG	ESG ²	FIN
ESG	59.04*** (11.01)	1.203*** (0.323)	0.830** (0.324)	1.030*** (0.281)			2.882*** (0.912)
ESG ²	-0.421*** (0.0761)	-0.00828*** (0.00222)	-0.00607*** (0.00225)	-0.00737*** (0.00194)			-0.0198*** (0.00654)
TobinQ				-0.311*** (0.113)			
Mfee				17.17*** (3.183)			
Cashflow				-6.016*** (1.832)			
Board				-4.272*** (0.629)			
ESG_mean					8.563*** (0.727)	1,046*** (98.85)	
ESG-mean ²					-0.457*** (0.0528)	-52.06*** (7.250)	
Constant	-1,686*** (407.9)	-35.47*** (11.94)	-15.99 (11.92)	-14.89 (10.56)	3.303 (2.774)	-4,171*** (380.6)	-87.78*** (33.45)
F					425.872	423.157	
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	6,681	6,681	5357	6,556	6,681	6,681	6,681
R-squared	0.122	0.051	0.170	0.202	0.333	0.333	0.181

4.3 作用机制检验

上文的研究证实了企业 ESG 实践的价值工具假说，即前期 ESG 实践可以促进企业进行金融投资，后期 ESG 表现可以有效抑制企业金融化的程度。为使政策建议更好落地，本章从融资约束和技术创新两个方向探究 ESG 表现影响企业金融化程度的作用渠道，同时还从企业生命周期、三个维度和企业产权属性三个角度进行异质性分析探究 ESG 表现对企业金融化影响的差异性，进一步增强了结论的可信性。

4.3.1 非线性中介效应

本文第四章已证实 ESG 表现与企业金融化之间的倒 U 型关系，为进一步检验 ESG 表现是否通过融资约束影响企业金融化，为使上文理论分析更为可靠，本文采用理论与实证相结合，构建逐步回归模型进行判断，具体模型如下：

$$FIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 ESG_{i,t}^2 + \sum Controls_{i,t} + Industry + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$SA_{i,t} = b_0 + b_1 ESG_{i,t} + b_2 ESG_{i,t}^2 + \sum Controls_{i,t} + Industry + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$FIN_{i,t} = c_0 + c_1 ESG_{i,t} + c_2 ESG_{i,t}^2 + c_3 SA_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + Industry + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

上述模型中，SA 代表中介变量融资约束，其余参数与模型（1）相同，参考肖仁桥等（2023）对于非线性关系中介效应的检验，由上文分析可知，ESG 表现与企业金融化之间呈“倒 U 型”非线性关系，为进一步检验融资约束在 ESG 表现与企业金融化水平的非线性中介作用，本文采用逐步多元回归法对中介效应进行检验，若成立则必须满足以下三个条件：（1）在模型 2 中自变量与因变量之间显著—— β_1 和 β_2 显著，基准回归已经得到证实。（2）在模型 3 中自变量与中介变量之间必须显著—— b_1 和 b_2 显著。（3）模型 4 中自变量、因变量和中介变量之间必须显著—— c_1 、 c_2 和 c_3 显著。（4）中介变量与自变量和因变量之间至少有一种存在非线性关系。如果以上条件同时成立，则融资约束就在 ESG 表现对企业金融化的影响过程中起到部分中介效应，融资约束发挥非线性中介作用。具体实证结果如表 4.5 所示。

表 4.5 融资约束影响企业金融化的实证结果

	(1)	(2)	(3)
变量	FIN	SA	FIN
ESG	0.996*** (0.273)	-0.0337*** (0.00882)	0.904*** (0.273)
ESG ²	-0.00715*** (0.00189)	0.000244*** (6.08e-05)	-0.00649*** (0.00189)
SA			-2.706*** (0.445)
Constant	-19.08* (10.10)	-5.168*** (0.336)	-33.06*** (10.59)
Controls	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES
N	6,681	6,681	6,681
Adj R ²	0.182	0.446	0.186

表 4 结果显示，列（1）与上文结果保持一致，各回归系数在 1% 的统计水平上显著，第一步检验通过；列（2）结果显示，ESG 表现对融资约束的影响，一次项系数呈显著负相关关系（-0.0337***），二次项系数呈显著正相关关系（0.000244***），符合非线性关系逻辑，第二步检验通过；列（3）结果显示，解释变量 ESG 表现一次项回归系数显著为正（0.904***），二次项系数显著为负（-0.00649***）与基准回归保持一致，中介变量融资约束与企业金融化之间具有显著负相关（-2.706***）。综上所述，表明融资约束在 ESG 表现与企业金融化起部分中介作用，结合 SA 指数绝对值因素（SA<0，且 SA 值越小，证明企业面临的融资约束越大），即 ESG 表现与融资约束之间呈先促进后抑制的“倒 U 型”关系，而缓解融资约束又降低企业金融化水平。这是由于企业 ESG 表现包括的环境、社会和公司治理，前期都需要花费成本建设，给企业财务带来了负担，提高了融资约束，后期良好的 ESG 表现可以拓展融资渠道，以良好的道德资本吸纳投资者资金，一定程度上缓解了企业的融资约束，随着融资约束的缓解，不需要

过多金融资产妨碍主营业务的发展，从而能够抑制企业金融化的水平，与上文理论分析达成一致，证实了假设 2。

4.3.2 调节效应

为继续验证假说 2，探究技术创新在 ESG 表现与企业金融化非线性关系中的调节作用，借鉴 Haans 等（2016）提出的倒 U 形关系调节效应模型，构建如下非线性调节效应模型（5）：

$$FIN_{i,t} = d_0 + d_1ESG_{i,t} + d_2ESG_{i,t}^2 + d_3ESG_{i,t} \times TI_{i,t} + d_4ESG_{i,t}^2 \times TI_{i,t} + d_5TI_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + Industry + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中， $TI_{i,t}$ 表示企业 i 在 t 年份的技术创新水平， $ESG_{i,t} \times TI_{i,t}$ 为 ESG 表现与技术创新水平的交互项， $ESG_{i,t}^2 \times TI_{i,t}$ 为 ESG 表现的二次项与技术创新水平的交互项。本文参考 Haans 等（2016）的做法，总结出“倒 U 型”非线性关系发挥调节作用的规律，调节变量可以促进或抑制原有影响的效应，具体到“倒 U 型”非线性关系中，分别表现为曲线拐点位置的变化（左移或者右移）和曲线形状趋势的变化（平缓或者陡峭）。关于第一个形状变化，代入模型 5 进行检验，首先 $d_1d_2d_3d_4$ 的系数均要显著，如果 $d_1d_4-d_2d_3 < 0$ ，拐点向左移动，否则向右移动。关于第二个形状变化，当 $d_4 < 0$ 时，曲线形状更陡峭，否则更平缓。表 4.6 显示了技术创新对 ESG 表现与企业金融化水平关系的调节效应回归结果，列（1）表示在基准回归模型中加入调节变量后，自变量与调节变量依然显著，列（2）显示系数 $d_1d_2d_3d_4$ 均在 1%水平下显著； $d_4 > 0$ ，表明曲线形状变得更加平缓；其次通过计算 $d_1d_4-d_2d_3=2.329 \times (0.00291) - (-0.0168) \times (-0.401) = -0.00004059$ ，计算结果小于 0，说明曲线拐点向左平移。表明技术创新水平在 ESG 表现影响企业金融化的过程中起到了调节作用，表现为使原有“倒 U 型”曲线拐点左移且更平缓。高技术水平的企业发展速度会更快更容易成熟，治理机制也会更加完善，不会使金融资产快速积累，从而提前结束 ESG 促进企业金融化阶段，导致拐点会向左移动；高水平创新能力的企业更具有核心竞争力，企业投资大多用于产品升级换代，当企业的资金向 ESG 投资倾斜时，反而挤占了企业产品升级研发，对于 ESG

表现为企业带来的影响反而不那么明显，因此高水平技术创新企业 ESG 表现与企业金融化水平的曲线关系更为平缓。与上文理论部分相符，证实了假说 3。

表 4.6 调节效应检验结果

VARIABLES	(1)	(2)
	FIN	FIN
ESG	0.957*** (0.273)	2.329*** (0.542)
ESG ²	-0.00684*** (0.00189)	-0.0168*** (0.00382)
TI	-0.207** (0.0816)	13.45*** (5.068)
ESG×TI		-0.401*** (0.140)
ESG ² ×TI		0.00291*** (0.000968)
Constant	-20.55** (10.16)	-66.53*** (19.41)
Controls	YES	YES
Industry	YES	YES
Year	YES	YES
Observations	6,681	6,681
R-squared	0.183	0.184

4.4 异质性分析

4.4.1 企业生命周期异质性

根据上文对于企业生命周期理论的概述，企业在不同发展阶段具有不同的特征，如果为了企业健康可持续发展，其在每个阶段所制定的经营策略也会有所不同（王凤荣和高飞，2012），那么企业在不同生命周期阶段下 ESG 表现与企业金

融金融化的关系是否有显著不同, 本文参考李贲等 (2018) 和梁上坤等 (2019) 人的做法参考企业资产负债表和利润表中的销售收入增长率、存留收益率、资本支出率、公司年龄这四个变量, 分别对样本数据中各个行业的企业进行打分, 然后根据综合得分按行业由大到小排序, 得分最高的约 1/4 为成熟期企业, 得分最低的约 1/4 为初创期企业, 中间 1/2 为成长期企业, 并定义连续变量公司生命周期(Lifec), 初创期取 1, 成长期取 2, 成熟期取 3。本文异质性分析采取的方法是分组回归, 结果如表 4.7 所示。表 (1) 列代表初创期企业回归结果, 由表可知 ESG 与 ESG^2 回归系数均不显著, 第 (2)、(3) 列 ESG 和 ESG^2 的系数分别在 5% 和 10% 水平下显著, 且一次项系数为正、二次项系数为负, 并且随着企业生命周期的延续, 显著性和拟合优度不断变好, 说明企业处于不同生命周期阶段的 ESG 表现对企业金融化的影响呈现异质性, 这是由于企业生命周期中初创期的企业不论是在环境、社会、还是内部治理方面都存在实质性缺陷, 而随着进一步发展过程中, 在成长期的企业会进行探索性尝试, 取得 ESG 初步建设成果, 而企业进入成熟期, 企业各方面都具有优势, ESG 建设不断发展, ESG 表现影响企业金融化效果最为明显。因此, 处于成熟期的企业更能发挥 ESG 影响企业金融化的效果, 其次时成长期, 最后是初创期, 假说 (1) 得到再次验证。

表 4.7 生命周期异质性回归结果

	Lifec=1	Lifec=2	Lifec=3
VARIABLES	FIN	FIN	FIN
ESG	0.522 (0.550)	0.803* (0.459)	0.963** (0.426)
ESG^2	-0.00331 (0.00384)	-0.00604* (0.00317)	-0.00709** (0.00294)
Controls	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES
Observations	1,676	2,213	2,792
R-squared	0.140	0.181	0.258

4.4.2 维度异质性

ESG 评级主要有环境, 公司治理和社会三个维度组成, 为了进一步厘清究竟哪个子维度对企业金融化程度发挥实质性作用, 本文利用三个子维度指标分别对被解释变量企业金融化进行回归分析, 回归结果如表 4.8 所示。第 (1) 列结果显示, 一方面, 环境层面一次项系数与二次项系数正负符号不符合“倒 U 型”标准; 另一方面, E 与 FIN 虽然显著, 但 E^2 与 FIN 不显著。而第 (2)、(3) 列结果显示, 社会层面和公司治理层面的一次项二次项无论是正负号还是显著性均符合非线性“倒 U 型”关系逻辑, 并且显著性方面社会责任层面更为显著。以上结果说明 ESG 各维度对企业金融化的影响具有异质性特点, 对于环境层面的关注并不是影响企业金融化的主要路径之一, 这是因为根据前文对影响机制的分析, 关于环境层面, 学术界主流观点仅包括环境规制和环境保护非改税等政策因素, 而企业环境建设更多的则是针对改善环境方面进行的资金投入, 政策倾向并不是全部, 积极承担社会责任, 维护企业产品质量与安全, 注重客户、供应商和消费者权益保护才是企业实现“脱虚向实”的发力点; 优化公司治理结构, 遵循商业道德规范, 强化管理层独立性、多样性与审计独立性等是企业稳定发展的关键。也就是说, 相对于环境维度, 社会与公司治理维度对企业高质量发展具有更积极的作用。

表 4.8 维度异质性回归结果

	(1)	(2)	(3)
VARIABLES	FIN	FIN	FIN
E	-0.245*		
	(0.126)		
E^2	0.00162		
	(0.000990)		
S		0.239***	
		(0.0583)	
S^2		-0.00207***	
		(0.000427)	

续表 4.8 维度异质性回归结果

	(1)	(2)	(3)
VARIABLES	FIN	FIN	FIN
G			0.330** (0.148)
G ²			-0.00196* (0.00101)
Constant	24.65*** (4.593)	8.388*** (2.993)	4.706 (5.827)
Controls	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES
Observations	6,681	6,681	6,681
R-squared	0.182	0.185	0.182

4.4.3 产权异质性

为了进一步探究产权所属性质（SOE）对于本文研究主题的影响，本文同样采用分组回归的方法，将民营企业赋值为 0，国有企业赋值为 1。不同产权性质下，ESG 表现对金融化的影响可能存在差异。由表 4.9 结果显示，民营企业 ESG 一次项和二次项正负性符合“倒 U 型”关系且在 1%水平下显著，而国有企业虽然 ESG 一次项和二次项正负性符合“倒 U 型”关系，但两个系数均不显著。出现这种情况的原因可能是：第一，国有企业作为我国国民经济的重要支撑，其资本实力与民营企业具有较大差距，二者在对待国家战略而制定的经营策略也会有所不同，国有企业在经营决策方面需要符合国家经济发展利益与宏观调控要求，与民营企业相比，国有企业利益相关者设计的群体更加广泛，包括国家人民，这往往需要承担更多 ESG 责任，其实摒弃了资本主义企业完全以盈利为目的的特性，自然削弱了企业金融化的投资替代动机；第二，国家对于国有企业有更好的政策支持和融资渠道，国有企业往往也是为人民而建立的符合人民利益的企业，当企业面临亏损时，有国家支持往往能获得资金补贴或国有银行的贷款支持，从

而不那么容易陷入融资约束困境，同样也削弱了基于企业金融化的“蓄水池”动机。因此相较于国有企业，民营企业中 ESG 表现对企业金融化的影响更为显著。

表 4.9 产权异质性回归结果

VARIABLES	SOE=0	SOE=1
	FIN	FIN
ESG	2.086*** (0.408)	-0.0496 (0.433)
ESG ²	-0.0148*** (0.00288)	0.000168 (0.00293)
Constant	-59.72*** (15.00)	20.01 (16.16)
Controls	YES	YES
Industry	YES	YES
Year	YES	YES
N	3,041	3640
Adj R ²	0.177	0.229

5 结论与政策建议

5.1 研究结论

本文基于利益相关者理论、信息不对称理论、委托代理理论和企业生命周期理论，以我国 2012 至 2021 年 A 股非金融企业上市公司为样本数据，实证研究 ESG 表现对企业金融化程度的影响。研究发现：

(1) ESG 表现对企业金融化具有非线性关系，具体呈先促进后抑制的“倒 U 型”关系，在 ESG 评分较低时，企业会出于投机动机发展 ESG 实践从而促进了企业金融化水平提高，而当 ESG 评分高于适度值，发展 ESG 实践获取的道德资本会又对企业金融化产生抑制效应，在经过工具变量法缓解内生性问题，以及经过增加控制变量、改变样本区间和替换核心变量等方法进行稳健性检验后，发现结论依旧可靠。

(2) 融资约束是 ESG 表现影响企业金融化的重要途径，ESG 表现与融资约束之间呈现先促进后抑制的“倒 U 型”关系，而缓解融资约束又抑制了企业金融化水平。这是由于 ESG 实践初期企业需要付出一定的成本去不断完善企业的环境、社会和公司治理方面的建设，从而加大了财务负担，提高了融资约束，但是 ESG 表现不断提高，企业依靠 ESG 表现不断缓解与投资者之间的信息不对称，拓宽融资渠道，缓解融资约束，减少企业管理者出于“蓄水池”和“投资替代”动机而进行大量金融资产投资的倾向，从而抑制企业过度金融化，融资约束在此路径中发挥中介作用。

(3) 技术创新在 ESG 表现影响企业金融化的过程中存在调节效应，随着技术创新水平的提高，表现为使倒 U 型曲线更加平缓、拐点左移。技术水平高的企业发展速度会更快更容易成熟，治理机制也会更加完善，使 ESG 表现能够更提前起到抑制企业金融化的作用，表现为拐点左移。其次高技术水平企业发展 ESG 实践会挤占产品研发升级，使 ESG 表现对企业金融化的影响效益降低，表现为曲线更加平缓。

(3) ESG 表现对企业金融化的影响存在企业生命周期异质性、维度异质性和产权异质性。企业生命周期异质性显示，处于成熟期的企业在 ESG 影响企业金融化的影响效应最大，成长期次之，最后是初创期；维度异质性显示，企业社

会责任维度更能显著发挥 ESG 影响企业金融化的非线性效果，然后是公司治理维度，最后是环境维度；产权异质性显示，相比于国有企业，民营企业在 ESG 表现影响企业金融化的效果更显著。

5.2 政策建议

在我国正处于结构调整和社会转型的重要时刻，伴随着金融综合实力的不断提升，同时也引发了金融偏离服务实体经济的准则，不能有效发挥资源配置均衡性和效率性优势的问题。因此在实体经济金融化的大背景下本文基于研究结论，为促进企业高质量可持续发展提出如下政策建议：

(1) 深度践行 ESG 战略，推动企业高质量发展。短期 ESG 实践会助长企业“脱实向虚”行为，而长期 ESG 实践则弱化了企业过度进行金融化投资的行为。企业要进一步大力发展 ESG 实践，响应国家高质量发展战略，化被动披露为主动践行，诚信诚意关切企业利益相关者权益和诉求，把握企业利益和社会利益、短期利益和长期利益，及时履行 ESG 信息披露，贯彻 ESG 理念，不断提高 ESG 表现，进一步有效抑制企业过度金融化的局面。同时，企业在不同发展阶段有不同的策略目标，不能盲目发展 ESG，也不能完全否定金融资源对于企业资产配置和优化作用，企业要结合自身资产规模、行业特征和发展阶段来制定科学合理的可持续发展战略，正确处理好 ESG 实践与金融化之间的关系。

(2) 缓解企业融资约束，助力中小企业健康发展。中小企业在发展过程中一直面临着融资难融资贵的问题，对于企业过度金融化的问题，一方面，企业要完善对管理层的激励和监管机制，不断引导管理层从企业长期发展角度看待问题，优化企业投资策略；同时企业要拓宽融资渠道，采取新型融资方式，革新传统融资模式。另一方面，政府在防范企业造成金融性风险同时，也应该采取精准化措施解决企业融资约束难题，不断推进普惠金融政策，关注中小微企业贷款融资问题，尤其是针对 ESG 表现较低的企业，政府更要制定 ESG 激励政策和融资帮扶政策，鼓励国内企业参与评级，并给予主动参与评级的企业一定的税收优惠以及低息贷款，政府与企业共同打造中国式 ESG。

(3) 大力支持企业技术创新，实现产业结构的优化升级。企业要进一步践行创新驱动战略，专注企业产品生产，加强技术引进再创造，提高实体投资效率，

鼓励大量资金回流企业自身业务领域，形成企业自身的核心竞争力，优化配置创新资源，将技术创新与 ESG 可持续发展理念统筹内化上升至企业战略层面。另外，企业要把握技术创新的双重调节作用，高水平的技术创新能够放缓 ESG 表现对企业金融化的促进作用，并且使 ESG 表现可以提前抑制企业过度金融化水平。政府也要加强对低技术创新水平企业扶持力度，鼓励企业进行产品研发升级，完善企业创新环境，以政策指引推动企业技术创新与 ESG 表现协调发展。

(4) 实施 ESG 差异化战略，促进中国特色 ESG 体系的建设。不同规模的企业和不同行业的企业进行 ESG 建设的方针也会有所不同，政府要相应做好奖惩机制。针对刚起步的企业，企业规模较小，ESG 建设初期所需成本较高，建议政府为企业建设 ESG 提供起始资金，缓解因融资约束带来的过度金融化的问题，方便初创期企业度过金融化上升的阶段。而针对规模较大的企业，如果出现大量金融资产占据实业资本的现象，严重可能会引发系统性金融风险。因此政府监管机构要进一步完善金融市场监督管理体系，加强对金融市场监管力度，建立涵盖评估企业资产高质量发展的监督管理机制。充分运用金融科技手段，利用云计算、大数据和网络爬虫手段建立风险评估模型，实时对我国金融市场风险进行监督、预测和防控。加大企业相关信息披露制度，对于资产规模较大的上市公司采取必要强制性披露。除此之外，我国民营企业要向国有企业看齐，国有企业不论是环境、公司治理还是企业社会责任的承担，都具有模范带头作用，国有企业应作出表率，不断践行 ESG 理念，正确引导民营企业主动披露资产相关信息。政府机关应并不断听取民间意见，根据中国本土特色，构建覆盖面广并具有权威性的中国式 ESG 评价指标体系。

参考文献

- [1] Boumda B, Duxbury D, Ortiz C, etc. Do Socially Responsible Investment Funds Sell Losses and Ride Gains? The Disposition Effect in SRI Funds[J]. Sustainability, 2021, 13(15): 8142.
- [2] Brammer S , Millington A .DOES IT PAY TO BE DIFFERENT? AN ANALYSIS OF THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE SOCIAL AND FINANCIAL PERFORMANCE[J].Strategic management journal, 2008(12): 29.
- [3] Brooks C, Oikonomou I. The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance [J]. The British Accounting Review, 2018, 50(1) : 115.
- [4] Buchanan B, Cao C X, Chen C. Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership[J]. Journal of Corporate Finance, 2018, 52: 73-95.
- [5] Charles J. Hadlock, Joshua R. Pierce. New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index[J]. The Review of Financial Studies, 2010, 23(5): 1909~1940.
- [6] Chelawat H, Trivedi I V. The business value of ESG performance: the Indian context [J]. Asian Journal of Business Ethics, 2016, 5 (1- 2): 195- 210.
- [7] Chen, C. J. R. S. Guo Y. C. Hsiao, K. L. Chen. 2018. How Business Strategy in Non—Financial Firms Moderates the Curvilinear Effects of Corporate Social Responsibility and Irresponsibility on Corporate Financial Performance. Journal of Business Research, 92: 154~167.
- [8] Demir F. Capital Market Imperfections and Financialization of Real Sectors in Emerging Markets: Private Investment and Cash Flow Relationship Revisited[J]. World Development, 2009, 37(5): 953-964.
- [9] Demir F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets[J]. Journal of Development

- t *Economics*, 2009a, 88(2):314-324.
- [10] Demir, F. Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets[J]. *Journal of Development Economics*, 2009, 88 (2): 314-324.
- [11] Di Giuli A, Kostovetsky L. Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility[J]. *Journal of Financial Economics*, 2014, 111(1): 158-180.
- [12] Duchin R, Gilbert T, Harford J, et al. Precautionary savings with risky assets: When cash is not cash[J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72(2): 793-852.
- [13] El Ghouli S, Karoui A. How Ethical Compliance Affects Portfolio Performance and Flows: Evidence from Mutual Funds[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2015, 25(2):122-136.
- [14] Fatemi, A. M., Fooladi, I. J., & Tehranian, H. (2015). Valuation effects of corporate social responsibility. *Journal of Banking & Finance*, 59, 182–192.
- [15] Feng Y, Yu Q, Nan X, et al. Can employee stock ownership plans reduce corporate financialization? Evidence from China[J]. *Economic Analysis and Policy*, 2022, 73: 140-151.
- [16] Freeman R E. *Strategic management: A stakeholder approach* [M]. the UK: Cambridge University Press, 1984.
- [17] Friede G, Busch T, Bassen A. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies[J]. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2015, 5.
- [18] Haans R F J, Pieters I C, He Z L. Thinking about U: theorizing and testing U- and inverted U-shaped relationships in strategy research [J]. *Strategic management journal*, 2016 (7): 1177-1195.
- [19] Hahn R, Kühnen M. Determinants of sustainability reporting: a review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research[J]. *Journal of cleaner production*, 2013, 59: 5-21

- [20] Hayes A F, Preacher K J. Quantifying and testing indirect effects in simple mediation models when the constituent paths are nonlinear [J]. *Multivariate behavioral research*, 2010 (4): 627-660.
- [21] Houston, J. F., and H.Y. Shan, 2022, "Corporate ESG Profiles and Banking Relationships", *Review of Finance*, 35 (7), 3373—3417.
- [22] Kliman A, Williams S D. Why financialisation hasn't depressed U.S. productive investment [J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2015, 39 (1): 67-92.
- [23] Krippner, Greta R. (2011) *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- [24] Lind J T, Mehlum H. With or without U? the appropriate test for a U-shaped relationship [J]. *Oxford bulletin of economics and statistics*, 2010 (1): 109-118.
- [25] Manchiraju H. and S. Rajgopal, 2017. Does Corporate Social Responsibility (CSR) Create Shareholder Value? Evidence from the Indian Companies Act 2013, *Journal of Accounting Research*, 55(5): 1257 ~ 1300.
- [26] Orhangazi O.. Financialization and capital accumulation in the nonfinancial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973- 2003 [J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2008(32): 863-886.
- [27] Riedl A, Smeets P. Why do investors hold socially responsible mutual funds? [J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72(6): 2505-2550.
- [28] Ruhaya Atan, Md Mahmudul Alam, Jamaliah Said. The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance [J]. *Management of Environmental Quality*, 2018, 29(2): 182~194.
- [29] Shin H Y . Financialization and Stagnant Corporate Investment in Korea Since the Asian Financial Crisis [J]. *Ssrn Electronic Journal*, 2012, 27(4): 505-508.
- [30] Stulz, R.M. Rethinking Risk Management [J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1996, 9(3) : 1878-25.
- [31] Velte P . "Does ESG Performance Have an impact on Financial Performance? Evidence from Germany", *Social Science Electronic Publishing*, 2017: 8

(2).

- [32] Yiwei Li, Mengfeng Gong, Xiu-Ye Zhang, Lenny Koh. The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power[J]. *The British Accounting Review*, 2018, 50(1):60~75.
- [33] Yoon B, Lee J H, Byun R. Does ESG Performance Enhance Firm Value? Evidence from Korea [J]. *Sustainability*, 2018, (10) .
- [34] Zhang G . Accounting information, capital investment decisions, and equity valuation: Theory and empirical implications[J]. *Journal of Accounting Research*, 2000, 38(2):271-295.
- [35] Zhao Y, Su K. Economic policy uncertainty and corporate financialization: Evidence from China[J]. *International Review of Financial Analysis*, 2022: 102182.
- [36] Zhao, X., & Murrell, A. J. (2016). Revisiting the corporate social performance - financial performance link: A replication of Waddock and Graves. *Strategic Management Journal*, 37(11), 2378-2388.
- [37] 安磊, 沈悦, 余若涵. 高管激励与企业金融资产配置关系——基于薪酬激励和股权激励对比视角 [J]. *山西财经大学学报*, 2018, 40 (12): 30-44.
- [38] 蔡海静, 谢乔昕, 章慧敏. 权变抑或逐利: 环境规制视角下实体企业金融化的制度逻辑 [J]. *会计研究*, 2021, (04): 78-88.
- [39] 陈运森, 黄健峤. 股票市场开放与企业投资效率——基于“沪港通”的准自然实验 [J]. *金融研究*, 2019, (08): 151-170.
- [40] 戴维奇, 刘洋, 廖明情. 烙印效应: 民营企业谁在“不务正业”? [J]. *管理世界*, 2016, (05): 99-115+187-188.
- [41] 戴贇, 彭俞超, 马思超. 从微观视角理解经济“脱实向虚”——企业金融化相关研究述评 [J]. *外国经济与管理*, 2018, 40 (11): 31-43.
- [42] 单蒙蒙, 林玉婷, 程芳利. 企业社会责任与财务绩效的非线性关系研究 [J]. *会计之友*, 2019, (11): 45-51.
- [43] 邓超, 许志勇. 民营企业金融化发展路径与风险防范 [J]. *理论探讨*, 2017, (05): 109-113.

- [44] 邓超,许志勇. 我国非金融企业的盈利模式与金融化策略 [J]. 甘肃社会科学, 2017, (05): 228-232.
- [45] 邓超,张梅,唐莹. 中国非金融企业金融化的影响因素分析 [J]. 财经理论与实践, 2017, 38 (02): 2-8.
- [46] 董小红,孙文祥.企业金融化、内部控制与审计质量[J].审计与经济研究,2021,36(01):26- 36.
- [47] 杜勇,何硕颖,陈建英.企业金融化影响审计定价吗[J].审计研究,2019,(04):101-110.
- [48] 杜勇,刘婷婷. 企业金融化的同群效应:基于连锁董事网络的研究 [J]. 财经科学, 2021, (04): 11-27.
- [49] 杜勇,王婷. 管理者金融危机经历影响企业金融化水平吗?——基于中国上市公司的实证研究 [J]. 商业经济与管理, 2019, (08): 58-71.
- [50] 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, (05): 136-154.
- [51] 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.
- [52] 杜勇,周丽. 高管学术背景与企业金融化 [J]. 西南大学学报(社会科学版), 2019, 45 (06): 63-74.
- [53] 干胜道,贺易,肖亮.非金融企业金融化水平受管理者影响吗?——基于过度自信的视角[J].当代经济管理,2018,40(02):11-16.
- [54] 高杰英,褚冬晓,廉永辉等. ESG 表现能改善企业投资效率吗? [J]. 证券市场导报, 2021, (11): 24-34+72.
- [55] 顾海峰,张欢欢.企业金融化如何影响实体投资效率? ——基于中国 A 股上市公司的证据[J].管理学刊,2022,35(01):86-101.
- [56] 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, (02): 109-127.
- [57] 郭丽婷. 企业金融化、融资约束与创新投资——基于中国制造业上市公司的经验研究 [J]. 金融与经济, 2018, (05): 57-62.
- [58] 胡洁,于宪荣,韩一鸣.ESG 评级能否促进企业绿色转型? ——基于多时点双重

- 差分法的验证[J].数量经济技术经济研究,2023,40(07):90-111.
- [59]胡海峰,窦斌,王爱萍.企业金融化与生产效率[J].世界经济,2020,43(01):70-96.
- [60]贾兴平,刘益,廖勇海.利益相关者压力、企业社会责任与企业价值 [J]. 管理学报, 2016, 13 (02): 267-274.
- [61]姜付秀,石贝贝,马云飙.信息发布者的财务经历与企业融资约束 [J]. 经济研究, 2016, 51 (06): 83-97.
- [62]江艇.因果推断经验研究中的中介效应与调节效应 [J]. 中国工业经济, 2022, (05): 100-120. DOI:10.19581/j.cnki.ciejournal.2022.05.005.
- [63]鞠晓生,卢荻,虞义华.融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性 [J]. 经济研究, 2013, 48 (01): 4-16.
- [64]雷新途,朱容成,黄盈莹.企业金融化程度、诱发因素与经济后果研究[J].华东经济管理, 2020,34(01):76-85.
- [65]黎文靖,郑曼妮.实质性创新还是策略性创新?——宏观产业政策对微观企业创新的影响 [J]. 经济研究, 2016, 51 (04): 60-73.
- [66]李贲,吴利华.开发区设立与企业成长:异质性与机制研究 [J]. 中国工业经济, 2018, (04): 79-97.
- [67]李程,赵一杰.实体企业金融化对微观杠杆率及财务风险的影响研究 [J]. 金融监管研究, 2019 (10): 20 ~ 38.
- [68]李传英,王文涛,曹丹丹.经济金融化背景下管理者自信对实业投资的影响机制研究 [J]. 重庆社会科学, 2021, (10): 108-116.
- [69]李井林,阳镇,易俊玲. ESG 表现有助于降低企业债务融资成本吗? ——来自上市公司的微观证据 [J]. 企业经济, 2023, 42 (02): 89-99.
- [70]李新丽,万寿义,程俊.企业社会责任承担影响信息风险吗? ——基于边界调节和中介传导的双重检验 [J]. 管理学报, 2022, 35 (01): 142-158. DOI:10.19808/j.cnki.41-1408/f.2022.0010.
- [71]李旭思,芮雪琴. CEO 自由裁量权与实体企业金融化: 加剧还是抑制 [J]. 武汉金融, 2022, (01): 16-24.
- [72]李雪松,党琳,赵宸宇.数字化转型、融入全球创新网络与创新绩效 [J]. 中国工业经济, 2022, (10): 43-61.

- [73]梁上坤,张宇,王彦超. 内部薪酬差距与公司价值——基于生命周期理论的新探索 [J]. 金融研究, 2019, (04): 188-206.
- [74]刘笃池,贺玉平,王曦.企业金融化对实体企业生产效率的影响研究[J].上海经济研究,2016,No.335(08):74-83.
- [75]刘海建, 胡化广, 张树山, 孙磊. 供应链数字化的绿色创新效应[J]. 财经研究, 2023, 49(3): 4-18.
- [76]刘立夫,杜金岷.企业金融化对企业价值的影响——兼论过度金融化识别与治理[J].南方经济,2021,No.385(10):122-136.
- [77]刘姝雯,刘建秋,阳旻等. 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, (09): 57-64.
- [78]龙海明,欧阳佳俊. 国内企业 ESG 绩效对资本结构动态调整的影响 [J]. 南方金融, 2022, (12): 33-44.
- [79]孟庆斌,侯黎然. 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, (02): 45-58.
- [80]牛煜皓,卢闯. 高管贫困经历与企业金融资产配置 [J]. 中南财经政法大学学报, 2020, (03): 35-45.
- [81]彭俞超,韩珣,李建军.经济政策不确定性与企业金融化[J].中国工业经济,2018(01):137 -155.
- [82]彭俞超,倪晓然,沈吉.企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J].经济研究,2018,53(10):50-66.
- [83]钱爱民,吴春天,朱大鹏.民营企业混合所有制能促进实体经济“脱虚返实”吗? [J].南开管理评论:1-36.
- [84]权小锋,吴世农,尹洪英. 企业社会责任与股价崩盘风险:“价值利器”或“自利工具”? [J]. 经济研究, 2015, 50 (11): 49-64.
- [85]任晓怡,宁致远,吴非.企业金融化与数字化转型——基于上市企业年报数字化文本信息的识别与检验[J].经济与管理,2022,36(03):84-92.
- [86]盛明泉,汪顺,商玉萍.金融资产配置与实体企业全要素生产率:“产融相长”还是“脱实向虚”[J].财贸研究,2018,29(10):87-97+110.
- [87]宋军,陆旻. 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, (06): 111-127.
- [88]舒欢,邹维. 房地产企业社会责任对企业金融化的影响机制研究——基于代理成本和融资约束的中介效应 [J]. 现代经济探讨, 2022, (11): 93-105. DOI: 10.13891/j.cnki.mer.2022.11.012.
- [89]孙华好,郑莉萍,廖佳. 货币政策、信贷期限结构与企业金融化 [J]. 国际金融研究, 2021, (08): 13-21.
- [90]孙慧,祝树森. 企业 ESG 表现对财务绩效的双边效应影响研究 [J]. 会计之友, 2023, (20): 52-60.
- [91]王凤荣,高飞. 政府干预、企业生命周期与并购绩效——基于我国地方国有上市公司的经验数据 [J]. 金融研究, 2012, (12): 137-150.
- [92]王红建,曹瑜强,杨庆等. 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 [J]. 南开管理评论, 2017, 20 (01): 155-166.
- [93]王亮亮,张海洋,张路等. 子公司利润分回与企业集团的代理成本——基于中国资本市场“双重披露制”的检验 [J]. 会计研究, 2021, (11): 114-130.
- [94]王双进,田原,党莉莉. 工业企业 ESG 责任履行、竞争战略与财务绩效 [J]. 会计研究, 2022, (03): 77-92.
- [95]王瑶,黄贤环. 内部控制与实体企业金融化: 治理效应抑或助推效应 [J]. 财经科学, 2020, (02): 26-38.
- [96]王永钦,刘紫寒,李嫦等. 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 [J]. 管理世界, 2015, (12): 24-40.
- [97]文春晖,李思龙,郭丽虹等. 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 [J]. 经济管理, 2018, 40 (07): 39-55.
- [98]吴一丁,郭启明,罗翔,曾凯霖. 实体企业金融化对企业效率的影响研究——基于融资约束的门槛效应[J]. 会计之友, 2021(19): 78-85.
- [99]吴永钢,蒋铭磊,卜林. 地缘风险、经济政策不确定性与企业金融化 [J]. 南开经济研究, 2022, (04): 100-119.
- [100]肖仁桥,王冉,钱丽. 数字化水平对企业碳绩效的非线性影响——绿色技术创新的中介作用 [J]. 科技进步与对策, 2023, 40 (05): 96-106.

- [101] 许罡,伍文中. 经济政策不确定性会抑制实体企业金融化投资吗 [J]. 当代财经, 2018, (09): 114-123.
- [102]许罡,朱卫东. 金融化方式、市场竞争与研发投入挤占——来自非金融上市公司的经验证据 [J]. 科学学研究, 2017, 35 (05): 709-719+728.
- [103]许家云,廖河洋,杨俊.政府补贴与企业污染排放——基于微观企业的实证研究[J].产业经济研究,2022(04):30-45.
- [104]闫海洲,陈百助. 产业上市公司的金融资产:市场效应与持有动机 [J]. 经济研究, 2018, 53 (07): 152-166.
- [105]杨松令,牛登云,刘亭立等. 实体企业金融化、分析师关注与内部创新驱动动力 [J]. 管理科学, 2019, 32 (02): 3-18.
- [106]杨兴全,杨征. “国家队”持股能抑制企业“脱实向虚”吗?——实体企业金融化视角 [J]. 财经论丛, 2022, (12): 59-69. DOI:10.13762/j.cnki.cjlc.2022.12.003.
- [107]于建玲,佟孟华,朱泽君.企业金融化对财务风险的影响——基于经济政策不确定性的调节效应研究[J].国际金融研究,2021,No.414(10):88-96.
- [108]余怒涛,张华玉,李文文. 非控股大股东退出威胁究竟威胁了谁?——基于企业投资效率的分析 [J]. 中央财经大学学报, 2021, (02): 55-72.
- [109]俞鸿琳. 实体企业金融化: 管理者短视角度的新解释 [J]. 经济管理, 2022, 44 (03): 55-71.
- [110]俞毛毛,马妍妍. 环境规制抑制了企业金融化行为么? ——基于新《环保法》出台的准自然实验 [J]. 北京理工大学学报(社会科学版), 2021, 23 (02): 30-43.
- [111]张琳,赵海涛. 企业环境、社会和公司治理(ESG)表现影响企业价值吗? ——基于 A 股上市公司的实证研究 [J]. 武汉金融, 2019, (10): 36-43.
- [112]周方召,潘婉颖,付辉. 上市公司 ESG 责任表现与机构投资者持股偏好——来自中国 A 股上市公司的经验证据 [J]. 科学决策, 2020, (11): 15-41.
- [113]周茜,许晓芳,陆正飞.去杠杆, 究竟谁更积极与稳妥? [J].管理世界,2020,36(08):127-148.

致 谢

物有甘苦，尝之者识；道有夷险，履之者知；行笔至此，思绪万分。我的硕士生涯也接近尾声，而这段学习生活给予我的进步与成长是以往前所未有的，一切充满感恩与不舍。回想刚入学的自己唯唯诺诺，而现如今的自己踌躇满志。我一直相信，人生中遇到的每一个人，都会教会你什么，我要感谢在这三年来遇到的老师和同学们，是你们让我有如此之大的转变，让我提前在这个社会中领悟到很多人生哲理。

“经师易遇，人师难遭”，首先我要感谢我的导师，他待人真诚，做事严谨认真，在学业上。程贵老师一丝不苟的科研精神不仅为我的学术价值观，以至于我对待工作的态度都产生了不可缺少的影响。导师的谆谆教诲，不论是论文的选题和框架，还是具体文字表述，甚至于标点符号都为我细致修改。在生活工作中，老师也常常给予我关心和指导，不论是学术还是工作，程老师都是鼓励我们勇敢去做，让我在一次次实践中成长。三年以来我一直很庆幸能够成为程贵老师的弟子，即使不再求学，也要不断提醒自己要努力，努力做到“尽人事，不计天命”。

“时光荏苒，幸之相遇”，我要感谢研究生院老师们和同学们，我们的研究生秘书张老师和团委安老师，虽然你们不是我的导师但你们在生活中给予我关怀与帮助，让我在学生工作中提前与社会接轨。我还要感谢李杰师兄，在我学术研究起步阶段给予我鼓励和支持，师兄成绩优异，学术能力突出，尽管我当时学术能力欠缺，师兄仍带领我做研究，教给我论文写作的思路。在师兄毕业后，我仍然践行师兄传递给我的同门精神，也一丝不苟对待我的师弟师妹们，让程硕师门充满美好。感谢研究生会的大家，这是一个充满活力的集体，让我认识到各个学院优秀的同学们，帮助我快速适应研究生校园生活，同时也让我对兰财有了归属感。还要感谢我所在的 2021 级金融专硕班级的各位同学们，你们在我生活中也留下了各种美好的回忆，祝愿我们每一位同学都不忘初心，不负韶华。

“朝暮不见依然近，彼此心念跨时空”，最后我要感谢我的父母和女友，只身一人从中原大地来到祖国的大西北，心中百般孤独，是你们在我三年研究生生活中不断支持我，让我无所畏惧拼搏进取，正是由于你们的无私付出，才有了我今日的成就。即将步入社会，我将用我一生的努力去报答你们。

段家滩 496 号，这次真的要说再见了，三年光阴很短暂，有太多美好值得我铭记，感恩兰财成就了我，也为我打开一扇大门，我会继续代表母校走向新的征程。所有的相遇，都是恰逢其时，山水有来路，早晚复相逢！