

ESG 表现与企业金融化

——内外监管双“管”齐下的调节效应

潘海英,朱忆丹,新 夫

(河海大学 商学院,江苏 南京 211100)

[摘要]以2011—2018年A股非金融、非房地产上市公司为样本,探讨环境、社会责任及公司治理(ESG)表现对企业金融化的影响效应。研究表明:ESG表现抑制了企业金融化,而企业内部监管会放大ESG表现对企业金融化的负向效应,外部金融监管则弱化了两者之间的负向关系。抑制效应、放大效应和弱化效应在环境、社会责任方面体现较为明显,而在公司治理方面不明显。进一步研究发现,ESG表现以及环境、社会责任能通过融资约束抑制企业金融化行为,融资约束在公司治理对企业金融化的影响中不具有中介作用;异质性分析发现ESG表现以及环境、社会责任对企业金融化的抑制效应在国有企业、研发能力较强企业中较为显著,而公司治理在非国有企业和研发能力较强的企业中表现出正向的金融化效应。研究结果丰富了ESG表现影响企业金融化的理论机制,为完善上市公司监管制度体系、夯实实体经济发展根基提供了依据。

[关键词]ESG表现;环境;社会责任;公司治理;企业金融化;企业内部监管;外部金融监管;融资约束

[中图分类号]F275.1 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2022)02-0060-10

一、引言

党的十九大报告指出,我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。高质量发展是能够满足人民日益增长的美好生活需要的发展,涵盖了“创新、协调、绿色、开放、共享”的新发展理念。其中,绿色是高质量发展的必要条件,而实现经济、社会和环境的可持续发展是绿色发展的基本目标。企业作为微观经济的主体,是经济社会绿色转型和发展的重要推动者,理应在环境保护、社会责任履行、内部治理能力提升等方面有更多的担当。

ESG是英文单词Environment(环境)、Social(社会责任)和Governance(公司治理)的首字母缩写,是企业可持续发展能力的重要衡量标准,也是符合时代潮流、贯彻五大新发展理念的重要抓手。2006年时任联合国秘书长科菲·安南牵头联合国全球契约组织和环境规划署金融倡议组织共同设立了责任投资原则组织,该组织首次将环境保护、社会责任与公司治理相结合,正式提出了ESG这一概念。基于ESG理念,在各级政府、非政府组织、交易所以及投资者等诸多方面的持续推动之下,企业ESG表现不断改善。然而,对于企业增强ESG表现的内在动力,仍然需要进一步探究。从企业经营目标来看,企业经营最终目标是价值最大化,但追求利益是其本质。在不同的动机之下,ESG表现与企业金融资产投资行为之间的关系可能存在差异。一方面,若企业致力于长期价值的提升,那么为了增强自身经营实力,管理者在关注ESG表现的同时,会更加注重资金增值与企业发展之间的良性循环,由此,良好的ESG表现不一定使得企业过度依赖金融资产。另一方面,若管理者更倾向于谋取短期利益,那么为了提升盈利水平,他们往往会选择通过金融渠道累积收益,此时ESG表现对不当行为的掩盖作用或将推

[收稿日期]2021-09-09

[基金项目]国家社会科学基金项目(19BJY029)

[作者简介]潘海英(1970—),女,浙江台州人,河海大学商学院教授,博士生导师,博士,主要研究方向为企业投融资决策,邮箱:hypan@hhu.edu.cn;朱忆丹(1997—),女,江苏苏州人,河海大学商学院硕士生,主要研究方向为企业投融资决策;新夫(1978—),男,青海格尔木人,河海大学商学院副教授,博士生导师,博士,主要研究方向为公司金融。

进管理者利用金融市场获利的企图。那么,ESG表现究竟是抑制企业金融化的管理工具,还是管理者追求短期金融套利的粉饰工具呢?学界对此存在争议并形成了不同观点。部分学者指出良好的ESG表现将对企业价值、财务绩效、融资成本等方面产生积极影响^[1-3],会作为管理工具削弱金融资产配置倾向^[4]。但是也有学者证实了管理层的自利偏好可能会成为企业履行责任的掣肘,通过较好的责任表现为企业“遮羞”,掩盖过度投资等不道德行为^[5-8],ESG表现作为粉饰工具加剧了企业金融化^[9-10]。总体而言,现阶段对于ESG表现与企业金融化之间的关系尚缺乏细致的探索。因此,有必要深入剖析企业ESG表现的动机,以及对金融资产配置的影响效应,这对强化企业责任担当、推动实体经济高质量发展具有重要的理论与现实意义。

企业ESG表现背后可能存在的信息遮蔽问题的解决,往往需要强有力的内外部监督机制。监事会的内部监督以及金融监管的外部调控功能均有助于产生推动力,降低管理者短期投机行为的发生概率,提升管理者配置金融资产的科学性、规范性,助力实体经济行稳致远。由此,本文进一步思考:内外监管是否可以有效调节ESG表现与企业金融化之间的关系?企业内部监管与外部金融监管的调节效果存在怎样的差异?研究这些问题对提高我国上市公司治理水平、完善金融监管制度具有启示作用。

鉴于此,在高质量发展的大背景下,本文利用2011—2018年中国A股非金融、非房地产上市公司数据分析ESG表现对企业金融化的作用机理和影响效应。本文潜在的贡献之处在于:第一,本文创新性地延展了企业社会责任内涵,从ESG表现的角度研究其对企业金融化的作用效果及传导机制,丰富和扩展了现有ESG表现对企业经济后果影响的研究体系。第二,本文拓展了企业金融化影响因素的研究链条,讨论监管与ESG表现的交互作用对企业金融化的调节效果。本文将监管类型进行划分,从企业内部监管及外部金融监管两方面比较探讨了调节效果的异质性,为在监管机制下防范企业过度金融化提供了较为全面的视角,对于完善金融监管体制、优化组织内部治理具有现实价值。

二、理论分析与研究假设

(一) ESG表现对企业金融化的影响

在逐利和谋发展两种动机之下,ESG表现对企业金融化的影响可能有所差异。一方面,出于逐利动机,企业良好的ESG表现将带来金融化水平的提升。具体而言,信号传递理论表明管理者与投资者之间存在信息不对称现象,现行ESG信息披露标准不统一、法律保障体系不健全等漏洞为管理者获得大量投资资金提供了可能,导致作为信息优势方的管理者以良好的表现掩盖企业伪善、政治寻租等不道德行为^[11],进而获得大量资金注入与资源便利,最终依靠配置金融资产实现短期内企业经营绩效的提升^[9-10]。然而,出于谋求长期发展价值的动机,ESG表现对企业金融化的影响更多表现为抑制效应,主要体现为两个方面:一方面,在道德意识层面,企业合法性理论认为在一个由法律、法规、价值和公约组成的社会体系中,与社会目标保持一致的企业行为被认为是恰当和可接受的,即较多承担责任的企业会更加注重与利益相关者的关系,影响管理层做出有利于长期价值提升的行为。基于可持续发展理论,Hahn和Kühnen发现注重责任担当的企业更易获得投资者的青睐与信任^[12]。由此可见,基于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^[4]。另一方面,在实践经营层面,出于企业价值最大化主义,管理者往往会从长远发展的角度制定投资决策,同时资源有限理论表明,管理者将尽可能地将有限的资金投至采购、研发、生产、内控、售后等与企业发展切身相关的主营业务上,会大大降低利用金融市场进行短期套利的可能性。由上述分析可知,在经济高质量发展背景下,上市公司会较为注重承担ESG责任的战略意义,ESG表现对企业金融化更多起到负向影响。因此,本文提出如下假设:

H1:在提升企业长期价值的动机之下,ESG表现对企业金融化具有抑制作用。

(二) ESG 表现、内外监管与企业金融化

适当的监管可以控制企业金融活动在合理范围内,规范上市公司运作水平需要企业内部监管和外部金融监管双“管”齐下。从企业内部监管角度来看,监督效果将直接影响公司管理层的行为决策。监事会是防止公司管理层滥用职权、损害利益相关方利益的重要组织结构,有权对公司董事、高管执行公司职务行为的合法性及合理性进行监督,包括对其配置金融资产行为的监督^[13]。在实践中,监事会可能扮演不作为或作为两种角色。就前者而言,由于独立性差、专业性弱等因素导致监事会只能发挥有限的监督效用^[14],内部监管能否缓解企业金融化尚缺乏一定的实验依据。然而,研究显示,我国企业监事会有效性正逐年提升^[15],监事会的设立依然必不可少,其对 ESG 表现与企业金融化之间关系的调节作用可能体现在以下两方面:首先,基于分权制衡理论,监事会致力于维护公司、股东及其他利益相关者的合法权益,通过监督和约束管理者的自利决策帮助提高企业业绩^[16]。其次,监事会通过定期检查财务状况提高企业财务信息质量、降低信息不对称度,倒逼企业提高经营管理能力而降低利用良好的 ESG 表现逐利的概率。基于此,我们认为企业内部监管可以对管理层不当行为进行预警及防控,强化 ESG 表现与企业金融化之间的负向关系。

从外部金融监管的角度来看,理论界对金融监管的讨论主要分为两种派别:一是对金融监管管制能力尚存担忧的消极派,二是将金融监管视为市场调控工具的积极派。对加强金融监管力度持保留意见的学者认为,当前我国地方监管部门存在独立性不高、职责分散、人才不足等问题,一味加大监管程度可能是本末倒置^[17]。比较而言,积极派认为金融监管对维持市场运转效率、优化企业金融资产配置方面能起到明显促进作用。可从以下两方面予以解释:在宏观层面,外部金融监管的目标是维护宏观经济平稳发展,良好的金融监管可以为企业创造宽松的制度环境、清新的营商环境、公平的交易环境,有助于其做好资源配置和管理;在微观层面,外部金融监管可以强化企业内部规范,在一定程度上削弱管理者利用良好的 ESG 表现谋利的倾向,降低企业金融化水平^[18]。综上,外部金融监管会放大 ESG 表现对企业金融化的抑制作用。因此,本文在假设 H1 的基础上提出如下假设:

H2:无论是企业内部监管还是外部金融监管,均有助于放大 ESG 表现对企业金融化的负向影响。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

由于 2008 年爆发国际金融危机,2009 年和 2010 年上市公司的年报数据稳定性较弱,因此,兼顾 ESG 表现评分的可得性,本文采用 2011—2018 年全部 A 股上市公司作为研究样本,同时为了保证数据的准确性,按照如下步骤对原始样本进行筛选:(1)剔除金融业、房地产业上市公司;(2)剔除 ST 及 *ST 上市公司;(3)剔除财务数据存在缺失的上市公司。为了消除极端值的影响,本文对所有变量进行了 Winsorize 缩尾处理,最终得到 3003 个有效样本。研究涉及的企业 ESG 表现评分数据来自彭博咨询公司,各省(自治区、直辖市)的金融监管数据来自国家统计局,财务数据来自国泰安数据库。

(二) 变量设定

1. 被解释变量:企业金融化(*fin*)。金融化微观指标主要从资产持有及投资行为两个角度衡量。从资产持有角度而言,可以用相对规模或绝对规模来表示金融资产;从投资行为角度而言,主要以金融渠道收益率、金融资产收益率与经营资产收益率的差额等指标来衡量。资产持有与投资行为相比趋向为一种静态表现,更适合用于本文评价企业金融化状态。故本文借鉴刘贯春等学者的做法^[19],以金融资产占总资产的比重来衡量企业金融化程度, $fin = (\text{货币资金} + \text{持有至到期投资} + \text{交易性金融资产} + \text{衍生性金融资产} + \text{可供出售的金融资产} + \text{长期股权投资} + \text{应收股利} + \text{应收利息}) / \text{总资产}$ 。

2. 解释变量:ESG 表现(*esg*)。目前国内外学术界衡量 ESG 表现主要采用构建多维度指标体系或使用第三方机构评价赋分。由于自建指标具有主观性且目前符合国情的可参考指标较少,而国内第三方机

构建 ESG 指标体系的相关数据尚不完整,故本文采用发展较为成熟的彭博咨询公司提供的上市公司 ESG 表现评分,该评分可细分为环境(*env*)、社会责任(*soc*)、公司治理(*gov*)三种类型。分值越高,企业履行相应责任的程度越高。

3. 调节变量:(1) 企业内部监管(*sup*)。学者主要从监事会特征、董事会特征等角度研究企业内部监管水平。本文借鉴任广乾等、许英杰等的研究^[20-21],采用上市公司监事会人数衡量内部监管程度。(2) 外部金融监管(*reg*)。为了客观反映各地区金融监管程度,本文借鉴黄海涛等的研究^[18],采用各省(自治区、直辖市)金融监管支出占当年金融业增加值的比重衡量地方金融监管力度。

4. 控制变量:借鉴刘姝雯等、顾雷雷等的做法^[4,9],本文选择企业规模(*size*),资产负债率(*loan*),资产收益率(*roa*),营业利润率(*profit*),财务杠杆(*lev*),营业收入增长率(*growth*),前十大股东持股比例(*broad*)作为控制变量。此外,本文还控制了年度效应(*year*)和行业效应(*industry*)。各变量具体的定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

符号	变量名称	度量方式
<i>fin</i>	企业金融化	金融资产与总资产的比重
<i>esg</i>	ESG 表现	企业 ESG 表现总得分
<i>env</i>	环境	企业 ESG 表现的环境得分
<i>soc</i>	社会责任	企业 ESG 表现的社会责任得分
<i>gov</i>	公司治理	企业 ESG 表现的公司治理得分
<i>sup</i>	企业内部监管	企业监事人数
<i>reg</i>	外部金融监管	地区金融监管支出/金融业增加值
<i>size</i>	企业规模	总资产的自然对数
<i>loan</i>	资产负债率	总负债/总资产
<i>roa</i>	资产收益率	净利润/平均资产总额
<i>profit</i>	营业利润率	净利润/营业收入
<i>lev</i>	财务杠杆	(净利润 + 所得税费用 + 财务费用)/(净利润 + 所得税费用)
<i>growth</i>	营业收入增长率	(本年营业收入 - 上年营业收入)/上年营业收入
<i>broad</i>	前十大股东持股比例	前十大股东持股数/总股数

(三) 模型构建

为验证假设 H1,本文构建如下回归模型:

$$fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 esg_{i,t} + \sum controls_{i,t} + year + industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 env_{i,t} + \sum controls_{i,t} + year + industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 soc_{i,t} + \sum controls_{i,t} + year + industry + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 gov_{i,t} + \sum controls_{i,t} + year + industry + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中,*fin_{i,t}*表示企业金融化,*esg_{i,t}*、*env_{i,t}*、*soc_{i,t}*、*gov_{i,t}*代表解释变量,包括 ESG 表现、环境、社会责任及公司治理,*controls_{i,t}*为一组控制变量。进一步地,为了验证假设 H2,本文在上述模型的基础上引入内外监管与 ESG 表现的交乘项,具体模型如下:

$$fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 esg_{i,t} + \alpha_2 r_{i,t} + \alpha_3 esg_{i,t} \times r_{i,t} + \sum controls_{i,t} + year + industry + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 env_{i,t} + \alpha_2 r_{i,t} + \alpha_3 env_{i,t} \times r_{i,t} + \sum controls_{i,t} + year + industry + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 soc_{i,t} + \alpha_2 r_{i,t} + \alpha_3 soc_{i,t} \times r_{i,t} + \sum controls_{i,t} + year + industry + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 gov_{i,t} + \alpha_2 r_{i,t} + \alpha_3 gov_{i,t} \times r_{i,t} + \sum controls_{i,t} + year + industry + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

其中,*r_{i,t}*代表监管,将企业内部监管变量 *sup_{i,t}* 和外部金融监管变量 *reg_{i,t}* 分别代入模型验证内外监管的调节效应并作对比分析。

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果。表 2 显示,企业金融化均值为 0.2302,最小值为 0.0342,

最大值为 0.7108,说明金融资产在企业资产负债表中占有重要地位。ESG 表现的平均值为 23.2914,最小值为 15.7025,最大值为 42.5837,说明我国上市公司整体 ESG 表现较好。ESG 表现三类责任的标准差较大,说明细分责任表现程度参差不齐。企业内部监事人数平均值为 4.017,标准差为 1.289,说明上市公司设立监事情况整体较为平衡。外部金融监管平均值为 0.0075,最大值为最小值的 46.33 倍,说明外部金融监管水平存在地区性差异。其他控制变量的分布都较为稳定,在此不再详细说明。

(二) 基本回归结果

表 3 报告了 ESG 表现及细分责任对企业金融化的影响结果。从列(1)可以看出,ESG 表现的回归系数为 -0.0011,且在 5% 的统计水平上显著,表明企业 ESG 表现越好,越能减弱金融资产投资倾向。检验结果支持了假设 H1,证实了企业 ESG 表现对金融化有抑制效果。这一结果表明管理者承担 ESG 责任主要是为了追求企业的长期发展价值,良好的 ESG 表现给企业带来的关键资源能更科学合理分配至推动企业可持续发展的主营业务上,有效控制短视投资行为的发生。

为了明晰 ESG 表现细分责任对企业金融化的影响效应,我们分别对其作用效果做进一步研究。根据表 3 给出的 ESG 表现细分责任的回归结果,列(2)和列(3)中环境和社会责任的回归系数均显著为负,而列(4)中公司治理的回归系数在 5% 水平上显著为正。这说明较多承担环境和社会责任的企业金融资产配置意愿较弱,一定程度上控制了在金融市场的投资力度;提升公司治理水平则促进了企业金融化水平,表明在利益驱动下管理层治理目标发生优先级变动,这与蔡明荣和任世驰的观点一致^[22]。

(三) 调节效应分析

内外监管对 ESG 表现与企业金融化关系的调节效果如表 4 所示。从 Panel A 可以看出 ESG 表现与企业内部监管的交互项系数在 10% 的统计水平上显著为负,与外部金融监管的交互项系数在 10% 水平上显著为正。这说明企业内部监管有助于加深 ESG 表现对企业金融化的抑制作用,而外部金融监管弱化了该抑制效应。检验结果部分支持了假设 H2。实践中,企业内部监事针对可能存在的问题及风险提出建议或质询,对投资决策起到管控作用。对于外部金融监管并未对实体经济金融化起到抑制作用的原因可能在于:一是地方金融监管权威性。不同于中央监管的权威性,地方金融监管制度尚不健全,使得金融监管部门对上市公司金融资产配置的监管具有先天弱势,导致相关部门难以对非金融组织出现的“泛金融化”问题实施有效管控。二是地方金融监管独立性问题。诸多学者指出地方金融监管机构责任不清,兼具“发展”与“监管”两项职能,而短期丰硕的金融收益容易诱使政府干预企业金融活动,削弱了地方金融监管机构的监管职能,这与屈淑娟的检验结果较为吻合^[23]。

表 2 描述性统计结果

变量名称	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>fin</i>	3003	0.2302	0.1420	0.0342	0.7108
<i>esg</i>	3003	23.2914	5.1525	15.7025	42.5837
<i>env</i>	3003	11.5624	6.3065	2.3256	37.9845
<i>soc</i>	3003	27.1920	8.0935	14.0351	57.8947
<i>gov</i>	3003	46.1723	5.1308	33.9286	58.9286
<i>sup</i>	3003	4.0170	1.2890	3	8
<i>reg</i>	3003	0.0075	0.0077	0.0009	0.0417

表 3 ESG 表现对企业金融化的影响

变量	<i>fin</i> (1)	<i>fin</i> (2)	<i>fin</i> (3)	<i>fin</i> (4)
<i>esg</i>	-0.0011 ** (-2.22)			
<i>env</i>		-0.0011 *** (-2.60)		
<i>soc</i>			-0.0005 * (-1.79)	
<i>gov</i>				0.0010 ** (1.94)
<i>constant</i>	0.2378 *** (9.32)	0.2222 *** (8.67)	0.2362 *** (9.26)	0.1985 *** (6.47)
<i>controls</i>	yes	yes	yes	yes
<i>industry</i>	yes	yes	yes	yes
<i>year</i>	yes	yes	yes	yes
N	3003	3003	3003	3003
Adj-R ²	0.2448	0.2453	0.2444	0.2445

注:括号内为 t 检验值;***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。下同。

表 4 内外监管对 ESG 表现与企业金融化关系的调节效果

Panel A:	<i>fin</i> (1)	<i>fin</i> (2)	Panel B:	<i>fin</i> (1)	<i>fin</i> (2)
<i>esg</i>	0.0016 (1.06)	-0.0020 *** (-2.74)	<i>env</i>	0.0016 (1.32)	-0.0014 ** (-2.28)
<i>sup</i>	0.0140 * (1.67)		<i>sup</i>	0.0064 (1.63)	
<i>esg</i> × <i>sup</i>	-0.0007 * (-1.93)		<i>env</i> × <i>sup</i>	-0.0007 ** (-2.33)	
<i>reg</i>		-2.8836 * (-1.72)	<i>reg</i>		-0.6474 (-0.83)
<i>esg</i> × <i>reg</i>		0.1181 * (1.66)	<i>env</i> × <i>reg</i>		0.0449 (0.70)
<i>constant</i>	0.1786 *** (4.34)	0.2575 *** (9.22)	<i>constant</i>	0.1949 *** (6.76)	0.2268 *** (8.65)
<i>controls</i>	yes	yes	<i>controls</i>	yes	yes
<i>industry</i>	yes	yes	<i>industry</i>	yes	yes
<i>year</i>	yes	yes	<i>year</i>	yes	yes
N	3003	3003	N	3003	3003
Adj-R ²	0.2455	0.2451	Adj-R ²	0.2463	0.2449
Panel C:	<i>fin</i> (1)	<i>fin</i> (2)	Panel D:	<i>fin</i> (1)	<i>fin</i> (2)
<i>soc</i>	0.0013 (1.36)	-0.0015 *** (-2.46)	<i>gov</i>	0.0009 (0.61)	0.0006 (0.94)
<i>sup</i>	0.0108 * (1.66)		<i>sup</i>	-0.0020 (-0.12)	
<i>soc</i> × <i>sup</i>	-0.0005 ** (-2.02)		<i>gov</i> × <i>sup</i>	0.0001 (0.02)	
<i>reg</i>		-2.2592 * (-1.78)	<i>reg</i>		-2.2664 (-0.78)
<i>soc</i> × <i>reg</i>		0.0786 * (1.70)	<i>gov</i> × <i>reg</i>		0.0462 (0.74)
<i>constant</i>	0.1911 *** (5.48)	0.2509 *** (9.36)	<i>constant</i>	0.2028 *** (2.78)	0.2153 *** (5.80)
<i>controls</i>	yes	yes	<i>controls</i>	yes	yes
<i>industry</i>	yes	yes	<i>industry</i>	yes	yes
<i>year</i>	yes	yes	<i>year</i>	yes	yes
N	3003	3003	N	3003	3003
Adj-R ²	0.2451	0.2447	Adj-R ²	0.2442	0.2442

内外监管对 ESG 表现细分责任与企业金融化之间关系的调节效应同样值得关注。Panel B、Panel C、Panel D 分别展示了内外不同监管水平下环境、社会责任及公司治理表现对企业金融化的影响。在企业内部监管方面,根据 Panel B、Panel C、Panel D 中列(1)的结果,环境、社会责任与企业内部监管的交互项系数在 5% 水平上显著为负,公司治理与企业内部监管的交互项系数不显著;在外部金融监管方面,由 Panel B、Panel C、Panel D 中列(2)的结果可知,社会责任与外部金融监管的交互项系数在 10% 水平上显著为正,环境、公司治理与外部金融监管的交互项系数不显著。这说明企业内部监管能够放大环境、社会责任履行对企业金融化的负面影响效应,而外部金融监管则弱化了社会责任与企业金融化两者之间的关系。上述实证结果说明,在内部监管程度较高的企业中,环境、社会责任的金融化效应得到了较好抑制,符合追求长期价值动机下的资产配置方式;而在外部金融监管力度较强的企业中,金融监管因为自身局限性导致短视投资行为并未得到有效约束与管控。

(四) 稳健性检验

为保证研究结果的稳健性,本文进行了如下稳健性检验:

1. 反向因果关系识别。ESG表现与企业金融化可能存在逆向因果的内生性问题。借鉴权小锋等的做法^[8],采用同行业其他上市公司 ESG 表现的均值(esg_mean)和 ESG 表现滞后一期(esg_1)作为工具变量。2SLS 检验的结果表明 ESG 表现依然能显著抑制企业金融化,因此互为因果导致的内生性问题对本文的结论无决定性影响。

2. 基于 PSM 的检验。采用倾向得分匹配法(PSM)以缩小样本企业特征差异对结论的影响。具体地,选取公司规模、资产负债率、资产收益率、营业利润率、财务杠杆、营业收入增长率、前十大股东持股比例、年份及行业进行一对一配对,将 ESG 表现均值作为临界值构造实验组和对照组,匹配后的 ESG 表现对企业金融化的估计系数仍显著为负,未改变原结论。

3. 更换测度指标。(1)借鉴邓路等的研究^[24],将核心被解释变量企业金融化(fin)更换为持有金融资产规模的自然对数($Fin1$)。(2)借鉴潘海英和王春风的研究^[25],将持有的金融资产剔除长期股权投资,同样利用总资产进行标准化以表示企业金融化($Fin2$)。实证结果未变,进一步证明了本文的结论。

五、进一步研究

(一) 机制检验

融资约束作为上市公司在资产配置过程中普遍面临的筹资问题,可能对企业持有金融资产有重要影响,融资难度的缓解易使企业脱实向虚。此时,以推动企业长期发展为目的的 ESG 表现可以通过作用于融资约束而抑制企业金融化。因此,本部分引入融资约束作为中介变量,考察“ESG 表现—融资约束—企业金融化”这一传导机制的作用效果。若出于逐利动机,较好的 ESG 表现可以缓解融资困境,管理者倾向于配置更多金融资产以满足资金需求;若出于“蓄水池”动机,此时管理者将弱化金融资产配置倾向。为了深入探究 ESG 表现及其细分责任影响企业金融化的作用机制,本文参考温忠麟的研究方法^[26],构建逐步回归模型进行判断,具体模型如下:

$$fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 esg_{i,t} + \sum controls_{i,t} + year + industry + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

$$kz_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 esg_{i,t} + \sum controls_{i,t} + year + industry + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

$$fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 esg_{i,t} + \alpha_2 kz_{i,t} + \sum controls_{i,t} + year + industry + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

在上述模型中,采用 Kaplan 和 Zingales 提出的 KZ 指数衡量企业融资约束水平^[27],将自变量 $esg_{i,t}$ 依次替换成 $env_{i,t}$ 、 $soc_{i,t}$ 、 $gov_{i,t}$ 进行细分责任的中介效应检验,其余参数与模型(1)相同,在此不一赘述,回归结果如表 5 所示。

从 ESG 表现整体情况来看,列(1)报告的结果与前文表 3 列(1)的结果一致,列(2)中 ESG 表现的回归系数在 1% 水平上显著为正,列(3)中 ESG 表现的回归系数及显著性水平均有明显下降,融资约束的回归系数在 1% 水平上显著为负,表明融资约束在 ESG 表现影响企业金融化的过程中起到部分中介作用。从 ESG 表现细分责任的回归结果来看,融资约束在环境影响企业金融化的传导路径中为部分中介效应,在社会责任对企业金融化的影响中为完全中介效应,而在公司治理影响企业金融化的过程中不存在中介效应。可以看出,由于我国 ESG 表现以及环境、社会责任的披露尚处起步阶段,前期可能需要较高的资本成本,一定程度上提升了企业融资约束程度,管理者会更多出于“蓄水池”动机减少金融资产的持有。为保证结果的准确性,本文采用 Sobel 法与基于 1000 次抽样的 Bootstrap 法补充检验,结论保持不变。

表5 机制检验结果

Panel A:	<i>fin</i> (1)	<i>kz</i> (2)	<i>fin</i> (3)	Panel B:	<i>fin</i> (1)	<i>kz</i> (2)	<i>fin</i> (3)
<i>kz</i>			-0.0343 *** (-18.59)	<i>kz</i>			-0.0343 *** (-18.59)
<i>esg</i>	-0.0011 ** (-2.22)	0.0131 *** (2.63)	-0.0008 * (-1.70)	<i>env</i>	-0.0011 *** (-2.60)	0.0095 ** (2.39)	-0.0008 ** (-2.11)
<i>constant</i>	0.2378 *** (9.32)	1.9468 *** (7.80)	0.3029 *** (12.12)	<i>constant</i>	0.2223 *** (8.67)	2.1024 *** (8.38)	0.2908 *** (11.56)
<i>controls</i>	yes	yes	yes	<i>controls</i>	yes	yes	yes
<i>industry</i>	yes	yes	yes	<i>industry</i>	yes	yes	yes
<i>year</i>	yes	yes	yes	<i>year</i>	yes	yes	yes
N	3003	2908	2908	N	3003	2908	2908
Adj-R ²	0.2448	0.6198	0.3263	Adj-R ²	0.2453	0.6196	0.3266
部分中介效应			部分中介效应				
Panel C:	<i>fin</i> (1)	<i>kz</i> (2)	<i>fin</i> (3)	Panel D:	<i>fin</i> (1)	<i>kz</i> (2)	<i>fin</i> (3)
<i>kz</i>			-0.0344 *** (-18.60)	<i>kz</i>			-0.0345 *** (-18.70)
<i>soc</i>	-0.0005 * (-1.79)	0.0087 *** (2.95)	-0.0004 (-1.21)	<i>gov</i>	0.0010 * (1.94)	0.0002 (0.03)	0.0010 ** (2.07)
<i>constant</i>	0.2362 *** (9.26)	1.9462 *** (7.81)	0.3013 *** (12.07)	<i>constant</i>	0.1985 *** (6.47)	2.0104 *** (6.68)	0.2641 *** (8.80)
<i>controls</i>	yes	yes	yes	<i>controls</i>	yes	yes	yes
<i>industry</i>	yes	yes	yes	<i>industry</i>	yes	yes	yes
<i>year</i>	yes	yes	yes	<i>year</i>	yes	yes	yes
N	3003	2908	2908	N	3003	2908	2908
Adj-R ²	0.2444	0.6200	0.3259	Adj-R ²	0.2445	0.6189	0.3266
完全中介效应			中介效应不显著				

(二) 产权属性的异质性分析

针对部分央企出现盲目追求资本增值的现象,2020年国资委指出“国有资本布局优化和结构调整,聚焦主责主业,发展实体经济”。在政策驱动下,国有企业天然的政府职能激发了其在防范和化解内部金融风险、服务实体经济等方面的作用。较之于非国有企业,国有企业享有政策优势和融资便利^[28],在配置金融资产时更兼顾政治因素和社会职责。由此,本文认为国有企业良好的 ESG 表现有助于缓解代理问题。为了验证 ESG 表现对企业金融化的影响是否因产权属性不同而存在差异,我们将样本企业分为国有企业与非国有企业两组,对模型(1)进行回归。

整体回归结果显示,国有企业的 ESG 表现系数在 1% 水平上显著为负,而非国有企业的 ESG 表现系数显著为正。这意味着较之非国有企业,国有企业良好的 ESG 表现治理金融化的效果更为突出。从 ESG 表现细分责任的回归结果来看,较之于非国有企业,国有企业环境及社会责任的回归系数在 1% 水平上显著为负。可以看出,国有企业履行环境、社会责任对金融套利的抑制作用相较于非国有企业更强,与顾雷雷等的研究结论相符^[9];非国有企业承担公司治理责任则加剧了企业金融化。上述结果表明,相较于非国有企业,国有企业管理者的投资决策更多围绕提升企业长期价值考虑。稳健性检验不改变上述结论。

(三) 研发能力的异质性分析

由于资金的有限性,企业金融资产投资和实业投资是此消彼长的关系^[29]。在创新观念较强的企业中,管理者更注重研发投入以保持竞争力和生命力,利用金融资产套利的意识较弱。为了验证 ESG 表现对企业金融化的影响是否因研发能力不同而产生差异,本文根据研发费用大小对样本企业进行划分,超过研发费用中位数的企业为研发能力较强组,反之亦然,对模型(1)进行回归。

整体回归结果显示,研发能力较强企业的 ESG 表现回归系数在 10% 水平上显著为负,而研发能力较弱企业的 ESG 表现系数不显著。这说明在研发能力较强的企业中,良好的 ESG 表现更能治理金融化。从 ESG 表现细分责任的回归结果来看,较之研发能力较弱企业,研发能力较强企业的环境、社会责

任回归系数在 5% 水平上显著为负,而公司治理的回归系数显著为正。可以看出,研发能力较强企业承担环境、社会责任对削弱金融套利行为的效果更好,而承担公司治理责任加剧了企业对金融资产的依赖。上述结果说明,在研发能力较强的企业中,管理者履行 ESG 责任更多是出于提升长期发展价值的动机。稳健性检验不改变上述结论。

六、结论性评述

本文选取 2011—2018 年 A 股非金融、非房地产上市企业数据,实证考察了 ESG 表现对企业金融化的影响及内外监管的调节作用。研究结论如下:(1) ESG 表现显著抑制企业金融化;内外监管对两者关系具有异质调节效应,其中,企业内部监管会放大 ESG 表现对企业金融化的负向作用,外部金融监管会弱化两者之间的负向关系。区分 ESG 表现不同责任,抑制效应、放大效应和弱化效应在环境和社会责任方面依然存在且较为显著,而在公司治理方面不显著。(2) ESG 表现能通过融资约束机制抑制企业金融化。考虑 ESG 表现细分责任,融资约束在环境对企业金融化的影响中具有部分中介效应,在社会责任对企业金融化的影响中为完全中介效应,而在公司治理对企业金融化的影响中不具备中介效应。(3) ESG 表现对企业金融化的影响效应因产权和研发能力异质性而不同。在国有企业和研发能力较强企业中 ESG 表现对金融资产配置的抑制作用更为显著,且环境、社会责任的抑制效应较为明显;在非国有企业和研发能力较强企业中公司治理加剧了金融化效应。

基于上述分析结果,本文提出以下建议:第一,推进履行 ESG 责任作为驱动企业长期价值提升的战略。进一步加强 ESG 责任意识,厘清 ESG 责任履行的动机,将环境保护、社会公益及公司治理能力的提升摆在促进企业可持续发展的重要位置。第二,落实经济脱虚向实的制度保障。强化责任主体,由政府部门发挥牵头和扶持作用,促进企业将资金流向真正有利于未来发展的主营业务上,做优做强实体经济。第三,完善防范化解企业金融化风险的监管方式。在企业内部监管层面,不断加强监事会等高层对企业金融投资行为的风险评估和审核监督;在外部金融监管层面,地方金融监管部门不仅需要突破自身局限性、健全监管制度,还需要正确认识自身职责所在,加紧健全责任约束机制。

本文主要探讨了 ESG 表现对企业金融化的影响,后续还可探究在不同传导机制下,企业异质性对于两者之间关系的差异性影响;此外,鉴于数据的可得性,本文仅采用了彭博咨询的 ESG 评分,随着我国本土 ESG 指标体系的发展与完善,未来可采用更符合国情的评价体系进行相关研究。

参考文献:

- [1] Wong W C, Batten J A, Ahmad A H, et al. Does ESG certification add firm value? [J]. Finance Research Letters, 2020, 38(4): 4-18.
- [2] 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(4): 210-233.
- [3] 邱牧远,殷红. 生态文明建设背景下企业 ESG 表现与融资成本 [J]. 数量经济技术经济研究, 2019(3): 108-123.
- [4] 刘姝雯, 刘建秋, 阳旸, 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.
- [5] Fatemi A, Glaum M, Kaiser S. ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure [J]. Global Finance Journal, 2018, 38(5): 45-64.
- [6] 沈洪涛, 黄珍, 郭昉汝. 告白还是辩白——企业环境表现与环境信息披露关系研究 [J]. 南开管理评论, 2014(2): 56-63.
- [7] Rubin B A. Corporate social responsibility as a conflict between shareholders [J]. Journal of Business Ethics, 2010, 97(1): 71-86.
- [8] 权小锋, 吴世农, 尹洪英. 企业社会责任和股价崩盘风险: “价值利器”或“自利工具”? [J]. 经济研究, 2015(11): 49-64.
- [9] 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.
- [10] 孟庆斌, 侯璨然. 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(2): 45-58.
- [11] 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): 1-15.
- [12] 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): 5-21.
- [13] 王兵, 吕梦, 汪振坤. 审计总监兼任监事、专业能力差异与企业投资效率[J]. *会计研究*, 2018(9): 88-94.
- [14] 王世权. 监事会的本原性质、作用机理与中国上市公司治理创新[J]. *管理评论*, 2011, 23(4): 47-53.
- [15] 南开大学公司治理评价课题组, 李维安. 中国上市公司治理状况评价研究——来自 2008 年 1127 家上市公司的数据[J]. *管理世界*, 2010(1): 142-151.
- [16] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [17] 胡经生. 关于完善中央与地方金融监管职责与风险处置体系的思考[J]. *证券市场导报*, 2017(7): 11-15.
- [18] 黄海涛, 余志君, 杨贤宏. 金融监管对企业金融化的影响及监管角色构建——基于期限结构异质性视角下的经验证据[J]. *金融经济研究*, 2020(3): 146-160.
- [19] 刘贯春, 张军, 刘媛媛. 金融资产配置、宏观经济环境与企业杠杆率[J]. *世界经济*, 2018, 41(1): 148-173.
- [20] 任广乾, 徐瑞, 李妍溪. 国资控股、监事会结构特征与监督有效性[J]. *经济体制改革*, 2019(2): 156-163.
- [21] 许英杰, 石颖, 阳镇. 治理机制对企业社会责任能力成熟度影响的实证研究[J]. *经济体制改革*, 2018(4): 124-131.
- [22] 蔡明荣, 任世驰. 企业金融化: 一项研究综述[J]. *财经科学*, 2014(7): 41-51.
- [23] 屈淑娟. 地方政府参与金融监管的制度逻辑及构建路径[J]. *中国管理科学*, 2017(7): 18-27.
- [24] 邓路, 刘欢, 侯繁荣. 金融资产配置与违约风险: 蓄水池效应, 还是逐利效应? [J]. *金融研究*, 2020(7): 172-189.
- [25] 潘海英, 王春风. 实体企业金融化抑制了企业创新吗? ——基于高质量发展背景下企业创新双元视角[J]. *南京审计大学学报*, 2020(2): 49-58.
- [26] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用[J]. *心理学报*, 2004(5): 614-620.
- [27] Kaplan S N, Zingales L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112(1): 169-215.
- [28] 李广子, 刘力. 债务融资成本与民营信贷歧视[J]. *金融研究*, 2009(12): 137-150.
- [29] 许罡, 朱卫东. 金融化方式、市场竞争与 R&D 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(5): 709-719.

[责任编辑:黄燕]

ESG Performance and Corporate Financialization ——The Regulatory Effect of Both Internal and External Supervision

PAN Haiying, ZHU Yidan, XIN Fu

(Business School, Hohai University, Nanjing 211100, China)

Abstract: Taking A-share non-financial and non-real estate listed companies from 2011 to 2018 as samples, this paper explores the impact of environment, social responsibility and corporate governance (ESG) performance on corporate financialization. The results show that ESG performance inhibits firm financialization, while internal supervision amplifies the negative effect of ESG performance on firm financialization, and external financial supervision weakens the negative relationship between them. The inhibition effect, amplification effect and weakening effect are more obvious in environmental and social responsibility, but not in corporate governance. Further research shows that ESG performance, environment and social responsibility can restrain corporate financialization behavior through financing constraint, which has no intermediate effect on corporate governance. Heterogeneity analysis shows that the inhibition effect of ESG performance, environment and social responsibility on corporate financialization is significant in state-owned enterprises and enterprises with strong R&D capabilities, while corporate governance shows a positive financialization effect in non-state-owned enterprises and enterprises with strong R&D capabilities. The research results can enrich the theoretical mechanism of the influence of ESG performance on the financialization of enterprises, and provide a basis for improving the regulatory system of listed companies and consolidating the foundation of the development of real economy.

Key Words: ESG performance; environment; social responsibility; corporate governance; enterprise financialization; enterprise internal supervision; external financial regulation; financing constraints