

政府引导基金的 ESG 效应研究：“雪中送炭”还是“杯水车薪”？

陶春华¹, 张资政¹, 孙 凯¹, 林晚发²

(1. 桂林理工大学 商学院, 广西 桂林 541004; 2. 武汉大学 经济与管理学院, 湖北 武汉 430072)

[摘 要] 基于 2009—2022 年 A 股上市公司面板数据, 考察政府引导基金对被投企业 ESG 表现的影响, 研究结果表明政府引导基金的引入可以显著提升企业 ESG 表现。中介机制分析发现, 政府引导基金能够通过缓解融资约束、促进绿色治理、推动绿色创新来提升被投企业的 ESG 表现; 异质性分析结果表明, 在地区环境治理力度较弱、污染行业、行业竞争程度较低、规模较大以及获得政府引导基金异地投资的样本中, 政府引导基金对被投企业 ESG 表现的提升作用更强, 但目前我国绿色政府引导基金对被投企业 ESG 表现的提升作用并未显著高于非绿色政府引导基金; 进一步分析发现, 政府引导基金对被投企业 ESG 表现的促进效应主要来自 E 和 S 维度表现的提升。研究结论为政府引导基金如何有效促进被投企业提升 ESG 表现提供了路径支撑。

[关键词] 政府引导基金; ESG 表现; 融资约束; 绿色治理; 绿色创新; 环境治理

[中图分类号] F832.48 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2026)01-0082-12

一、引言

党的二十大报告指出, 要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用, 更好发挥政府作用。当前, 政府引导基金已成为政府通过财政资金撬动社会资本的重要市场化手段, 截至 2024 年末, 各级政府共成立 1627 只政府引导基金, 自身规模累计达 33491 亿元^①, 以国家中小企业发展基金为例, 该基金规模为 357 亿元, 帮助已投资项目新增股权融资超过 4800 亿元^②。政府引导基金既具有其他风险投资基金的效率优势, 又带有很强的政策导向性^[1], 其中, 基金股权投资的效率优势使得政府引导基金能够及时缓解被投企业的资金压力, 政策导向性则使得政府引导基金更倾向于投资正外部性较大、社会回报与私人回报存在较大差异的产业领域和薄弱环节^[2]。早期政府引导基金的主要目标是支持企业开展创新创业活动^[3], 近年来政府引导基金的政策功能日益丰富。2022 年国家发展改革委发布的《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》指出, 要“用好政府出资产业引导基金”, “引导民间投资更加注重环境影响优化、社会责任担当、治理机制完善”。2024 年国务院发布的《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》指出, 要“创新和优化投资机制, 鼓励各类资本提升绿色低碳领域投资比例”。因此, 政府引导基金作为引导社会资本的重要政策工具, 其投资重心也将逐步向助力企业绿色转型、引导企业履行社会责任等领域倾斜, 这也是 ESG 理念所关注的范畴。

ESG 是一种同时关注环境、社会、治理绩效的综合投资理念和企业评价标准, 并逐渐成为衡量企业可持续发展能力的重要指标。2024 年, 上海证券交易所、深圳证券交易所和北京证券交易所均发布并实施了《上市公司可持续发展报告指引》, 指出上市公司应当“持续加强生态环境保护、履行社会责任、健全公司治理”, 这有助于提升我国上市公司对 ESG 实践的重视程度和执行力度。目前, 我国上市公司的 ESG 表现整体水平仍然偏低, 华

[收稿日期] 2025-06-17

[基金项目] 国家自然科学基金项目(72562009); 广西哲学社会科学基金项目(25GLB071); 广西研究生教育创新计划项目(YCSW2025430)

[作者简介] 陶春华(1978—), 女, 广西桂林人, 桂林理工大学商学院副教授, 硕士生导师, 博士(后), 从事环境会计研究, E-mail: taohh1@163.com; 张资政(2001—), 男, 山东临沂人, 桂林理工大学商学院硕士研究生, 从事环境会计研究; 孙凯(1996—), 男, 山东临沂人, 桂林理工大学商学院硕士研究生, 从事环境会计研究; 林晚发(1985—), 男, 湖南泸溪人, 武汉大学经济与管理学院副教授, 博士生导师, 博士, 从事债券市场与金融中介相关问题研究。

①资料来源于投中研究院《2024 年政府引导基金专题研究报告》。

②资料来源于新华网《更好发挥政府投资基金引导带动作用》, <https://www.xinhuanet.com/fortune/20250109/ed4f025f511b41adb63b094fcdad9df5/c.html>。

证 ESG 评级数据显示,2024 年获得 B 级及以下 ESG 评级的上市公司约占全部 A 股上市公司的 68%,这表明我国上市公司在 ESG 实践中仍面临各种各样的问题,如 ESG 实践资金需求量大^①、ESG 投入的短期效益不明确、企业缺乏内驱力、利益相关者压力不足、技术和创新存在障碍等。因此,如何推动上市公司提升 ESG 表现已然成为学术界和业界共同关心的重要话题。从宏观角度来看,公共环境资源产权界定不明确导致的市场自发调节机制失灵是企业可持续发展、提升 ESG 表现的重难点,需要政府对市场加以必要的政策引导^[4],而政府引导基金不但能够为被投企业提供资金支持,还具有引导被投企业开展 ESG 实践的功能,从而推动管理层重视绿色治理。同时,政府引导基金对被投企业开展绿色创新活动有着较高的风险容忍度,能够激发被投企业的创新积极性,推动被投企业积极突破 ESG 实践中所面临的技术和创新障碍。因此,从理论上讲,政府引导基金能够缓解被投企业在 ESG 实践中面临的资源配置不足等问题,为被投企业“雪中送炭”,进而提升被投企业的 ESG 表现。然而,我国政府引导基金当前面临的关键问题是经济效益与政策目标相冲突^②,这导致目前政府引导基金可能未能充分发挥作用,原因是部分企业可能未将政府引导基金提供的资金支持用于 ESG 实践上,或者由于缺乏绿色治理经验或绿色创新的技术信息,从而未能有效开展 ESG 实践。也就是说,政府引导基金在改善被投企业的 ESG 表现方面目前可能只是“杯水车薪”,难以发挥显著的提升作用。因此,在我国加快经济社会发展全面绿色转型的时代背景下,政府引导基金能否显著提升被投企业的 ESG 表现仍需进一步探究,本文拟基于 2009—2022 年 A 股上市公司面板数据,通过实证检验来回答这一问题。

本文的边际贡献在于三个方面:一是拓展了政府引导基金的经济后果研究。现有文献主要讨论了政府引导基金在提升企业创新效益^[3,5-6]、优化内部治理^[7]、改善环境绩效^[8]和扩大就业规模^[9]等方面的积极作用,本文将企业环境、社会与治理表现共同纳入政府引导基金经济后果的研究框架,实证检验政府引导基金从环境、社会 and 治理角度给企业带来的积极影响。二是为从“有为政府”与“有效市场”角度分析企业 ESG 表现的影响因素研究提供了新视角。现有关于企业 ESG 表现的影响因素研究主要集中于宏观政策^[4]、政府行为^[10]、机构投资者^[11]等方面,本文则证实了政府引导基金可以显著提升被投企业的 ESG 表现。三是明确了政府引导基金提升被投企业 ESG 表现的具体作用路径。本文研究发现政府引导基金能够通过缓解融资约束、促进绿色治理与推动绿色创新提升被投企业的 ESG 表现,为政府引导基金如何有效促进被投企业提升 ESG 表现提供了路径支撑。

二、文献回顾与假说提出

(一)文献回顾

1. 政府引导基金的相关研究

目前,国内外学者关于政府引导基金的研究主要聚焦于政府引导基金对宏观经济和微观企业的促进作用及作用机制。从宏观层面来看,相较于其他风险投资基金,政府引导基金更倾向投资于国家产业政策所针对的特定产业,与产业政策形成合力,促进产业政策的顺利实施^[12];同时,政府引导基金作为我国新时期驱动产业转型升级的重要金融支持方式^[13],能够为城市新旧动能转换注入新的动力,显著推动城市新旧动能转换发展^[14];此外,政府引导基金作为一种融入政府意志的创业创新投资工具,能够显著提升省域技术创新水平^[15]。但也有学者指出,政府引导基金在短期内未能发挥积极效应,反而加剧了地区资本错配^[16]。从微观层面来看,随着政府引导基金的不断发展,其对微观企业的影响日益明显。首先,政府引导基金的引入不仅能够直接为企业注入资金,增大其可获取的现金规模^[17],还可以发挥“信号”效应,向外部利益相关者传递政府支持和认可企业发展的信号,有效缓解信息不对称^[13],实现以财政资金带动社会资本,吸引更多风险投资的流入^[18],但当政府引导基金在企业扩张期和成熟期等后期阶段介入时,则难以发挥其对社会资本的引导作用,反而会导致社会资本被挤出^[19];政府引导基金的支持还能为企业信贷融资提供无形担保,使企业更易获得银行信贷融资^[20]。但也有学者指出,当政府引导基金投资异地时,本地企业的融资困境可能会加剧^[21]。其次,为保证财政资金的有效使用,政府引导基金还会参与企业内部治理,这不仅能够抑制盈余管理等机会主义行为,提升企业会计稳健性^[7],还能

①例如,美的集团 2024 年度 ESG 报告中披露,报告期内美的集团在节能减排项目中投入超过 1.07 亿元。

②资料来源于投中研究院《2024 年政府引导基金专题研究报告》。

有效缓解企业内部的代理冲突,提高企业风险承担水平^[22],从而推动企业开展创新等风险较高但有助于提升长期价值的投资项目^[3]。另外,有学者从提升全要素生产率^[23]和劳动收入份额^[2]等角度研究发现,政府引导基金对企业实体发展切实发挥了“引导”功能。

2. 企业 ESG 表现的相关研究

ESG 是当前可持续发展领域的热点问题。对于企业 ESG 表现的评价,可以为利益相关者提供全面可比的数据,以降低信息不对称,提供资源获取渠道,降低监管风险和声誉风险^[24]。目前,关于 ESG 的研究主要集中在 ESG 的经济后果上,如 ESG 能提升企业价值^[25]、降低融资成本^[26]等。而关于 ESG 表现影响因素的研究主要围绕企业外部因素和内部因素展开。从外部因素来看,首先,社会公众和媒体对环境治理的关注会促使企业开展 ESG 实践活动^[27];其次,政府部门也是推动企业开展 ESG 实践的重要外部力量,如税制绿色改革^[4]、政府采购^[10]等都会对企业 ESG 表现产生影响;最后,ESG 表现也会受到资本市场^[28]等其他外界因素的影响。从内部因素来看,首先,企业 ESG 实践导致的生产成本提高会加大企业的资金需求^[29-30],融资约束的存在则会降低企业 ESG 实践的资金投入^[10],从而制约企业可持续发展;其次,企业内部治理水平的提高有助于增强企业 ESG 责任履行意愿,提升企业 ESG 表现^[31];最后,非控股大股东的存在也会对企业 ESG 表现产生积极影响^[32],但共同机构持股会显著降低企业的 ESG 表现^[33]。

综上,现有关于政府引导基金在宏观层面的经济后果以及企业 ESG 表现内外部影响因素的研究已取得了一定进展,并且已有学者开始关注政府引导基金对企业环境效益^[5-6]、社会效益^[9]及内部治理^[7]所产生的积极影响。本文拟在已有研究的基础上,以企业 ESG 表现为切入点,探讨政府引导基金的引入对企业在环境、社会和治理三个方面综合表现的影响,并结合政府引导基金在缓解企业融资约束、强化企业绿色治理和鼓励企业绿色创新方面的积极作用,具体分析其中的作用机制。

(二) 假说提出

企业 ESG 实践离不开资金、管理和技术的有力支持。首先,政府引导基金的引入能够有效缓解被投企业在 ESG 实践中面临的资金不足问题,但部分企业可能未将通过政府引导基金获取的资金用于增加 ESG 实践投入,使得这些资金的引入对企业 ESG 表现的提升只是“杯水车薪”,而政府引导基金可以通过股东身份实现“用手投票”,监督被投企业积极开展 ESG 实践。其次,部分企业在获得政府引导基金后,可能由于绿色治理经验的不足,未能显著提升自身的 ESG 表现,而政府引导基金作为特殊的机构投资者,其基金管理人拥有丰富的管理经验,可以为被投企业的绿色治理提供经验指导。最后,由于对绿色创新过程中所需的技术信息掌握不足以及绿色创新活动本身具有高风险性,在获得政府引导基金后,部分企业的绿色创新活动会面临失败风险,从而未能显著提升企业 ESG 表现,而政府引导基金能够通过整合其投资企业的绿色创新技术信息,帮助被投企业扫清障碍,实现 ESG 表现的显著提升。因此,从理论上来讲,政府引导基金的引入可以为被投企业的 ESG 实践“雪中送炭”。

首先,政府引导基金能够通过缓解被投企业的融资约束提升其 ESG 表现。除了直接提供资金外,政府引导基金还能发挥声誉与认证效应,从而间接增加企业资金流入,原因是为了保证投资有效性和提高财政资金使用效率,政府引导基金设有对应的投资决策和风险约束机制,因此政府引导基金对投资项目的优劣具有较强的甄别能力,这不仅可以降低投资者的信息搜寻成本,还能够通过“政府认证”提升投资者对企业的投资意愿。另外,我国信贷资源配置的特点是政府干预,并向国有企业倾斜,与政府缺乏关联的企业则有可能因资金支持不足而后续发展受到制约,政府引导基金则能够为被投企业与政府之间搭建起沟通的桥梁,有助于被投企业更便捷、低成本地获得银行信贷,进而缓解被投企业的融资约束。由于目前企业参与 ESG 实践的收益与成本是不对称的,ESG 实践往往需要充裕的资金支持,政府引导基金则能够发挥“雪中送炭”的作用,有效缓解被投企业在开展 ESG 实践中所面临的资金难题,从而推动被投企业积极提升 ESG 表现。

其次,政府引导基金能够通过促进被投企业绿色治理提升其 ESG 表现。有研究发现,机构投资者能够有效推动企业绿色治理^[11]。政府引导基金作为机构投资者,可以充分履行其对企业环境治理的监督职能,并且近年来政府引导基金已逐步跨入“集群发展、联动协同、精细管理”阶段,通过“母基金+分母基金+子基金”架构聚焦产业集群。例如,深圳“20+8”产业集群基金体系已实现由深圳市引导基金投资有限公司总体把控和运营,由专业的市场化管理人进行管理,聚焦于某一个产业、某一个细分领域,可以多维度贡献地方产业发展。这种精

细化管理能够实现因产制宜,推动政府引导基金管理人结合相应产业发展特性,助力被投企业开展绿色治理,解决了部分企业缺乏绿色治理经验的问题。另外,政府引导基金所具有的声誉和认证效应还能够吸引绿色投资者的加入。绿色投资者在绿色环保领域具有更强的专业性,不仅能够通过“用手投票”向管理层传递绿色经营理念,增强管理层对绿色发展的认识和绿色治理意识,还会倒逼管理层为避免绿色投资者“用脚投票”所引发的羊群效应而积极开展绿色治理^[34],这会对被投企业的环境绩效产生正向影响。根据行为一致性理论,环境保护作为企业社会责任的一部分,政府引导基金在引导被投企业提升环境绩效的同时,会提升其在其他方面社会责任的表现^[4]。因此,政府引导基金对企业绿色治理的促进作用也将有助于被投企业社会责任表现的改善。

最后,政府引导基金能够通过推动被投企业绿色创新提升其 ESG 表现。一方面,绿色创新作为一项正外部性强、周期长、对资金需求量大的高风险投资项目,虽然有助于提升企业的长期价值,但受到股东价值最大化的影响,管理层开展绿色创新活动可能会存在一定阻碍。而政府引导基金作为不以盈利为目的的耐心资本,旨在营造鼓励创新、宽容失败的良好氛围,不仅自身对创新失败风险具有更高的容忍度,而且能通过分红让利和风险补偿等机制提升其他投资人和管理机构对创新失败风险的容忍度^[3],这有助于激发被投企业的创新积极性。另一方面,政府引导基金的持股网络也使其能够有效整合被投资企业在绿色创新过程中所积累的技术信息^[35],实现企业间的信息共享,减少被投企业在绿色创新过程中遇到的障碍,降低被投企业绿色创新的失败率。政府引导基金通过推动被投企业提升绿色创新水平,不仅能够减少被投企业的环境污染,降低原材料与能源消耗,充分履行其保护环境的社会责任,还能够增加被投企业产品的绿色属性,这与当前公众对绿色产品的需求上涨相适应,可以有效提升被投企业的市场竞争力。同时,其他企业为维持自身的市场份额也会积极开展绿色创新活动,从而使得被投企业的绿色创新发挥了引领作用,有助于推动绿色技术在社会层面的进步。另外,如何协调好企业生产经营与绿色创新的资源分配对被投企业的管理层提出了更高要求,管理层需要提升对企业运营中各个环节的监督能力,以便能将有限的资源进行合理分配,而政府引导基金能够通过推动被投企业绿色创新来促使其完善内部治理体系,提升管理层的管理能力。

基于上述分析,本文提出研究假说 H。

H:政府引导基金能够显著提升被投企业的 ESG 表现。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

在 2008 年国家发展改革委联合财政部、商务部共同发布《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》后,各级地方政府才陆续以其为指引,发布并实施适应当地企业和产业发展需要的政府引导基金政策,考虑到政策制定和实施的过程性以及样本数据的可得性,本文选取 2009—2022 年 A 股上市公司作为研究对象。数据获取途径如下:(1)政府引导基金数据来自清科私募通数据库。(2)上市公司华证 ESG 数据来自 WIND 数据库。(3)其余数据均来自 CSMAR 数据库、CNRDS 数据库。本文按照如下标准对样本进行筛选:(1)剔除金融类上市公司。(2)剔除 ST、*ST 类样本。(3)剔除主要变量数据缺失的样本。最终,本文得到 34828 个企业-年度样本观测值。为避免异常值对研究结果的影响,本文对所有连续变量进行上下 1% 分位的缩尾处理。

(二)变量定义

1. 被解释变量:企业 ESG 表现(ESG)

本文采用华证 ESG 评级对企业 ESG 表现进行衡量,华证 ESG 评级分为 C、CC、CCC、B、BB、BBB、A、AA、AAA 共 9 个级别,其中 AAA 级代表 ESG 表现最优,本文按照评级由低到高的顺序依次赋值为 1~9。

2. 解释变量:政府引导基金(GVC)

本文借鉴徐明^[19]、吴超鹏和严泽浩^[3]的研究,在上市公司获得政府引导基金投资(包含两种情况:①上市公司本身获得政府引导基金投资;②当上市公司的参控股公司获得政府引导基金投资时,视同上市公司获得政府引导基金投资)的当年及之后年份,GVC 取值为 1,否则取值为 0。

3. 控制变量

本文控制如下可能影响企业 ESG 表现的变量:企业规模(Size)、企业年龄(Age)、资产负债率(Lev)、总资产收益率(ROA)、企业成长性(Growth)、经营现金流(CF)、固定资产占比(Fixratio)、独立董事比例(Inde)、第一大

股东持股比例(*Top1*)、管理层持股比例(*ManHold*)、两职合一(*Dual*)、分析师关注(*Ana*)、产权性质(*SOE*)、地区经济发展水平(*Lngdp*)。变量具体定义见表 1。

(三) 模型设定

为了检验政府引导基金对被投企业 ESG 表现的影响,本文构建模型(1)对假说 H 进行验证。

$$ESG_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 GVC_{i,t} + \sum Control_{i,t} + Firm\ FE + Year\ FE + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,*i*、*t* 分别代表企业和年份, $\sum Control$ 为控制变量组,*Firm FE* 和 *Year FE* 分别为企业和年度固定效应, ε 为随机误差项。

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果。*ESG* 的均值为 4.167,标准差为 1.041,表明样本企业 ESG 表现整体偏低且企业间存在较大差异。政府引导基金 *GVC* 的均值为 0.050,表明有 5% 的样本得到了政府引导基金的支持。企业规模 *Size* 的最小值为 19.922,最大值为 26.097,均值为 22.133,说明不同企业的规模存在明显差异,这可能会导致政府引导基金对不同规模企业的 ESG 表现产生不同的政策效果。管理层持股比例 *ManHold* 的最小值为 0.000,最大值为 0.690,均值为 0.146,说明不同企业对管理层的股权激励存在较大差异。

(二) 基准回归结果

表 3 报告了政府引导基金与企业 ESG 表现的回归结果。第(1)列为未加入控制变量以及企业、年度固定效应的回归结果,第(2)列、第(3)列为依次加入企业、年度固定效应和控制变量的回归结果。在三列回归结果中, *GVC* 的系数均在 1% 水平上显著为正,表明政府引导基金显著提升了被投企业的 ESG 表现,即证明政府引导基金对于改善被投企业的 ESG 表现而言是“雪中送炭”,而非“杯水车薪”。以列(3)为例, *GVC* 的系数为 0.097,表明在其他条件不变的情况下,相较于未获得政府引导基金投资的企业,获得政府引导基金投资的企业其 ESG 表现平均提升了 0.097 分。因此,回归结果支持了本文研究假设。

(三) 稳健性检验

1. 平行趋势检验

本文构建模型(2)检验政府引导基金投资前后企业 ESG 表现的变化趋势,具体模型设定如下:

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \sum_{t=-4}^4 \beta_t Shock_t + \sum Control_{i,t} + Firm\ FE + Year\ FE + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, *Shock_t* 为相对政府引导基金投资时间的虚拟变量,系数 β_t 能够反映政府引导基金对被投企业 ESG 表现影响的动态变化趋势,其余变量的含义与模型(1)相同。结果显示,处理组与控制组企业之间的 ESG 表现在

表 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 ESG 表现	<i>ESG</i>	ESG 评级赋值 1-9
解释变量	政府引导基金	<i>GVC</i>	上市公司获得政府引导基金投资的当年及之后年份取值为 1,否则为 0
控制变量	企业规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
	企业年龄	<i>Age</i>	成立年限的自然对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	负债总额/总资产
	总资产收益率	<i>ROA</i>	净利润/总资产
	企业成长性	<i>Growth</i>	营业收入增长率
	经营现金流	<i>CF</i>	经营活动产生的现金流量净额/总资产
	固定资产占比	<i>Fixratio</i>	固定资产净额/总资产
	独立董事比例	<i>Inde</i>	独立董事人数/董事会人数
	第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	第一大股东持股数量/总股本
	管理层持股比例	<i>ManHold</i>	管理层持股数量/总股本
	两职合一	<i>Dual</i>	董事长和总经理为同一人取值为 1,否则为 0
	分析师关注	<i>Ana</i>	当年跟踪企业的分析师人数加 1 取自然对数
	产权性质	<i>SOE</i>	国有企业取值为 1,否则为 0
	地区经济发展水平	<i>lngdp</i>	省份生产总值的自然对数

表 2 变量的描述性统计结果

	N	Mean	SD	Min	P50	Max
<i>ESG</i>	34828	4.167	1.041	1.000	4.000	8.000
<i>GVC</i>	34828	0.050	0.218	0.000	0.000	1.000
<i>Size</i>	34828	22.133	1.267	19.922	21.936	26.097
<i>Age</i>	34828	2.825	0.370	1.609	2.890	3.497
<i>Lev</i>	34828	0.412	0.205	0.051	0.403	0.885
<i>ROA</i>	34828	0.040	0.059	-0.216	0.040	0.197
<i>Growth</i>	34828	0.168	0.372	-0.528	0.111	2.213
<i>CF</i>	34828	0.048	0.069	-0.155	0.047	0.246
<i>Fixratio</i>	34828	0.209	0.156	0.002	0.178	0.689
<i>Inde</i>	34828	0.375	0.052	0.333	0.333	0.571
<i>Top1</i>	34828	0.346	0.147	0.092	0.324	0.744
<i>ManHold</i>	34828	0.146	0.203	0.000	0.010	0.690
<i>Dual</i>	34828	0.296	0.456	0.000	0.000	1.000
<i>Ana</i>	34828	1.413	1.185	0.000	1.386	3.784
<i>SOE</i>	34828	0.348	0.476	0.000	0.000	1.000
<i>lngdp</i>	34828	10.574	0.766	8.061	10.636	11.768

政府引导基金投资前并没有显著差异,表明政府引导基金影响被投企业 ESG 表现的估计结果通过了平行趋势检验。

2. 安慰剂检验

为了进一步排除其他不可观测因素对研究结论的影响,本文借鉴陈强等的研究^[36],采用“有约束”的交叠 DID 混合安慰剂检验方法予以验证。处理效应估计值位于安慰剂效应分布的右侧尾部,且双边 P 值在 5% 水平上显著,右边 P 值在 1% 水平上显著,表明政府引导基金对被投企业 ESG 表现的提升效应并不是其他因素导致的。

3. 缓解遗漏变量

为缓解可能存在的遗漏变量问题,本文在模型(1)的基础上逐步加入年度-行业交互固定效应和年度-省份交互固定效应,结果依然支持本文结论。

4. PSM 匹配

本文进一步采用倾向得分匹配法(PSM)来缓解可能存在的样本选择偏差问题对基准回归结果的影响。考虑到政府引导基金具有“投早”“投小”“投科技”的特征以及会对投资项目开展事前的风险评估,本文选取企业年龄(Age)、是否高科技行业(Hightech)、独立董事比例(Inde)、是否亏损(Loss)以及当年审计意见类型(Opinion)作为协变量,按照 1:1 最近邻无放回匹配原则对样本进行逐年匹配,并基于匹配后的样本重新进行回归,本文结论依然成立。

5. 工具变量法

为了解决可能存在的逆向因果问题,借鉴代昀昊等对工具变量的设计思路^[37],本文将上一年度同一城市已获得政府引导基金投资的企业数量作为工具变量(CityGVC),定义为企业所在城市上一年度已获得政府引导基金投资的企业数量加 1 取自然对数,研究结论依然稳健。

6. Heckman 两步法

为了缓解可能存在的样本自选择问题,本文采用 Heckman 两步法进行估计。第一步,在已有控制变量的基础上进一步加入工具变量(CityGVC)来估计企业获得政府引导基金投资的概率,进而得到逆米尔斯比率(IMR);第二步,将第一步估计得到的逆米尔斯比率(IMR)作为控制变量加入模型(1)中。

7. 替换解释变量

首先,本文采用样本期内企业获得政府引导基金投资的累计次数(GVC_frequency)来衡量解释变量。其次,本文以企业获得政府引导基金的投资年限(GVC_year)来衡量解释变量。

8. 替换不同聚类层级

获得政府引导基金投资的企业可能存在空间维度上的相关性,故本文将聚类层级分别用行业和省份进行替换。

9. 排除其他环境政策干扰

考虑到环境政策可能会对本文的研究结论产生影响,例如,绿色信贷政策的实施有助于推动企业绿色创新^[38],本文分别对绿色信贷政策、低碳城市试点政策、环保法庭设立以及绿色税制改革政策进行了控制。

以上稳健性检验结果(未列示,备索)均与基准回归结果基本一致,本文结论可靠。

表 3 政府引导基金与企业 ESG 表现的回归结果

变量	(1) ESG	(2) ESG	(3) ESG
GVC	0.226 *** (5.37)	0.185 *** (4.78)	0.097 *** (2.62)
Size			0.185 *** (10.05)
Age			-0.120 (-1.11)
Lev			-0.812 *** (-11.99)
ROA			0.873 *** (5.99)
Growth			-0.075 *** (-5.23)
CF			-0.420 *** (-4.69)
Fixratio			-0.119 (-1.37)
Inde			1.334 *** (7.07)
Top1			0.385 *** (3.34)
ManHold			0.618 *** (6.77)
Dual			-0.020 (-0.95)
Ana			0.075 *** (9.06)
SOE			0.098 ** (2.18)
lngdp			0.117 ** (1.97)
Constant	4.155 *** (319.80)	4.157 *** (2153.32)	-1.336 * (-1.72)
Firm Fe	No	Yes	Yes
Year Fe	No	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.002	0.430	0.455
N	34828	34828	34828

注:括号内为经企业 Cluster 修正后的 t 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。下同。

五、中介机制分析

根据前文分析,政府引导基金在理论上会通过缓解融资约束、促进绿色治理与推动绿色创新三个作用机制提升被投资企业 ESG 表现。为验证三个影响机制是否存在,本文依据模型(3)和模型(4)分别对三个作用机制进行路径分析。

$$MV_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 GVC_{i,t} + \sum Control_{i,t} + Firm\ FE + Year\ FE + \varepsilon_{i,t} \tag{3}$$

$$ESG_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 GVC_{i,t} + \delta_2 MV_{i,t} + \sum Control_{i,t} + Firm\ FE + Year\ FE + \varepsilon_{i,t} \tag{4}$$

其中,MV 为中介变量,其余变量含义与模型(1)相同。

(一)缓解企业融资约束

从理论上讲,政府引导基金能够以股权投资的方式实现直接的资金供给,并通过发挥声誉和认证效应吸引社会资本投资,降低企业获得银行信贷的难度和成本,从而缓解被投企业的融资约束。本文采用对 SA 指数取绝对值后再取自然对数(Fian)的方法来衡量企业融资约束程度,Fian 值越大,企业面临的融资约束越严重。检验结果如表 4 列(1)和列(2)所示,可见政府引导基金能够通过缓解融资约束这一路径提升被投资企业 ESG 表现。

表 4 机制检验:缓解融资约束和促进绿色治理

变量	(1) <i>Fian</i>	(2) <i>ESG</i>	(3) <i>Green_gov</i>	(4) <i>ESG</i>	(5) <i>AC</i>	(6) <i>ESG</i>	(7) <i>Green_inv</i>	(8) <i>ESG</i>
<i>GVC</i>	-0.009 *** (-6.05)	0.065 * (1.77)	0.081 *** (2.74)	0.090 ** (2.45)	-0.005 ** (-2.12)	0.092 ** (2.51)	0.050 * (1.92)	0.090 ** (2.39)
<i>Fian</i>		-3.725 *** (-7.96)						
<i>Green_gov</i>				0.086 *** (9.76)				
<i>AC</i>						-1.033 *** (-6.33)		
<i>Green_inv</i>								0.030 *** (3.11)
<i>Constant</i>	1.164 *** (33.50)	3.000 *** (3.21)	-3.825 *** (-6.09)	-1.008 (-1.31)	0.482 *** (8.46)	-0.838 (-1.08)	-2.818 *** (-5.62)	-1.180 (-1.51)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm Fe</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year Fe</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.954	0.458	0.485	0.457	0.707	0.456	0.600	0.455
N	34828	34828	34828	34828	34828	34828	34557	34557

(二)促进企业绿色治理

在理论上,政府引导基金不仅能够通过直接履行治理和监督职能来推动被投资企业强化绿色治理,还能通过发挥声誉和认证效应吸引绿色投资者的加入。绿色投资者能够向管理层传递绿色经营理念,并通过“用脚投票”倒逼管理层参与绿色治理,从而间接促使被投资企业积极开展绿色治理。

首先,本文选取 CSMAR 数据库中是否制定环保管理制度体系、是否开展环保教育与培训、是否实施环保专项行动三个指标,企业制定了环保管理制度体系得 1 分,否则得 0 分,以此类推,以三个指标的总得分来衡量企业绿色治理水平(*Green_gov*),总得分越高,企业绿色治理水平越高。进一步地,本文借鉴王馨和王营的研究^[38],采用管理费用率来衡量企业的代理成本(*AC*),管理费用率=管理费用/营业总收入,该值越大,企业的代理问题越严重。表 4 列(3)至列(6)结果表明,政府引导基金的引入能够促进被投资企业完善绿色治理体系,缓解委托代理问题,进而带来 ESG 表现的提升。

其次,本文借鉴姜广省等的研究^[34],整理得到企业当年的绿色投资者数量(*Green_inv*),绿色投资者数量越多,对企业绿色治理的推动和监督作用越强。2020 年 7 月 15 日,国家绿色发展基金在上海正式揭牌,其投资目标是按照加强生态文明建设总体要求,面向市场需求,积极引导社会资本投向绿色发展领域,促进绿色产业和绿色经济高质量发展,随后地方性绿色政府引导基金也相继问世。因此,为了避免绿色政府引导基金的影响,本文

借鉴安梦天和李雪娇的研究^[8],在检验政府引导基金吸引绿色投资者进入机制时剔除了获得过绿色政府引导基金的企业。表4列(7)和列(8)结果表明,政府引导基金能够为被投资企业吸引更多的绿色投资者,从而对管理层施加更强的绿色治理监督,提升被投企业的 ESG 表现。

(三) 推动企业绿色创新

根据理论分析,政府引导基金能够提升被投企业的绿色创新积极性和减少被投企业在绿色创新过程中遇到的障碍,从而推动被投资企业积极开展绿色创新活动。

首先,本文采用企业当年绿色专利申请数加1取自然对数来衡量企业的绿色创新水平(GI), GI 越大,企业的绿色创新水平越高。进一步地,本文根据企业创新动机将企业创新行为分为实质性创新和策略性创新两类;将绿色发明专利界定为实质性绿色创新,并重新计算出企业实质性绿色创新水平(GI_{inno}),将绿色实用新型专利界定为策略性绿色创新,并重新计算出企业策略性绿

色创新水平(GI_{new}),以探究政府引导基金投资所产生的绿色创新水平提升效应究竟源于何种创新。表5列(1)至列(4)结果表明,政府引导基金可以显著提升所投企业的绿色创新水平,并且这一提升效应主要源于企业实质性绿色创新水平的提升,因而更有助于企业实现减污降碳,提升了 ESG 表现。

其次,绿色研发投入决定了企业绿色技术的创新与应用,因而企业绿色研发投入的多少也能在一定程度上反映企业的绿色创新水平。为此,本文进一步检验政府引导基金能否促使被投资企业增加绿色研发投入。借鉴 Lee 等的研究^[39],本文近似估算企业当年的绿色研发投入,如式(5)所示:

$$GI_{invest_{i,t}} = RD_{total_{i,t}} \times \frac{Patent_green_{i,t}}{Patent_total_{i,t}}$$

(5)

其中, $GI_{invest_{i,t}}$ 表示企业*i*在*t*年绿色研发投入占总资产的比重, $RD_{total_{i,t}}$ 表示企业*i*在*t*年总研发投入占总资产的比重, $Patent_green_{i,t}$ 表示企业*i*在*t*年的绿色专利申请数量, $Patent_total_{i,t}$ 表示企业*i*在*t*年的专利申请总数,在此假设企业*i*在*t*年绿色研发投入占总研发投入的比例等于绿色专利申请数量占专利申请总数的比例。检验结果如表5列(5)和列(6)所示,可见政府引导基金能够显著推动被投资企业增加绿色研发投入,提升绿色创新水平。

上述结果均通过了 Sobel 和 Bootstrap 检验,具体结果留存备索。

六、异质性分析

(一) 地区环境治理力度

政府作为经济社会的重要组成部分,地方政府的环境治理力度对推动企业提升环境表现起着重要作用。一方面,环境治理力度越强,地方政府对企业环保违规行为的稽查就越严格,从而越能有效抑制企业的环境机会主义行为;另一方面,为引导企业增加绿色投资,政府也会通过提供政府环保补贴和给予政府采购订单等方式支持积极参与绿色治理和绿色创新的企业。因此,在环境治理力度较强的地区,企业受到政府环境规制与环保激励的影响也较大,使其相较于环境治理力度较弱地区的企业,在未获得政府引导基金投资时就会有更好的 ESG 表现,而政府引导基金能够通过促进绿色治理对环境治理力度较弱地区企业的环境违规行为施加约束,从而对其 ESG 表现发挥更大的提升作用。基于上述分析,本文依据地区环境治理力度的年度中位数将样本企业分为环境治理力度弱和环境治理力度强两组,并进行分组回归分析。本文采用省级政府工作报告中与环境相关的词汇所占比衡量地区环境治理力度,回归结果如表6列(1)和列(2)所示,可见政府引导基金对环境治理力度较弱地区的企业 ESG 表现具有更强的提升作用。

表5 机制检验:推动绿色创新

变量	(1) <i>GI</i>	(2) <i>ESG</i>	(3) <i>GI_inno</i>	(4) <i>GI_new</i>	(5) <i>GI_invest</i>	(6) <i>ESG</i>
<i>GVC</i>	0.166 *** (4.22)	0.087 ** (2.36)	0.192 *** (5.18)	0.081 ** (2.43)	0.001 ** (2.30)	0.084 ** (2.21)
<i>GI</i>		0.059 *** (6.57)				
<i>GI_invest</i>						5.922 *** (2.66)
<i>Constant</i>	-6.925 *** (-7.44)	-0.926 (-1.20)	-6.135 *** (-7.57)	-4.102 *** (-5.54)	0.002 (0.64)	-1.273 (-1.38)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm Fe</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year Fe</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.701	0.456	0.674	0.651	0.566	0.444
N	34813	34813	34813	34813	29122	29122
P-Value	0.001 ***					

(二) 行业污染程度

一方面,相较于非污染行业企业,环境规制对污染行业企业的约束更强,不仅使其面临更高的合规性风险,而且可能导致其为满足环保要求而出现减产、停产的情况,从而进一步加大了污染行业企业的经营风险,这将导致债权人和投资者的资金供给意愿降低,使企业面临更高的融资门槛和融资成本^[38];另一方面,污染行业企业的排污量较大,其通过绿色创新降低排污量的动机更强烈,但由于融资约束的限制以及更大的绿色创新难度和风险,其对于开展绿色创新活动可能是“心有余而力不足”。政府引导基金能够通过发挥认证效应帮助被投资企业缓解融资约束,并且政府引导基金作为鼓励企业开展科技创新的耐心资本,对被投资企业开展绿色创新活动所带来的风险具有更高的容忍度,因而能有效推动污染行业企业大力开展绿色创新活动,从而促进其 ESG 表现提升的幅度更大。基于上述分析,本文将样本企业按照所处行业污染程度分为非污染行业和污染行业两组,并进行分组回归分析。表 6 列(3)和列(4)结果表明,政府引导基金对污染行业企业 ESG 表现的提升作用更强。

表 6 基于地区环境治理力度、行业污染程度、行业竞争程度和企业规模的异质性分析

变量	地区环境治理弱 (1) ESG	地区环境治理强 (2) ESG	非污染行业 (3) ESG	污染行业 (4) ESG	行业竞争程度低 (5) ESG	行业竞争程度高 (6) ESG	小规模企业 (7) ESG	大规模企业 (8) ESG
GVC	0.133 *** (2.75)	0.074 (1.38)	0.077 * (1.88)	0.195 ** (2.21)	0.189 *** (3.52)	0.022 (0.41)	0.030 (0.40)	0.107 ** (2.28)
Constant	-1.820 * (-1.76)	-0.586 (-0.47)	-0.552 (-0.59)	-3.831 ** (-2.41)	-0.887 (-0.79)	-0.630 (-0.53)	0.545 (0.40)	-4.596 *** (-3.94)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm Fe	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Fe	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.472	0.472	0.465	0.452	0.476	0.450	0.458	0.477
N	18803	15984	27972	6856	17301	17508	17418	17410
P-Value	0.160		0.089 *		0.000 ***		0.094 *	

(三) 行业竞争程度

对于所处行业竞争程度较高的企业来说,激烈的行业竞争会使市场上的产品或服务同质化严重、定价相对集中,因此为建立品牌优势,企业会更加积极地履行社会责任、开展环境治理,以打造良好的社会形象,回应已有或潜在消费者和投资人对企业 ESG 表现的期望。然而,在竞争程度较低的行业中,投资者对于企业 ESG 信息的重视程度不及竞争激烈的行业,因此企业提升 ESG 表现的动机较弱,这将导致企业 ESG 表现变差^[33]。政府引导基金的引入能够有效解决上述问题,一方面,政府引导基金能够有效提升企业绿色治理水平,提高所处行业竞争程度较低企业对于 ESG 实践的重视程度;另一方面,随着近年来政府日益倡导企业可持续发展,融入政府意志的政府引导基金能够有效纠正以往竞争程度较低行业中投资者对于企业 ESG 实践重视不够的问题,进而对所在行业竞争程度较低企业的 ESG 表现发挥更大的提升作用。基于上述分析,本文将样本企业依据赫芬达尔指数的年度中位数分为行业竞争程度低和行业竞争程度高两组,并进行分组回归分析。表 6 列(5)和列(6)结果表明,政府引导基金对所处行业竞争程度较低企业 ESG 表现的提升作用更强。

(四) 企业规模

首先,大规模企业通常拥有更雄厚的资金、更成熟的管理体系和更专业的人才团队,能够有效承接政府引导基金带来的资金与资源,并投入 ESG 相关项目中。其次,政府引导基金能够显著提升大规模企业的风险承担水平,但对小规模企业的影响不显著^[22],较高的风险承担水平有助于大规模企业更积极地开展绿色创新活动。最后,大规模企业往往与地方政府和产业链的联动更加紧密。政府引导基金能更好地与地方产业政策形成协同,使大规模企业更深入地融入绿色产业链,从而产生规模效应,加速大规模企业的绿色转型升级。因此,政府引导基金会对规模较大企业的 ESG 表现发挥更大的提升作用。基于上述分析,本文将样本依据企业规模的年度中位数分为小规模企业和大规模企业两组,并进行分组回归分析。表 6 列(7)和列(8)结果表明,政府引导基金对大规模企业 ESG 表现的提升作用更强。

(五) 政府引导基金本异地投资

为进一步探究政府引导基金的本异地投资对被投资企业 ESG 表现的影响,本文借鉴张倩倩等的研究^[21],根据基金所在地与被投资企业注册地判断是否为异地投资,当基金所在地与被投资企业注册地不同时,视为异地投资,否

则为本地投资。具体地,本文分别以仅获得过政府引导基金本地投资的企业与未获得过政府引导基金投资的企业、获得过政府引导基金异地投资的企业与未获得过政府引导基金投资的企业为样本进行回归分析。表7列(1)和列(2)结果表明,政府引导基金异地投资对被投企业 ESG 表现具有显著的提升作用,而政府引导基金本地投资对被投企业 ESG 表现没有显著的提升作用。一方面,政府引导基金异地投资的 ESG 提升作用更显著可能源于政府引导基金的股权投资方式优势,政府引导基金能够以派驻董事、行使投票权等方式参与企业内部治理^[2],这使得在异地投资中政府引导基金同样能充分履行其监督职能,从而有效推动被投企业积极开展 ESG 实践。并且,异地政府认证意味着企业凭借自身实力真正实现了“走出去”,从而能够放大政府引导基金的声誉与认证效应,进一步提升了投资者和银行对获得异地政府引导基金投资企业的资金供给意愿,会为该类企业开展 ESG 实践提供更大程度的资金支持。另一方面,政府引导基金本地投资对被投企业 ESG 表现提升作用不明显的原因可能在于:为了带动当地的经济发展,政府引导基金普遍具有返投比要求,因而部分地方政府可能会通过利用政府引导基金的返投比要求来达到招商引资的目的,但这种政治目标的干扰可能会使政府风险投资行为的效果发生扭曲^[40]。因此,对于仅获得政府引导基金本地投资的企业,实际上是更多受益于政府引导基金的返投要求,此时的政府引导基金投资更类似于财政资金的变相补贴,这会弱化政府引导基金的后续监督动力^[23],从而使得政府引导基金本地投资未能有效推动被投企业开展 ESG 实践。

(六)绿色政府引导基金

前文提到,目前各级政府正在积极设立专注于投资绿色发展领域的绿色政府引导基金。为进一步考察绿色政府引导基金对提升被投企业 ESG 表现是否具有更加显著的效应,本文借鉴安梦天和李雪娇的研究^[8],将命名与绿色发展相关且投资过绿色领域的政府引导基金认定为绿色政府引导基金,并分别以仅获得过非绿色政府引导基金投资的企业与未获得过政府引导基金投资的企业、获得过绿色政府引导基金投资的企业与未获得过政府引导基金投资的企业为样本进行回归分析。表7列(3)和列(4)结果表明,非绿色和绿色政府引导基金均对被投企业 ESG 表现具有显著的提升作用。虽然列(4)中 GVC 的系数明显大于列(3),但未通过组间系数差异检验,表明非绿色和绿色政府引导基金对被投企业 ESG 表现的提升作用并没有显著差异,原因可能是目前我国部分绿色政府引导基金缺乏对绿色发展方面绩效的明确考核,从而使得部分绿色政府引导基金管理人仅关注被投企业在财务管理或风险控制方面的表现,而忽视了被投企业在绿色发展方面的表现,因而未能进一步发挥其绿色引导作用。

七、进一步分析

前文结论表明政府引导基金能够显著提升被投企业的整体 ESG 表现,在此基础上,本文进一步分析政府引导基金对被投企业 E、S 和 G 三个具体维度的影响究竟如何,回归结果如表8所示,可见政府引导基金能够显著提升被投企业在环境保护和社会责任履行方面的表现,但未能显著提升被投企业在治理方面的表现。虽然我们在前文中已经证实,政府引导基金能够提升被投企业的绿色治理水平,但对于上市公司而言,治理体系的完善可能需要较长的时间才能实现,从而使得 G 维度表现未能明显提升。随着近年来国家对企业环境保护、社会责任履行的重视程度不断提高,政府

引导基金的政策导向性也可能使其更加关注企业在环境和社会责任方面的表现,同时被投企业可以通过深化末端治理、增加慈善捐赠等方式实现对政府引导基金推动被投企业加强 ESG 实践的快速响应,进而实现 E 和 S 维度表

表7 基于政府引导基金本地投资和绿色政府引导基金的异质性分析

变量	仅获得本地投资	获得异地投资	非绿色政府引导基金	绿色政府引导基金
	(1) ESG	(2) ESG	(3) ESG	(4) ESG
GVC	0.085 (1.23)	0.107 ** (2.43)	0.092 ** (2.42)	0.235 * (1.69)
Constant	-1.613 * (-1.88)	-1.361 * (-1.70)	-1.265 (-1.62)	-1.660 * (-1.89)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm Fe	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Fe	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.454	0.454	0.455	0.454
N	30390	33123	34564	29358
P-Value	0.785		0.315	

表8 政府引导基金与企业 ESG 表现的分维度分析

变量	(1) E	(2) S	(3) G
GVC	0.123 *** (2.88)	0.071 * (1.83)	0.061 (1.34)
Constant	-1.503 ** (-1.97)	-0.780 (-0.93)	2.518 ** (2.38)
Controls	Yes	Yes	Yes
Firm Fe	Yes	Yes	Yes
Year Fe	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.496	0.453	0.432
N	34828	34828	34828

现的提升。这也为充分发挥政府引导基金作为长期资本、耐心资本的跨周期和逆周期调节作用,推动企业持续加强 ESG 实践提出了更高要求。

八、结论与政策建议

本文利用 2009—2022 年 A 股上市公司面板数据,实证分析了政府引导基金对被投资企业 ESG 表现的影响,结果表明政府引导基金可以显著提升被投资企业的 ESG 表现,且这一结论在经过一系列稳健性检验后仍然成立。中介机制分析发现,政府引导基金通过缓解融资约束、促进绿色治理与推动绿色创新提升了被投资企业的 ESG 表现。异质性分析结果表明,在地区环境治理力度较弱、污染行业、行业竞争程度较低、规模较大以及获得政府引导基金异地投资的企业中,政府引导基金对被投资企业 ESG 表现的提升作用更强,但绿色政府引导基金对被投资企业 ESG 表现的提升作用并未显著优于非绿色政府引导基金。进一步分析发现,政府引导基金对被投资企业 ESG 表现的提升作用主要源于 E 和 S 维度表现的提升。

基于上述结论,本文提出以下政策建议:第一,充分发挥政府引导基金对企业的支持和引导作用。鉴于政府引导基金可以促进被投资企业提升 ESG 表现,政府相关部门应进一步扩大政府引导基金的规模和覆盖范围,为更多企业开展 ESG 实践提供支持。第二,从不同作用路径入手,强化政府引导基金的政策效应。具体地,在缓解融资约束方面,政府引导基金应对投资项目开展更加严格的事前筛选,进一步放大声誉和认证效应;在促进绿色治理方面,被投资企业应当充分吸收政府引导基金和绿色投资者的先进经验,提升自身绿色治理水平;在推动绿色创新方面,政府引导基金要进一步提升对企业绿色创新失败风险的容忍度,鼓励被投资企业积极开展绿色创新。第三,因企施策,强化政府引导基金对不同企业的引导功能,并推动完善政府引导基金制度建设。首先,地方政府应进一步提升环境治理力度,通过约束和激励手段推动企业开展 ESG 实践,与政府引导基金实现协同,从内外两方面共同推动企业 ESG 表现的提升;其次,污染行业企业面临更高的环境风险,应利用政府引导基金所提供的资源和经验支持以及对绿色创新风险的较高容忍度,推进绿色创新,实现绿色转型;再次,规模较小企业应当招揽 ESG 方面的人才,提升自身利用政府引导基金支持开展 ESG 实践的能力,且应充分融入当地绿色产业链,实现可持续发展的规模效应;最后,政府引导基金应进一步放宽跨区域投资限制,强化对异地优质投资项目的支持,同时加强投资决策和风险约束机制建设,在筛选本地投资项目时要保持客观、公正,投资真正有实力、有潜力的企业,并在投资后充分履行好监督责任,另绿色政府引导基金相关管理办法应当明确对绿色发展方面的绩效考核要求,突出其强调绿色发展的政策导向。

参考文献:

- [1] 陈少强,郭骊,郑紫卉. 政府引导基金演变的逻辑[J]. 中央财经大学学报,2017(2):3-13.
- [2] 孟祥瑜,谢获宝,黄大禹. 政府引导基金与企业劳动收入份额[J]. 财经研究,2024(9):154-168.
- [3] 吴超鹏,严泽浩. 政府基金引导与企业核心技术突破:机制与效应[J]. 经济研究,2023(6):137-154.
- [4] 王禹,王浩宇,薛爽. 税制绿色化与企业 ESG 表现——基于《环境保护税法》的准自然实验[J]. 财经研究,2022(9):47-62.
- [5] 李雪琴,郑韵基,韩先锋. 政府绿色基金投资与企业绿色低碳转型:理论与证据[J]. 财政研究,2025(2):111-128.
- [6] 徐实,纪端,钟慧洁. 政府引导基金能驱动企业绿色创新吗? [J]. 东岳论丛,2024(3):152-161.
- [7] 罗劲博,陆文韬. 政府引导基金持股能否提高民企会计稳健性——来自 A 股上市公司的证据[J]. 南开管理评论,2025(10):173-184.
- [8] 安梦天,李雪娇. 有为政府、金融引导与碳减排——来自绿色政府引导基金的经验证据[J]. 财经科学,2024(5):1-17.
- [9] 陈晓宇,锁凌燕,陈娟. 政府引导基金的就业效应:基于融资约束和内外监督视角[J]. 现代金融研究,2025(4):39-52.
- [10] 姜爱华,张鑫娜,费堃桀. 政府采购与企业 ESG 表现——基于 A 股上市公司的经验证据[J]. 中央财经大学学报,2023(7):15-28.
- [11] 张云,吕纤,韩云. 机构投资者驱动企业绿色治理:监督效应与内在机理[J]. 管理世界,2024(4):197-221.
- [12] Ge G, Xue J, Zhang Q. Industrial policy and governmental venture capital: Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2024, 84:102532.
- [13] 宫义飞,张可欣,徐荣华,等. 政府引导基金发挥了“融资造血”功能吗[J]. 会计研究,2021(4):89-102.
- [14] 程聪慧,王家璇. 政府引导基金对新旧动能转换的影响机制研究[J]. 财经论丛,2023(5):25-35.
- [15] 王海杰,王晓英,赵和楠. 政府引导基金对省域技术创新的影响——来自中国省际面板数据的证据[J]. 财政科学,2024(3):80-95.
- [16] 周波,孔欣悦,刘晶. 政府引导基金改善资本错配的效应与机制研究[J]. 财经问题研究,2025(5):80-92.
- [17] 杨兴全,刘颖,李枫. 政府引导基金与公司现金股利:融资造血抑或创投驱动[J]. 经济管理,2023(12):120-137.
- [18] Munari F, Toschi L. Assessing the impact of public venture capital programmes in the United Kingdom: Do regional characteristics matter? [J]. Journal of Business Venturing, 2015, 30(2):205-226.

- [19] 徐明. 政府引导基金是否发挥了引导作用——基于投资事件和微观企业匹配数据的检验[J]. 经济管理, 2021(8): 23-40.
- [20] Guiso L, Sapienza P, Zingales L. The role of social capital in financial development[J]. American Economic Review, 2004, 94(3): 526-556.
- [21] 张倩倩, 韩洁, 张晓玫. 逆向效应: 政府引导基金异地投资与中小企业高质量发展[J]. 南开管理评论, 2025(8): 148-158.
- [22] 项后军, 张翔, 王利沙. 政府引导基金对企业风险承担的影响研究[J]. 财经论丛, 2024(3): 16-25.
- [23] 蒋亚含, 李晓慧, 许诺. 政府引导基金投后赋能与实体企业发展——来自被投企业的经验证据[J]. 经济管理, 2023(3): 44-62.
- [24] Tan Y, Zhu Z. The effect of ESG rating events on corporate green innovation in China: The mediating role of financial constraints and managers' environmental awareness[J]. Technology in Society, 2022, 68: 101906.
- [25] 史永东, 王洪森. 企业社会责任与公司价值——基于 ESG 风险溢价的视角[J]. 经济研究, 2023(6): 67-83.
- [26] 王翌秋, 谢萌. ESG 信息披露对企业融资成本的影响——基于中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 南开经济研究, 2022(11): 75-94.
- [27] 翟胜宝, 程妍婷, 许浩然, 等. 媒体关注与企业 ESG 信息披露质量[J]. 会计研究, 2022(8): 59-71.
- [28] 宋献中, 潘婧, 韩杰. 资本市场国际化的鞭策效应: A 股纳入 MSCI 指数与企业 ESG 表现[J]. 数量经济技术经济研究, 2024(4): 153-172.
- [29] Clarkson P M, Li Y, Richardson G D. The market valuation of environmental capital expenditures by pulp and paper companies[J]. The Accounting Review, 2004, 79(2): 329-353.
- [30] Porter M E, Linde C. Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship[J]. Journal of Economic Perspectives, 1995, 9(4): 97-118.
- [31] 周泽将, 雷玲. 营商环境优化与企业 ESG 表现[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2023(5): 43-56.
- [32] 白雪莲, 赵鑫, 贺萌. 非控股股东对企业 ESG 表现的影响研究[J]. 管理学报, 2025(1): 115-124.
- [33] 雷雷, 张大永, 姬强. 共同机构持股与企业 ESG 表现[J]. 经济研究, 2023(4): 133-151.
- [34] 姜广省, 卢建词, 李维安. 绿色投资者发挥作用吗? ——来自企业参与绿色治理的经验研究[J]. 金融研究, 2021(5): 117-134.
- [35] 付馨苇, 谢家智. 政府引导基金、技术多样化与企业二元创新——兼论创新型产业集群的调节作用[J]. 财经论丛(浙江财经大学学报), 2025(8): 17-27.
- [36] 陈强, 齐霁, 颜冠鹏. 双重差分法的安慰剂检验: 一个实践的指南[J]. 管理世界, 2025(2): 181-220.
- [37] 代昀昊, 彭可, 童心楚, 等. 环境污染责任保险与企业 ESG 表现[J]. 证券市场导报, 2025(2): 24-35.
- [38] 王馨, 王营. 绿色信贷政策增进绿色创新研究[J]. 管理世界, 2021(6): 173-188+11.
- [39] Lee C C, Qin S, Li Y. Does industrial robot application promote green technology innovation in the manufacturing industry? [J]. Technological Forecasting and Social Change, 2022, 183: 121893.
- [40] Lerner J. When bureaucrats meet entrepreneurs: The design of effective “public venture capital” programs[J]. The Economic Journal, 2002, 112(477): F73-F84.

[责任编辑: 王丽爱]

Research on ESG Effect of Government-guided Fund: “Timely Help” or “Drop in the Bucket”?

TAO Chunhua¹, ZHANG Zizheng¹, SUN Kai¹, LIN Wanfa²

(1. School of Business, Guilin University of Technology, Guilin 541004, China;

2. School of Economics and Management, Wuhan University, Hubei 430072, China)

Abstract: Based on the panel data of A-share listed companies from 2009 to 2022, an empirical analysis was conducted on the impact of government-guided funds on the ESG performance of the invested enterprises. The research results show that the introduction of government-guided funds can significantly improve the ESG performance of invested enterprises, and the above conclusion still holds after a series of robustness tests. The analysis of the intermediary mechanism reveals that government-guided funds can enhance the ESG performance of the invested enterprises by alleviating the financing constraints, promoting green governance and driving green innovation. Heterogeneity analysis indicates that government-guided funds have a stronger enhancing effect on the ESG performance of the invested enterprises where the environmental governance efforts of the local district are relatively weak and are in polluting industries, the competition degree of the industry they are in is relatively low, the scale is relatively large, and they have received cross-regional investment from government-guided funds. But, at present, China's green government-guided funds' effect on improving the ESG performance of the invested enterprises is not significantly higher than that of non-green government-guided funds. Further analysis indicates that the role of government-guided funds in enhancing the ESG performance of the invested enterprises mainly stems from the improvement of performance in the E and S dimensions. The research findings provide a path support on how government-guided funds can effectively assist the enterprises they invest in improving their ESG performance.

Key Words: government-guided fund; ESG performance; financing constraints; green governance; green innovation; environmental governance