

ESG 表现抑制企业过度金融化吗?

王 越 阳 镇 陈 劲

内容提要:引导企业合理适度配置金融资产,为壮大实体经济注入资金动能,对于中国实现经济高质量发展和推进中国式现代化具有重要的现实意义。本文以 2009—2021 年沪深 A 股非金融上市公司为研究样本,实证研究 ESG 表现对实体企业过度金融化的影响及其内在机理,并考察外部金融监管以及管理者自利在 ESG 表现与企业过度金融化之间的交互效应。研究结果表明,ESG 表现对企业过度金融化行为产生抑制效应,说明 ESG 具有可持续投资价值导向,能够引导企业合理配置企业资产、承担对利益相关方的多元责任。机制检验结果表明,ESG 表现通过提升企业信息透明度抑制企业过度金融化行为。交互效应检验结果表明,外部金融化监管有效抑制企业过度金融化行为,替代了 ESG 表现对企业过度金融化的抑制效应;管理者自利导致管理者选择投资具有高额回报率的金融项目以获取更多的私利,削弱了 ESG 表现对企业过度金融化的抑制效应。异质性分析结果表明,ESG 表现对企业过度金融化的抑制效应在位于东部地区的企业、民营企业以及不具有高管金融背景的企业中更为明显。本文的研究为政府政策以及企业战略的制定提供了启示。

关键词: ESG 表现 过度金融化 信息透明度 金融监管 管理者自利

中图分类号: F272.7; F273.4

文献标识码: A

文章编号: 1000-7636(2025)01-0050-21

一、问题提出

党的二十大报告强调“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”。实体经济作为中国经济的基石,其高质量发展是实现中国经济高质量发展的关键和前提。二十届中央财经委员会第一次会议强调“坚持以实体经济为重,防止脱实向虚”。然而,近年来面对传统行业投资回报率下滑和泛金融行业(金融业和房地产行业)投资回报率高企的现实,大量实体企业依然不同程度选择持有金融资产以改善经营业绩。根据深圳希施玛数据科技有限公司 CSMAR 中国经济金融研究数据库的统计资料,2011—2020 年中国实体上市企业平均金融资产持有规模从 10.4 亿元激增至 32.8 亿元。实体企业过度金融化将带来虚拟经济与实体经济结构性失衡、增加经济运行风险,不利于微观企业实现高质量可持续发展。如何引导企业适度配置金融

收稿日期:2024-03-18;修回日期:2024-12-06

基金项目:国家社会科学基金重点项目“支撑企业新质生产力的创新模式与创新政策研究”(24AGL018);中国社会科学院学科登峰战略企业管理优势学科建设项目(DF2023YS25);中国社会科学院“青启计划”项目“中国式现代化进程中的 ESG 驱动机制研究”(2024QQJH107)

作者简介:王 越 中国人民大学财政金融学院博士研究生,北京,100872;

阳 镇 中国社会科学院工业经济研究所副研究员,清华大学技术创新研究中心兼职研究员,通信作者,北京,100006;

陈 劲 清华大学经济管理学院/技术创新研究中心教授、博士生导师,北京,100084。

作者感谢匿名审稿人的评审意见。

资产,为壮大实体经济注入资金活力,对于中国实现经济高质量发展和中国式现代化具有重要现实意义。

从金融资产配置动机角度出发,企业配置金融资产大多出于资金储备(“蓄水池”)动机和投机套利(“投资替代”理论)两种动机。出于“蓄水池”动机的企业适度金融化能够有效缓解企业流动性欠佳和财务状况进一步恶化等问题,同时有助于企业灵活调配自身资源、实现自身资产结构的最优配置^[1]。然而在实际中,企业投资逐利动机不可避免,最大的问题在于部分企业出于投机套利动机选择大量配置金融资产,使得金融化水平往往偏离了适度水平,导致对其主营业务或者正常利润来源业务领域的投资布局出现极大的挤出效应,呈现过度金融化趋势。在这样的情境下,企业过度金融化行为将挤出实体投资,不利于企业长期可持续发展,导致产业空心化、创新投资挤出等问题,甚至在宏观经济层面由于微观市场主体的过度金融化导致宏观经济脱实向虚问题久久难以破解^[2]。但遗憾的是,现有研究大多集中于企业金融化的前因及后果^[3-6],对企业金融化的边界把握不清晰,对不同程度企业金融化下的微观与宏观影响后果缺乏细分研究,且较少涉及如何抑制企业过度金融化行为^[7]。实际上,企业金融化是企业配置金融资产的一种客观行为,而不同金融资产配置强度对企业可持续发展具有差异性影响。适度金融化能够帮助企业缓解融资约束、拓宽获利渠道,为企业发展提供资金;而过度金融化则会增加企业财务风险、挤占主业经营资源和创新资源,从而抑制企业可持续发展。因此,严格意义上,相比于企业适度金融化,过度金融化对企业实体投资与宏观经济的脱实向虚更多的是负面作用,系统研究抑制企业过度金融化的主要因素有助于企业合理配置金融资产,对于推动实体经济高质量发展具有重要意义。

近年来,环境、社会和治理(ESG)作为资本市场可持续导向的一种投资制度与全新的公司治理准则,已在发达国家广泛运用。中国 ESG 目前尚处于起步状态,为进一步推动资本市场可持续高质量发展,党和国家对 ESG 相关制度体系建设步伐也呈现出加快趋势。实际上,ESG 理念在资本市场的兴起促使上市公司的价值创造使命与理念从股东利润最大化转变为利益相关者利益最大化,这将逐步削弱企业短视投机视角下大量将用于生产经营的资源投向具有高回报率的金融资产这一过度金融化行为。但目前围绕 ESG 经济后果的研究主要聚焦于 ESG 与企业财务和创新绩效^[8-10],而围绕 ESG 对企业金融化尤其是过度金融化这一脱实向虚行为的治理^[11]的讨论较为匮乏。

基于上述研究缺口,本文将以 2009—2021 年沪深 A 股非金融上市公司数据作为研究样本,实证研究 ESG 表现对企业过度金融化的效应和影响机制,进一步分析内外部因素在二者之间的交互效应,并从企业所属区域、产权性质以及高管金融背景视角探究 ESG 表现对企业过度金融化的异质性效应。本文研究贡献在于三个方面。第一,就理论层面而言,本文从战略导向视角探究企业脱实向虚的抑制因素,搭建企业 ESG 与企业金融化的理论研究框架,扩展对传统企业 ESG 与企业经济绩效的一般性研究。特别地,既有研究企业 ESG 对企业金融化影响的文献忽视了不同程度的金融化对企业发展的差异化影响。与适度金融化相比,过度金融化才可能是脱实向虚的实质微观表征。对此,本文从过度金融化视角探究企业 ESG 与企业过度金融化的理论传导框架与主要机制,丰富了传统企业金融化研究框架;从企业资产配置的视角验证 ESG 的可持续发展导向下的资源配置效应,丰富了企业 ESG 价值效应的研究。第二,既有研究对企业过度金融化的监督治理机制探讨有限,本文从外部监管和内部管理两方面着手,进一步探讨外部金融监管和内部管理者自利在企业 ESG 表现与企业过度金融化之间的交互效应,在防范企业过度金融化背景下对完善政府金融监管体制以及优化企业内部治理结构具有现实意义。第三,本文对当前重新认识企业脱实向虚的异质性、企业合理配置金融资产以壮大实体经济注入资金动能提供新的经验启示,也为政府合理监管企业金融化以避免实体经济脱实向虚提供新的政策启示。

二、文献综述、理论基础与研究假设

(一) 文献综述

1. 企业 ESG 研究脉络

企业 ESG 源于伦理投资和负责任投资理念,于 2006 年在联合国责任投资原则组织发布的责任投资原则中首次提出。与以往财务指标相比,ESG 更多关注企业在环境、社会和公司治理等方面的表现。自该理念被提出后,各个国际组织和机构以 ESG 理念的三个维度为基础,逐步形成了全面且系统的企业 ESG 测量指标体系与信息披露制度。目前国际上常用的 ESG 评级指数包括摩根士丹利资本国际公司(Morgan Stanley Capital International) ESG 指数、汤森路透(Thomson Reuters) ESG 指数和彭博社(Bloomberg) ESG 指数。中国 ESG 评级指标体系研究起步较晚,部分学者对 ESG 评价体系的构建进行了探讨^[12]。

在此基础上,学界对企业开展 ESG 建设的基础动因以及信息披露的价值效应开展了大量的研究,具体可分为两条主线。第一条主线为企业 ESG 的驱动机制研究,学界就驱动企业进行 ESG 建设的企业内在动因与外部动因进行了一系列的讨论。就内在动因而言,企业所有权特征、企业治理结构以及企业高管特征对企业 ESG 披露产生的重要影响,例如,企业董事会规模越大、女性董事占比更高、具有海归高管的企业,其 ESG 表现更好^[13-15];就外部动因而言,外部治理环境、国家制度压力和制度环境能对企业 ESG 表现产生重要影响^[16-17]。第二条主线主要探究企业 ESG 表现的经济后果,大部分文献从企业价值、企业成本和企业创新三方面对 ESG 表现的经济后果进行了讨论,研究表明 ESG 表现能够有效缓解企业融资约束、降低企业债务资本成本、刺激企业创新投入,从而改善企业财务绩效、提高创新产出水平和核心竞争力,最终提升企业价值^[8,18-22]。此外,部分学者探究了 ESG 表现抑制企业金融化的机制^[11],但并未进一步区分企业金融化程度。

2. 企业金融化研究脉络

金融化一词最初源于经济金融化,指金融市场、机构及其参与者对各经济部门的影响逐步加深,经济活动重心从产业部门逐步转向金融部门的过程^[23]。从微观层面上看,企业金融化指企业经营重心逐渐偏离生产和贸易等实体业务活动,转而过多关注于企业金融投资。与之相对应,企业的利润来源也从原有的生产与贸易业务转为金融资产投资收益^[24]。究其原因,在企业实体生产性投资获利能力欠佳的背景下,企业配置金融资产大多出于资金储备(“蓄水池”理论)动机和投机套利(“投资替代”理论)两种动机。一方面,“蓄水池”理论指出,企业将出于预防性资金储备动机去配置金融资产,利用闲置资金配置易变现的金融资产,缓解未来可能面临的资金困难问题,进而实现资产的保值和增值^[25];另一方面,“投资替代”理论指出,在金融资产具有较高收益率的前提下,企业将出于市场套利动机放弃对实体部门的投资,转向金融资产投资^[24-25]。

随着企业金融化的范围与程度不断扩大与加深,学者们开始探究企业金融化的具体影响。部分研究从企业融资与市场风险的视角对企业金融化的正面效应给予了肯定,认为其能够缓解融资约束及优化企业资源配置^[26]。也有学者持相反意见,认为企业金融化行为“弊大于利”,企业金融化将进一步放大金融市场泡沫、导致影子银行风险集聚、增加企业财务风险、挤占实体投资与创新投入、抑制企业技术创新,进而损害企业的主业业绩^[2-3,27-29]。然而,以上研究将企业金融化视为同质化行为。事实上,不同动机和不同程度的企业金融化行为对企业经济后果的影响存在异质性。一般而言,出于资金储备动机的企业金融化行为能够通过将企业闲置资金配置至金融行业以获取高额收益,增强企业抗风险能力,平滑企业业绩。但出于投机套利动机的企业金融化往往具有过度倾向,将严重挤压主业投资资金,损害企业价值。已有研究从企业治理

结构、企业经营业绩、数字普惠金融等视角探究了这些因素对企业过度金融化的抑制效应,发现业绩上升的企业更容易产生过度金融化行为,而管理层持股比例增加以及企业数字化转型则会对企业过度金融化产生抑制效应^[30-32]。

综上,已有研究可能存在一定的不足之处。第一,就如何引导企业合理配置金融资产、抑制企业过度金融化的研究而言,其重心大多放在企业治理结构与外部监管视角,对企业内部资源配置意义上的可持续发展战略导向的作用缺乏细致讨论,缺乏企业可持续发展战略与企业金融化之间的理论分析框架。第二,现有研究注意到了企业 ESG 对企业金融化的可能影响,但研究结论尚存在一般性推广困境,表现为将企业金融化作为一种同质性行为进行考察。然而,事实上企业金融化水平存在异质性,即可按照程度高低划分为企业金融化不足、最优金融化以及过度金融化。出于市场逻辑主导下的资本投机动机的企业过度金融化将严重挤出企业主业投资或实体投资,进而对企业可持续发展乃至宏观经济产生较大的负面影响。因此,有必要针对企业可持续发展战略导向如何抑制企业过度金融化进行进一步研究,为预防企业过度金融化行为的负面影响、防止经济脱实向虚提供经验证据。

(二) 理论分析与研究假设

1. ESG 表现与企业过度金融化

ESG 是绿色投资和责任投资理念的丰富和延伸,是从环境、社会、公司治理三个维度综合评价企业可持续发展水平的方法。一方面,ESG 反映了企业的战略导向与价值创造偏好,体现为企业从单一经济价值创造导向转向涵盖经济、社会与环境的综合价值创造导向^[33]。相应地,企业 ESG 下的战略逻辑从单一经济使命迈向混合使命,即融合经济与社会的混合型使命。另一方面,ESG 不仅仅体现在企业战略或者投资理念层面,更反映了企业对不同类型利益相关方的价值创造能力,包括经济性利益相关方与社会性利益相关方,这意味着企业需要主动承担包括股东、消费者、用户、员工、社区、政府与环境等在内的多重利益相关方的综合价值创造^[34]。企业金融化是企业的一种市场行为,体现为企业自主配置金融资产,投资于金融产品与服务等领域并最终获取利润回报的过程^[35]。过度金融化则是企业在金融化的基础上,进一步基于企业既有的资源池投资金融业务以获取超额回报,以资本逻辑或者市场逻辑至上偏离企业运营主业^[30]。具体而言,企业金融化虽然能够在一定程度上缓解融资约束、优化企业资源配置,为企业发展提供一定的资金储备^[26],但企业过度金融化将导致资源从实体经济向虚拟经济倾斜,增加企业财务风险、挤占实体投资与创新投入,进而损害企业的主业业绩,违背了利益相关方的综合价值诉求,不利于企业可持续发展^[3]。

基于此,本文认为 ESG 能够对企业过度金融化产生纠偏作用和抑制作用,原因在于两个方面:

第一,从战略决策的视角来看,企业的投资行为本质上服从企业的战略导向与战略安排,不管是短期投资还是长期投资,都是在企业总体的经营或者投资战略下开展。ESG 作为一种可持续战略导向,表征了企业对未来可持续发展的战略导向与利益相关方负责任投资导向,能够对传统以股东利益为中心的市场竞争战略进行重塑,将自身的市场逻辑嵌入或者融入环境、社会以及其他利益相关方所处的综合场域,改变企业市场逻辑本位下的单一利润最大化的战略逻辑,实现企业市场竞争战略与企业非市场战略多重融合^[36]。因此,ESG 战略导向下并不意味着企业不盈利或者不追逐市场利润,而是追求更可持续以及对利益相关方更负责任的价值。并且,积极实施 ESG 这一可持续发展理念的企业往往 ESG 表现更为优异。从这个意义上,企业追求长期发展的 ESG 责任理念(ESG 表现良好的企业)能够从战略层面引导企业相较于财务绩效而言更为重视其社会绩效,抑制管理层实施单一利润最大化战略,进而抑制企业过度配置金融资产的行为,即对

企业过度金融化产生抑制效应^[1]。

第二,从价值创造视角来看,积极践行 ESG 理念意味着企业需要转变其价值创造理念,要求企业在价值创造过程中嵌入或者融入多重利益相关方的各类价值诉求,从而实现企业经济性利益相关方与社会性利益相关方的多重价值嵌入与融合,实现企业与多重利益相关方的价值共创与共享,在企业价值创造结果层面表现为企业经济价值、社会价值与环境价值的多重融合,是一种从经济价值主导的非均衡型价值转向多重价值融合共生的综合平衡型价值^[37]。这意味着企业开展金融领域的业务投资需要满足利益相关方的综合价值诉求,而非单纯的资本利润最大化逻辑。即使企业具备一定程度的金融化投资行为,但在 ESG 体系下能够更好地将利益相关方的价值诉求融入公司战略与业务体系,规避企业过度金融化的资本异化风险,更好地承担对利益相关方的多重社会责任。因此,从利益相关者理论出发,ESG 理念要求实现利益相关者利益最大化,这与出于逐利动机的企业过度配置金融资产实现利润最大化的价值导向相对立,而企业投资理念以其价值理念为依托,积极践行 ESG 理念的企业(ESG 表现更好的企业)倾向于将更多的资源配置在主业发展以及具有长期投资价值的项目中,从而减少出于短期套利动机的企业过度金融化行为。

基于上述分析,本文提出研究假设 H1:ESG 表现能够抑制企业过度金融化行为。

2. 传导机制

从资本市场信息披露视角,充分的信息披露是有效监督与治理上市公司日常投资行为的重要因素。对于企业过度金融化而言,由于企业将其投资领域与投资重点过度置于金融资产领域,可能产生对原有实体业务或者主营业务的冲击,对企业可持续发展产生不良影响。因此,充分保证有效的企业内部信息透明度极为重要。一方面,ESG 意味着企业的战略与运营从关注企业股东走向更为广泛的经济性社会性利益相关方,对企业多重利益相关方承担社会责任与环境责任,且在公司治理层面充分融入利益相关方参与机制与沟通机制,能够提升企业对利益相关方的信息透明度,进而促进企业多元利益相关方参与。具体来看,ESG 表现的披露能够从企业履行的环境责任、社会责任和公司治理方面对企业传统财务信息进行补充,缓解因信息不对称而带来的逆向选择问题。为区别于其他 ESG 表现差的企业,ESG 表现越好的企业越有动机进行高质量的信息披露,从而提高企业信息透明度。从这个意义上,ESG 表现能够对企业信息透明度产生积极作用^[38]。另一方面,由于信息不对称的存在,相较于企业管理者而言,利益相关方对于企业内部的经营状况以及所面临的风险的了解是有限的。信息不对称是驱动企业大量配置金融资产的重要因素。在信息透明度越低的企业,由于外部投资者以及利益相关方无法洞悉企业具体经营决策和经营状况,管理层就越有可能为满足个人私利以及股东价值最大化,通过过度金融投资“赚快钱”的方式实施其自利行为、美化经营业绩,从而进一步加剧企业金融资产的过度配置;而在信息透明度高的企业,外部投资者和利益相关方能够有效监督管理层的投资决策和经营决策,有效抑制管理层的利己主义倾向与大股东的掏空行为,从而抑制企业管理者利用其自身对投资项目的利润和前景等信息优势来实施过度金融化等的投机行为^[39-40]。

基于上述分析,本文提出研究假设 H2:ESG 表现通过提高企业信息透明度来抑制企业过度金融化行为。

3. 外部监管效应

从外部金融监管角度出发,金融监管作为市场调控工具之一,将有效提高市场运行效率、优化企业金融资产配置,从而抑制企业过度金融化水平^[41]。具体而言,严格的金融监管能够通过提升金融市场效率、规范金融机构运作从而防范和化解金融风险,约束企业短期套利动机下的过度金融化行为,最终更好地服务于实体经济。与此同时,严格的外部金融监管能够增强银行等金融机构的监管,规范和监管影子银行的活动,控制金融资本的无序扩张,从而实现资本的有效配置。在这个意义上,外部监管作为一种规制性制度安排,

对实体企业金融投资行为具有重要的监督与治理效应^[42]。在较大监管强度下,企业感知到的金融监管水平较高,会逐步弱化企业的金融投资动机,特别是过度资本扩张的逐利动机会被削弱,并在一定程度上强化企业的可持续发展导向,避免企业脱实向虚。特别是,在外部金融监管强度较高的情境下,企业对利益相关方承担综合价值创造的动机会被强化,单一股东利润动机下的系列资本无序扩张引发的企业过度金融化倾向会被削弱。因此,强有力的外部金融监管作为企业金融化外部监管环境的一种制度效应,会替代企业内 ESG 战略导向下企业金融化抑制效应,即强金融监管下的企业感知到的监管制度执行强度更大,此时能够以制度效应与信号效应弱化 ESG 战略抑制企业金融化的影响效应,呈现出外部金融监管与企业战略导向之间的替代作用,即 ESG 表现对于企业过度金融化的抑制效应会被削弱。

基于上述分析,本文提出研究假设 H3a:外部金融监管替代了 ESG 表现对企业过度金融化的抑制效应。

4. 内部治理效应

根据高阶梯队理论,管理者自身特质将影响其做出的企业战略选择,进而影响其配置企业资源。管理者短视主义则是管理者对于时间认知的自身特质反映,即相较于追求企业未来长足发展,管理者更关注当下能够实现的即期利益^[43]。在进行投资决策时,短视的管理者往往选择期限短、收益高的项目,倾向于挤出期限长却有利于提高企业价值的项目。已有研究指出,自利动机是导致管理者短视的重要原因^[44]。从企业管理者自利动机出发,管理者具有通过使用其所拥有的控制权,以侵占其他利益相关者的利益以及牺牲企业长期价值为代价,来谋求个人私利的动机。短期来看,由于进行金融投资和价值投资在经营业绩表现上不会产生太大差异,而“短平快”的金融投资具有有效提高个人业绩表现、粉饰财务报表的优势,因此自利的管理者更有动机选择大量配置金融资产、放弃价值投资背后的长远利益,最终导致企业过度金融化、挤出价值投资。在管理者自利动机下,企业在战略层面有追求金融化的强烈动机,获取短期回报与超额回报成为可能,ESG 此时可能成为企业装点门面的工具,即呈现出的是企业伪社会责任下的 ESG 漂绿现象或者利用 ESG 作为粉饰工具的现象,ESG 并不能进一步抑制企业过度金融化。因此,在管理者自利行为的干预下,企业 ESG 表现对于企业过度金融化的抑制效应会削弱。

基于上述分析,本文提出研究假设 H3b:管理者自利弱化了 ESG 表现对企业过度金融化的抑制效应。

三、研究设计

(一) 模型设定

为了探究 ESG 是否能抑制企业过度金融化,本文设定如下模型进行实证检验:

$$ExFin_{i,t} = \alpha + \rho ESG_{i,t} + X'_{i,t} \beta + \gamma_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,下标 i 表示样本中的第 i 个企业, t 代表年份。被解释变量为企业过度金融化 ($ExFin$),解释变量为 ESG 表现 (ESG), $X'_{i,t}$ 为控制变量向量, γ_i 为行业固定效应, μ_t 为年份固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。

(二) 变量定义

1. 被解释变量:企业过度金融化 ($ExFin$)

企业适度金融化将有助于改善企业盈利水平,盘活企业资金进而降低企业经营风险,然而企业过度金融化将对企业价值和长期健康发展产生较大的负面影响。国内现有研究对企业金融化的测度及后果展开了大量讨论,但少有文献对企业适度金融化水平进行研究。参考现有研究^[45]的做法,本文通过实际金融化偏离最优金融化的程度来识别企业过度金融化,使用企业实际金融化水平 ($Finance_{i,t}$) 减去企业适度金融化

水平($Finance_{i,t}^*$)得到企业过度金融化水平($ExFin$),即 $ExFin_{i,t} = Finance_{i,t} - Finance_{i,t}^*$ 。具体而言,企业实际金融化水平通过企业金融资产^①与期末总资产之比来衡量,企业金融化适度值则通过如下企业适度金融化水平决定模型估计得到:

(1)首先,依据局部调整模型,基于企业内部因素与外部环境因素对企业适度金融化水平进行设定:

$$Finance_{i,t}^* = \beta Inner_{i,t-1} + \gamma Exter_{i,t-1} \quad (2)$$

其中, $Finance_{i,t}^*$ 为第 t 期企业适度金融化水平,由第 $t-1$ 期企业自身内部因素($Inner_{i,t-1}$)与外部环境($Exter_{i,t-1}$)共同决定。

(2)其次,由于企业适度金融化水平未知,进一步设定模型(3):

$$Finance_{i,t} - Finance_{i,t-1} = \mu(Finance_{i,t}^* - Finance_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, μ 为企业金融化调整系数, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差。

(3)最后,结合模型(2)和模型(3)得到模型(4):

$$Finance_{i,t} = \mu\beta Inner_{i,t-1} + \mu\gamma Exter_{i,t-1} + (1 - \mu)Finance_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

通过对模型(4)进行估计得到各变量的回归系数,为保证模型的有效性将系数不显著的变量进行逐一剔除。最终得到的估计模型如下所示:

$$Finance_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Finance_{i,t-1} + \alpha_2 Size_{i,t-1} + \alpha_3 ROA_{i,t-1} + \alpha_4 ATO_{i,t-1} + \alpha_5 Cashflow_{i,t-1} + \alpha_6 Growth_{i,t-1} + \alpha_7 FirmAge_{i,t-1} + \alpha_8 Top1_{i,t-1} + \alpha_9 Occupy_{i,t-1} + \alpha_{10} GDP_{i,t-1} + \alpha_{11} House_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中, $Finance_{i,t}$ 和 $Finance_{i,t-1}$ 分别为上市企业第 t 期和第 $t-1$ 期金融资产占总资产的比重;企业自身内部因素包括企业规模($Size_{i,t-1}$)、总资产收益率($ROA_{i,t-1}$)、总资产周转率($ATO_{i,t-1}$)、现金流比率($Cashflow_{i,t-1}$)、营业收入增长率($Growth_{i,t-1}$)、公司成立年限($FirmAge_{i,t-1}$)、第一大股东持股比例($Top1_{i,t-1}$)、大股东资金占用($Occupy_{i,t-1}$)^②;外部环境因素包括城市生产总值($GDP_{i,t-1}$)和房价增长率($House_{i,t-1}$)^③。通过如上回归模型计算得到各变量系数估计值 $\hat{\mu}$ 、 $\hat{\beta}$ 、 $\hat{\gamma}$,并代入回归模型(2)中,从而得到企业适度金融化水平($Finance_{i,t}^*$)的估计值 $\widehat{Finance}_{i,t}$,而企业过度金融化水平计算公式为 $ExFin_{i,t} = Finance_{i,t} - \widehat{Finance}_{i,t}$ 。

2. 解释变量:ESG表现(ESG)

目前学界大多使用第三方评级机构公布的企业ESG评分对企业ESG表现进行衡量,如明晟(MSCI)的ESG指数、彭博ESG评分和华证ESG评级^[9,46-47]。借鉴吴海风和朱晓满(2024)^[9]的研究,本文选择华证ESG这一更新速度快、覆盖范围广的评级数据来衡量上市企业的ESG表现(ESG),从而有利于全面刻画上市企业的ESG表现。具体而言,华证ESG评估体系将企业ESG表现从高到低划分为AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C九个等级,因此本文采用赋值法对企业ESG评级进行赋分,依次将其赋值为9~1,分数越高则代表企业ESG表现越好:当华证ESG评级为AAA时,赋值为9;当ESG评级为C时,赋值为1。与此同时,

① 基准回归中金融资产具体包括交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产、长期股权投资和货币资金6个部分。在稳健性检验中还将衍生金融资产、货币资金、买入返售金融资产、短期投资、其他流动资产等纳入企业金融资产定义中进行检验。

② 除显著性的考虑外,选取这些企业内部因素的原因包括:(1)企业成立年限和规模可能会影响其资本结构和风险管理策略,即成立年限长的企业可能拥有更稳定的现金流和更强的风险承受能力,而大型企业则可能由于规模效应获得更低的融资成本;(2)总资产收益率和总资产周转率反映了企业的盈利能力和资产利用效率,上一期企业的盈利能力和资产利用效率的强弱可能会影响企业当期金融资产配置行为;(3)现金流比率反映企业在面对不确定性时的资金储备能力,企业良好的现金流比率能够提高企业的灵活性,使其更容易进行必要的投资或应对突发事件;(4)营收增长率越高反映企业主营业务未来发展潜力,从而影响企业配置金融资产行为。

③ 除显著性的考虑外,选取这些外部因素的原因为:(1)城市生产总值衡量了地区经济发展水平,揭示了企业所处城市经济的发展趋势和潜力。城市生产总值越高通常意味着较高的经济活动和较强的市场需求,可能会刺激企业增加金融资产的配置。(2)房价增长率是衡量房地产市场波动的重要指标。房价上涨往往会导致企业将资金投入房地产市场,从而减少对实体经济的投资,影响企业金融资产配置行为。

为了确保本文回归结果的稳健性,在稳健性检验中进一步使用彭博 ESG 评分(ESG_PB)替代华证的企业 ESG 评分(ESG)进行回归,并使用彭博数据库披露的分维度的企业环境(ESG_PB_E)、社会(ESG_PB_S)、公司治理(ESG_PB_G)评分进一步测度企业 ESG 表现。

3. 机制变量:信息透明度(Opaque)

借鉴王亚平等(2009)^[48]的研究,本文使用会计盈余透明度相关信息对信息透明度进行测度,其中操纵性应计项目作为企业盈余管理的主要指标是影响上市公司会计盈余透明度的关键因素。因此,本文使用上市公司前三年操纵性应计项目(DisAcc)绝对值之和作为公司信息透明度(Opaque)的替代指标,Opaque 的值越大则代表公司信息透明度越低。具体而言,信息透明度(Opaque)由式(6)给出:

$$Opaque_{i,t} = |DisAcc_{i,t-1}| + |DisAcc_{i,t-2}| + |DisAcc_{i,t-3}| \quad (6)$$

其中, $DisAcc_{i,t}$ 为企业操纵性应计项目,通过分年、行业回归估计如模型(7),并将得到的系数代入式(8)中,即可得到企业操纵性应计项目 $DisAcc_{i,t}$ 。

$$\frac{TA_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$DisAcc_{i,t-1} = \frac{TA_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} - \left(\alpha_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} - \alpha_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} - \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} \right) \quad (8)$$

其中,TA=营业利润-经营活动产生的现金净流量,Asset为资产总额,ΔREV为销售收入增长额,ΔREC为应收账款增长额,PPE为固定资产原值。

4. 交互效应变量

(1)地区金融监管($lnReg$),借鉴李华民等(2021)^[49]的研究,本文选取区域金融监管支出的自然对数值作为地区金融监管的代理变量,该变量有效反映了各地区金融监管强度;(2)管理者自利(Salary),借鉴王克敏等(2018)^[50]的研究,本文使用管理者超额薪酬(Salary)作为管理者自利的代理变量,其中管理者超额薪酬等于管理者薪酬减去管理者应得薪酬。具体而言,管理者薪酬通过计算上市公司高管前三名薪酬总额的平均值(并取自然对数)进行测度,管理者应得薪酬则通过分年、行业管理者薪酬决定模型回归估计得出。参考王克敏等(2018)^[50]的研究,构建如下管理者薪酬决定模型:

$$Compen_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{i,t} + \alpha_2 ROA_{i,t-1} + \alpha_3 SOE_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t} + \alpha_5 Size_{i,t} + \alpha_6 Broad_{i,t} + \alpha_7 Mshare_{i,t} + \alpha_8 Dual_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

其中, $Compen_{i,t}$ 为上市企业管理者薪酬(高管前三名薪酬总额的平均值,并取自然对数); $ROA_{i,t}$ 和 $ROA_{i,t-1}$ 分别为第 t 期和第 t-1 期企业总资产净利润率; $SOE_{i,t}$ 为国有企业虚拟变量,若企业为国有控股企业,则取值为 1,否则为 0; $Lev_{i,t}$ 为企业资产负债率; $Size_{i,t}$ 为企业规模,以企业年总资产的自然对数值进行测度; $Broad_{i,t}$ 为董事会规模,以董事会人数进行衡量; $Mshare_{i,t}$ 为管理层持股比例; $Dual_{i,t}$ 为两职合一虚拟变量,若董事长与总经理为同一人则取值为 1,否则为 0。通过如上回归模型估计得到管理者应得薪酬 $\widehat{Compen}_{i,t}$, 则管理者超额报酬为 $Compen_{i,t} - \widehat{Compen}_{i,t}$ 。

5. 控制变量

为控制其他因素对回归结果的影响,参考现有研究^[9,45],本文选取企业规模(Size)、资产负债率(Lev)、总资产净收益率(ROA)、总资产周转率(ATO)、现金流比率(Cashflow)、营收增长率(Growth)、企业成立年份(FirmAge)等变量控制企业财务层面的特征;选取大股东资金占用(Occupy)、第一大股东持股比例(Top1)、是否国有企业(SOE)等变量控制企业治理层面的特征。

本文主要变量的定义如表 1 所示。

表 1 主要变量的定义

变量符号	变量名称	变量定义
<i>ExFin</i>	企业过度金融化水平	企业实际金融化水平-企业适度金融化水平
<i>ESG</i>	企业 ESG 表现	华证 ESG 评级
<i>Opaque</i>	企业信息透明度	企业过去三年操控性应计项目绝对值之和
<i>lnReg</i>	地区金融监管水平	地区金融监管支出取自然对数
<i>Salary</i>	管理者自利	管理者薪酬-管理者应得薪酬
<i>Size</i>	企业规模	年末总资产取自然对数
<i>Lev</i>	资产负债率	总负债与总资产的比值
<i>ROA</i>	总资产净收益率	净利润与总资产的比值
<i>ATO</i>	总资产周转率	营业收入与平均资产总额的比值
<i>Cashflow</i>	现金流比率	经营活动产生的现金流量净额与总资产的比值
<i>Growth</i>	营收增长率	本年营业收入与上一年营业收入的比值-1
<i>FirmAge</i>	企业成立年份	当年年份-企业成立年份+1,并取自然对数
<i>Occupy</i>	大股东资金占用	其他应收款与总资产的比值
<i>Top1</i>	第一大股东持股比例	第一大股东持股数量与总股数的比值
<i>SOE</i>	是否国有企业	国有企业虚拟变量,若为国有控股企业,则取为 1,否则取为 0

(三) 数据来源与描述性统计

本文使用 2009—2021 年沪深 A 股上市公司数据作为研究样本,并对原始数据进行如下处理:(1)剔除 ST、PT、金融行业和保险行业的上市公司样本;(2)剔除财务数据缺失严重的样本;(3)剔除资不抵债的样本;(4)为排除极端值对回归结果的影响,本文对所有连续变量在 1%和 99%分位上进行缩尾处理。通过如上处理后,本文最终得到 3 301 家上市公司共 26 819 个样本观测值。本文的主要被解释变量为企业过度金融化(*ExFin*),使用 CSMAR 中国经济金融研究数据库中与企业金融资产配置相关的数据测算得到;核心解释变量为 ESG 表现(*ESG*),使用华证 ESG 评级结果,数据来源于万得(Wind)数据库;主要交互效应变量包括地区金融监管(*lnReg*)和管理者自利(*Salary*),其中地区金融监管数据来源于司尔亚司数据信息有限公司(CEIC)全球数据库,管理者自利则通过使用 CSMAR 中国经济金融研究数据库中管理者薪酬数据测算得到;主要机制变量为信息透明度(*Opaque*),通过使用 CSMAR 中国经济金融研究数据库中相关会计盈余数据测算得到。本文其他变量数据均来源于 CSMAR 中国经济金融研究数据库。

主要变量描述性统计如表 2 所示。被解释变量企业过度金融化(*ExFin*)的最大值为 0.717 3,最小值为 -0.605 2,可见样本内企业实际金融化水平均有不同程度偏离了其最优金融化水平。核心解释变量 ESG 表现(*ESG*)的均值为 4.087 6,最小值为 1,最大值为 8,说明平均而言企业 ESG 表现处于中等水平,但各企业 ESG 表现存在明显的差异性。交互效应变量地区金融监管(*lnReg*)的均值为 7.233 2,标准差为 1.171 5,说明各地区金融监管水平和强度存在明显的差异。机制变量信息透明度(*Opaque*)的最小值为 0.020 3,最大

值为 1.196 6,表明不同上市公司之间其信息透明度差异较大。交互效应变量管理者自利(*Salary*)的最小值为-14.314 5,最大值为 2.787 4,说明各企业间管理者超额收益存在明显的差异。其他企业层级的控制变量分布特征均存在一定的差异。

表 2 变量描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	1/4 分位	中位数	3/4 分位	最大值
<i>ExFin</i>	26 819	0	0.085 4	-0.605 2	-0.044 8	-0.007 9	0.040 2	0.717 3
<i>ESG</i>	26 819	4.087 6	1.109 4	1	3	4	5	8
<i>Opaque</i>	22 577	0.200 2	0.185 9	0.020 3	0.089 0	0.147 3	0.241 7	1.196 6
<i>lnReg</i>	26 819	7.233 2	1.171 5	3.616 3	6.541 0	7.380 9	7.925 6	9.677 0
<i>Salary</i>	22 258	0	0.853 6	-14.314 5	-0.368 3	0.024 2	0.410 8	2.787 4
<i>Size</i>	26 819	22.290 3	1.287 6	19.883 8	21.371 3	22.103 7	23.035 2	25.966 4
<i>Lev</i>	26 819	0.443 8	0.202 4	0.055 9	0.284 4	0.440 1	0.596 8	0.883 2
<i>ROA</i>	26 819	0.038 3	0.060 7	-0.194 8	0.012 8	0.035 9	0.067 4	0.209 5
<i>ATO</i>	26 819	0.646 6	0.441 9	0.076 1	0.353 6	0.546 3	0.805 3	2.473 2
<i>Cashflow</i>	26 819	0.047 1	0.068 3	-0.152 1	0.008 2	0.045 7	0.086 8	0.231 6
<i>Growth</i>	26 819	0.168 8	0.384 9	-0.548 8	-0.023 9	0.108 3	0.272 7	2.213 3
<i>FirmAge</i>	26 819	2.880 8	0.346 0	1.098 6	2.708 1	2.944 4	3.135 5	4.158 9
<i>Occupy</i>	26 819	0.016 1	0.023 3	0.000 2	0.003 4	0.008 0	0.018 0	0.134 4
<i>Top1</i>	26 819	0.342 2	0.148 9	0.090 0	0.224 6	0.320 2	0.444 8	0.730 6
<i>SOE</i>	26 819	0.394 3	0.488 7	0	0	0	1	1

四、实证分析

(一) 基准回归结果

表 3 汇报了 ESG 表现对企业过度金融化影响的基准回归结果。列(1)为考虑核心解释变量与企业财务层面的控制变量的回归结果,ESG 对企业过度金融化的回归系数为-0.001 6,通过了 1%水平下的统计显著性检验。进一步加入企业治理层面的控制变量进行重新回归,列(2)结果显示,ESG 表现对于企业过度金融化具有明显的抑制效应,回归系数为-0.002 0,且通过了 1%水平下的统计显著性检验,即 ESG 表现越好,企业过度金融化程度越低。这说明追求长期发展的 ESG 责任理念能够从战略层面引导企业更为重视其社会绩效,抑制管理层实施单一利润最大化战略,进而抑制企业过度配置金融资产的行为,对企业过度金融化产生抑制效应。与此同时,ESG 理念要求实现利益相关者利益最大化,这与出于逐利动机的企业过度配置金融资产实现利润最大化的价值导向相对立。企业投资理念以其价值理念为依托,积极践行 ESG 理念的企业倾向于将更多的资源配置在主业发展以及具有长期投资价值的项目中,从而减少出于短期套利动机的企业过度金融化行为。因此,本文的研究假设 H1 得到了实证结果的支持。

表3 基准回归结果

变量	(1)	(2)
<i>ESG</i>	-0.001 6*** (-3.266 1)	-0.002 0*** (-3.937 2)
<i>Size</i>	0.002 2*** (3.670 4)	0.001 9*** (2.9502)
<i>Lev</i>	-0.033 8*** (-7.532 5)	-0.033 2*** (-7.356 4)
<i>ROA</i>	-0.032 2** (-2.394 4)	-0.028 3** (-2.104 8)
<i>ATO</i>	-0.007 9*** (-4.872 5)	-0.008 0*** (-4.915 4)
<i>Cashflow</i>	0.282 4*** (25.274 4)	0.281 3*** (25.048 3)
<i>Growth</i>	-0.012 4*** (-6.171 4)	-0.012 1*** (-6.000 7)
<i>FirmAge</i>	-0.003 8** (-2.042 4)	-0.006 5*** (-3.437 9)
<i>Occupy</i>		-0.098 3*** (-3.474 5)
<i>Top1</i>		-0.015 6*** (-3.651 0)
<i>SOE</i>		0.007 2*** (5.251 2)
常数项	-0.002 5 (-0.193 7)	0.016 3 (1.214 7)
行业和年份固定效应	控制	控制
$\overline{R^2}$	0.077 7	0.079 8
样本量	26 819	26 819

注:***、**、* 分别代表 1%、5%、10% 的显著性水平,括号内为聚类在企业层面的 *t* 值,后表同。

变量,包括企业是否被“泛 ESG”基金持有哑变量 (*ESGF_dummy*)、企业被“泛 ESG”基金持有数量的自然对数 (*ESGF_number*)、企业被“泛 ESG”基金持股市值的自然对数 (*ESGF_value*),并使用 2SLS 法进行估计,结果如表 4 列(3)—列(8)所示。列(3)、列(5)、列(7)为第一阶段相关性检验估计结果,企业 ESG 表现与三

(二) 内生性分析

为了缓解可能存在的遗漏变量、互为因果等问题所带来的估计偏误,本文选择工具变量法进行内生性分析。

本文使用行业-地区-年度层面企业 ESG 表现的均值作为工具变量,其原因在于企业个体层面 ESG 表现与同一年度所处行业-地区企业 ESG 平均表现具有一定的相关性,但行业-地区企业平均 ESG 表现与企业个体层面过度金融化水平无关。因此,本文进一步使用两阶段最小二乘(2SLS)方法进行估计,结果如表 4 列(1)和列(2)所示。列(1)展示了第一阶段相关性检验估计结果,企业 ESG 表现与行业地区企业平均 ESG 表现(*aESG*)之间具有显著正向相关关系,相关系数为 0.328 8,且通过了 1% 水平下的统计显著性检验。列(2)展示了第二阶段估计结果,ESG 表现对企业过度金融化水平仍存在抑制效应,影响系数为-0.002 8,且通过了 10% 水平下的显著性检验。与此同时,Kleibergen-Paap rk LM 统计量在 1% 的水平下显著,拒绝了工具变量识别不足的原假设;而 Kleibergen-Paap Wald rk F 的统计值大于临界值 16.38,通过了弱工具变量检验。上述结果表明,ESG 表现仍有效抑制企业过度金融化行为,进一步说明了基准结论的可靠性。

考虑到使用行业-地区-年度层面 ESG 作为企业 ESG 的工具变量在排他性假设方面存在一定的问题,本文参考谢红军和吕雪(2022)^[51]的研究,使用企业被“泛 ESG”基金持有的数据重新构造工具

个工具变量之间为正向相关关系,且通过了1%水平下的统计显著性检验,即企业被“泛ESG”基金持有或持股市值越大,ESG表现越好。列(4)、列(6)、列(8)展示了第二阶段估计结果,ESG表现对企业过度金融化水平仍存在明显的抑制效应。Kleibergen-Paap rk LM 统计量均在1%的水平下显著,拒绝了工具变量识别不足的原假设;Kleibergen-Paap Wald rk F 统计值均大于临界值16.38,通过了弱工具变量检验。因此,使用工具变量法控制内生性问题后,基准回归结论仍然成立。

表4 内生性分析回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>aESG</i>	0.3288*** (30.6717)							
<i>ESG</i>		-0.0028* (-1.7743)		-0.0186** (-2.5130)		-0.0198*** (-2.7727)		-0.0185** (-2.5642)
<i>ESGF_dummy</i>			0.1787*** (8.5822)					
<i>ESGF_number</i>					0.0107*** (8.8377)			
<i>ESGF_value</i>							0.0092*** (8.7661)	
Kleibergen-Paap rk LM	439.0750***		70.5096***		74.5819***		73.5049***	
Kleibergen-Paap Wald rk F	940.7509		73.6541		78.1050		76.8447	
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$\overline{R^2}$	0.2673	0.0797	0.1787	0.0382	0.1790	0.0321	0.1790	0.0384
样本量	26819	26819	25465	25465	25465	25465	25465	25465

注:列(1)、列(3)、列(5)、列(7)分别为各工具变量的第一阶段回归结果;列(2)、列(4)、列(6)、列(8)分别为各工具变量的第二阶段回归结果。

(三) 稳健性检验

1. 控制企业个体固定效应与解决自相关问题

在基准回归中,本文控制了不随时间和行业变动的固定效应,但考虑到同一行业不同企业之间仍存在一些不随时间变化且无法观测的因素,本文进一步控制了企业个体固定效应以减轻遗漏变量问题所带来的估计偏误。表5列(1)结果显示,ESG表现有效抑制企业过度金融化行为,回归系数基本保持不变,且通过了1%水平下的统计显著性检验,说明基准回归结果具有良好的稳健性。

与此同时,考虑到上一期企业过度金融化水平可能会对当期过度金融化水平产生影响,即可能存在自相关问题,本文在基准回归的基础上进一步控制上一期企业过度金融化,并重新进行回归。表5列(2)结果显示,ESG表现仍能有效抑制企业过度金融化行为,回归系数基本保持不变,说明考虑自相关问题后基准回归结论仍具有较好的稳健性。

表 5 控制企业个体固定效应和上一期过度金融化的回归结果

变量	(1)	(2)
ESG	-0.001 8*** (-2.636 0)	-0.001 6*** (-2.972 0)
L. ExFin		-0.070 8*** (-8.115 6)
控制变量	控制	控制
企业个体固定效应	控制	不控制
行业固定效应	不控制	控制
年份固定效应	控制	控制
$\overline{R^2}$	0.084 1	0.077 0
样本量	26 819	23 248

2. 替换被解释变量

目前学界对于金融资产的定义存在一定的分歧,这可能会对估计企业适度金融化水平产生影响,进而影响基准回归结果的可靠性。例如,会计准则定义下的金融资产还包括买入返售金融资产和债券投资等类别;而其他应收款项目则可以反映企业通过民间借贷方式从事影子银行活动的规模。因此参照以往研究,本文对企业金融化水平进行重新定义^①,遵循上文所阐述的企业过度金融化度量方式得到不同金融化水平定义下的企业过度金融化水平,并进行重新估计。表 6 结果表明,ESG 表现对不同企业金融化水平

定义下所测算得到的企业过度金融化水平均存在抑制效应,且通过了 1% 水平下的统计显著性检验。这说明基准回归结论依然稳健。

表 6 改变被解释变量度量方式的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
ESG	-0.002 0*** (-3.895 4)	-0.002 0*** (-3.910 6)	-0.002 4*** (-4.945 3)	-0.001 8*** (-3.662 3)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业和年份固定效应	控制	控制	控制	控制
$\overline{R^2}$	0.079 8	0.079 5	0.100 8	0.115 2
样本量	26 819	26 819	26 819	26 819

注:列(1)—列(4)被解释变量分别为 ExFin2、ExFin3、ExFin4 和 ExFin5。

3. 替换解释变量

(1) 改变华证 ESG 评级的赋值方式。在基准回归中,本文对华证 ESG 评级进行一一赋值,并以此来测度企业 ESG 表现。考虑到各个 ESG 级别之间差异性可能有限,本文重新定义企业 ESG 表现(ESG2)哑变量(当企业华证 ESG 评级结果为 CCC、CC 或 C 时取值为 0,否则为 1)来测度企业 ESG 表现,进一步衡量其对企业过度金融化行为的影响。表 7 列(1)显示,ESG 表现抑制了企业过度金融化水平,回归系数为-0.005 0,且通过 1% 水平下的统计显著性检验,同时抑制效应与基准回归结果相比有所增强,说明替换华证 ESG 评级赋值方式后基准回归结论依然稳健。

^① 不同企业金融化程度的具体定义如下: $Financial2 = (\text{交易性金融资产} + \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{投资性房地产} + \text{长期股权投资净额} + \text{货币资金} + \text{衍生金融资产}) / \text{总资产}$; $Financial3 = (\text{交易性金融资产} + \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{投资性房地产} + \text{长期股权投资净额} + \text{货币资金} + \text{衍生金融资产} + \text{买入返售金融资产净额} + \text{长期债权投资净额}) / \text{总资产}$; $Financial4 = (\text{交易性金融资产} + \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{投资性房地产} + \text{长期股权投资净额} + \text{货币资金} + \text{衍生金融资产} + \text{买入返售金融资产净额} + \text{长期债权投资净额} + \text{短期投资净额} + \text{其他流动资产}) / \text{总资产}$; $Financial5 = (\text{交易性金融资产} + \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{投资性房地产} + \text{长期股权投资净额} + \text{货币资金} + \text{衍生金融资产} + \text{买入返售金融资产净额} + \text{长期债权投资净额} + \text{短期投资净额} + \text{其他流动资产} + \text{发放贷款及垫款净额}) / \text{总资产}$ 。与之相对应的企业过度金融化水平为 ExFin2、ExFin3、ExFin4 和 ExFin5。

(2)考虑 ESG 的不同维度对企业过度金融化的影响。由于 ESG 内涵丰富,包含企业环境、社会和公司治理等多个维度,而不同 ESG 维度对企业过度金融化的影响可能存在一定差异,本文使用华证 ESG 分维度评级数据刻画企业 ESG 不同维度的表现。由于华证 ESG 分维度评级数据为季度数据,本文对此进行了处理。首先依据基准回归的赋值方法,将 ESG 分维度评级数据转化为数值数据,然后对季度数据取均值获得企业年度 ESG 分维度数据,包括企业环境表现(ESG_E)、社会表现(ESG_S)和公司治理表现(ESG_G)。表 7 列(2)—列(4)显示,企业环境表现(ESG_E)、社会表现(ESG_S)和公司治理表现(ESG_G)对企业过度金融化行为均存在抑制效应,回归系数均为负,且企业社会表现和公司治理表现的抑制效应通过了 1%水平下的统计显著性检验,说明基准回归结论具有良好的稳健性。

(3)使用彭博 ESG 评分数据。由于不同机构的 ESG 评级体系存在较大差异,对同一企业的 ESG 表现的评判也可能存在差异,本文进一步使用彭博公布的企业 ESG 评分(ESG_PB)替换原有企业 ESG 变量(ESG)。与华证 ESG 评级数据相比,彭博 ESG 评分数据虽然覆盖企业范围较小,但公布了各企业具体 ESG 得分数据,从而更有利于刻画各企业 ESG 表现的差异性。表 7 列(5)显示,ESG 表现对企业过度金融化水平产生了抑制效应,回归系数为-0.009 4,且通过了 1%水平下的统计显著性检验,说明企业 ESG 能有效抑制企业过度金融化行为,即基准结论具有良好的稳健性。此外,彭博还公布了各企业环境(ESG_PB_E)、社会(ESG_PB_S)和公司治理(ESG_PB_G)分维度的评分数据,本文进一步检验了环境、社会和公司治理三个维度对企业过度金融化的影响。表 7 列(6)—列(8)显示,企业环境表现和社会表现对于企业过度金融化水平存在抑制效应,回归系数分别为-0.004 9 和-0.006 6,且均通过了 1%水平下的统计显著性检验,而公司治理对企业过度金融化水平的促进效应不存在统计显著性,说明 ESG 不同维度对于企业过度金融化水平的影响存在异质性,再次说明了基准结论具有良好的稳健性。

表 7 替换解释变量的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
$ESG2$	-0.005 0*** (-4.131 8)							
ESG_E		-0.000 7 (-1.358 8)						
ESG_S			-0.001 2*** (-3.610 5)					
ESG_G				-0.002 4*** (-5.129 5)				
ESG_PB					-0.009 4*** (-2.696 3)			
ESG_PB_E						-0.004 9*** (-2.871 7)		
ESG_PB_S							-0.006 6*** (-2.712 7)	
ESG_PB_G								0.008 0 (0.991 7)

表7(续)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
控制变量	控制							
行业和年份固定效应	控制							
\bar{R}^2	0.079 9	0.079 3	0.079 7	0.080 2	0.064 0	0.067 2	0.063 4	0.063 1
样本量	26 819	26 819	26 819	26 819	8 648	7 412	8 488	8 648

4. 同时替换被解释变量和解释变量

在此基础上,本文使用最全口径定义下的企业金融资产所估计得到的企业过度金融化水平(*ExFin5*)对解释变量企业 ESG 表现(*ESG2*)进行回归,检验解释变量与被解释变量测度方式的差异是否会对基准回归结论产生影响,估计结果如表 8 所示。结果表明,ESG 对企业过度金融化水平产生抑制效应,且在环境和社会维度下仍存在抑制效应,但没有证据表明公司治理维度下对企业过度金融化存在抑制效应,这进一步验证了本文基准结论的稳健性。

表 8 同时替换解释变量和被解释变量的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>ESG2</i>	-0.004 1*** (-3.456 4)				
<i>ESG_PB</i>		-0.010 3*** (-3.150 3)			
<i>ESG_PB_E</i>			-0.004 7*** (-2.916 1)		
<i>ESG_PB_S</i>				-0.007 8*** (-3.332 4)	
<i>ESG_PB_G</i>					0.005 7 (0.735 8)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
\bar{R}^2	0.115 2	0.099 2	0.101 8	0.098 9	0.098 0
样本量	26 819	8 648	7 412	8 488	8 648

(四) 机制检验

参考江艇(2022)^[52]的研究,本文构建模型(10)来检验 ESG 表现抑制企业过度金融化的作用机制——企业信息透明度。具体模型设定如下:

$$Opaque_{i,t} = \alpha + \rho ESG_{i,t} + X'_{i,t} \beta + \gamma_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

其中, $Opaque_{i,t}$ 为机制变量,解释变量为企业 ESG 表现(*ESG*),其余设定与模型(1)一致。表 9 报告了机制检验回归结果。列(1)表明,ESG 表现的回归系数为-0.010 3,且通过了 1%水平下的显著性检验,由于 *Opaque* 是企业信息透明度的反向指标,即 *Opaque* 的值越大则说明企业信息透明度越低,该结果验证了良好的企业 ESG 表现可以有效提升企业信息透明度、降低信息不对称程度,有助于与利益相关者建立良好关系、帮助外部投资者获取企业金融化相关信息,进而抑制企业管理者出于短视投机而做出的过度金融化行为。

进一步地,本文使用企业操纵性应计项目的绝对值(*absDisACC*)对企业信息透明度变量(*Opaque*)进行替代。表9列(2)显示,以上结论具有较好的稳健性,即企业良好的ESG表现能够通过提高信息透明度来抑制企业过度金融化行为。因此,本文的研究假设H2得到了实证结果的支持。

表9 ESG对企业过度金融化的影响机制:信息透明度

变量	(1)	(2)
<i>ESG</i>	-0.0103*** (-6.2347)	-0.0014*** (-2.8747)
控制变量	控制	控制
行业和年份固定效应	控制	控制
\bar{R}^2	0.1394	0.0863
样本量	22577	26648

注:列(1)、列(2)被解释变量分别为 *Opaque*、*absDisACC*。

包括地区金融监管(*lnReg*)和管理者自利(*Salary*),其余设定与模型(1)一致。表10展示了交互效应的估计结果。列(1)表明,外部金融化监管在企业过度金融化与ESG表现之间产生了相互削弱效应,交互项(*ESG*×*lnReg*)的回归系数为0.0008,且通过了5%水平下的显著性检验,说明严格的外部金融监管能够通过规范金融机构运行、监管影子银行的活动、控制金融资本的无序扩张和约束企业过度逐利行为的方式抑制企业过度金融化水平,进而替代了企业ESG表现对企业过度金融化的抑制效应,本文的研究假设H3a得到了实证结果的支持。

表10 交互效应检验

变量	(1)	(2)
<i>ESG</i>	-0.0079*** (-2.7305)	-0.0014*** (-2.7473)
<i>lnReg</i>	-0.0038** (-2.2835)	
<i>ESG</i> × <i>lnReg</i>	0.0008** (2.0970)	
<i>Salary</i>		-0.0056** (-2.5421)
<i>ESG</i> × <i>Salary</i>		0.0010** (2.1132)
控制变量	控制	控制
行业和年份固定效应	控制	控制
\bar{R}^2	0.0799	0.0742
样本量	26819	22258

的企业进行金融资产配置的难易程度存在差异。具体而言,一方面,东部地区的金融业发展水平更高,位于东部地区的企业更容易进行金融资产配置,在逐利动机驱动下其过度金融化水平倾向于更高;另一方面,东

(五) 交互效应检验

为进一步检验本文提出的研究假设H3a和H3b,即外部金融监管和管理者自利在ESG表现与企业过度金融化之间的交互效应,本文设定模型(11)进行实证研究:

$$ExFin_{i,t} = \alpha + \rho ESG_{i,t} + \vartheta M_{i,t} + \omega ESG_{i,t} \times M_{i,t} + X'_{i,t} \beta + \gamma_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

其中, $M_{i,t}$ 为待检验的交互效应变量,

由列(2)可知,管理者自利在企业过度金融化与ESG表现之间产生了相互削弱效应,交互项(*ESG*×*Salary*)的回归系数为0.0010,且通过了5%水平下的显著性检验,说明自利的管理者更倾向于选择“短平快”的金融投资以提高个人业绩表现、粉饰财务报表、放弃价值投资背后的长远利益,从而进一步强化企业过度金融化导向与过度金融化水平,进而弱化ESG表现对企业过度金融化的抑制效应,本文的研究假设H3b得到了实证结果的支持。

五、异质性分析

(一) 区域异质性

从区域异质性角度出发,不同地区的金融业发展水平不同,因而位于不同地区

部地区发展水平更高且制度建设相对更为健全,能够促使企业 ESG 理念得以有效贯彻落实,因此位于东部地区的企业其 ESG 表现对企业过度金融化水平的抑制效应应当更为明显。为此,本文按照企业所在省份划分为东部地区和中西部地区两组样本进行分组回归。表 11 结果显示,相较于中西部地区,位于东部地区的企业其 ESG 表现对企业过度金融化水平的抑制效应更为明显。组间系数差异检验(邹氏检验)结果表明,两组回归系数存在明显差异。

(二) 产权异质性

从企业产权异质性角度出发,不同产权性质的企业进行金融投资的动机可能存在差异,从而导致其过度金融化水平存在差异。与民营企业相比,国有企业受政府信用背书,其逐利动机较弱、政策导向性较强,进而其过度金融化水平偏低;而民营企业受政策约束力度偏弱,在资源受限的情况下,更倾向于选择高收益的金融投资提升企业业绩、维护股东权益。基于此,本文将样本划分为国有企业和民营企业两组,进行分组回归分析。表 11 结果显示,相较于国有企业,民营企业样本中 ESG 表现对企业过度金融化行为的抑制效应更明显。组间系数差异检验结果表明两组回归系数存在明显差异。

(三) 高管金融背景异质性

从高管金融背景异质性角度出发,企业高管是否具有金融背景对于企业配置金融资产的能力和力度的影响具有一定差异性,从而导致 ESG 表现对企业过度金融化的抑制效应具有差别。具体而言,高管金融工作背景与工作经历能够帮助高管熟悉金融资产的特性及各种投融资策略,对金融行业的收益和风险有着更为清晰的认知。在企业金融化有利可图的情境下,具有金融背景的高管更倾向于配置更多的资源开展金融活动,从而挤出实体投资。由于高管群体中 CEO 作为企业管理的实际决策者往往起决定性作用,本文使用企业 CEO 金融背景作为企业高管金融背景的替代变量,若企业 CEO 的职业背景为金融背景,则记为 1,否则记为 0。将样本分为高管具有金融背景和高管不具有金融背景两组分别重新估计模型(1)。表 11 结果显示,ESG 表现对于企业过度金融化的抑制效应在不具有金融背景的高管组更具有统计显著性,充分验证了高管金融背景作用下 ESG 对企业过度金融化的抑制效应更弱。组间系数差异检验结果表明两组回归系数存在明显差异。

表 11 异质性分析回归结果

变量	按所属地区分组		按产权性质分组		按高管金融背景分组	
	东部地区	中西部地区	国有企业	民营企业	高管具有金融背景	高管不具有金融背景
ESG	-0.001 9*** (-3.455 3)	-0.001 2 (-1.026 5)	-0.000 6 (-0.803 1)	-0.002 2*** (-3.426 1)	-0.001 9* (-1.950 0)	-0.001 7*** (-2.929 0)
组间系数差异检验 P 值	0.000 0		0.000 0		0.000 0	
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
\bar{R}^2	0.087 5	0.042 9	0.086 0	0.085 8	0.079 6	0.080 4
样本量	21 678	5 141	10 576	16 243	7 029	19 790

六、讨论与启示

(一) 讨论

企业 ESG 作为顺应可持续发展议程下的公司治理制度安排与企业可持续战略导向,对微观企业资源配置导向与企业投资行为产生不可忽视的作用。本文着重探究企业脱实向虚问题的抑制因素,考察 ESG 表现对企业过度金融化的具体影响及其作用机理。具体地,本文以 2009—2021 年沪深 A 股非金融上市公司作为研究样本,实证研究了 ESG 表现对实体企业过度金融化的影响及其内在机理,同时考察了外部金融监管以及管理者自利在 ESG 表现与企业过度金融化之间的交互效应。研究结果表明:第一,ESG 表现抑制了企业过度金融化;第二,提升企业信息透明度是 ESG 表现抑制企业过度金融化的重要作用机制;第三,外部金融化监管和管理者自利均削弱了 ESG 表现对企业过度金融化的抑制效应;第四,ESG 表现对企业过度金融化的抑制效应在企业所属地区、产权性质以及高管金融背景上存在异质性,其抑制效应在位于东部地区的企业、民营企业以及不具有高管金融背景的企业中更为明显。

本文的研究存在一定的局限性。第一,对 ESG 表现抑制企业过度金融化的作用机理检验存在局限。本文仅仅验证了其中的可能机制即信息透明度,未来仍需深化对 ESG 表现与企业过度金融化的传导机制检验,包括高管代理成本、企业机会主义倾向等。第二,本文对企业 ESG 表现的测度存在局限。目前中国企业 ESG 评价体系仍存在指标不统一、评价方式不统一等问题,未来在建立完善的企业 ESG 披露制度后能更为准确地探究 ESG 表现对企业行为的影响。第三,企业过度金融化与企业金融化之间的边界有待进一步明晰。本文使用企业实际金融化水平与企业适度金融化水平之间的差值测度企业过度金融化水平,而使用局部调整模型估计企业适度金融化水平可能存在一定的度量误差,因此本文对企业过度金融化的测度依然存在一定的拟合偏差性,未来需要结合一手数据进一步纠正企业过度金融化的测度水平。

(二) 研究启示

本文的研究对未来政府政策以及企业战略制定具有如下启示:

就政府而言,一方面,加快构建符合中国国情和企业实际发展的 ESG 信息披露体系。ESG 作为资本市场中负责任投资的“舶来品”,聚焦于企业层面逐渐发展为面向企业层面的可持续发展范式和发展模式,资本市场的高质量发展依赖于高质量的企业 ESG 披露体系。因此,需要相关政府监管部门分类构建面向资本市场与不同所有制企业的 ESG 披露体系,规范企业 ESG 披露行为和方式,引导企业从自愿披露 ESG 信息转变为强制披露,并通过完善 ESG 评级体系建设,以一定的激励与奖惩机制提高 ESG 信息披露质量。与此同时,应当尽快建立和完善与资本市场面向负责任投资体系的 ESG 相关的制度体系,例如制定严格的企业 ESG“漂绿”处罚制度,为企业 ESG“漂绿”行为提供处罚依据,提高企业披露虚假信息的成本,引导企业合理追求利润增长,而非通过释放虚假的 ESG 信息,套取资本市场投资者资金从事企业金融化活动。另一方面,加快构筑面向实体企业脱实向虚的动态监测与常态化分类监管体系。合理引导企业配置金融资产有助于企业提升资源配置效应,企业金融化的监管需要立足企业主营业务领域与金融化程度开展实施分类监管体系。特别是,不同层次的金融监管主体应当持续发力,将企业 ESG 软监管与地方政府金融硬监管有机结合,提升金融监管效率,有效引导企业合理配置金融资产,完善化解企业过度金融化风险,引导企业向现代化产业体系建设的短板领域与长板领域投资布局,以实体经济为主攻方向进行创新资源配置,推动企业更好地树立资本市场的负责任投资理念,以负责任投资制度体系建设为上市公司投资保驾护航。

就企业而言,第一,在企业战略导向与使命层面,强化 ESG 战略嵌入以及企业经营领域的融合力度,着力推进企业 ESG 驱动的责任型战略体系建设,逐步将 ESG 纳入到企业战略体系与业务运营体系之中,实现企业 ESG 入脑入心入行。特别是,在企业使命层面,应当真正贯彻落实 ESG 发展理念,有效披露企业 ESG 信息、主动改善自身 ESG 表现,通过构筑 ESG 内生嵌入型使命的软监管效应抑制企业过度金融化行为,以涵盖经济、社会与环境的多重混合使命,引导企业战略决策过程的“负责任资产配置”和“负责任投资”理念,逐步“脱虚返实”和合理配置自身资产,并进一步推动企业由传统单一市场竞争战略向企业 ESG 战略转型,充分发挥企业在环境、社会和资本市场治理方面的协同治理作用,最终实现企业高质量发展。第二,就企业自身的内部控制体系建设而言,应当积极完善企业内部控制体系,规范企业管理者行为,规避其为一己私利而做出不利于企业长期发展的过度金融化投机行为,特别是针对高管自利倾向引入一定的股权激励机制实现企业长期发展与高管激励的内在相容,制定合理的管理者薪酬制度和业绩考核体系,激励管理者关注企业长期价值的实现,规避委托代理问题引发的企业过度金融化风险。第三,企业应当进一步加强面向利益相关方的信息透明度建设,完善企业财务和非财务信息披露机制,提高企业面向资本市场投资者以及其他利益相关方的信息披露质量。并着力完善利益相关方参与机制,防止因信息不对称所造成的忽视相关者利益的短期化投机行为,有效引导企业树立长期可持续发展理念,积极发展企业层面的“耐心资本”以提升企业长期价值,形成资本市场投资者与企业投资之间的良性发展,最终以 ESG 体系引领企业实现高质量发展。

参考文献:

- [1] 顾雷雷,郭建鸾,王鸿宇. 企业社会责任、融资约束与企业金融化[J]. 金融研究, 2020(2): 109-127.
- [2] 张成思,张步晨. 中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J]. 经济研究, 2016, 51(12): 32-46.
- [3] 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.
- [4] 彭俞超,黄志刚. 经济“脱实向虚”的成因与治理:理解十九大金融体制改革[J]. 世界经济, 2018, 41(9): 3-25.
- [5] 邵志浩,菅秀帅. 学术背景独立董事如何影响企业金融化[J]. 东方论坛, 2023(5): 73-90.
- [6] 徐璋勇,胡浩. 上市公司影子银行化对金融稳定的影响与机制研究[J]. 西安财经大学学报, 2024, 37(4): 59-71.
- [7] 徐朝辉,王满四. 数字化转型对实体企业过度金融化的治理效应研究[J]. 证券市场导报, 2022(7): 23-35.
- [8] 张慧. 企业 ESG 信息披露质量与股票市场表现——基于双重代理成本的视角[J]. 首都经济贸易大学学报, 2023, 25(3): 73-88.
- [9] 吴海风,朱晓满. ESG 与能源技术创新:负担还是赋能? [J]. 经济与管理研究, 2024, 45(10): 18-35.
- [10] 阳镇,王越. 企业 ESG 与企业创新效率:资源配置视角的再审视[J]. 技术经济, 2024, 43(10): 111-123.
- [11] 王善平,梁欣晔,曹鹏. ESG 表现抑制企业金融化的机制与效果检验[J]. 财会月刊, 2023, 44(9): 65-73.
- [12] 陈宁,孙飞. 国内外 ESG 体系发展比较和我国构建 ESG 体系的建议[J]. 发展研究, 2019(3): 59-64.
- [13] GUERRERO-VILLEGAS J, PÉREZ-CALERO L, HURTADO-GONZÁLEZ J M, et al. Board attributes and corporate social responsibility disclosure: a meta-analysis[J]. Sustainability, 2018, 10(12): 4808.
- [14] RUSTAM A, WANG Y, ZAMEER H. Does foreign ownership affect corporate sustainability disclosure in Pakistan? A sequential mixed methods approach[J]. Environmental Science and Pollution Research, 2019, 26(30): 31178-31197.
- [15] 阳镇,王越. 海归高管会改善企业 ESG 表现吗? [J]. 上海对外经贸大学学报, 2024, 31(2): 88-110.
- [16] BALDINI M, DAL MASO L, LIBERATORE G, et al. Role of country-and firm-level determinants in environmental, social, and governance disclosure[J]. Journal of Business Ethics, 2018, 150(1): 79-98.
- [17] 张慧,黄群慧. 制度压力、主导型 CEO 与上市公司 ESG 责任履行[J]. 山西财经大学学报, 2022, 44(9): 74-86.
- [18] ECCLES R G, IOANNOU I, SERAFEIM G. The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance[J]. Management Science, 2014, 60(11): 2835-2857.

- [19]刘刚,王杰. ESG 责任履行利于企业核心竞争力提升吗? [J]. 经济与管理研究,2024,45(7):18-33.
- [20]王琳璐,廉永辉,董捷. ESG 表现对企业价值的影响机制研究[J]. 证券市场导报,2022(5):23-34.
- [21]ELIWA Y, ABOUD A, SALEH A. ESG practices and the cost of debt: evidence from EU countries[J]. *Critical Perspectives on Accounting*, 2021, 79: 102097.
- [22]ATIF M, ALI S. Environmental, social and governance disclosure and default risk[J]. *Business Strategy and the Environment*, 2021, 30(8): 3937-3959.
- [23]PALLEY T I. Financialization: what it is and why it matters[Z]. The Levy Economics Institute Working Paper No. 525, 2007.
- [24]KRIPPNER G R. The financialization of the American economy[J]. *Socio-Economic Review*, 2005, 3(2): 173-208.
- [25]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.
- [26]DENIS D J, SIBILKOV V. Financial constraints, investment, and the value of cash holdings[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(1): 247-269.
- [27]BAILY M N, LITAN R E. A brief guide to fixing finance[R]. Washington, DC: Brookings Institution, 2008.
- [28]李建军,韩珣. 非金融企业影子银行化与经营风险[J]. 经济研究,2019,54(8):21-35.
- [29]谢家智,王文涛,江源. 制造业金融化、政府控制与技术创新[J]. 经济学动态,2014(11):78-88.
- [30]黄贤环,王瑶,王少华. 谁更过度金融化:业绩上升企业还是业绩下滑企业? [J]. 上海财经大学学报,2019,21(1):80-94.
- [31]郑丽雅,易宪容,SAFI A. 管理层持股对企业过度金融化的影响:促进还是抑制? [J]. 经济体制改革,2022(6):183-189.
- [32]盛明泉,项春艳,谢睿. 数字普惠金融能否抑制实体经济“脱实向虚”[J]. 首都经济贸易大学学报,2022,24(1):96-112.
- [33]BAKER E D, BOULTON T J, BRAGA-ALVES M V, et al. ESG government risk and international IPO underpricing[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 67: 101913.
- [34]FREEMAN R E. Strategic management: a stakeholder approach[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 2010.
- [35]宋军,陆皓. 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.
- [36]刘姝雯,刘建秋,阳阳,等. 企业社会责任与企业金融化:金融工具还是管理工具? [J]. 会计研究,2019(9):57-64.
- [37]阳镇. 平台型企业社会责任:边界、治理与评价[J]. 经济学家,2018(5):79-88.
- [38]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(2):89-99.
- [39]潘越,戴亦一,林超群. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J]. 金融研究,2011(9):138-151.
- [40]刘少波,杨俊宇,张友泽. 信息透明度、分析师关注与实体经济金融化[J]. 南方金融,2021(12):47-58.
- [41]孟庆斌,刘建涵,谢沛林. 商业银行监管能够抑制实体经济“脱实向虚”吗——基于实体经济金融化视角的研究[J]. 经济理论与经济管理,2023,43(4):36-52.
- [42]肖红军,阳镇,凌鸿程. “鞭长莫及”还是“遥相呼应”:监管距离与企业社会责任[J]. 财贸经济,2021,42(10):116-131.
- [43]LAVERTY K J. Economic “short-termism”: the debate, the unresolved issues, and the implications for management practice and research[J]. *Academy of Management Review*, 1996, 21(3): 825-860.
- [44]胡楠,薛付婧,王昊楠. 管理者短视主义影响企业长期投资吗? ——基于文本分析和机器学习[J]. 管理世界,2021,37(5):139-156.
- [45]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,(10):122-136.
- [46]王海军,王淞正,张琛,等. 数字化转型提高了企业 ESG 责任表现吗? ——基于 MSCI 指数的经验研究[J]. 外国经济与管理,2023,45(6):19-35.
- [47]李慧云,刘倩颖,李舒怡,等. 环境、社会及治理信息披露与企业绿色创新绩效[J]. 统计研究,2022,39(12):38-54.
- [48]王亚平,刘慧龙,吴联生. 信息透明度、机构投资者与股价同步性[J]. 金融研究,2009(12):162-174.
- [49]李华民,邓云峰,吴非. 金融监管如何影响企业技术创新[J]. 财经科学,2021(2):30-44.
- [50]王克敏,王华杰,李栋栋,等. 年报文本信息复杂性与管理者自利——来自中国上市公司的证据[J]. 管理世界,2018,34(12):120-132.
- [51]谢红军,吕雪. 负责任的国际投资:ESG 与中国 OFDI[J]. 经济研究,2022,57(3):83-99.
- [52]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(5):100-120.

Does ESG Performance Inhibit Corporate Excessive Financialization?

WANG Yue¹, YANG Zhen^{2,3}, CHEN Jin³

(1. Renmin University of China, Beijing 100872;

2. Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100006;

3. Tsinghua University, Beijing 100084)

Abstract: Guiding enterprises to moderately allocate financial assets and injecting capital into the real economy is of great practical significance for China to achieve high-quality economic development and promote Chinese modernization. However, the phenomenon of enterprises shifting from real to virtual is still prevalent. Thus, this paper takes A-share non-financial listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2009 to 2021 as research samples, explores the inhibiting factors of the problem of enterprises shifting from real to virtual, and examines the specific impact of ESG performance on corporate excessive financialization and its mechanism.

The findings are as follows. First, ESG performance plays a crucial role in restraining corporate excessive financialization. Second, improving corporate information transparency is an important mechanism in this restraining process. Third, both external financialization supervision and managerial self-interest weaken the restraining effect. Fourth, this restraining effect is more evident in enterprises located in the eastern region, private enterprises, and enterprises where executives lack a finance background.

This paper provides valuable insights for governments to formulate effective policies and enterprises to develop ESG development strategies. For the government, it needs to accelerate the construction and improvement of ESG information disclosure systems in line with China's national conditions and combine ESG soft supervision with local government financial hard supervision to effectively guide enterprises to rationally allocate their financial assets. For enterprises, the concept of ESG should be regarded as the strategic choice of enterprise development, and corporate excessive financialization should be restrained by the soft supervision effect, and enterprises should be guided to gradually shift from virtual to real and rationally allocate their own assets, and finally achieve high-quality development.

The contributions of this paper are threefold. First, it explores the theoretical transmission framework and the main mechanism of ESG and corporate excessive financialization, enriching the traditional research framework of corporate financialization. It also verifies the resource allocation effect under the guidance of sustainable development of ESG, expanding the research on the value effect of ESG. Second, it further discusses the interaction between external financial supervision and internal managerial self-interest on ESG performance and corporate excessive financialization, which has practical significance for improving the government financial supervision system and optimizing corporate internal governance structure. Third, it provides new inspiration for re-understanding the heterogeneity of enterprises shifting from real to virtual, enterprises' reasonable allocation of financial assets, and for the government to properly supervise corporate financialization.

Keywords: ESG performance; excessive financialization; information transparency; financial regulation; managerial self-interest

责任编辑:蒋 琰;周 斌