

# 政府引导基金与企业ESG表现

胡浩志 朱方政

**摘要** 政府引导基金具有政策导向和市场运作的双重特征,其促进产业结构转型升级和地区经济高质量发展的核心目标与ESG理念高度契合。以2011-2023年A股非金融类上市公司为研究对象,实证检验政府引导基金对企业ESG表现的影响,研究发现:政府引导基金的介入和投资规模均可以显著提升企业ESG表现。机制检验表明,政府引导基金可以通过缓解企业融资约束和抑制管理层短视行为提升企业ESG表现,上述作用在中小规模、内部控制质量较高、信息透明度较高、金融化程度较低、环境规制较强地区以及重污染行业的企业中更明显,且科技类与非科技类政府引导基金均能显著提升企业ESG表现。这一发现不仅为政策性金融工具赋能企业ESG转型提供了经验借鉴,也对创新政企协同机制和推动区域经济高质量发展具有重要启示。

**关键词** 政府引导基金;ESG;融资约束;政策性金融工具

**中图分类号** F275 **文献标识码** A **文章编号** 1672-7320(2025)06-0125-14

**基金项目** 国家自然科学基金面上项目(72172156)

在全球气候变化加剧与可持续发展理念深入人心的时代背景下,企业的环境、社会和公司治理(ESG)表现已成为衡量企业综合价值的关键指标,对经济社会的长远发展意义深远。现有研究证实,强化企业ESG绩效对优化经营效益、增强市场估值以及缓解经营风险等均产生了显著正向影响<sup>[1]</sup>(P77-92)。实践层面,ESG已被普遍认为是驱动企业可持续发展的核心机制,其内在逻辑与我国政府倡导的创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念高度契合。近年来,尽管我国企业在ESG体系建设方面取得一定成效,但整体推进仍面临多重挑战。从成本收益视角分析,ESG实践具有资源投入大、回报周期长、短期财务绩效受限等特征,导致企业内生驱动力不足,ESG投资有限。当市场机制在ESG领域出现调节失灵时,政府宏观调控机制的介入便具有必要性。与西方发达市场经济体中政府较少直接干预微观经济运行不同,我国政府部门能够通过多元化的政策性工具显著影响微观经济主体的决策机制。因此,深入探究政府政策对企业ESG表现的作用机理,对于突破可持续发展瓶颈、构建具有中国特色的ESG治理体系具有重要的理论意义和实践价值。

在此背景下,本文尝试从政府引导基金的角度,探讨其对企业ESG表现的影响。政府引导基金是由政府出资设立,并吸引社会资本参与的政策性基金,旨在通过市场化运作引导社会资本投向特定领域或产业,促进经济结构调整和产业升级<sup>[2]</sup>(P1-17)。作为一种创新性的财政资金运用模式,政府引导基金以其独特的政策性与市场性融合特质,正在成为推动经济转型升级和高质量发展的重要政策工具。近年来,政府引导基金在规模和质量上均取得了显著进展。截至2023年底,我国共设立2086支引导基金,已认缴资金规模约为7.13万亿元<sup>[3]</sup>(P1-13)。党的二十届三中全会明确提出,要“鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资,更好发挥政府投资基金作用,发展耐心资本”。2025年1月,国务院办公厅进一步印发了《国务院办公厅关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》。可以预见,政府引导基

金在我国经济运行中将扮演日益重要的角色。在微观企业运营层面,企业面临着复杂多变的市场环境,如何在追求经济效益的同时,有效平衡环境责任、社会责任与公司治理效能,是企业持续发展面临的核心挑战之一。政府引导基金凭借资金支持、政策引导与资源整合优势,深度嵌入企业发展脉络,有望成为驱动企业提升ESG表现的关键外部力量。那么,政府引导基金能否有效改善企业ESG表现?具体的作用机制是什么?哪些因素会影响政府引导基金与企业ESG表现之间的关系?对上述问题的回答不仅有利于进一步理解政府引导基金的经济影响,还能为完善政府政策工具体系、优化企业战略决策提供经验依据。

本文可能的边际贡献如下:其一,本文从公共资本参与股权投资的视角,揭示了政策性金融工具促进企业ESG转型的新路径。现有关于政策性金融工具驱动企业ESG转型的研究,多聚焦于绿色信贷<sup>[4]</sup>(P107772)、绿色债券<sup>[5]</sup>(P105-127)、绿色保险<sup>[6]</sup>(P64-75)等的作用,忽视了政府引导基金的资源补充与政策引导等多重功能。针对我国企业ESG实践的现实挑战,本文从公共资本参与股权投资的视角指出了破解路径,为研究如何通过政策性金融工具驱动企业ESG发展提供了新的视角与思路。其二,本文的研究阐明了政府引导基金对企业ESG表现的重要影响,有利于拓展公共资本作用的理论边界。现有文献对于公共资本的作用多聚焦于经济增长<sup>[7]</sup>(P66-77)、就业促进<sup>[8]</sup>(P26-46)、科技创新<sup>[9]</sup>(P68-86)等方面,而对其促进企业ESG转型的认知尚显不足。本文发现政府可以通过非财政补贴的市场化渠道塑造企业可持续发展的新路径,为理解政府角色从“监管者”向“共治参与者”的转型提供了微观证据,这有利于拓展公共资本作用的理论边界。其三,本文的结论为完善政府投资基金制度提供了参考依据。本文深入探究了政府引导基金对企业ESG的治理作用,系统阐释了其中的影响路径及作用差异。这些结论不仅为优化政府引导基金的制度设计提供了实证依据,而且为提升公共政策效能与政府治理能力提出了具有操作性的政策建议。

## 一、文献回顾与研究假设

现有文献围绕政府引导基金的效应和企业ESG发展的驱动因素已经开展了一定研究,本文在梳理已有文献的基础上进一步提出研究假设。

### (一) 文献回顾

1. 政府引导基金的效应研究。当前,政府引导基金已经成为学术研究的热点话题。Cumming指出政府引导基金成功的关键在于有效解决代理问题,这为后续探讨其经济效应提供了重要视角<sup>[10]</sup>(P193-235)。在实际投资效果方面,不同国家的政府投资基金呈现出不同的成效<sup>[11]</sup>(P571-618)<sup>[12]</sup>(P175-195)。从国内经验看,基金管理团队的专业能力和市场化运作水平在很大程度上影响了投资方向与成效,专业素养高、市场敏锐性强的团队更能精准筛选优质项目,实现政策目标与市场效益的双赢<sup>[13]</sup>(P71-85)。对于政府引导基金的经济效应,现有研究从正反两个方面展开了细致探讨。一方面,政府引导基金兼具政策性与市场性的特征,对企业发展与区域经济转型升级具有重要作用。其一,在企业层面,政府引导基金具有独特的资金引导与政策信号传递功能<sup>[14]</sup>(P102532),有效缓解了企业融资约束<sup>[15]</sup>(P105-127),显著促进了企业研发投入增长与核心技术突破<sup>[16]</sup>(P137-154)。在提升企业劳动收入份额<sup>[17]</sup>(P154-168)等方面,政府引导基金也发挥了重要作用。其二,在区域层面,政府引导基金能够高效整合区域资源,有力推动产业集群创新发展<sup>[18]</sup>(P139-158),促进区域经济高质量发展。另一方面,政府引导基金还可能受到行政干预等因素的影响,导致非市场化运作现象频发,实际投资效果可能并不理想。一些研究表明,部分政府引导基金受地方短期经济增长目标驱动,未能精准投向新兴战略产业或早期创新企业,偏离了基金设立的初衷<sup>[2]</sup>(P1-17)。同时,在地区市场化程度较低或企业自身创新能力薄弱等情境下,政府引导基金还可能产生挤出效应,抑制社会资本参与,或因代理问题导致投资效率受损<sup>[2]</sup>(P1-17)<sup>[18]</sup>(P139-158)。对于政府引导基金的非经济效应,现有文献已经进行了初步探讨。一方面,政府引导基金作为重要的政

策性金融工具,可以通过产业绿色化、技术低碳化、能源清洁化等渠道减少所在地区的碳排放水平,是我国实现双碳目标的重要手段<sup>[2]</sup>(P1-17)。另一方面,政府引导基金可以有效融合“政府引导”和“市场机制”的制度优势,有利于发挥政府、社会资本与劳动力市场之间的联动作用,促进就业规模和质量双升,对于践行就业优先战略具有重要意义<sup>[19]</sup>(P39-52)。

2. 企业 ESG 发展的驱动因素研究。随着全社会对可持续发展议题的日益关注,学术界围绕企业内外部市场和政府政策对企业 ESG 发展的驱动因素进行了广泛而深入的研究。一方面,企业内部因素是推动 ESG 发展的核心动力,而外部市场力量发挥着重要的监督治理作用。其一,企业 ESG 表现与其战略导向和利益相关者管理密切相关<sup>[20]</sup>(P50-70),良好的财务绩效为企业提供了资源基础<sup>[21]</sup>(P112-132),健全的治理结构<sup>[22]</sup>(P292-300)和具备战略眼光的管理层<sup>[23]</sup>(P96-118)<sup>[24]</sup>(P173-192)则可以确保 ESG 战略的有效实施。其二,随着投资者、消费者、媒体等市场力量对 ESG 的日益重视,越来越多的企业在产品开发和生产过程中更加注重可持续性,不断提升自身的 ESG 绩效<sup>[25]</sup>(P15-27)<sup>[26]</sup>(P133-151)。特别是在激烈的市场竞争中,企业需要通过加强 ESG 管理来提升品牌形象和竞争优势<sup>[27]</sup>(P93-110)<sup>[28]</sup>(P132-144)。另一方面,政府政策为企业发展战略的制定提供了方向指引,在企业 ESG 转型中发挥着越来越重要的作用。其一,政府通过制定环境治理目标<sup>[29]</sup>(P137-150)、环保法规<sup>[30]</sup>(P5-23)、信息披露<sup>[31]</sup>(P143763)等一系列规制性政策,规范了企业的行为准则,为企业提供了必要的转型引导,有利于提升企业 ESG 绩效。其二,政府还通过财政补贴<sup>[32]</sup>(P167-184)、税收优惠<sup>[33]</sup>(P103838)等激励性措施,鼓励企业加大在环保和社会责任方面的投入,提高了企业 ESG 转型积极性。在政策性金融工具层面,现有文献已经探讨了绿色金融等政策对企业 ESG 的影响。例如,张建平和李林泽发现绿色金融发展对企业 ESG 转型有明显的促进作用<sup>[34]</sup>(P47-60)。刘和旺等发现绿色金融试点政策显著提升了企业 ESG 水平<sup>[35]</sup>(P97-115)。其他学者也持相似观点,他们进一步强调了绿色信贷<sup>[4]</sup>(P107772)、绿色债券<sup>[5]</sup>(P105-127)、绿色保险<sup>[6]</sup>(P64-75)等政策性金融工具对提升企业 ESG 绩效的重要作用。

3. 文献评述。通过文献梳理可以发现,学者们围绕企业内外部市场和政府政策充分探讨了企业 ESG 发展的驱动因素,并说明了绿色信贷、绿色债券、绿色保险等政策性金融工具对企业 ESG 转型的重要作用。然而,现有文献尚未从公共资本参与股权投资的视角,探究政策性金融工具对企业 ESG 发展的影响。随着新发展理念的贯彻,政府运用政策工具已显著影响了企业 ESG 发展。不同于已有研究,本文尝试以公共资本参与股权投资为切入点,基于微观企业数据,从理论和实证两个层面,深入探讨政府引导基金这一政策性金融工具对企业 ESG 表现的重要影响。

## (二) 研究假设

随着新发展理念的深入贯彻,政府引导基金作为融合了政府意志与市场机制的政策性金融工具,其核心目的在于通过财政资金的杠杆效应促进产业结构转型升级和区域经济高质量发展,这一特性与 ESG 的理念高度契合。本文从缓解融资约束与抑制管理层短视行为的角度出发,探讨政府引导基金如何促进企业 ESG 表现提升。

第一,政府引导基金的介入有利于缓解被投企业的融资约束,为其 ESG 发展奠定资金基础。企业 ESG 转型需要持续的大规模资金注入,获取充裕的资金是提升企业 ESG 表现的关键<sup>[36]</sup>(P92-110)。一方面,政府引导基金通过直接的资金注入,为企业追加 ESG 投资奠定了坚实的资金基础。另一方面,政府引导基金还具备显著的认证和信号效应,其参与投资表明政府对被投企业的认可和支持,有助于增强企业的市场信誉和投资者信心,进一步吸引更多社会资本和优质资源的流入。充足的资金不仅能支持企业扩大绿色技术研发(E)、环保设备升级(E)及社会责任项目(S)的投入规模,还可通过强化员工技能培训和数字化管理投资(G)来优化内部治理效能,进而提升企业 ESG 表现。

第二,政府引导基金的介入可以抑制管理层短视行为,从而提升企业对 ESG 发展的关注与投入。在激烈的市场竞争中,企业推进 ESG 转型面临短期投资回报率下降、技术创新失败等诸多转型风险。面对

盈利预期压力,管理层往往倾向于短期高回报的项目,从而忽视ESG对企业长期发展的重要性<sup>[23]</sup>(P96-118)<sup>[24]</sup>(P173-192)。其一,政府引导基金通常肩负推动区域经济转型升级的政策使命,其投资决策并非单纯聚焦于短期财务收益。这会通过风险容忍以及提供战略规划支持等多种方式传递至企业管理层,促使其重视有利于企业可持续发展的投资项目(E,S与G)。同时,这种政策导向还会通过强化监督的方式推动企业完善信息披露机制,进而倒逼其提升转型能力与治理水平(G)。其二,作为一种重要的股权投资,政府引导基金还具有耐心资本的属性,为企业提供相对稳定且期限较长的资金支持。这使得企业在面对绿色转型(E)、社会责任(S)以及公司治理(G)等领域的投资时,能够更加从容地考虑项目的长期价值,而不仅仅是短期财务回报。其三,作为公共资金的代表,政府引导基金的使用情况备受社会各界的重视,这使得被投企业受到媒体、投资者和其他利益相关者的高度关注。面对外部关注压力,为提升自身形象与业界声誉,企业会持续优化合规管理体系,不断增强风险管理能力和内部治理水平(G)。同时,企业还将不断扩大在绿色转型(E)、社会责任(S)等领域的投入,以满足利益相关者的期望与要求。通过抑制管理层短视行为,政府引导基金可以加强企业对绿色转型、社会责任以及公司治理等领域的关注与投入,进而促使企业ESG表现的提升。

综合以上分析,本文提出如下假设:政府引导基金可以提升企业的ESG表现。

## 二、研究设计

基于上文研究假设,本文进一步选取研究样本,定义主要研究变量,构建计量模型,以实证检验政府引导基金对企业ESG的影响。

### (一) 样本选择与数据来源

本文选取2011-2023年沪深两市A股上市公司为研究样本,实证考察政府引导基金对企业ESG表现的影响。考虑到数据质量和研究主题,本文对原始样本进行了如下处理:剔除金融类企业;剔除被标注ST、\*ST的样本;剔除关键财务指标异常或者缺失的样本;对所有连续性变量进行1%和99%分位数上的缩尾处理。经过上述处理后,最终得到公司年度观测值共33535个。本文政府引导基金的相关数据来自清科数据库,企业财务特征数据来源于CSMAR数据库,部分缺失的数据通过Wind数据库进行了补充。

### (二) 变量定义

1. 被解释变量。与其他ESG评价体系相比,华证ESG评价体系具有覆盖广、回溯时间长、更新频率高、时效性强等优点,在学术研究中被广泛应用。该评价体系包括3个一级指标、14个二级指标、26个三级指标以及130多个底层数据指标,能够较好反映企业的ESG水平。基于此,本文选取华证ESG评级所给出的ESG得分,并将其除以10以衡量企业ESG表现。

2. 解释变量。关于政府引导基金,现有文献主要通过生成政府引导基金是否介入企业的虚拟变量予以识别。此外,由于政府引导基金的投资规模也包含较为丰富的信息,使用引导基金的投资金额进行实证检验同样必要。基于此,本文根据企业的被投信息设置虚拟变量Funddummy,若当年企业被政府引导基金持股,则该企业Funddummy的取值为1,否则为0<sup>[37]</sup>(P44-62)。同时,本文还构造政府引导基金投资规模变量Fundnumber,并以引导基金投资金额(亿元)加1的自然对数衡量<sup>[13]</sup>(P71-85)。

3. 控制变量。参考相关研究<sup>[17]</sup>(P154-168)<sup>[24]</sup>(P173-192),本文选取以下控制变量:第一,企业规模(Size),以总资产的自然对数表示;第二,资产负债率(Lev),以总负债与总资产的比值表示;第三,总资产收益率(Roa),以净利润与平均总资产的比值表示;第四,营业收入增长率(Growth),以本年营业收入相较于上一年营业收入的增长率表示;第五,固定资产占比(Fixed),以固定资产净额与总资产的比值表示;第六,企业年龄(Age),以当年年份减企业成立年份加1的自然对数表示;第七,股权集中度(Top5),以公司前5位大股东持股比例的平方和表示;第八,独立董事比例(Indep),以独立董事人数与董事会人数之比表示;第九,产权性质(Soe),国有企业取1,非国有企业取0。

### (三) 回归模型

为检验政府引导基金对企业ESG表现的影响,本文构建模型(1)进行回归分析:

$$ESG_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Fund_{it} + \sum \alpha \cdot Control_{it} + \eta_i + \varphi_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

式(1)中,下标i表示企业,t表示年份。被解释变量ESG表示企业的ESG表现;核心解释变量Fund为企业获取政府引导基金投资的情况,并用Funddummy和Fundnumber分别度量。Control为一系列控制变量,η和φ分别为企业个体固定效应和时间固定效应,ε表示随机扰动项。本文将重点关注系数α<sub>1</sub>,它表示政府引导基金对企业ESG表现产生的净影响。

## 三、实证结果分析

基于上文主要变量定义与计量模型,本文进一步对研究假设开展实证检验,并进行相应的机制检验和异质性分析。

### (一) 描述性统计

描述性统计结果显示(限于篇幅未列示),在样本期间内,企业ESG表现的最大值为9.293,最小值为3.662,平均值为7.347,说明样本企业的ESG表现差异较大,且相当一部分企业在环境保护、社会责任和公司治理等方面有较大的提升空间。对于核心解释变量Funddummy,其均值为0.105,这说明在研究的样本区间,约有10.5%的企业被政府引导基金投资,这表明政府引导基金已经成为我国上市公司融资的重要渠道。对于核心解释变量Fundnumber,结合其极差与标准差来看,政府引导基金的投资金额表现出较大差异,从投资规模的视角进行实证检验具有重要意义。其余变量的描述性统计结果与现有文献基本一致,不再赘述。此外,样本间各控制变量的差异均较为明显,也都展现出了一定的变异程度。

### (二) 基准回归结果

表1为本文的基准回归结果,列(1)(2)为单变量回归结果,列(3)(4)为加入控制变量和固定效应后的回归结果,在加入控制变量和固定效应后模型的调整R<sup>2</sup>有所提高,表明本文选择的控制变量可以有效排除其他因素的干扰。从第(3)列的结果看,政府引导基金是否投资(Funddummy)的回归系数在1%的水平上显著为正;从第(4)列的结果看,政府引导基金投资规模(Fundnumber)的回归系数也在1%的水平上显著为正。这些结果说明,政府引导基金的介入及其投资规模均能显著提升企业的ESG表现,验证了本文的研究假设。

表1 基准回归结果

变量	ESG			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Funddummy	0.138*** (5.514)		0.089*** (3.617)	
Fundnumber		0.501*** (5.403)		0.340*** (3.749)
控制变量	否	否	是	是
个体固定效应	否	否	是	是
时间固定效应	否	否	是	是
调整R <sup>2</sup>	0.518	0.518	0.531	0.532
观测值	33535	33535	33535	33535

注:括号内为经过聚类稳健标准误调整的T值;\*\*\*、\*\*和\*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。限于篇幅,控制变量的结果未列示,留存备索。下表同。

### (三) 稳健性检验

1. 变更核心变量测度方式。其一,在相关研究中,一些文献还通过赋值的方式衡量企业ESG表现。具体而言,华证的评价体系还将企业的表现划分为“C、CC、CCC、B、BB、BBB、A、AA、AAA”9级,据此可分别赋值为1-9。本文基于这种方式再次衡量被解释变量,并对模型(1)重新进行回归分析,结果如表2的列(1)(2)所示。其二, Wind ESG是另一个应用较为广泛的评价体系。基于此,本文以企业的Wind ESG评分衡量被解释变量,并对模型(1)重新进行回归分析,结果如表2的列(3)(4)所示。由表2的第(1)-(4)列可知,无论使用何种测算方式,本文研究结论仍然成立。

表2 稳健性检验结果(1)

变量	变更核心变量测度方式			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	ESG			
Funddummy	0.158*** (3.01)		0.088*** (3.49)	
Fundnumber		0.598*** (3.04)		0.333*** (3.57)
控制变量	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
调整R <sup>2</sup>	0.417	0.417	0.450	0.450
观测值	33535	33535	33535	33535

2. 增加多维固定效应。为捕捉更多非观测因素对估计结果可能产生的影响,本文进一步增加省份—时间、省份—行业、行业—时间的固定效应进行回归分析。检验结果如表3的列(1)(2)所示, Funddummy和Fundnumber的回归系数均依然显著为正。

表3 稳健性检验结果(2)

变量	增加多维固定效应		变更数据缩尾范围		逆概率加权回归
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	ESG				
Funddummy	0.071** (2.88)		0.100*** (4.02)		0.066*** (8.49)
Fundnumber		0.261** (2.91)		2.019*** (4.17)	
控制变量	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是
联合固定效应	是	是	否	否	否
调整R <sup>2</sup>	0.476	0.476	0.456	0.456	—
观测值	33535	33535	33535	33535	33535

3. 变更数据缩尾范围。为避免基准回归结果受到数据处理方式的影响,本文对原始数据采取5%和95%分位数上的缩尾处理,并对模型(1)重新进行回归分析。检验结果如表3的列(3)(4)所示,政府引导基金依然在1%的水平上显著提升了企业的ESG表现。

4. 逆概率加权回归调整方法。由于Funddummy是0-1变量,因此本文采用逆概率加权回归调整方法(IPWRA)估计外生处理效应。IPWRA法由回归调整模型与逆概率加权模型联合构建而成,只要倾向

得分模型或结果回归模型中任一模型设定合理,即可获取一致估计结果,因而具有双重稳健性。基于此,本文使用 `teffects ipwra` 命令重新进行回归分析。检验结果如表3的列(5)所示, `Funddummy` 的回归系数依然在 1% 的水平上显著为正。

#### (四) 内生性检验

企业 ESG 表现的提升受诸多因素影响,本文主要从反向因果和选择偏差两方面展开内生性检验,主要原因是:第一,由于 ESG 表现良好的企业更具发展前景,政府引导基金是否投资和投资规模作为主观性的决策结果,本身就可能受企业 ESG 表现的影响,因而本文的研究可能存在反向因果关系;第二,企业获得政府引导基金支持并不是随机的,这些影响因素可能同样影响着企业 ESG 表现,因而存在样本选择偏差和自选择偏差。基于此,本文使用工具变量法、Heckman 两阶段模型、处理效应模型、倾向得分匹配法克服可能存在的内生性问题。

1. 工具变量法。本文借鉴吴超鹏和严泽浩的研究思路<sup>[16]</sup>(P137-154),计算出行业内获得投资的企业数量与该行业企业总数的比值,构建了该比值与企业是否在 2015 年之后获得首轮投资的交乘项,并以此作为本文的工具变量。一方面,该工具变量符合相关性的要求。第一,回顾政府引导基金的发展历程,其作用领域的扩大是以产业投资引导基金出现为标志的。2015 年,国务院会议提出要整合、盘活各项存量资金,设立新兴产业创投引导基金,同年财政部发布《政府投资基金暂行管理办法》。此后,政府引导基金的作用范围实现了显著拓展,从早期聚焦于创新创业支持,逐步延伸至助力产业升级、完善基础设施建设等多个领域,由此步入了高速发展时期。第二,政府引导基金投资具有明显的行业偏向,处在重点行业的企业相较其他行业企业更容易获取投资。另一方面,该工具变量几乎不会通过除政府引导基金之外的其他途径影响企业 ESG 表现,满足工具变量外生性的要求。首先,本文进行不可识别检验与弱工具变量检验。对于 `Funddummy`, `K-P rk LM` 统计量的 P 值为 0, `K-P rk Wald F` 统计量的值为 1359.46,超过了 Stock-Yogo 检验 10% 水平上的临界值 16.38。对于 `Fundnumber`, `K-P rk LM` 统计量的 P 值也为 0, `K-P rk Wald F` 统计量的值为 282.89,同样超过了 Stock-Yogo 检验 10% 水平上的临界值 16.38。其次,本文使用两阶段最小二乘法(2SLS)进行回归估计。表 4 的列(1)(2)汇报了第二阶段的回归结果, `Funddummy` 和 `Fundnumber` 的回归系数均在 1% 的水平上显著为正。这说明在处理了模型的内生性问题之后,政府引导基金依然可以显著提升企业的 ESG 表现。

2. Heckman 两阶段模型。对于可能存在的样本选择偏差问题,本文采用 Heckman 两阶段模型进行检验。第一阶段,选取原有模型中所有的控制变量以及托宾 Q 值、管理层持股比例、是否由“四大”会计师事务所审计作为约束变量,同时以企业是否获得政府引导基金投资作为因变量,构建 Probit 模型,计算逆米尔斯比率。第二阶段,将计算出的逆米尔斯比加入模型(1)中重新进行回归分析。结果如表 4 的列(3)(4)所示,在缓解样本选择偏差问题后,政府引导基金依然在 1% 的水平上显著提升了企业 ESG 表现。

3. 处理效应模型。处理效应模型能够有效控制由非观测因素引发的自选择偏误,其核心设定要求处理方程至少包含一个影响核心解释变量的外生工具变量,且该工具变量不纳入主回归模型的解释变量集合。因此,需基于全样本数据构建选择模型,通过模型估计得到逆米尔斯比率,随后将这一比率作为控制变量引入主回归方程,实现对选择性偏误的有效控制。考虑到企业股权融资决策属于自我选择行为,本研究需借助处理效应模型对潜在的自选择偏误进行校正。本文在第一阶段以上文构建的工具变量作为约束变量进行 Probit 模型估计,并在第二阶段回归时引入逆米尔斯比率进行回归。结果如表 4 的列(5)(6)所示,在缓解自选择偏差问题后,政府引导基金依然显著提升了企业 ESG 表现。

4. 倾向得分匹配。本文将政府引导基金投资的企业作为处理组,其余企业为对照组,以基准回归分析的所有控制变量作为匹配变量,按照最近邻方法 1:3 匹配。平衡性检验结果表明,匹配后所有协变量的标准化偏差均小于 10%,匹配质量较好。在此基础上,本文采用匹配后的样本重新进行回归分析,结果如表 4 的列(7)(8)所示。可以发现, `Funddummy` 和 `Fundnumber` 的回归系数依然均在 1% 的水平上显

著为正,本文的研究结论仍然成立。

表4 内生性检验结果

变量	ESG							
	工具变量法		Heckman两阶段模型		处理效应模型		倾向得分匹配	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Funddummy	0.148*** (4.16)		0.069*** (2.77)		0.070*** (4.84)		0.084*** (3.32)	
Fundnumber		0.642*** (4.09)		0.274*** (2.91)		0.089* (1.65)		0.138*** (4.75)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
Kleibergen-Paap rk LM	0.000	0.000						
Kleibergen-Paap rk Wald F	1359.46	282.89						
调整 R <sup>2</sup>	0.030	0.029	0.455	0.456			0.530	0.451
观测值	33535	33535	31734	31734	29732	29732	33535	33535

### (五) 机制检验

由上文理论分析可知,政府引导基金通过缓解企业融资约束和抑制管理层短视促进企业ESG提升,下面本文分别检验这两种作用机制的存在性。

1. 融资约束。融资是影响企业ESG表现提升的重要因素,融资约束带来的资金限制与成本压力将直接降低企业在环境、社会和治理领域的实践能力,阻碍其ESG转型的进程<sup>[36]</sup>(P92-110)。上文的理论分析表明,政府引导基金不仅为企业带来了直接的资金注入,还通过信号效应引导了外部资源流入,使企业更有余力加大ESG领域的投入,进而提升其ESG表现。为验证该机制,本文以WW指数衡量企业融资约束状况,该指数越大,企业融资约束程度越高。检验结果如表5的列(1)(2)所示,Funddummy和Fundnumber的回归系数均显著为负。上述结果表明,政府引导基金可以显著缓解企业的融资约束,即缓解融资约束是政府引导基金提升企业ESG表现的作用机制之一。

表5 机制检验结果

变量	融资约束		管理层短视	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	WW		MP	
Funddummy	-0.004** (-2.20)		-0.004** (-1.98)	
Fundnumber		-0.011* (-1.66)		-0.012** (-1.97)
控制变量	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
调整 R <sup>2</sup>	0.874	0.874	0.484	0.484
观测值	28434	28434	32242	32242

2. 管理层短视。面对激烈的市场竞争和盈利预期压力,在发展战略规划和生产经营决策中,管理层过于专注短期财务指标从而忽视企业的长期可持续发展。尽管存在较为宽裕的资金空间,这种短视行为依然会抑制企业ESG表现提升<sup>[23]</sup>(P96-118)<sup>[24]</sup>(P173-192)。上文的理论分析表明,政府引导基金可以

抑制管理层短视行为,促使企业将更多的资源投入绿色转型、社会责任等长期领域,进而提升其ESG表现。为验证该机制,本文基于文本分析构建管理层短视的衡量指标(MP)<sup>[38]</sup>(P139-156)。具体做法如下:首先,基于文本挖掘技术构建初始种子词库,通过系统梳理管理层讨论与分析(MD&A)语料库中与短期导向相关的核心词汇,确定反映管理层短视的种子词集;其次,运用Word2Vec机器学习模型计算筛选出具有高相关性的扩展词汇,并结合人工进行校验;最后,采用词典法计算“短期视域词集”词频占MD&A总词频的比例得到MP指标。MP指标数值越高,管理层短期倾向越明显。本文使用政府引导基金变量对该指标进行回归分析,检验结果如表5的列(3)(4)所示, Funddummy 和 Fundnumber 的回归系数均在 5% 的水平上显著为负。上述结果表明,政府引导基金可以显著抑制管理层短视行为,即抑制管理层短视行为是政府引导基金提升企业ESG表现的作用机制之一。

#### (六) 异质性分析

1. 企业规模。规模歧视是信贷市场中的常见现象。一方面,相较于大企业,中小企业的生产经营风险较高,市场地位较弱,难以提供充足的抵押品,因而获取银行贷款较为困难。政府引导基金不仅可以为中小企业带来直接的资金注入,还能通过认证和信号效应提升其市场认可度,进而吸引更多优质资源流入。另一方面,大企业外部融资渠道丰富,内部现金流状况也较为稳定,通常具备较为宽裕的资金空间。因此,政府引导基金对中小企业融资约束缓解的边际效应更大,进而更能提高其ESG表现。故本文推断,政府引导基金对中小企业ESG表现的提升作用更为明显。为验证以上推断,本文以企业总资产衡量企业规模,若企业固定资产大于样本中位数则为大企业的子样本,否则为中小企业的子样本。检验结果如表6列(1)-(4)所示,政府引导基金对中小企业ESG表现的提升作用显著大于大企业(组间系数差异均显著)。上述结果表明,在规模较小的企业中,政府引导基金对其融资约束的缓解作用更明显,进而更能提高其ESG表现。

表6 异质性分析:企业规模和内部控制质量

变量	企业规模				内部控制质量			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	大企业	中小企业	大企业	中小企业	存在缺陷	无缺陷	存在缺陷	无缺陷
Funddummy	0.054 <sup>*</sup> (1.74)	0.124 <sup>**</sup> (2.40)			0.013 (0.25)	0.072 <sup>**</sup> (1.98)		
Fundnumber			0.251 <sup>***</sup> (2.34)	0.434 <sup>**</sup> (1.82)			0.053 (0.34)	0.366 <sup>***</sup> (2.77)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
调整 R <sup>2</sup>	0.568	0.607	0.568	0.607	0.658	0.544	0.658	0.544
观测值	16454	16499	16454	16499	7349	21141	7349	21141
组间差异	p-value=0.000 <sup>***</sup>		p-value=0.000 <sup>***</sup>		p-value=0.013 <sup>**</sup>		p-value=0.091 <sup>*</sup>	

2. 内部控制质量。内部控制作为企业内部治理机制之一,其治理效能对企业长期发展至关重要。在复杂多变的内外部环境下,企业管理层面临诸多压力,可能会倾向于采取短视策略,片面追求业绩报酬等短期利益,从而忽视企业的长期可持续发展。高质量的内部控制能够有效弥补企业制度层面的不足,强化对管理层行为的监督与约束,防范其短视行为及私利行动<sup>[39]</sup>(P187-205)。因此,在内部控制质量较高的企业中,政府引导基金参与投资更能抑制管理层短视行为,激发企业ESG转型的积极性。故本文推断,在内部控制质量较高的企业中,政府引导基金对企业ESG表现的提升作用更为明显。为验证以上推断,本文以上市公司内部控制是否存在缺陷衡量企业的内部控制存

在缺陷以及无缺陷两个子样本。检验结果如表6列(5)-(8)所示,在内部控制不存在缺陷的企业,Funddummy和Fundnumber的回归系数均显著为正;而在内部控制存在缺陷的企业,Funddummy和Fundnumber的回归系数均不显著。上述结果表明,在内部控制质量较高的企业中,政府引导基金抑制管理层短视行为的作用更明显,进而更能提高其ESG表现。

3. 信息透明度。高质量的信息披露有助于增进投资者、分析师、媒体等外部力量对企业经营状况的了解,同时也使得管理层受到更多外部力量的监督约束。在信息透明度较高的企业中,企业忽视环境治理、社会责任等方面的投入会面临更大声誉损失风险。相比之下,低信息透明度企业的管理层可能因缺乏外部压力,产生利用信息优势规避ESG转型风险的机会主义行为。在信息透明度较高的企业中,政府引导基金的政策导向能够与外部监督形成协同效应,其抑制管理层短视行为的作用将更明显。基于此,本文推断政府引导基金提升ESG表现的作用在信息透明度较高的企业中更明显。为验证以上推断,本文以沪深交易所对企业信息披露工作作出的评价衡量信息透明度,将考评结果为优秀及良好的企业视为信息透明度较高的子样本,将考评结果为合格及不合格的企业视为信息透明度较低的子样本。检验结果如表7列(1)-(4)所示,在信息透明度较高的企业,Funddummy和Fundnumber的回归系数均显著为正;而在信息透明度较低的企业,Funddummy的回归系数较小(组间系数差异显著),Fundnumber的回归系数不显著。上述回归结果表明,企业信息透明度越高,越有利于抑制管理层短视行为,政府引导基金提升企业ESG表现的作用也将越明显。

表7 异质性分析:信息透明度和企业金融化

变量	信息透明度				企业金融化			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	高透明	低透明	高透明	低透明	高金融化	低金融化	高金融化	低金融化
Funddummy	0.127*** (3.08)	0.050* (1.67)			0.038 (0.82)	0.082* (2.08)		
Fundnumber			0.519*** (3.81)	0.115 (1.07)			0.063 (0.31)	0.373*** (2.76)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
调整R <sup>2</sup>	0.630	0.546	0.626	0.538	0.601	0.575	0.601	0.575
观测值	21709	10558	21709	10558	15754	15370	15754	15370
组间差异	p-value=0.001***		p-value=0.000***		p-value=0.067*		p-value=0.096*	

4. 企业金融化。金融化程度会对管理层决策和企业资源配置产生重要影响。金融化程度较低的企业更倾向将资源投向实体经营,减少其短期金融套利行为。相较之下,金融化程度较高的企业存在脱实向虚倾向,管理层受短期收益驱动,可能将政府引导基金异化为金融资产投资,减少对ESG领域的实质性投入,从而削弱政府引导基金对管理层短视的治理效应。因此,本文推断政府引导基金对ESG表现的提升作用在金融化程度较低的企业中更明显。为验证以上推断,本文以企业金融资产占总资产的比例衡量企业金融化程度,若企业金融化程度指标大于样本中位数则为高金融化企业,否则为低金融化企业。检验结果如表7列(5)-(8)所示,政府引导基金可以显著提升低金融化企业的ESG表现,但其回归系数在高金融化企业中均不显著。这意味着在金融化程度较高企业中,资金往往配置于金融资产以追求短期收益,忽视了ESG领域的投入,导致政府引导基金在提升企业ESG表现方面的作用受限。

5. 环境规制强度。近年来,随着环境保护意识与环境执法力度的增强,积极推进绿色转型已经成为企业发展的必然选择。在环境规制强度较高的地区,严格的环保标准和监管要求增加了企业绿色转型

的成本,企业对资金和可持续发展的需求更为迫切。此时,政府引导基金带来的资金注入可以有效缓解企业融资约束,为ESG投资提供支持。同时,环境规制带来的外部压力也可以进一步抑制管理层短视行为,促使企业更加关注绿色转型。故本文推断,在环境规制强度较高地区,政府引导基金提升企业ESG表现的作用更明显。为验证以上推断,本文以是否高于环境规制强度的平均值为依据,将全样本划分为高环境规制和低环境规制两个子样本。其中,环境规制强度的度量方式如下:政府工作报告涵盖各地生态环境建设目标、重心及任务,可全面衡量地方政府环境规制强度。本文收集各地市政府工作报告,经分词处理后,整理出含环保词频的句子字数占报告总字数的比重,并以此作为环境规制强度的度量指标。检验结果如表8列(1)-(4)所示,政府引导基金对高环境规制地区企业ESG表现的提升作用显著大于低环境规制地区的企业(组间系数差异均显著)。上述结果表明,在环境规制强度较高的地区,企业绿色转型的需求更迫切,政府引导基金更有利于提升该地区企业的ESG表现。

表8 异质性分析:环境规制强度和是否属于重污染行业

变量	环境规制强度				是否属于重污染行业			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	高环境 规制	低环境 规制	高环境 规制	低环境 规制	重污染	非重污染	重污染	非重污染
Funddummy	0.101*** (2.77)	0.048* (1.95)			0.164*** (2.81)	0.050*** (2.70)		
Fundnumber			0.426*** (3.32)	0.204** (2.00)			0.628*** (2.96)	0.148** (2.08)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
调整 R <sup>2</sup>	0.625	0.547	0.625	0.547	0.547	0.539	0.547	0.539
观测值	17389	15081	17389	15081	7438	26010	7438	26010
组间差异	p-value=0.085*		p-value=0.004***		p-value=0.001***		p-value=0.002***	

6.是否属于重污染行业企业。不同行业的特性会对企业绿色发展产生重要影响。一方面,重污染行业的企业在绿色技术研发、环保设备改造等方面的资金需求远高于其他行业企业,政府引导基金的融资支持可以更显著地缓解其资金瓶颈。另一方面,这些企业管理层面临的环保合规与社会监督压力突出,政府引导基金的介入可以更有效地抑制其短视行为,推动其加大环境治理等领域的实质性投入。故本文推断,在重污染行业企业,政府引导基金提升其ESG表现的作用将更明显。为验证以上推断,本文根据企业是否属于重污染行业企业,将全样本划分为重污染企业与非重污染企业两个子样本。检验结果如表8列(5)-(8)所示,在重污染行业企业中,政府引导基金提升企业ESG表现的作用相比非重污染行业企业更明显(组间系数差异均显著)。上述结果表明,重污染行业企业具有高环境规制敏感性、强转型资源需求与高社会关注度等特征,政府引导基金的介入可以促使该行业企业加大环保投入,进而提升其ESG表现的作用更显著。

7.政府引导基金类型的差异。基于设立目的和政策导向差异,政府引导基金主要投向特定产业,不同的投向使得基金监管重点有所差异。特别是科技类政府引导基金主要聚焦科技生态孵化与创新能力提升,其对企业ESG表现的影响有待进一步探讨。本文认为,科技类政府引导基金同样与ESG理念高度契合。一方面,通过靶向支持新能源、节能环保等高新科技以及数字化转型,政府引导基金可以推动企业环境友好型技术(E)的投入以及内部治理效能(G)的提升。另一方面,政府引导基金的长周期考核机制与战略投资导向,能够有效缓解管理层短期业绩压力,促使企业将资源向高技术人才培育、员工福

利提升等长期社会价值(S)领域配置。故本文推断,科技类政府引导基金会显著提升企业ESG表现。为验证以上推断,本文根据政府引导基金的名称,将带有科技、技术、创新等词汇或聚焦高新产业的基金视为科技类政府引导基金,其余为非科技类政府引导基金。检验结果如表9列(1)-(4)所示,在两组子样本中,Funddummy与Fundnumber的回归系数均显著为正,说明科技类与非科技类政府引导基金均可以显著提升企业ESG表现。

表9 异质性分析:政府引导基金类型

变量	引导基金类型差异			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	科技类引导基金	非科技类引导基金	科技类引导基金	非科技类引导基金
Funddummy	0.082*** (2.68)	0.130*** (3.69)		
Fundnumber			0.263*** (2.79)	0.529*** (3.67)
控制变量	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
调整R <sup>2</sup>	0.515	0.532	0.515	0.532
观测值	31071	31471	31071	31471

注:由于是否为科技类政府引导基金这一虚拟变量和核心解释变量Funddummy完全共线,本组异质性分析未进行组间系数差异检验。

#### 四、结论与政策建议

政府引导基金作为衔接政府宏观调控与市场微观运作的重要桥梁,深入研究其对企业ESG表现的影响,对于推动经济高质量发展、实现可持续发展目标具有重要的现实意义。本研究发现,在深入贯彻新发展理念的过程中,政府引导基金锚定区域经济转型升级的特征与ESG理念高度契合,可以显著提升企业ESG表现,这一结论经过一系列稳健性检验和内生性检验后依然成立。此外,机制检验表明,政府引导基金通过缓解企业融资约束和抑制管理层短视行为提升企业的ESG表现;异质性检验表明,政府引导基金对企业ESG表现的提升作用在中小规模、内部控制质量较高、信息透明度较高、金融化程度较低、环境规制较强地区以及重污染行业的企业中更显著,且科技类与非科技类政府引导基金均能显著提升企业ESG表现。

为了更好发挥政府引导基金的作用,激发市场主体活力,促进经济社会可持续发展,同时结合上述研究结论,本文提出以下政策建议。第一,应进一步完善政府引导基金管理机制。本文的研究结论表明,政府引导基金的介入能够促使被投企业更加重视环境治理、社会责任等方面所带来的社会效益。因此,要建立并细化兼顾社会效益与经济效益的激励机制,对资金规模、项目选择、投资领域及基金运作方式等进行全方位考核,同时通过收益补偿和风险补偿措施,调动社会资本参与投资的积极性。第二,应借助政府引导基金强化企业ESG融资支持。鉴于政府引导基金对企业ESG表现的重要影响,应加强资源整合,鼓励金融机构与政府引导基金协同合作,创新ESG金融产品与服务模式,拓宽企业ESG项目融资渠道,降低融资成本,推动企业ESG实践的可持续发展。第三,应促进政策协同,形成政策合力。本文研究发现,政府引导基金对企业ESG的促进作用受企业规模、内部控制质量、信息透明度、企业金融化、环境规制以及行业特征等多种因素的影响。因此相关部门应深入贯彻新发展理念,在制定和实施政府引导基金相关政策时注重与其他政策工具形成协同效应,推动公司治理体系建设,完善企业信息披露与监管机制,遏制企业脱实向虚,提升环境执法效能,形成政策叠加效应,从而推进地区经济转型升级和高质量发展。

## 参考文献

- [1] 王双进,田原,党莉莉.工业企业ESG责任履行、竞争战略与财务绩效.会计研究,2022,(3).
- [2] 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.财经科学,2024,(5).
- [3] 庄德林,方芳,朱晨.政府引导基金对城市创新的影响研究——基于政府引导与市场运作的双重属性.贵州财经大学学报,2025,(1).
- [4] D. Ma, Y. He, L. Zeng. Can Green Finance Improve the ESG Performance? Evidence from Green Credit Policy in China. *Energy Economics*, 2024, 137.
- [5] 李博文,韩凤芹.发行绿色债券与企业ESG表现:来自中国的机制与实证发现.科学决策,2024,(6).
- [6] 刘冬姣,马堂玉.保险资金持股对企业绿色创新的影响研究——基于险资ESG投资路径分析.财经论丛,2025,(3).
- [7] 张贺.地方政府专项债、公共投资与经济增长.经济问题探索,2022,(11).
- [8] 毛捷,任占尚.地方债的稳就业效应:来自中小银行专项债的证据.数量经济技术经济研究,2025,(3).
- [9] 杨晓璇,杨奇松.政府风险投资、财政治理与中小企业创新持续性——新公共服务理论解读视角.现代财经,2024,(12).
- [10] D. Cumming. Government Policy towards Entrepreneurial Finance: Innovation Investment Funds. *Journal of Business Venturing*, 2007, 22(2).
- [11] J. A. Brander, Q. Du, H. Thomas. The Effects of Government-sponsored Venture Capital: International Evidence. *Review of Finance*, 2015, 19(2).
- [12] M. Guerini, A. Quas. Governmental Venture Capital in Europe: Screening and Certification. *Journal of Business Venturing*, 2016, 31(2).
- [13] 谢家智,付馨苇.政府引导基金能引导企业双元创新正向跃迁吗?南昌大学学报(人文社会科学版),2024,(5).
- [14] G. Ge, J. Xue, Q. Zhang. Industrial Policy and Governmental Venture Capital: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 2024, 84.
- [15] J. A. Suchard, M. Humphery-Jenner, X. Cao. Government Ownership and Venture Capital in China. *Journal of Banking & Finance*, 2021, 129.
- [16] 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.经济研究,2023,(6).
- [17] 孟祥瑜,谢获宝,黄大禹.政府引导基金与企业劳动收入份额.财经研究,2024,(9).
- [18] 韩洁,张倩倩,刘涛.政府引导基金的跨区域双向投资现象与中小企业全要素生产率提升——兼论经济增长目标的软约束.南方经济,2024,(11).
- [19] 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部监督视角.现代金融研究,2025,(4).
- [20] 王越,阳镇,陈劲.ESG表现抑制企业过度金融化吗?经济与管理研究,2025,(1).
- [21] 潘玉坤,郭萌萌.空气污染压力下的企业ESG表现.数量经济技术经济研究,2023,(7).
- [22] N. C. A. Kumar, C. Smith, L. Badis, et al. ESG Factors and Risk-adjusted Performance: A New Quantitative Model. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2016, 6(4).
- [23] 何瑛,郝晓露.“赋能”还是“负能”:供应链数字化与企业ESG表现.经济与管理研究,2025,(2).
- [24] 汤旭东,张星宇,杨玲玲.监管型小股东与企业ESG表现——来自投服中心试点的证据.数量经济技术经济研究,2024,(4).
- [25] 陈晓珊,刘洪铎.投资者关注影响上市公司ESG表现吗——来自网络搜索量的经验证据.中南财经政法大学学报,2023,(2).
- [26] 雷雷,张大永,姬强.共同机构持股与企业ESG表现.经济研究,2023,(4).
- [27] 伊凌雪,蒋艺翅,姚树洁.企业ESG实践的价值创造效应研究——基于外部压力视角的检验.南方经济,2022,(10).
- [28] 范云朋.企业社会责任履行与超额商誉抑制.武汉大学学报(哲学社会科学版),2024,(2).
- [29] 徐妍,宋怡瑾,沈悦.地方政府环境治理目标约束能否提升企业ESG质量?——基于文本分析法的经验证据.中国人口·资源与环境,2024,(3).
- [30] 李维安,李鼎,周宁.环境规制与企业绿色治理机会主义行为——基于ESG框架的分析.经济管理,2025,(1).
- [31] J. Wang, X. Zeng. Corporate Environmental, Social and Governance Information Disclosure and Audit Governance in the Context of Green Development. *Journal of Cleaner Production*, 2024, 476.

- [32] 金绍荣,唐诗语,任赞杰等.政府补助对农业企业ESG表现的影响分析.中国农村经济,2024,(11).
- [33] H. Yin, L. Zhang, C. Cai, et al. Fiscal & Tax Incentives, ESG Responsibility Fulfillments, and Corporate Green Innovation Performance. *International Review of Economics and Finance*, 2025, 98.
- [34] 张建平,李林泽.绿色金融、绿色政策与实体企业的绿色转型.中国人口·资源与环境,2023,(10).
- [35] 刘和旺,陈江鹤,郑世林.绿色金融与ESG水平:兼论国家试点政策与地方试点政策的差异.经济纵横,2025,(3).
- [36] 魏建,王慧敏,薛启航.金融秩序维护与企业ESG表现——来自金融司法审判的证据.经济学动态,2024,(7).
- [37] 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.经济管理,2023,(3).
- [38] 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.管理世界,2021,(5).
- [39] 王爱萍,陈妙,胡海峰.绿色金融改革创新试验区的设立对企业绿色转型的影响——基于企业战略导向与创新行动的分析.南开经济研究,2024,(12).

## On Government-guided Funds and Corporate ESG Performance

Hu Haozhi (Zhongnan University of Economics and Law)

Zhu Fangzheng(Henan Academy of Social Sciences)

**Abstract** Due to their dual characteristics of policy orientation and market operation, government-guided funds (GGF) is highly aligned with the principles of Environmental, Social and Governance (ESG) in their core objective of promoting the transformation and upgrading of industrial structures and the high-quality development of regional economies. Taking A-share non-financial listed companies from 2011 to 2023 as research samples, an empirical examination was conducted to assess the impact of GGF on corporate ESG performance. The findings reveal that both the involvement and investment scale of GGF can significantly enhance corporate ESG performance. Mechanism tests reveal that GGF enhances corporate ESG performance by alleviating financing constraints and curbing managerial myopia. The above effects are more evident in small-to-medium-sized enterprises, with high internal control quality, more information transparency and low financialization levels, located in regions with strong environmental regulations and distributed in heavily polluting industries. Moreover, both technology-oriented and non-technology-oriented GGF can significantly improve corporate ESG performance. The conclusions of this study not only provide empirical evidences for leveraging policy-based financial instruments to empower corporate ESG transformation but also offer important insights for innovating government-enterprise collaboration mechanisms and promoting high-quality regional economic development.

**Key words** government-guided fund; ESG; financing constraints; policy-based financial instruments

---

■ 作者简介 胡浩志,中南财经政法大学经济学院教授,湖北 武汉 430073;  
朱方政(通讯作者),河南省社会科学院经济研究所助理研究员,河南 郑州 451464。

■ 责任编辑 桂 莉