

# 实体企业金融化的环境绩效：内在机制与经验证据

李治国，孔维嘉，李兆哲

**摘要：**基于 2011—2020 年沪深 A 股实体上市公司数据，考察了实体企业金融化的环境绩效与形成机制，并进一步分析了企业家相关才能的调节效应。研究发现：(1) 实体企业金融化对环境绩效呈现先促进后抑制的倒 U 型关系，这一结论在使用多种方法进行稳健性检验后依然成立；(2) 实体企业金融化在东部地区和非国有企业中具有显著环境绩效，制造业企业金融化则更易产生消极的环境绩效；(3) 实体企业金融化初期的转型效应带来了积极的环境绩效，而随着金融化进程加深，其对创新的挤出效应产生了消极的环境绩效；(4) 进一步分析发现，随着实体企业金融化不断推进，企业家相关才能具有显著正向调节效应。

**关键词：**实体企业金融化；环境绩效；企业家才能；脱实向虚；调节效应

**中图分类号：**F275.6 **文献标识码：**A **文章编号：**1671-0169(2024)01-0086-16

**DOI:**10.16493/j.cnki.42-1627/c.temp.20231125.002

## 一、引言

数字经济的蓬勃发展一方面改变了传统经济发展方式，成为经济增长新动能，但另一方面也加速了资金流向金融等虚拟部门，导致了“经济金融化”，其在微观层面则表现为实体企业金融化<sup>[1]</sup>，而这动摇了实体经济在我国经济发展中的根基地位。为了有效落实习近平总书记在党的二十大中强调的关于“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”的重大指示，需要立足我国现实情况从多个视角探究实体企业金融化本质内涵，挖掘其发展潜力，引导实体企业将过度金融化风险转化为合理金融化机遇，这是基于我国实体企业金融化现状的最优解。

事实上，经济金融化在我国的出现并不算早，因为我国经济在很长一段时间内依靠完备工业体系、人口红利、政策偏向等有利因素通过实体部门实现了跨越式发展。但在 20 世纪 80 年代，我国实体部门出现产能过剩现象，由此带来的回报率不断走低、实体经济发展疲软成为制约实体部门进一步发展的现实困境。不仅如此，随着环境保护意识觉醒与“双碳”目标的提出，实体部门生产的非清洁性与转型的紧迫性又为其发展带来“绿色困境”。就像是同一硬币的正反两面，当实体经济发展举步维艰时，资金便流入回报率更高的金融部门，能够兼顾绿色与发展的金融部门很快成为现代经济核心<sup>[2]</sup>。金融蓬勃发展带来的金融产业转型能够提升企业融资效率<sup>[3]</sup>，推动地区经济绿色高质量发展<sup>[4]</sup>，也就是说，基于规范框架内的金融发展能够较好充当资金中介，有效服务企业与地区发展。但令我们担心的是实体部门的金融化，其在微观上表现为非金融企业减少实体经济投资而增

**基金项目：**国家社会科学基金项目“数字经济推动黄河流域城市群创新集聚的机制与路径研究”(22BJL056)

**作者简介：**李治国，中国石油大学(华东)经济管理学院(山东 青岛 266580)；孔维嘉(通讯作者)，中国石油大学(华东)经济管理学院，weijia0529@163.com；李兆哲，中国石油大学(华东)经济管理学院

加金融资产配置,这也成为经济“脱实向虚”的主要来源。对此,学界对其产生的经济效应进行了充分探讨:Li等<sup>[5]</sup>和许志勇等<sup>[6]</sup>分别从宏微观视角证实了Orhangazi<sup>[7]</sup>提出的企业金融化对实体经济具有的挤出效应。聚焦企业微观视角,企业金融化降低了金融市场稳定性<sup>[8]</sup>、提升了企业财务风险<sup>[9]</sup>、抑制了企业创新<sup>[10]</sup>。虽然一些研究基于“蓄水池”理论从缓解企业融资约束视角出发,认为企业金融化能够提升企业价值<sup>[11]</sup>,增加其对外直接投资的概率和规模<sup>[12]</sup>,但就我国而言,追求金融投资的高回报率可能是我国企业金融化的主要动机<sup>[13]</sup>。

在对企业金融化经济效应探讨与企业金融化深层逻辑理解的基础上,基于金融部门配置资金的功能,其在事实上能够导致经济发展方式、企业生产模式的变革,从而产生积极或消极的环境绩效。与之相类似的是对外商直接投资(FDI)具有的环境绩效的讨论,相关研究在地区层面<sup>[14]</sup>和企业层面<sup>[15]</sup>均证实了FDI对我国具有的积极环境绩效,表明资金的流向与配置能够通过技术效应、结构效应等产生环境绩效。以此为依据,将视角从来自国外资金的外生冲击转移至一国内部的金融部门,所不同的是,对金融发展的环境绩效探讨结果具有显著差异:Ibrahim等<sup>[16]</sup>的研究表明金融发展将导致污染物的增加;Yuan等<sup>[17]</sup>则认为金融发展与环境污染之间具有倒U型的非线性关系,当金融发展跨过一定阈值时将显著抑制环境污染;Khezri等<sup>[18]</sup>进一步发现了金融发展对碳减排的影响具有显著的空间效应,邻国金融发展水平提升有效促进了本国碳减排。任力等<sup>[19]</sup>针对以往相关研究结论的不一致性,对中国金融发展的环境效应检验发现,金融发展的环境效应具有污染物指标选取依赖性。由此可见,在宏观视角下对金融发展具有的环境绩效探讨受到金融发展度量与污染物指标选取制约无法得到一致结论。

结合以往相关研究不难看出,一方面,立足于微观企业层面就企业金融化的多维经济效应进行了丰富论证,但我们不能忽视企业金融化带来的资金流向变化能够通过改变企业生产经营方式与技术创新在事实上带来相应的环境绩效,而鲜有文献从该视角切入进行探讨;另一方面,基于宏观层面金融发展的环境绩效,由于干扰因素过多使其得到的结论依赖指标构建方式,从而产生自选择偏误而无法得到统一认识。在当下经济“脱实向虚”问题依然严峻的背景下,以实体企业为研究对象,在资本逐利前提下正确理解企业金融化的本质与深层逻辑<sup>[20]</sup>,进而以包容性的视角客观评价实体企业金融化的环境绩效,对于合理利用金融化理念、引导企业高效有序金融化从而达到积极的环境绩效具有重要意义。

本文具有的边际贡献在于以下方面。(1)创新性地从环境视角理解实体企业金融化问题。本文以中国实体企业为研究对象,基于实体企业金融化广度和程度不断加深的特征事实,将实体企业金融化与环境绩效纳入同一理论模型中展开分析。进一步地,利用微观数据在实证上检验了企业金融化的环境绩效,为这一特征事实与理论分析提供了经验证据。(2)在企业层面构建了详尽的环境绩效评价体系。为克服宏观视角下指标体系出现的样本自选择问题,本文尝试在微观层面从企业多元环境行为视角出发,构建测度实体企业环境绩效的评价体系。

## 二、特征事实与理论分析

### (一) 中国实体企业金融化的特征事实

近年来,在实体部门投资回报率降低与金融部门快速发展的双重压力下,实体企业越来越广泛地涉猎金融领域,具体表现为将资产更多地向金融领域配置。以中国A股上市实体企业涉足金融领域的情况为例,能够发现2007—2020年间,无论是涉足金融领域的企业数量还是占比均出现明显提升,其中企业数量的提升最为明显:从2007年的386家提升到2020年的3403家。将实体企业

划分为 17 个行业<sup>①</sup>, 从行业视角依旧能够得到相同结论, 以构成实体经济部门核心的制造业为例, 制造业企业涉足金融领域的企业数量从 2007 年的 433 家跃升至 2020 年的 2 286 家。与谢富胜等<sup>[21]</sup>所发现的中国制造业企业金融活动规律相类似: 中国实体企业涉足金融领域规模同样经历了平缓调整期 (2007—2012 年)、加速扩张期 (2013—2017 年) 以及波动上升期 (2018—2020 年)。

不仅如此, 中国实体企业参与金融活动的深度也不断提升, 即实体企业金融资产占总资产的比重不断提升。中国实体企业参与深度的平均值在 2007—2020 年间有小幅上升且数值较小, 而样本前 5% 的企业参与深度远远高于平均值。这表明中国实体企业参与金融活动深度具有比较明显的差异, 仅有少量企业深度参与金融活动。而在 2018 年实体企业在参与金融活动广度与深度上均出现了断崖式下降, 原因可能在于, 2017 年末实行的会计准则改革使企业金融资产相关科目发生变化, 新规带来的统计口径变化影响了 2018 年的统计结果。

## (二) 实体企业金融化如何产生环境绩效——模型构建与分析

实体企业广泛且深入参与金融活动的现状表明, 金融化将愈发深刻地影响实体企业传统生产经营方式, 这也为从环境视角探讨企业金融化的影响创造了条件。在张成思等<sup>[22]</sup>的研究框架下, 沿用其基本假定: (1) 将实体企业的金融化行为设定为对固定资产投资 (非金融资产) 以及金融资产投资的组合行为, 其满足具有常系数的绝对风险厌恶函数:

$$U(\omega) = -e^{-\alpha\omega} \quad (1)$$

其中,  $\omega$  代表实体企业投资组合的总效用,  $\alpha$  为企业风险厌恶的常系数; (2) 企业可支配的资产总量为  $L = L^f + L^k$ , 其中,  $L^f$  表示金融资产,  $L^k$  表示固定资产; (3) 金融资产和固定资产到期收益率分别用  $r^f$  和  $r^k$  表示, 那么, 实体企业期末投资效用为:  $\omega = (1+r^f)L^f + (1+r^k)L^k$ ; (4) 假设实体企业金融资产投资收益率服从正态分布, 且两种收益率不相关; (5) 将环境绩效引入实体企业投资组合模型中, 即企业投资不仅能够带来资本收益而且可以带来环境收益, 这是因为实体企业用于再生产的固定资产投资将产生环境污染, 与之相对的, 企业从事金融活动或进行绿色创新则能够带来积极环境绩效。借鉴文书洋等<sup>[23]</sup>的研究, 设定实体企业投资环境绩效函数:

$$e^g = e^{\beta A_{tech} L_{tech}^k} \quad (2)$$

其中,  $\beta$  为企业投资环境转换率;  $A_{tech}$  为企业技术系数;  $L_{tech}^k$  为企业用于绿色创新部分的固定资产投资。实体企业投资效用函数为:

$$U(\omega) = -e^{-\alpha[(1+r^f)L^f + (1+r^k)L^k]} + e^g \quad (3)$$

由此, 企业在  $L = L^f + L^k = L^f + L_{tech}^k + L_{rp}^k$  的约束下进行投资选择。即求解带有约束条件的方程组:

$$U(\omega) = -e^{-\alpha[(1+r^f)L^f + (1+r^k)L^k]} + e^g \quad (4)$$

s. t.  $L = L^f + L^k$

为节省篇幅求解过程省略, 整理后, 实体企业投资选择可以概括为:

$$\alpha(r^f - r^k) + L_{rp}^k(L^f - L^k) + L_{tech}^k(L^f - L^k) = \frac{L^f}{L} \quad (5)$$

资本的逐利性 ( $r^f - r^k$ ) 使得实体企业为摆脱实体部门回报率降低的困境推进金融化;  $L_{rp}^k(L^f - L^k)$  反映了企业金融化对实体企业产生的转型效应, 企业提升金融资产配置将在事实上改

<sup>①</sup> 本文定义的实体行业包括: 交通运输、仓储和邮政业, 住宿和餐饮业, 信息传输、软件和信息技术服务业, 农、林、牧、渔业, 制造业, 卫生和社会工作、居民服务、修理和其他服务业, 建筑业, 批发和零售业, 教育业, 文化、体育和娱乐业, 水利、环境和公共设施管理业, 电力、热力、燃气及水生产和供应业, 科学研究和技术服务业, 租赁和商务服务业, 综合以及采矿业。

变企业生产经营方式, 即企业原先用于再生产的固定资产减少, 这一效应能够为实体企业带来积极的环境绩效;  $L_{tech}^k (L^f - L^k)$  反映了企业金融化对实体企业绿色创新的挤出效应, 这一特征事实与王红建等<sup>[24]</sup>的研究结论一致, 即当企业过多地配置金融资产时, 用于绿色创新的固定资产投资减少, 从而导致企业环境代价的提高。通过对加入环境绩效后的实体企业投资选择模型分析可知, 实体企业金融化能够带来异质性的环境绩效, 其本质上体现了实体企业金融化带来的转型效应与挤出效应之间的博弈。

由于实体企业金融化的环境绩效受到其具有的转型效应与挤出效应之间博弈的影响, 因此, 实体企业金融化与其产生的环境绩效之间无法用简单的线性关系刻画。本文基于理论模型所得出的一般结论, 从实体企业金融化进程这一视角, 结合企业发展进一步明确其与环境绩效之间的非线性关系。

实体企业金融化事实上是实体企业将资产从投资实体部门转而配置到金融部门, 因此, 在实体企业金融化初期阶段, 实体企业将资产向金融部门的配置行为直接导致企业原有的生产经营方式发生变革, 体现在实体企业用于再生产的固定资产等投资降低, 而用于开展金融业务的金融资产投资提高, 这在事实上促进了实体企业的转型。作为实体企业产生消极环境绩效的主要来源, 实体部门投资降低导致了再生产规模的缩小, 而具有清洁生产方式的金融部门投资提高, 从而促进了实体企业产生积极的环境绩效。也就是说, 在实体企业金融化初期阶段, 由资产配置行为与生产方式改变引致的转型效应发挥关键作用, 推动了实体企业环境绩效的提升。

随着实体企业金融化进程的不断推进, 企业资产持续向金融部门流动的影响逐渐从生产端转向技术端, 导致了对研发创新特别是对实体企业环境绩效具有重要提升作用的绿色创新的资金配置不足<sup>[24]</sup>, 表现为实体企业金融化对绿色创新的挤出效应。实体企业金融化中后期受到金融部门边际收益率降低与企业整体运营风险提升的影响, 其主营业务由于企业绿色创新能力不足导致实体企业持续提升环境绩效缺乏后劲, 从而产生消极的环境绩效。综上, 从实体企业金融化进程视角分析, 实体企业金融化初期的转型效应大于挤出效应, 从而表现为积极的环境绩效; 而在中后期, 实体企业金融化的挤出效应逐渐发挥作用, 从而表现为消极的环境绩效。

面对实体企业金融化程度逐渐加深的特征事实以及随金融化进行而带来的消极环境绩效风险, 在分析实体企业金融化对其环境绩效的影响与机制后, 有必要对企业如何利用自身资源有效降低或防范实体企业金融化的环境风险做出讨论。在现实中, 企业依靠企业家才能走出不同的发展路径。为此, 就本文而言, 企业家具有金融化相关才能为实体企业金融化发展提供了有力保障, 为引导实体企业金融化产生积极环境绩效提供了支撑, 成为正向调节实体企业金融化与其环境绩效之间的有效手段。

结合理论模型的推导及分析, 针对实体企业金融化对实体企业环境绩效的影响与机制提出本文研究假说:

假说 1: 实体企业金融化与环境绩效之间具有“先促进后抑制”的倒 U 型非线性关系。

假说 2a: 实体企业在金融化初期通过转型效应产生积极的环境绩效。

假说 2b: 实体企业在金融化后期通过挤出效应产生消极的环境绩效。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择与数据来源

本文选取 2011—2020 年沪深 A 股上市公司作为研究样本。研究过程中涉及的上市公司财务数据、环境治理相关数据来自上市公司年报、社会责任报告、RESSET 金融数据库和 CSMAR 数据库, 部分文本信息由手工整理获得; 地级市数据主要来自《中国城市统计年鉴》和《中国区域经济社会统计年鉴》, 部分缺失值利用线性插值法补齐。对所得研究样本数据进行了如下处理: (1) 根据研

究惯例，剔除数据缺失严重的上市公司、剔除金融业和房地产业的上市公司；（2）为避免宏观监管环境不同导致的偏误，剔除同时在 B 股市场和 H 股市场上市的公司，同时剔除 ST 类、PT 类公司；（3）为避免异常值影响，对所有连续变量进行上下 1% 缩尾处理。

## （二）变量选取与说明

1. 企业环境绩效 ( $Ep$ )。企业环境绩效具有丰富内涵，相关文献从多个维度对其进行了测度：宋跃刚等<sup>[25]</sup>和徐彦坤等<sup>[26]</sup>分别用企业二氧化硫排放量和企业缴纳的排污费作为企业环境绩效的代理变量；但由于企业环境相关数据的相对匮乏，于连超等<sup>[27]</sup>用企业环境税费衡量企业环境绩效；辛大楞<sup>[28]</sup>则从企业治理污染投入规模和企业是否具有治理污染投入两方面通过调查问卷的方式得到有关企业环境治理行为的数据。为有效克服单一变量测度带来的偏误以及数据可得性困境，本文在以往研究的基础上，借鉴李强等<sup>[29]</sup>对企业环境披露事项的划分与衡量方式，在企业主动环境披露与被动环境监管的视角下，细分环境管理披露、环境负债披露、环境监管与认证等多个维度，利用 24 个分项指标试图构建完整详实的企业环境绩效评价体系（如表 1 所示）。将由此得到的企业环境绩效分 ( $TrueEp_i$ ) 按照式 (6) 进行百分制标准化处理。

$$Ep_i = \frac{TrueEp_i}{MaxEp_i} \times 100 \quad (6)$$

表 1 企业环境绩效评价体系

一级指标	二级指标	三级指标	符号
环境披露	披露载体	年报是否披露环境信息	正向
		社会责任报告是否披露环境信息	正向
		是否披露环境报告	正向
	环境管理披露	是否披露其环境理念与目标	正向
		是否披露环保管理制度体系	正向
		是否披露其参与的环保教育与培训	正向
		是否披露其参与的环保专项行动	正向
		是否披露其建立的环境事件应急机制	正向
	环境负债披露	对其废水排放量、二氧化碳排放量、二氧化硫排放量、烟尘和粉尘排放量、工业固体废物产生量的披露情况	正向
	环境治理披露	对其废气减排治理、废水减排治理、粉尘、烟尘治理、固废利用与处置、噪声、光污染、辐射等治理、清洁生产实施的披露情况	正向
	环境监管	环境监管情况	是否为重点污染监控单位
污染物排放是否达标			正向
是否发生突发环境事故			负向
是否发生环境违法事件			负向
是否发生环境信访事件			负向
环境认证情况		是否通过 ISO14001 认证	正向
	是否通过 ISO9001 认证	正向	

注：（1）对于评价体系中所有回答为“是”的问题均赋值为 1；否则赋值为 0。（2）环境负债与环境治理披露情况根据企业披露程度赋值：未对相应指标进行描述，则对该指标披露情况赋值为 0；定性描述赋值为 1；定量描述赋值为 2。

2. 实体企业金融化程度 (*Fin*)。对于实体企业金融化程度,张成思等<sup>[1]</sup>从企业金融化意愿和企业金融化获利两个角度对其进行衡量,前者利用企业金融资产占总资产比重测度,后者则利用企业通过金融渠道获利测度,其二者的差异性能够更全面地理解并分析企业金融化。但就本文而言,实体企业金融化产生的环境绩效事实上更与企业金融化意愿相关,并且企业通过金融渠道的获利一定程度上受到金融市场稳定性、企业家才能等一系列宏微观因素干扰。为此,本文利用实体企业金融资产占比度量其金融化程度。

进一步地,借鉴陈春华等<sup>[30]</sup>的做法,将企业用于投资的房地产纳入金融资产范畴,而将企业用于日常经营而未产生增值的货币资金剔除出金融资产范畴。具体来讲,企业金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、发放贷款及垫款净额、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额以及投资性房地产净额。值得注意的是,2017年末进行了会计准则的修订,诸多研究为了统一数据口径将研究期间截止至2017年。本文则基于准则修订规则,对相关指标进行处理:将2018年后的“持有至到期投资净额”用“债权投资”项目替代、“可供出售金融资产”用“其他债权投资”和“其他权益工具投资”项目之和替代。

3. 控制变量。借鉴尹建华等<sup>[31]</sup>对企业环境绩效的研究,选取如下控制变量:(1)总资产报酬率 (*Roa*):等于年度净利润除以年末总资产;(2)托宾 Q 值 (*Tobin's-Q*):等于企业市价除以企业重置成本;(3)企业年龄 (*Age*):公司上市时间的自然对数;(4)企业规模 (*Size*):年末员工数的自然对数;(5)市盈率 (*P/E ratio*):等于股价除以其每股收益。此外,为考察企业外部因素对企业环境绩效的影响,在行业层面选取样本实体企业所在行业集中度 (*HHI*) 指标,用行业内的每家公司的主营业务收入与行业主营业务收入合计的比值的平方累加计算得到。环境规制作为影响企业发展与环境绩效的关键因素<sup>[32]</sup>,将样本实体企业所在城市的环境规制水平 (*ER*) 纳入控制变量组,指标构建借鉴张建鹏等<sup>[33]</sup>的研究,采用“环境保护”相关词汇词频数与地级市政府工作报告词频之比衡量城市环境规制水平。

### (三) 计量模型构建

为考察企业金融化具有的环境绩效,本文构建了以下计量模型对其进行检验:

$$Ep_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 Fin_{ijt} + \alpha_2 Fin_{ijt}^2 + \alpha_3 X_{it} + \delta_i + \vartheta_j \times \mu_t + \varepsilon_{ijt} \quad (7)$$

其中,  $Ep_{ijt}$  为  $j$  行业  $i$  企业在  $t$  年的环境绩效;  $Fin_{ijt}$  为  $j$  行业  $i$  企业在  $t$  年的金融化程度;为考察企业金融化与其环境绩效间具有的非线性关系,引入企业金融化程度的二次项;  $X_{it}$  为控制变量组。在固定效应选择方面,为控制随企业变动的因素,引入企业个体固定效应  $\delta_i$ ;同时,由于本文研究对象为 A 股 2011—2020 年实体上市公司,其中涉及的企业涵盖 17 大行业板块,因此有必要控制随行业变化和随时间变化的因素。若将三维固定效应同时引入会产生多重共线性问题,为此,引入行业固定效应和时间固定效应的交互项来逐年控制随行业变动因素的同时,避免出现这一问题。

## 四、实证结果与分析

### (一) 企业金融化能够带来怎样的环境绩效——对假说 1 的检验

表 2 为基准回归结果,模型 (1) — 模型 (4) 逐步引入了企业个体固定效应、控制变量组、时间和行业交互固定效应,核心解释变量符号保持一致,模型拟合优度不断提高。模型 (4) 显示,企业金融化程度与其环境绩效呈现显著的倒 U 型关系,即随着企业金融化程度的不断提升,企业环境绩效表现为先提高后降低的特征。就系数数值进行分析,模型 (4) 中的倒 U 型拐点位于当  $Fin=0.297$  处,也就是说,在全样本的环境绩效视角下,企业金融资产平均配置程度达到 29.7% 将产生最优环境绩效。而对全样本实体企业金融化程度进行整体分析能够发现,2011—2020 年全

样本实体企业金融化程度平均值为 0.047，而在剔除样本实体企业中未进行金融化的企业后，平均值为 0.063。但不可忽视的是，样本观测值中，有 1 071 家实体企业的金融化程度已经超越了倒 U 型拐点，并且从时间趋势来看，样本实体企业 2011 年的金融化程度平均值为 0.036，而到了 2020 年则上升至 0.095，年均增长率达到 10.2%，这为我国实体企业的环境绩效提出了挑战。

表 2 企业金融化的环境绩效

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Ep</i>	<i>Ep</i>	<i>Ep</i>	<i>Ep</i>	<i>Ep</i>	<i>Ep</i>
<i>Fin</i>	0.802*** (8.70)	1.087*** (11.13)	0.652*** (9.04)	0.159** (2.18)	0.145*** (3.13)	0.171*** (5.58)
<i>Fin</i> <sup>2</sup>	-1.009** (-6.32)	-1.420*** (-8.71)	-0.6563*** (-5.26)	-0.268** (-2.16)	-0.267** (-2.39)	-0.385** (-2.07)
<i>Size</i>			0.064*** (2.86)	0.082*** (13.59)	0.063*** (8.04)	0.110* (1.82)
<i>P/E ratio</i>			-0.026*** (-2.76)	-0.021** (-2.27)	-0.080 (-0.39)	0.000 (0.53)
<i>Tobin's-Q</i>			0.007* (1.75)	-0.005 (-1.37)	-0.032 (-0.28)	0.018** (2.01)
<i>Roa</i>			-0.285*** (-3.98)	-0.077 (-1.10)	-0.197* (-1.89)	-0.196* (-1.89)
<i>Age</i>			-0.058 (-0.73)	-0.098 (-1.46)	0.012 (0.45)	0.006 (1.07)
<i>HHI</i>			-0.147** (-2.56)	0.036 (0.61)	0.031 (0.44)	0.105 (0.49)
<i>ER</i>			-17.293*** (-6.90)	3.585 (1.37)	1.923 (0.60)	9.237 (1.55)
常数项	2.769*** (261.46)	2.768*** (62.74)	0.760*** (13.76)	1.056*** (19.21)	1.127*** (15.93)	0.902*** (5.46)
企业数量	3 781	3 781	3 781	3 781	3 418	3 634
观察值	22 153	22 153	22 153	22 153	15 138	7 015
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.006	0.694	0.721	0.748	0.773	0.915
企业固定效应	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间×行业固定效应	No	No	No	Yes	Yes	Yes

注：t-statistics in parentheses: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ ；括号内为 *t* 值，回归系数标准误差聚类至企业层面。无其他说明则以下各表同。

另外，尽管本文基于 2017 年末新修订的会计准则针对企业金融化程度进行了统一口径的处理，但为了避免因公司对新准则反应滞后而产生的偏误，分别对 2018 年（不含）前和 2018 年后的样本进行了回归，结果如模型（5）—模型（6）显示，与全样本期间相符。

## （二）对基准回归结果的异质性检验

企业产权性质一直以来都是研究企业问题中所重点关注的视角。基于尚洪涛等<sup>[34]</sup>证实的在政府扶持下，非国有企业展现出优于国有企业的创新绩效和环境绩效的结论，本文就企业产权性质进行了探讨。表 3 中的结果表明，实体企业金融化并未对国有企业带来显著的环境绩效。一方面，国有企业较弱的融资约束使其金融化动机相对不足<sup>[30]</sup>，导致金融化对国有企业发展的影响较小，从而并未对环境绩效产生显著影响。另一方面，国有企业内部运行与管理效率较低的现状也导致实体

国有企业推进金融化的进程缓慢，金融化效率落后于市场，使其无法对环境绩效产生显著影响。而在非国有企业中，金融化却带来显著的“先促进后抑制”的环境绩效。进一步地，在非国有企业中，由于外资企业的管理、经营模式具有一定特殊性，在此对非国有企业中的外资企业进行单独探讨。结果显示，外资企业的金融化与环境绩效间仍存在显著倒 U 型关系，但其拐点较非国有企业更为提前，表明外资企业金融化更易产生消极环境绩效。这提示我们，在过去多年内尽管在国内循环与国际循环双轮驱动下，外循环为我国经济发展贡献颇丰，但在我国经济发展进入新时代后，转向内循环为主既是现实表现，也是必然选择<sup>[35]</sup>。

表 3 异质性检验结果

变量	国有	非国有	外资	东部	中西部	制造业	非制造业
	$Ep$	$Ep$	$Ep$	$Ep$	$Ep$	$Ep$	$Ep$
$Fin$	0.064 (0.13)	0.273** (2.27)	0.545* (1.74)	0.212** (1.98)	0.138 (0.53)	1.103*** (9.01)	0.273** (2.03)
$Fin^2$	-0.546 (-0.34)	-0.490*** (-2.84)	-0.806* (-1.69)	-0.462*** (-2.79)	-0.355 (-0.79)	-1.984*** (-1.90)	-0.415** (-2.01)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	2.375*** (25.19)	2.430*** (35.11)	2.378*** (14.19)	2.383*** (18.29)	2.467*** (37.91)	1.469*** (18.25)	2.352*** (23.20)
企业数量	1 126	2 646	461	2 801	980	2 379	1 402
观察值	7 870	14 224	2 232	16 203	5 950	13 469	8 684
$R^2$	0.792	0.732	0.764	0.753	0.713	0.683	0.747
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间×行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

基于中国东部与中西部存在经济发展不平衡的现状以及企业区位选择能够影响企业行为与绩效的事实，本文以企业所在地为依据将样本企业划分为东部企业和中西部企业。检验结果表明，位于东部地区的企业金融化与环境绩效间仍存在显著的倒 U 型关系；而对于中西部地区的企业，金融化未对环境绩效产生显著影响。中国产业结构的转型升级具有阶梯性特征。近年来，中西部地区不断承接东部地区落后产业。这无疑将促进承接地区经济发展，但同时可能会产生“污染避难所”问题<sup>[36]</sup>，从而对该地区企业环境绩效产生外部冲击。

制造业作为构成实体部门的核心产业，是受到回报率下降与绿色转型冲击较严重的产业之一。由于制造业生产经营活动与金融业具有显著差异，企业金融化活动对利润率较低的制造业企业发展具有抑制作用，极易形成恶性循环，成为振兴实体经济和实现制造强国的阻碍。为此，有必要对制造业进行探讨。本文将样本企业依据行业划分为制造业企业与非制造业企业。结果显示，其均表现出与基准结果一致的倒 U 型关系。但就系数而言，制造业企业倒 U 型拐点比非制造业企业提前，也就是说，制造业企业金融化产生消极环境绩效的程度要低于非制造业企业。这提示我们要更加谨慎地对待制造业企业金融化，更加严格规范地审查制造业企业的金融活动，从而实现制造业金融化与环境绩效的良性互动。

### （三）实体企业金融化影响环境绩效的机制——对假说 2 的检验

在明确实体企业金融化与环境绩效间存在倒 U 型非线性关系后，与之相关的一个重要话题是：以拐点为依据划分的实体企业金融化对环境绩效的阶段性特征是如何产生的。基于理论分析部分得到的假说，实体企业金融化对其主营业务带来的冲击在事实上促进了实体企业转型，从而对环境绩

效产生了积极作用；而随着企业过度金融化，不仅用于再生产的资金流向金融部门，而且企业用于创新，特别是绿色创新的资金也流向金融部门。这将会消弭主营业务压缩带来的转型效应，加剧实体企业粗放式发展，从而产生消极的环境绩效。

1. 实体企业金融化的转型效应。用主营业务利润占比 ( $Mbp$ ) 衡量实体企业的转型效应，这一指标排除了主营业务收入受到的宏观等不可观测因素的干扰。一般来说，主营业务利润占比变动能够表明企业内部生产经营方式发生了变化。表 4 模型 (1) 的结果说明，随着实体企业金融化程度不断加深，企业主营业务利润占比出现了显著下降，其系数达到  $-0.150$ 。进一步地，将机制变量加入基准模型中，模型 (2) 的结果表明，实体企业金融化的这一效应能够为企业带来积极的环境绩效。

表 4 实体企业金融化的转型效应检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$Mbp$	$Ep$	$Wc$	$Ep$
$Fin$	$-0.150^*$ (-1.88)	$0.092^*$ (1.73)	$-0.611^{***}$ (-5.60)	$0.037^{***}$ (2.90)
$Mbp$		$0.012^{**}$ (2.46)		
$Wc$				$0.003$ (0.76)
控制变量	控制	控制	控制	控制
企业数量	3 481	3 481	3 219	3 219
观察值	21 421	21 421	17 963	17 963
$R^2$	0.919	0.754	0.932	0.755
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
时间 $\times$ 行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes

基于“投资替代”与“实体中介”动机下的实体企业金融化是企业投资套利的重要手段，这也是资本逐利性的重要体现。在此基础上，以实体企业营运资金 ( $Wc$ ) 作为衡量企业转型的变量。若实体企业金融化导致其营运资金减少，则可以在一定程度上说明企业在金融部门高回报率的吸引下改变了资金流向，从而引导了企业转型，表 4 模型 (3) — 模型 (4) 的结果也证实了这一点。随着企业金融化的进行，企业营运资金将显著减少，在此条件下，企业将产生积极的环境绩效。但与主营业务利润占比不同，实体企业金融化对营运资金的抑制作用较大，可能的原因在于样本实体企业具有较强的风险偏好，表现为样本企业通过缩减营运资金而追求金融化带来的较高收益，从而加速了实体企业转型。这一结果表明，在认识到实体企业金融化通过转型效应带来了积极环境绩效的同时，也要谨防由于实体企业过度金融化对主营业务的干扰以及风险把控不足导致的系统性金融风险。至此，假说 2a 得以证明。

2. 实体企业金融化的挤出效应。用企业研发费用率 ( $R\&Dratio$ ) 作为测度企业创新的代理变量。表 5 模型 (1) 的结果显示，实体企业金融化对企业研发费用率具有显著的挤出效应，结合模型 (2) 的结果能够得到，实体企业金融化的这一挤出效应产生了负的环境绩效。由于显著性系数较低，进一步通过 Sobel 检验验证研发费用率这一机制的作用，Sobel 检验的  $p$  值为 0.002，通过了这一检验。

实体企业金融化通过对研发费用率的挤出而产生负的环境绩效的一个竞争性假说为：若实体企业主营业务具有技术依赖性，那么将对识别实体企业金融化对研发费用的挤出效应产生混淆。为此，

表 5 实体企业金融化的挤出效应检验

变量	(1)	(2)	非高新技术企业		高新技术企业	
	<i>R&amp;Dratio</i>	<i>Ep</i>	<i>R&amp;Dratio</i>	<i>Ep</i>	<i>R&amp;Dratio</i>	<i>Ep</i>
<i>Fin</i>	-0.198* (-1.84)	-0.043 (-0.59)	-0.267* (-1.75)	-0.081** (-2.05)	0.008 (0.06)	0.007 (0.06)
<i>R&amp;Dratio</i>		-0.021* (-1.73)		-0.023* (-1.69)		0.026 (0.97)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业数量	3 031	3 031	2 015	2 015	1 016	1 016
观察值	6.606	6.606	4.434	4.434	2.172	2.172
$R^2$	0.971	0.915	0.969	0.916	0.980	0.915
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间×行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

将样本企业以是否为高新技术企业进行划分, 结果显示, 在非高新技术企业中, 金融化对研发费用率仍表现为挤出效应, 进一步用 Sobel 检验得到了同样的结论 ( $p$  值为 0.014); 而对于高新技术企业来说, 金融化对其研发费用率并无显著影响。究其原因, 一方面, 由于高新技术企业可能本身具有较高的研发投入回报率, 企业金融化动机有限; 另一方面, 高新技术企业比较依赖研发活动产出, 故而金融化无法动摇其地位。至此, 假说 2b 得以证明。

#### (四) 进一步分析——企业家金融相关才能的调节效应

在对样本实体企业金融化的环境绩效进行分析后发现: 实体企业金融化与环境绩效间呈现出显著的倒 U 型非线性关系, 并且以拐点为依据发现, 实体企业金融化通过转型效应产生了积极的环境绩效, 而随着金融化的深入进行, 对创新的挤出效应则产生了消极的环境绩效。尽管本文在基准回归的基础上做了详尽的异质性探讨, 但实际上此前分析均将同一样本中的实体企业进行了同质化处理, 即企业金融化只有“量”的区别, 而并无“质”的不同。基于此, 本文在企业内部异质性视角下, 探究企业家金融相关才能在实体企业金融化产生的环境绩效中是否具有积极的调节效应, 以此进一步拓展基准结论, 为提升实体企业金融化的环境绩效探索现实路径。

借鉴杜勇等<sup>[37]</sup>的研究结论与指标测算方法, 将实体企业 CEO 金融背景<sup>①</sup> (*FinCEO*) 作为测算其企业家才能的指标, 处理方式如下: 为无金融背景的企业 CEO 赋值为 0; 为有单一金融背景经历的 CEO 赋值为 1; 为有多金融背景交叉的 CEO 赋值为 2, 同时引入其与核心解释变量及其二次项的交互项。

不仅如此, 将企业 CEO 的专业匹配度作为另一可能影响企业金融化的企业家才能。具体地, 将企业 CEO 所学专业分为经济管理类专业与非经济管理类专业<sup>②</sup>, 并且进一步地在经济管理类专业中筛选中金融相关专业。当企业 CEO 所学专业为非经济管理类专业, 赋值为 0; 当 CEO 所学专

① 本文所统计的实体企业 CEO 具有金融背景是指其曾在或正在以下机构具有职位: 监管部门、政策性银行、商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司、证券登记结算公司、期货公司、投资银行、信托公司、投资管理公司、交易所、其他。

② 本文所述经济管理类专业包括: 经济类专业, 如经济学、会计、审计学、国际贸易等; 管理类专业, 如管理学、管理科学与工程、工商管理; 商学类专业, 如商务管理、商法等; 金融类专业, 如金融工程、国际金融等。双学位情况以第一学位为依据。

业为经济管理类专业，赋值为 1；所学为金融相关专业，赋值为 2。

在上述变量构建的基础上，借鉴 Law 等<sup>[38]</sup>关于含有二次项的调节效应模型构建方法，得到如式（8）计量模型，其中  $Z_{ijt}$  表示调节变量。在式（8）中我们所重点关注的系数是  $\alpha_4$  和  $\alpha_5$ ，它们真正刻画了调节变量的加入对模型的影响。

$$Ep_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 Fin_{ijt} + \alpha_2 Fin_{ijt}^2 + \alpha_3 Z_{ijt} + \alpha_4 Z_{ijt} \times Fin_{ijt} + \alpha_5 Z_{ijt} \times Fin_{ijt}^2 + \alpha_6 X_{it} + \delta_i + \vartheta_j \times \mu_t + \epsilon_{ijt} \quad (8)$$

表 6 模型（1）的检验结果表明，企业 CEO 金融背景与企业金融化程度的一次项和二次项的交互项分别呈现出显著的负向作用和正向作用，说明随着实体企业金融化程度的不断提升，企业高管金融背景越能发挥正向调节效应。换个角度则能够理解为，实体企业越是深度推进金融化，越需要具有金融背景的高管发挥正向作用来提升金融化带来的环境绩效。这一结论同样与我们的一般理解相符，当实体企业进行与自身主营业务不相关的金融活动时，随着其涉足金融领域的深度和广度不断扩大，企业面临的金融风险提升，并且如何合理配置资金以保证在推进自身主营业务可持续发展的基础上借助金融市场实现保值与盈利的决策难度提升，这对企业高管的相关才能提出了更高要求。模型（2）从专业匹配度角度衡量企业高管相关才能，其结果同样支持“随着企业金融化推进，高管相关才能对环境绩效具有正向调节效应”这一结论。

表 6 企业家才能具有的调节效应

变量	(1)	(2)
	$Ep$	$Ep$
$Fin$	1.380*** (11.35)	1.160*** (10.36)
$Fin^2$	-1.693*** (-7.01)	-1.374*** (-6.75)
$FinCEO * Fin$	-0.653*** (-3.32)	
$FinCEO * Fin^2$	0.798*** (3.27)	
$Major * Fin$		-0.273** (-2.07)
$Major * Fin^2$		0.283** (2.39)
控制变量	控制	控制
企业数量	3 553	3 552
观察值	23 665	23 662
$R^2$	0.742	0.738
企业固定效应	Yes	Yes
时间×行业固定效应	Yes	Yes

## 五、稳健性检验

为进一步稳健基准回归结果，本文将从内生性处理、排除竞争性假说、进一步调整样本、替换关键变量等维度展开稳健性检验。

### （一）内生性处理

为了缓解由于反向因果造成的内生性问题，对核心解释变量及其二次项进行滞后一期处理，并将其纳入模型。表 7 模型（1）的结果显示，核心解释变量仍存在显著倒 U 型关系。进一步地，为了缓解由于其他原因造成的内生性问题，本文采用将核心解释变量的一阶滞后项和二阶滞后项作为工具变量，利用 IV-GMM 方法进行估计。模型（2）的结果与基准回归结果一致，并且工具变量通过 Hansen 统计量所指示的过度识别检验，模型设定通过自相关检验。

考虑到企业环境行为在激励机制作用下可能具有时间依赖性从而使环境绩效具有动态效应，为此，将企业环境绩效的一阶滞后项作为自变量，用 GMM 方法对动态面板模型进行回归分析以消除动态效应产生的内生性问题。模型（3）的结果与基准结果一致，且发现企业滞后一期的环境绩效的确对当期环境绩效具有正向促进效应。

表 7 内生性处理

变量	(1)	(2)	(3)
	$Ep$	$Ep$	$Ep$
$Fin$	0.352** (2.34)	2.928*** (6.68)	1.427* (1.78)
$Fin^2$	-0.492** (-2.46)	-3.981*** (-5.12)	-2.772* (-1.84)
$L. Fin$	-0.038 (-0.32)		
$L. Fin^2$	0.052 (0.43)		
$L. Ep$			0.936*** (25.02)
$Hansen$		0.174	0.142
AR (2)		0.482	0.429
控制变量	控制	控制	控制
企业固定效应	Yes	Yes	Yes
时间×行业固定效应	Yes	Yes	Yes

### (二) 排除竞争性假说

在分析论证实体企业金融化对其环境绩效的影响时, 地区环境保护相关政策作为来自实体企业的外部干扰, 成为影响本文基准回归结果的重要因素, 导致了位于政策试点地区的实体企业受到环境保护政策的影响从而表现出积极的环境绩效, 使得本文基准回归结果被高估。为此, 本文从城市层面选取自 2010 年起, 国家发展改革委陆续启动的第三批低碳城市试点政策。具体地, 第一批试点启动于 2010 年 7 月, 包括 8 个城市; 第二批试点于 2012 年 11 月开始, 包括 28 个城市; 第三批试点于 2017 年 1 月开始, 包括 41 个城市。由于低碳城市试点政策分期开展, 设定试点政策虚拟变量  $DID_{ct}$ , 当样本实体企业办公地所在城市  $c$  在第  $t$  年进入试点名单时, 则为当年及之后年份的  $DID_{ct}$  变量赋值为 1,  $t$  年之前的  $DID_{ct}$  赋值为 0。由此得到了低碳城市试点政策实施的城市一年份层面的观测值, 进一步将其匹配到企业层面, 剔除  $DID_{ct}$  取值为 1 的实体企业观测值, 从而达到排除地区环境保护试点政策影响的效果。

排除低碳城市试点政策的干扰后, 表 8 模型 (1) 的结果显示, 实体企业金融化在未试点地区依旧表现出与基准回归结果一致的关系, 并且在排除低碳城市政策后, 实体企业金融化产生消极环境绩效的倒 U 型拐点提前 (拐点为 0.248), 表明地区环境保护相关政策正向促进了当地实体企业环境绩效的改善, 从而高估了基准结果。

### (三) 进一步调整样本

首先, 在企业金融化指标度量过程中, 存在部分实体企业未进行金融活动的情况, 这时其金融化程度自然为 0。为了更加清晰地窥视企业金融化的环境绩效, 剔除未进行金融活动的企业样本, 以剥离这些样本对企业金融化净效应的干扰。其次, 从对实体企业金融化的现状描述中不难看出, 2018 年样本可能受到会计准则修订干扰, 出现金融化程度整体大幅下滑的情况。尽管针对此问题在对实体企业金融化程度测度时进行了统一口径的处理, 并且在基准回归中以 2018 年为界进行了分样本处理, 但包含该年份样本仍然可能对企业金融化的真实效应产生干扰, 为此剔除了 2018 年的样本。调整样本后的回归结果如表 8 模型 (2) 所示, 在对样本进行相应的处理后, 结果仍与基准回归结果一致。

表 8 稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	$Ep$	$Ep$	$Sum$
$Fin$	0.122*** (3.06)	0.259** (2.37)	5.302** (2.43)
$Fin^2$	-0.246* (-1.88)	-0.639** (-2.48)	-7.193** (-2.27)
控制变量	控制	控制	控制
企业数量	1 164	2 854	700
观察值	7 300	14 777	2 638
$R^2$	0.753	0.771	0.316
企业固定效应	Yes	Yes	Yes
时间×行业固定效应	Yes	Yes	Yes

#### （四）替换关键变量

本文在对被解释变量企业环境绩效测度时，基于企业环境行为从多视角构建了得分体系，但这仍然无法摆脱定性描述存在的偏误问题。为此，本文选取实体企业污染物排放量作为企业环境绩效的代理变量，具体选取工业废（污）水排放量、二氧化硫排放量、氧化物排放量、氨氮化物排放量、化学需氧量排放量、颗粒物排放量等十余种污染物排放量，单位为吨。

由于选取的企业污染物排放指标较多，对于同一企业可能存在污染物种类维度的缺失值，因而通过对其分组求和与标准化处理的方式得到制造业企业年度污染物排放总量（ $Sum$ ），最终得到 700 家实体企业 2 638 个有效观测值，与企业金融化指数匹配后的结果如模型（3）所示，实体企业金融化程度与其污染物排放量仍存在与基准回归一致的倒 U 型关系。

## 六、结论与政策建议

### （一）主要结论

在实体企业金融化愈发严重从而引发宏观经济“脱实向虚”的现实背景下，本文基于企业金融化本质内涵，在现状描述与理论分析的基础上，检验了实体企业金融化的环境绩效，拓宽理解经济“脱实向虚”的视角，获得引导实体企业有序金融化的思路。

在使用 2011—2020 年中国沪深 A 股上市实体公司数据进行实证检验后得到如下四点结论。（1）实体企业金融化与环境绩效间呈现显著的倒 U 型非线性关系。这一结论在使用多种方法处理内生性，利用排除竞争性假说、进一步调整样本以及替换关键变量进行稳健性检验后仍然成立。（2）对基准结果的异质性检验发现，实体企业金融化在东部地区、非国有企业显著地产生了环境绩效。行业异质性表明，制造业企业金融化产生环境绩效的倒 U 型拐点早于非制造业企业，说明制造业企业金融化更易产生消极的环境绩效。（3）基于基准回归的倒 U 型拐点，将实体企业金融化带来的环境绩效分为促进和抑制两个阶段。基于理论分析对机制进行检验发现，实体企业金融化通过转型效应促进环境绩效的提升。随着金融化程度加深，其产生的对企业创新行为的挤出效应则对环境绩效体现出抑制作用。（4）基于实体企业内部异质性进一步分析发现，随着实体企业金融化的推进，企业家才能对实体企业金融化与环境绩效具有正向调节作用。当企业家具有与金融化相近知

识储备或相关任职经历时,能够为企业金融化提质增效,从而产生更积极的环境绩效。

## (二) 政策建议

基于对实体企业金融化与其所产生环境绩效的讨论结果,得到如下政策建议。

首先,要健全金融发展与监管体系。一方面,要深化金融市场的供给侧改革,提高市场流动性、缓解信息不对称,使实体企业能够依托金融市场有效实现降低风险与跨期保值,降低实体企业投机动机,回归金融市场之于实体企业的根本功能。另一方面,要加强对实体企业金融化的识别与预警。这包括基于实体经济发展特点,构建服务实体企业的金融体系与监管方案,从而更有效评估实体企业金融化程度、规范实体企业金融化行为。同时针对核心产业部门与重点企业建立过度金融化预警名单,降低由实体企业金融化引发的波及整个经济体的宏观金融风险。

其次,要谨防实体企业金融化对创新行为产生挤出效应的短视行为。这不仅不利于实体企业可持续发展,还会带来消极的环境绩效。为此,一方面应通过政策手段对实体企业主动发力,通过针对性的政府补贴、降低税费等措施缓解企业生存压力,促使实体企业调整资金流向,保证创新研发投入。另一方面,加强对实体企业相关部门金融知识的培养与风险的认知。实体部门与金融部门具有的差异易导致企业家基于原有发展思路产生盲目自信与短视行为,而企业家才能又对企业金融化的提质增效具有显著影响。应当引导、推动国有实体企业与金融化有关部门负责人具备相关才能。

最后,要正确处理好在实体部门与金融部门之间的关系,对于二者结合下产生的实体经济金融化应理性对待。实体企业金融化在一定程度上背离了实体经济原有发展路径,导致了经济“脱实向虚”。为此,应坚持以实体经济为根基的发展原则,明确实体经济与虚拟经济的主次关系,但这并不意味着对虚拟经济发展“望而生畏”,更不应一味地抑制其发展。事实上,实体经济金融化的深层原因在于实体部门回报率不断降低,着力提升实体部门回报率仍是防范经济“脱实向虚”的主要手段之一。在此基础上,合理引导实体企业有序金融化,能够在现阶段帮助实体企业在盈利的同时产生积极的环境绩效,实现经济效应与环境效应的双赢。此外,基于本文得到的大多数实体企业金融化程度尚未跨越导致消极环境绩效的倒U型拐点的事实以及实体企业金融化推进速度持续加快的趋势,应把握当前治理实体企业金融化的关键窗口期,从提升实体经济活力、防范虚拟经济风险以及引导实体企业发展多维度发力,推动实体企业合理依托金融化转型升级,提升风险防范能力以及环境绩效。

## 参考文献

- [1] 张成思,郑宁.中国实业部门金融化的异质性[J].金融研究,2019(7).
- [2] 张成思,张步昙.再论金融与实体经济:经济金融化视角[J].经济学动态,2015(6).
- [3] 郭金录,金宁,张婕,等.科技金融与企业融资效率——来自长三角城市群高新技术企业的经验证据[J].中央财经大学学报,2023(10).
- [4] 谢东江,胡士华,包芸夕.绿色金融能否提高中国城市绿色全要素生产率——基于中国285个城市的证据[J].中国地质大学学报(社会科学版),2023(4).
- [5] Li, S. G., X. Y. Xu, Q. H. Liu, et al. Financial development, real estate investment and economic growth[J]. *Applied Economics*, 2023(4).
- [6] 许志勇,韩炳,彭芸,等.企业金融化、技术创新与企业高质量发展[J].科研管理,2023(6).
- [7] Orhangazi, Ö. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973—2003[J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2008(6).
- [8] 彭俞超,倪晓然,沈吉.企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J].经济研究,2018(10).
- [9] 黄贤环,吴秋生,王瑶.金融资产配置与企业财务风险:“未雨绸缪”还是“舍本逐末”[J].财经研究,2018(12).

- [10] Xu, C. H., H. K. Zhang, M. S. Wang, et al. Investigating the relationship between entity financialization, managers' incentives, and enterprise's innovation: Fresh evidence from China[J]. *Frontiers in Psychology*, 2022, 12.
- [11] 蔡艳萍, 陈浩琦. 实体企业金融化对企业价值的影响[J]. 财经理论与实践, 2019(3).
- [12] 陈享光, 汤龙. 实体企业金融化对其 OFDI 的影响研究[J]. 世界经济研究, 2022(8).
- [13] 戴贇, 彭俞超, 马思超. 从微观视角理解经济“脱实向虚”——企业金融化相关研究述评[J]. 外国经济与管理, 2018(11).
- [14] 李天籽, 韩沉刚. 环境规制视角下 FDI 质量对绿色发展效率的影响研究——以长江经济带三大城市群为例[J]. 国际经贸探索, 2023(2).
- [15] 崔兴华, 林明裕. FDI 如何影响企业的绿色全要素生产率? ——基于 Malmquist-Luenberger 指数和 PSM-DID 的实证分析[J]. 经济管理, 2019(3).
- [16] Ibrahim, M., X. V. Vo. Exploring the relationships among innovation, financial sector development and environmental pollution in selected industrialized countries[J]. *Journal of Environmental Management*, 2021, 284.
- [17] Yuan, H., T. Zhang, K. Hu, et al. Influences and transmission mechanisms of financial agglomeration on environmental pollution[J]. *Journal of Environmental Management*, 2022, 303.
- [18] Khezri, M., M. S. Karimi, Y. A. Khan, et al. Environmental implications of regional financial development on air pollution: Evidence from European countries[J]. *Environment, Development and Sustainability*, 2023(6).
- [19] 任力, 朱东波. 中国金融发展是绿色的吗——兼论中国环境库兹涅茨曲线假说[J]. 经济学动态, 2017(11).
- [20] 张成思. 金融化的逻辑与反思[J]. 经济研究, 2019(11).
- [21] 谢富胜, 匡晓璐. 制造业企业扩大金融活动能够提升利润率吗? ——以中国 A 股上市制造业企业为例[J]. 管理世界, 2020(12).
- [22] 张成思, 郑宁. 中国实体企业金融化: 货币扩张、资本逐利还是风险规避? [J]. 金融研究, 2020(9).
- [23] 文书洋, 刘浩, 王慧. 绿色金融、绿色创新与经济高质量发展[J]. 金融研究, 2022(8).
- [24] 王红建, 曹瑜强, 杨庆, 等. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论, 2017(1).
- [25] 宋跃刚, 靳颂琳. 绿色信贷政策对企业环境绩效的影响效果与机制检验[J]. 中国人口·资源与环境, 2023(9).
- [26] 徐彦坤, 祁毓, 宋平凡. 环境处罚、公司绩效与减排激励——来自中国工业上市公司的经验证据[J]. 中国地质大学学报(社会科学版), 2020(4).
- [27] 于连超, 王雷. 数字化转型有助于提升企业环境绩效吗? [J]. 财贸研究, 2023(7).
- [28] 辛大楞. 私营企业家地位感知与企业绿色行为——基于中国私营企业调查(CPES)数据的实证[J]. 中国地质大学学报(社会科学版), 2023(3).
- [29] 李强, 蒋洮. 高管团队国际化能抑制企业“漂绿”行为吗——兼论信任文化的影响[J]. 中国地质大学学报(社会科学版), 2023(4).
- [30] 陈春华, 曹伟, 曹雅楠, 等. 数字金融发展与企业“脱虚向实”[J]. 财经研究, 2021(9).
- [31] 尹建华, 王森, 弓丽栋. 重污染企业环境绩效与财务绩效关系研究: 企业特征与环境信息披露的联合调节效应[J]. 科研管理, 2020(5).
- [32] 李月娥, 李佩文, 董海伦. 产权性质、环境规制与企业环保投资[J]. 中国地质大学学报(社会科学版), 2018(6).
- [33] 张建鹏, 陈诗一. 金融发展、环境规制与经济绿色转型[J]. 财经研究, 2021(11).
- [34] 尚洪涛, 祝丽然. 政府环境研发补贴、环境研发投入与企业环境绩效——基于中国新能源企业产权异质性的数据分析[J]. 软科学, 2018(5).
- [35] 江小涓, 孟丽君. 内循环为主、外循环赋能与更高水平双循环——国际经验与中国实践[J]. 管理世界, 2021(1).
- [36] 董锁成, 史丹, 李富佳, 等. 中部地区资源环境、经济和城镇化形势与绿色崛起战略研究[J]. 资源科学, 2019(1).
- [37] 杜勇, 谢瑾, 陈建英. CEO 金融背景与实体企业金融化[J]. 中国工业经济, 2019(5).

[38]Law, S. H. , A. M. Kutan, N. A. M. Naseem. The role of institutions in finance curse: Evidence from international data[J]. *Journal of Comparative Economics*, 2018(1).

## Environmental Performance of Entity Enterprises' Financialization: Internal Mechanism and Empirical Evidence

LI Zhi-guo, KONG Wei-jia, LI Zhao-zhe

**Abstract:** Based on the data of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2011 to 2020, this paper investigates the environmental performance and formation mechanism of the financialization of entity enterprises and analyzes the moderating effect of entrepreneurs' related talents. The results show that: (1) The financialization of entity enterprises has an inverted U-shaped relationship with environmental performance, which is still valid after using various methods to test the robustness. (2) The financialization of entity enterprises has remarkable environmental performance in the eastern region and non-state-owned enterprises; The financialization of manufacturing enterprises is more likely to produce negative environmental performance. (3) The transformation effect of entity enterprises in the initial stage of financialization has brought positive environmental performance, but with the deepening of financialization, its crowding-out effect on innovation has produced negative environmental performance. (4) Further analysis shows that with the continuous promotion of the financialization of entity enterprises, the entrepreneurial related talents have a significant positive regulatory effect.

**Key words:** financialization of entity enterprises; environmental performance; entrepreneurial talent; losing the real to the imaginary; regulatory effect

(责任编辑 孙 洁)