

摘 要

包含环境（Environment）、社会责任（Social）、公司治理（Government）三个维度的 ESG 评价体系近年来得到学术界和业界的广泛认可。但现有研究主要集中于 ESG 行为对企业经济后果的探讨，鲜有文献关注企业 ESG 责任承担对其投资行为，特别是对金融资产投资行为的影响。而我国正处于经济结构转型的关键时期，实体企业金融化问题日益严重，这一现象甚至使得我国经济出现脱实向虚的倾向。因此，有必要在 ESG 投资理念蓬勃发展的时代背景下，深入剖析实体企业 ESG 表现对其金融资产投资规模的影响效应，这对增强企业社会责任意识、推动中国经济脱虚向实有着重要的理论与现实意义。

为此，本文对前人相关研究进行归纳总结，基于利益相关者理论、可持续发展理论、资源基础理论，从实体企业积极承担 ESG 责任的不同动机出发，提出了价值工具和金融工具两种对立性假设，探究 ESG 这一重要的战略性资源对于非金融企业金融资产投资规模的影响。首先，本文基于我国 2010 至 2020 年 A 股非金融行业上市企业的面板数据对以上假设进行了检验，同时采用工具变量法、主要解释变量滞后一期、更换重要变量衡量标准与回归模型等方法进一步证实了结论的稳健性。其次，为加深对实体企业 ESG 表现影响金融化程度这一结论内在机制的理解，使政策建议更好落地，本文还从产权性质、高管团队性别特征、融资约束三个方面进行异质性分析。最后，本文还分析了企业 ESG 表现影响其金融化程度的作用渠道。

研究发现：其一，在中国资本市场上，非金融企业的 ESG 实践主要是起到价值工具的作用，即积极进行 ESG 实践的企业有更强的道德感和社会责任感，会自觉减少对于金融资产的投资。其二，ESG 表现较好的国有企业更有可能将资源集中于主营业务的发展，进而降低企业金融化程度，而 ESG 表现较好的民营企业则会增加其对于金融资产的配置；在女性高管占比较高、融资约束程度比较低的企业，企业积极的 ESG 实践对于金融资产投资的抑制作用会更明显。其三，存在企业积极承担 ESG 责任→提高其可持续发展能力→金融化程度降低这一逻辑链条。

为促进企业长期可持续发展，推动中国经济脱虚向实，本文提供了以下三条政策建议：第一，引导资金回归本源，服务于经济社会发展；第二，强化金融监管，切实防范和控制金融系统风险；第三，积极进行 ESG 实践，关注利益相关者利益。

关键词：ESG；企业金融化；可持续发展

Abstract

The ESG evaluation system, which includes three dimensions of environment, social responsibility and government, has been widely recognized by academia and industry in recent years. However, the existing research mainly focuses on the discussion of the economic consequences of ESG behavior on enterprises, and few literatures pay attention to the impact of ESG responsibility on enterprise investment behavior, especially on financial asset investment behavior. China is in a critical period of economic restructuring, and the problem of financialization of real enterprises is becoming more and more serious. This phenomenon even makes China's economy tend to move from real to virtual. Therefore, under the background of the vigorous development of ESG investment, it is necessary to deeply analyze the impact of ESG performance of real enterprises on the scale of their financial asset investment, which is of great theoretical and practical significance to enhance the awareness of corporate social responsibility and promote China's economy from virtual to real.

Therefore, this paper summarizes the previous studies. Based on stakeholder theory, sustainable development theory and resource-based theory, starting from the different motivations of entity enterprises to actively assume ESG responsibility, this paper puts forward two opposite hypotheses of value tools and financial tools, and explores the impact of ESG, as an important strategic resource, on the scale of financial assets investment of non-financial enterprises. At first, this paper tests the above assumptions based on the panel data of listed companies in China's non-financial industry from 2010 to 2020. At the same time, the robustness of the conclusions is further confirmed by means of instrumental variable method, one-period lag of main explanatory variables, replacement of important variable measurement standards and regression models. Secondly, in order to deepen the understanding of the internal mechanism of the phenomenon that corporate ESG performance affects the degree of financialization and make policy recommendations better implemented, this paper also conducts heterogeneity analysis from three aspects: the nature of property rights, the gender characteristics of senior management teams, and financing constraints. Finally, this paper also analyzes the channels through which ESG performance affects the degree of financialization.

The study found that : first, in China's capital market, the ESG practice of non-financial enterprises mainly plays the role of value tool, which means enterprises that actively carry out ESG practice have a stronger sense of morality and social responsibility,

and will consciously reduce investment in financial assets. Second, state-owned enterprises with better ESG performance are more likely to concentrate resources on the development of their main business, thereby reducing the degree of financialization of their enterprises, while private enterprises with better ESG performance will increase their allocation of financial assets. In enterprises with high proportion of female executives and low degree of financing constraints, the positive ESG practice of enterprises will have a more obvious inhibitory effect on their financial asset allocation. Third, there is a logical chain that actively assuming corporate ESG responsibility will improve its sustainable development ability, thus reducing the degree of financialization.

In order to promote the long-term sustainable development of enterprises and promote China's economy from virtual to real, this paper provides the following three policy recommendations : First, guide funds to return to their origin and serve economic and social development; second, strengthen financial supervision and effectively prevent and control financial system risks; third, actively carry out ESG practice and pay attention to the interests of stakeholders.

Key words: ESG; Enterprise Financialization; Sustainable Development

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.2 研究内容与框架	3
1.3 研究思路与方法	4
1.4 创新及不足	6
第 2 章 文献综述	7
2.1 企业 ESG 行为经济后果分析	7
2.2 企业金融化影响因素	9
2.3 企业 ESG 行为与企业金融化的相关关系	10
2.4 文献评述	11
第 3 章 ESG 行为对企业金融化影响的理论分析	13
3.1 ESG 表现与企业金融化概念界定	13
3.1.1 ESG 的理论内涵	13
3.1.2 企业金融化的理论内涵	14
3.2 企业 ESG 行为影响企业金融化的相关理论基础	15
3.2.1 利益相关者理论	15
3.2.2 可持续发展理论	16
3.2.3 资源基础理论	17
3.3 假设提出	19
3.3.1 价值工具假说	19
3.3.2 金融工具假说	20
3.4 本章小结	21
第 4 章 ESG 行为对企业金融化影响的实证分析	22
4.1 样本选择与数据来源	22
4.2 变量定义和模型构建	22
4.2.1 主要变量定义	22
4.2.2 基准模型构建	23
4.3 描述性统计与相关性分析	24
4.4 基准结果分析	27

4.5 稳健性检验	28
4.5.1 工具变量法	28
4.5.2 ESG 评分滞后一期	30
4.5.3 更换企业金融化衡量标准与 Tobit 模型检验	31
4.6 本章小结	32
第5章 进一步研究	33
5.1 异质性分析	33
5.1.1 产权性质	33
5.1.2 高管团队性别特征	36
5.1.3 融资约束	39
5.2 可持续发展渠道分析	42
5.3 本章小结	45
第6章 结论与政策建议	46
6.1 研究结论	46
6.2 政策建议	46
参考文献	49
攻读学位期间取得的学术成果	55
致谢	56

第 1 章 绪论

1.1 研究背景及意义

ESG 是包含环境（Environment）、社会责任（Social）、公司治理（Government）三个维度的投资理念，倡导投资者在进行投资决策的过程中，不应只看重企业的营业收入、利润、市值等财务因素，更应关注企业在环境保护、社会责任、公司治理等方面的非财务因素，综合科学地衡量企业内在价值。2004 年 ESG 的概念被联合国全球契约组织（United Nations Global Compact）在《关怀者胜》（Who Cares Wins）中首次提出。2006 年联合国责任投资原则组织（The United Nations-supported Principles for Responsible Investment）宣告成立，正式确立了 ESG 的投资原则，此后 ESG 投资理念开始在全世界范围内流行起来，并逐渐得到了各个国家政府、监管部门甚至是主流资产管理机构的认可。截至 2022 年底，已有超过 4700 家机构投资者和服务提供商签署了负责任投资原则（PRI），承诺在投资分析和决策过程会考虑企业的 ESG 表现，他们管理的总资产规模高达 120 万亿美元，占到全球机构管理资产的一半以上。

随着 ESG 在全球发展得如火如荼，我国近年来也出台了许多 ESG 的相关政策。2006 年深交所发布的《上市公司社会责任指引》要求“深证 100 指数”成分股必须披露《社会责任报告》；2007 年原国家环保总局（现生态环境部）发布的《环境信息公开办法》要求污染排放物总量超标的企业需强制披露企业环境信息；2008 年上交所要求某些重点公司必须披露《社会责任报告》；2016 年中央人民银行也在颁布的《关于构建绿色金融体系的指导意见》中完善了绿色债券发行人以及上市公司的强制性环境披露制度；2018 年中国证券监督管理委员会亦在颁布的《上市公司治理准则》中初步确立了上市公司的 ESG 信息披露原则，并且鼓励引导投资人开展责任投资活动，促进上市公司积极承担 ESG 责任。同年基金业协会也发布了首份《绿色投资指引》以及《中国上市公司 ESG 评级体系报告》；2020 年习近平主席在第七十五届联合国上郑重做出“2030 年前碳达峰，2060 年前碳中和”的承诺，次年“双碳目标”被纳入《政府工作报告》。在 ESG 理念得到全球广泛认可的背景下，学术界也涌现了大量 ESG 的有关研究。大量文献肯定了企业积极进行 ESG 实践的积极影响，比如提高企业的财务绩效和治理能力（Dimson 等），降低企业的资金成本（Wong 等），提升创新能力（Broadstock 等）等^[1-3]。但也存在部分研究认为企业 ESG 行为存在着严重的委托代理问题，是管理层掩盖不良行为的遮羞布（权小峰等）^[4]。而现有研究主要聚焦

于 ESG 行为对企业经济后果的探讨，鲜有文献关注企业 ESG 责任承担对企业投资行为，特别是对金融资产投资行为的影响。

近年来中国经济步入“新发展”阶段，不确定因素日益增多，国内企业逐渐面临人口福利流失、国内外需求不足、劳动力与运营成本大幅上升、产能过剩等问题，实体经济经营环境趋紧，实体部门投资回报率下降，利润空间不断被压缩。同时之前累积的制度性导致的金融抑制使得非金融企业有着较为强烈的金融资产投资需求，而这种需求远远大于正规金融体系的金融资产供给，这使得金融资产投资收益率持续攀升，金融部门不断膨胀。截止 2022 年第三季度末，中国金融行业资产总值高达 413 万亿元。在金融投资活动超额收益的刺激下，我国实体企业配置金融资产的规模持续扩大，实体企业逐渐趋向于金融化。虽然适度的企业金融化可以优化资源配置，促进经济发展。但是大多数实体企业并没有将投资金融资产所获取的收益用来反哺主业，而是进一步投资于金融行业，甚至逐渐成为资本市场中的投机者与套利者。这一现象带来了“产业空心化”的问题，以至使得中国经济出现了脱实向虚的趋势。并且由于金融资产价格波动频繁，风险水平较高，非金融上市公司金融投资经验不足，其大规模地配置金融资产会进一步阻碍中国金融市场的稳定发展。故企业金融化已经关系到一国经济与社会发展的战略问题。

在 ESG 理念蓬勃发展的环境下，由于非金融企业积极承担 ESG 责任的动机不同，其 ESG 行为对金融资产投资决策的影响也存在差异。若企业出于逐利的动机倾向于谋求短期利益，则其会更加青睐于投资收益更快、收益率更高的金融工具，那企业优异的 ESG 表现就有可能成为其掩饰自利行为的工具，即积极承担 ESG 责任会加剧企业金融化程度。但若企业更加看重于可持续发展，致力于不断提升长期价值，则其就会将积极承担 ESG 责任所获取的社会资源更多用于主营业务发展上，不断增强企业核心竞争力，最终实现企业长期价值的持续增长，即企业积极承担 ESG 责任会减弱企业金融化程度。因此，深入剖析实体企业 ESG 表现对其金融资产投资规模的影响效应，对强化企业责任意识、推动中国经济脱虚向实具有重要的理论与实践价值。具体意义总结如下：

（1）现有文献一般关注于企业 ESG 行为承担的经济后果，例如企业积极进行 ESG 实践对企业价值、财务绩效、风险等的影响，而本文将经济新常态下企业金融化的独特视角作为切入点，探究企业 ESG 行为承担对企业金融化的影响，将宏观经济发展与微观企业行为进行结合，丰富拓展了现有 ESG 理论的研究体系，证实了 ESG

行为承担对于上市公司发展的重要作用，促进了中国 ESG 投资的发展。

(2) 现有文献大多从宏观经济环境和以管理者特质与财务情况为主的企业内部特征两方面着手分析企业金融化的影响因素。而本文在 ESG 理念蓬勃发展的时代背景下，从企业积极承担 ESG 责任的内在动机出发，分析企业 ESG 表现对其金融资产配置规模的影响效应，完善发展了现有关于企业金融化影响因素的研究体系，为吸引资金回归本源，推动我国经济脱虚向实提供了有效的理论指导。

(3) 本文的异质性分析从企业的产权性质、高管团队特征、融资能力三个角度探究了企业 ESG 行为承担对企业金融资产投资的影响，进一步拓宽了企业防范过度金融化的视角，有利于完善金融监管体系与改善企业治理结构，推动中国经济可持续高质量发展。

1.2 研究内容与框架

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。本章阐述研究背景与研究意义，并介绍本文所研究的主要内容与研究方法。

第二章为国内外文献综述。本章对国内外 ESG 与企业金融化相关文献进行梳理总结，阐述当前学术界对实体企业 ESG 行为与其金融资产持有之间关系研究的内容与空缺，为本文后续分析提供研究方向与文献基础。

第三章为 ESG 行为对企业金融化影响的理论分析。本章明确了企业金融化和 ESG 的相关概念，梳理了利益相关者理论、可持续发展理论、资源基础理论，并基于上述理论机制以及中国所处的政治经济环境提出相应假设。

第四章为 ESG 行为对企业金融化影响的实证分析。首先本章介绍实证分析所需变量、样本的选取和数据来源，并且设定基准回归模型。其次，本章对所有变量进行描述性统计与相关性分析，初步了解样本的数据特征。接着本章基于最小二乘法回归模型对假设进行检验，得出基准回归结论。最终本章采用工具变量法、主要解释变量滞后一期、更换重要变量衡量标准与回归模型等方法对结论进行稳健性检验。

第五章为进一步研究。本章包括从产权性质、高管特征、融资能力三个角度展开的异质性分析以及可持续发展渠道检验。

第六章为研究结论与政策建议。本章首先对前文结论进行归纳总结，之后针对研究结论为企业参与 ESG 实践和促进中国经济脱虚向实提供相应的政策建议。

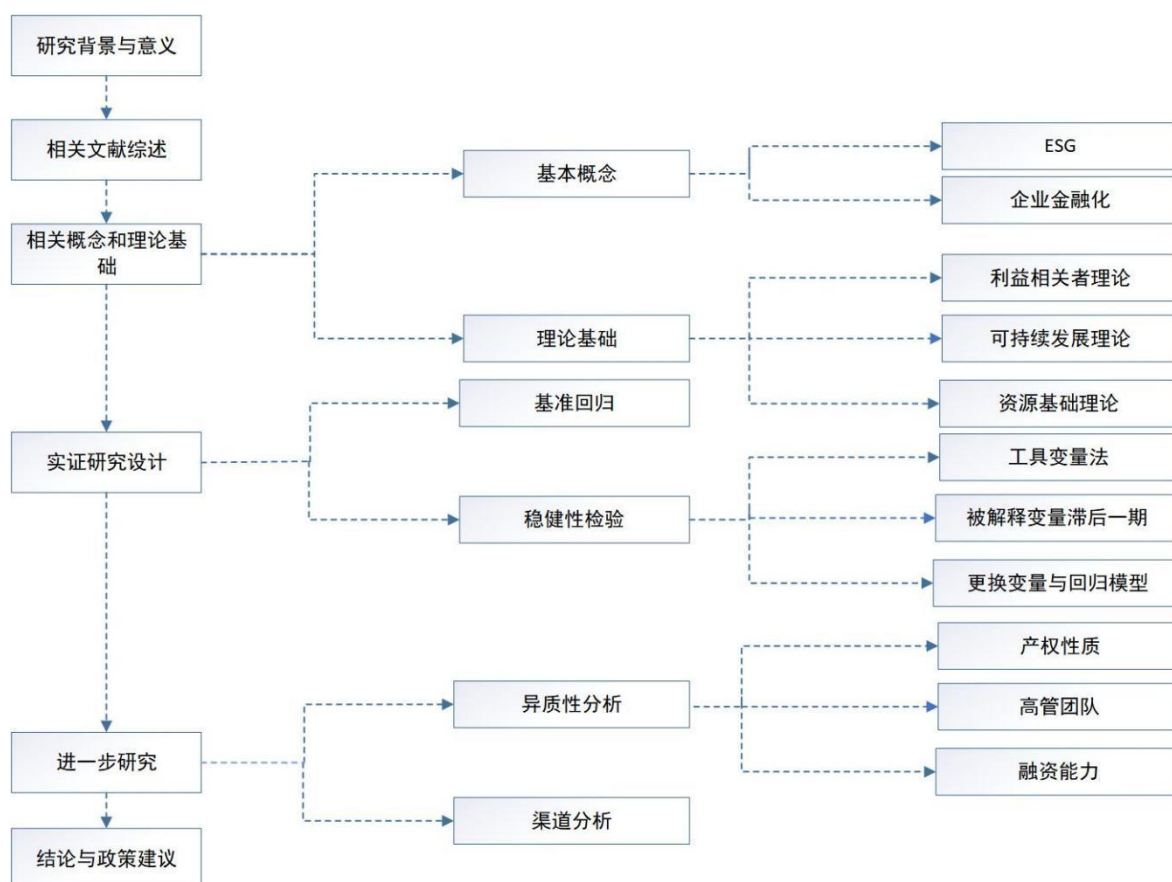


图 1-1 研究框架

本文拟解决的关键问题如下：

（1）从企业承担 ESG 责任的动机出发，探究实体企业积极承担 ESG 责任对其金融化的影响，为企业的可持续发展以及引导资金回归本源提供经验指导。

（2）从企业产权性质、高管团队特征、财务情况三种视角探寻企业 ESG 行为抑制非金融企业进行金融资产投资这一结论的异质性，为促进企业积极承担 ESG 责任、防范金融风险提供相应的理论依据和政策启示。

（3）本文的渠道分析从企业长期可持续发展的视角出发，证实了重视 ESG 表现的企业会将更多资源放在主营业务发展，不断实现其长期价值的增长，进而减少了其对于金融资产的投机行为这一逻辑链条。本文丰富了 ESG 的有关研究，凸显了企业积极承担 ESG 责任的红利。

1.3 研究思路与方法

本文依据“发现问题→理论分析→提出假设→检验假设→深化问题→政策建议”的逻辑思路，基于规范科学的研究方法对“非金融企业 ESG 行为对其金融化程度的影响”这一问题展开研究。首先，本文基于 ESG 理念蓬勃发展以及企业金融化不断

加深的背景，确定研究主题。接着本文通过查阅相关文献资料明确企业金融化和企业 ESG 评分的相关数据，同时搜集整理相关控制变量，对其进行描述性统计与相关性分析。其次，本文基于利益相关者理论、可持续发展理论、资源基础理论以及中国特定的政治经济环境，提出相应假设。

之后本文对假设进行检验，并且对基准回归结论进行包括工具变量法、将主要解释变量滞后一期、更换重要变量衡量标准与基准回归模型在内一系列方法的稳健性检验。为使政策建议更好落地，本文从企业产权性质、高管特征、融资能力三个角度展开异质性分析。本文也分析了企业承担 ESG 责任对企业金融化影响的具体作用渠道。

最终，本文将上述研究结论与中国国情相结合，为企业进行 ESG 实践和抑制中国经济脱实向虚提供了相应的政策建议。

本文使用的主要研究方法如下：

(1) 文献归纳法。本文通过对企业 ESG 行为以及企业金融化的相关文献进行系统研读和梳理，总结现有文献的成果和不足，发现鲜有文献将企业 ESG 行为与企业持有金融资产联系在一起。这一发现为本文提供了研究方向。此外本文借鉴现有相关文献的研究思路，从界定企业 ESG 行为与企业金融化的理论内涵出发，梳理利益相关者理论、可持续发展、资源基础理论等相关理论，最终基于上述理论提出相应假设。本文还参考前人研究方法，对数据进行回归分析，并且对结论进行稳健性检验。本文亦受前人研究启发，在进一步研究中分析不同产权性质、高管特征、融资能力的企业积极承担 ESG 责任对其金融化程度影响的差异化，并归纳总结出高 ESG 得分的企业会更加注重企业的可持续发展进而降低企业持有金融资产规模这一作用渠道。

(2) 实证分析法。本文首先收集并整理了我国 2010 至 2020 年 A 股上市的非金融企业的 ESG 评分与金融金融化程度的相关数据，基于普通最小二乘法模型对数据进行回归分析，验证了 ESG 行为对企业金融化的抑制作用，并且采用工具变量法、将解释变量滞后一期、更换重要变量衡量标准以及回归模型等方法对结论进行稳健性检验，尽量克服结论可能存在的误差与内生性问题。

(3) 比较分析法。为使政策建议更有针对性以及政策效果更为显著，本文进行分组回归，从产权性质、高管特征、融资能力三个角度展开异质性分析。同时针对现有研究作用机制分析的不足，本文借鉴前人研究，在采用分组回归直观显示不同组别样本企业 ESG 得分对金融化程度间的因果效应差异的基础上，也引入 ESG 评分与各调节变量的交乘项来进行因果效应的组间差异性检验。

1.4 创新及不足

本文研究有以下两点创新：

其一，相关研究大多基于传统企业社会责任理论，探究企业责任承担对其配置金融资产决策的影响。而如今社会面临的可持续问题日益严峻，投资者与消费者更加重视企业在发展过程中的环保行为、公益行为、治理能力，因此此时专注于企业产品与服务的传统社会责任理论已经不能准确刻画企业对于全部利益相关者的负责任程度。并且传统企业社会责任指标标准不够明确，缺乏一定的客观性，无法准确地衡量出企业责任投资水平。故本文从企业环境、企业社会责任、公司治理责任承担三个维度扩展了企业承担社会责任的理论内涵，利用包含环境（E）、社会责任（S）、公司治理（G）三个维度的 ESG 理念，基于利益相关者理论、可持续发展理论、资源基础理论，从企业积极承担 ESG 责任的内在动机出发，探究企业 ESG 行为对于企业投资金融资产的影响，这进一步丰富完善了责任投资理论，为促进中国经济高质量可持续发展提供了相应的理论支持和方法依据。

其二，以往研究大多在企业财务框架、治理特征、宏观政策下探究企业金融化的影响因素，很少考虑企业的非财务因素对于企业持有金融资产的影响，本文突破以往文献的固有局限，探究企业 ESG 表现对于企业进行金融资产投资的影响，进一步拓宽了企业金融化影响因素的分析框架，对政府引导企业投资回归主营业务，防范系统性金融风险，推动中国经济脱虚向实有着重要的理论与现实意义。

尽管本文研究有着较为重要的理论与现实意义，同时也具有一定的创新性，但作为探索性实证研究，本文研究亦存在一定的局限性。一方面，由于我国 ESG 投资实践刚刚起步，ESG 基础设施建设不足，构建 ESG 指标体系的相关数据不够完整科学，仅有少数第三方独立机构评估了部分上市企业的 ESG 表现，因此受制于数据可得性，本文使用的样本企业数量较少，时间跨度较短，频率较低，有可能存在样本代表性不足的问题。另一方面，企业的利益相关者是一个十分广泛的群体，可能会通过多种渠道影响企业的金融投资行为，本文仅选取了最具有代表性的可持续发展渠道，未能完全厘清企业 ESG 责任承担对于企业金融化程度的影响机制。

第 2 章 文献综述

为充分了解现有关于实体企业 ESG 行为对其金融资产投资规模的影响效应这一问题的研究进展，同时为后续研究打下坚实的理论基础，本章从企业 ESG 行为的经济后果分析、企业金融化影响因素、企业 ESG 行为与企业金融化的相关关系三个角度梳理了相关文献，由表及里、逐步深入地展现了学术界关于这一问题的研究脉络。

2.1 企业 ESG 行为经济后果分析

ESG 这一概念最早可追溯到产生于 20 世纪的企业社会责任（Corporate Social Responsibility，简称为 CSR）理念。因此本部分在归纳总结 ESG 与责任投资者相关文献的同时，加入了部分企业社会责任（Corporate Social Responsibility，CSR）的有关研究丰富现有成果。纵观大量 ESG/CSR 文献，最具争议性的问题莫过于是企业承担 ESG 责任会给企业带来怎样的经济后果，因此本部分将从企业 ESG 行为的积极影响和消极影响两方面来梳理相关文献。

（1）积极影响

大量研究表明积极承担社会责任的企业在财务绩效、价值、风险水平等方面的表现均优于普通企业。有学者认为企业积极承担社会责任有利于企业财务绩效的提高（张兆国等）^[5]。第一，企业积极承担社会责任是一种信号传递机制，可以降低信息不对称问题所带来的不利影响，降低代理成本，向各利益相关者证明企业是值得信赖的，从而帮助企业获得所有利益相关者的信任和拥护，夯实合作关系基础；第二，企业积极承担社会责任是一种交易实现机制，积极承担社会责任的企业会十分关注并且维护各利益相关方的既得利益，不断稳固与各利益相关方的交易关系；第三，企业积极承担社会责任是一种价值创造机制，企业在为整个社会创造价值的同时，企业声誉、员工忠诚度都有了极大程度地提高，进而企业可以创造更大的利润。Friede 等总结归纳了 2000 余篇 ESG 与企业财务绩效之间关系的论文，发现 90% 以上的文献认为企业的 ESG 表现与其财务绩效间存在非负向关系，并且这种效果在长期更加明显^[6]。

也有研究聚焦于企业 ESG 行为与企业价值间的关系。例如，贾兴平等提出企业良好的社会责任表现可以帮助企业获得道德资本，提高企业的竞争优势、降低资本市场的异质性风险，实现企业价值的长期提升^[7]。Wong 等发现当企业被纳入彭博社的 ESG 评分时，会向潜在投资者发出一个关于企业对 ESG 行为的承诺，从而降低企业

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/185141102223011244>