

DOI: 10. 3969/j. issn. 1674-8131. 2026. 01. 006

## 气候政策不确定性如何影响工业企业金融化?

兰秀娟<sup>1</sup>, 杨康静<sup>1</sup>, 裴璇<sup>2</sup>

(1. 云南大学 工商管理与旅游管理学院, 云南 昆明 650500;

2. 对外经济贸易大学 国际商学院, 北京 100089)

**摘要:**气候变化的多样性和复杂性使气候政策的制定与实施具有较强的不确定性, 工业企业可能会通过金融化来对冲这种政策风险。采用沪深 A 股工业企业 2012—2023 年的数据分析发现: 气候政策不确定性越高, 工业企业金融化水平越高, 表明气候政策不确定性提高加剧了工业企业金融化; 气候政策不确定性提高能够通过强化风险规避、挤出实体投资、增加代理成本 3 条路径驱动工业企业金融化, 工业企业风险承担能力增强则会弱化气候政策不确定性提高的金融化加剧效应; 气候政策不确定性提高主要加剧了 ESG 评分较低、非国有、管理层女性占比较低、管理者气候关注度较高、行业竞争程度较高的工业企业金融化; 气候政策不确定性提高会促使工业企业出于预防储备动机和投机套利动机提升金融化水平, 其中预防储备动机占据主导地位。因此, 政府应提升气候政策的透明度和稳定性, 工业企业应强化公司治理, 改善管理层人员结构与认知模式, 增强风险承担能力, 有效抑制过度金融化行为。

**关键词:**政策风险; 金融资产; 风险规避; 实体投资; 代理成本; 风险承担能力

**中图分类号:**F275. 1; F272. 1 **文献标志码:**A **文章编号:**1674-8131(2026)01-0070-15

**引用格式:**兰秀娟, 杨康静, 裴璇. 气候政策不确定性如何影响工业企业金融化? [J]. 西部论坛, 2026, 36(1): 70-84.

LAN Xiujuan, YANG Kangjing, PEI Xuan. How does climate policy uncertainty affect the financialization of industrial enterprises? [J]. West Forum, 2026, 36(1): 70-84.

\* 收稿日期: 2025-08-16; 修回日期: 2025-11-13

**基金项目:**教育部人文社会科学研究青年基金项目(24YJC790086); 2024 年重庆市教育委员会人文社会科学研究一般项目(24SKGH139); 云南大学人文社会科学基金项目(2023YNUGSP37); 云南省教育厅科学研究基金资助项目(2025Y0181); 云南大学研究生科研创新基金项目(KC-242410079)

**作者简介:**兰秀娟, 女, 重庆荣昌人; 讲师, 博士, 硕士生导师, 主要从事气候政策经济效应研究。杨康静, 湖北咸宁人; 硕士研究生, 主要从事气候政策经济效应研究。裴璇, 通信作者, 男, 辽宁黑山人; 助理研究员, 经济学博士, 主要从事企业数字化转型与公司治理研究。

## 一、引言

气候变化是 21 世纪人类面临的最严峻的挑战之一,也是世界各国政府面临的重大难题(Boulangé et al., 2021)<sup>[1]</sup>。为了应对这一全球性问题,各国政府纷纷出台了旨在减缓和适应气候变化的政策措施。气候政策不确定性是指在应对气候变化的政策制定、实施和调整过程中,在政策目标、工具、强度、时间节点以及持续性等方面存在的不确定性。气候政策不确定会使经济主体难以对未来的政策环境进行准确预判,难以判断未来的政策走向是更宽松还是收紧,从而影响经济社会发展。近年来,地缘政治冲突和重大安全事件频发,加剧了全球气候政策不确定性(胡丽宁, 2024)<sup>[2]</sup>。在此背景下,气候政策不确定性对社会经济发展的影响引起了学术界的广泛关注。

已有文献从宏观与微观两个层面对气候政策不确定性的经济效应进行了深入研究。在宏观层面,气候政策不确定性直接作用于实体经济,会对经济系统产生多方面的负面影响,如抑制经济增长(Letta et al., 2019)<sup>[3]</sup>、加剧市场波动(Ma et al., 2023; Chen et al., 2023)<sup>[4-5]</sup>、增强风险传染(刘振华等, 2023; 胡丽宁, 2024)<sup>[6][2]</sup>、阻碍能源转型(Lin et al., 2024)<sup>[7]</sup>等。在微观层面,相关研究主要考察了气候政策不确定性通过多种渠道对企业行为和绩效的影响,包括:抑制企业投资,具体表现为延迟或减少资本支出(Shang et al., 2022; 孙海波等, 2024; Chang et al., 2024)<sup>[8-10]</sup>;对企业生产效率产生负面影响,导致企业全要素生产率下降和升级困境(Ren et al., 2022; 汪顺等, 2024)<sup>[11-12]</sup>;加剧企业面临的各类风险,包括违约风险(Liu et al., 2023)<sup>[13]</sup>、股价崩盘风险(陈默等, 2024)<sup>[14]</sup>以及银行破产风险(Dai et al., 2023)<sup>[15]</sup>等;抑制企业绿色创新(Niu et al., 2023)<sup>[16]</sup>,但也有证据表明在某些情境下气候政策不确定性可能促进企业创新(Liu et al., 2024)<sup>[17]</sup>。

现有研究从宏观经济发展和微观企业治理视角探讨了气候政策不确定性对经济运行和企业行为的影响,但对于气候政策不确定性如何影响企业金融化的研究还相对缺乏。党的二十届四中全会强调,要坚持把发展经济的着力点放在实体经济上。以工业企业为代表的实体企业是实现经济高质量发展、培育新质生产力的主力军。当前金融化已成为企业战略选择和资源配置的重要手段,然而,过度金融化会导致资源错配,带来结构性风险,不利于实体经济健康发展。已有研究表明,政策不确定性是企业金融化的重要推手之一(Bernanke, 1983; 刘飞等, 2022)<sup>[18-19]</sup>,当企业难以预判未来政策走向时,往往会通过增持金融资产替代固定资产投资,以规避潜在风险。随着全球气候变化问题的日益复杂和严峻,我国的气候政策也在不断调整和完善,导致气候政策不确定性上升(Ma et al., 2023)<sup>[4]</sup>,并成为影响社会和经济发展的因素之一(刘振华等, 2023)<sup>[6]</sup>。气候政策不确定性可能降低工业企业对绿色投资的收益预期,促使其增加短期金融资产以对冲政策变化风险。若工业企业普遍以金融化策略应对气候政策波动,则不仅会抑制其技术升级与低碳转型,还可能弱化气候政策本身的碳减排效果。因此,深入探究气候政策不确定性如何驱动工业企业金融化,不仅能揭示工业企业在不确定环境中的决策逻辑,更能为有效防范实体经济“脱实向虚”提供政策启示。

鉴于气候政策不确定性与工业企业金融化之间的因果链条尚未得到系统检验,本文在探究气候政策不确定性对工业企业的影响效应和作用机制的基础上,采用 2012—2023 年沪深 A 股上市工业企业的数据进行实证检验。本文的边际贡献主要包括:第一,拓展了气候政策不确定性的经济后果研究范畴。已有文献多聚焦于气候政策不确定性对金融风险、企业投资及创新等方面的影响,而对企业金融化,尤其是工业部门“脱实向虚”现象的关注相对不足。本文将气候政策不确定性与工业企业金融化纳入同一分析框架,为这一领域提供了新的经验证据与理论视角。第二,从风险规避效应、实体投资挤出效应、代

理成本增加效应三个维度,揭示了气候政策不确定性影响工业企业金融化的内在机制,有助于深入认识工业企业在不确定环境下的金融化决策动因,并为完善相关政策、改善公司治理提供了理论依据。第三,进一步从多角度识别了气候政策不确定性影响工业企业金融化的异质性,发现气候政策不确定性主要是加剧了 ESG 表现较差、非国有、管理者气候关注度较高、管理层女性占比较低、行业竞争程度较高的工业企业金融化,该发现有助于更具针对性地化解气候政策不确定性带来的负面冲击,对防范实体经济“脱虚向实”具有重要的现实意义。

## 二、理论分析与研究假设

气候政策不确定性加剧了企业外部环境波动,增加了企业经营风险。面对外部不确定性的增加,企业会采取风险规避策略,并对资源进行重新配置,其中一个突出的表现就是提高金融化水平,即减少实体投资,转而增加回报周期较短的金融投资。同时,外部不确定性的提高导致信息不对称程度提高,会增加企业的代理成本,进而诱发管理者短视行为,进一步推动企业资源配置偏向金融资产。此外,风险承担能力是企业抵御外部冲击的重要能力,但不同企业之间的风险承担能力差别显著,风险承担能力不同的企业在面对气候政策不确定性冲击时可能采取不同的应对策略。因此,本文从风险规避、实体投资挤出和代理成本增加三个方面讨论气候政策不确定性对工业企业金融化的作用机制,并引入风险承担能力作为调节变量,探究其如何调节气候政策不确定性的企业金融化效应。

第一,风险规避效应。风险规避理论指出,当外部环境不确定性上升时,管理者倾向于采取保守的资产配置策略,以规避潜在损失(Kang et al., 2014; 饶品贵等, 2017)<sup>[20-21]</sup>。气候政策不确定性增强时,工业企业对未来利润与现金流的预期趋于模糊,管理层的风险规避动机增强,从而抑制其进行高风险、长期性及高不可逆性投资的意愿(Ren et al., 2022)<sup>[22]</sup>,促使其将有限资源配置于能够更快带来回报的金融投资中。此外,气候政策不确定性还会通过融资约束渠道影响工业企业的资本配置。在政策方向不明朗的情况下,金融机构往往更为审慎,使企业融资成本上升或信贷资源收缩,企业的资金压力随之加剧。此时,秉持风险规避理念的管理者为降低经营不确定性,会更倾向于选择灵活性更高、可逆性更强的资产配置方式。管理层风险规避动机的强化则会推动工业企业金融化。与固定资产投资相比,金融资产具有更高的流动性和更低的沉没成本,更符合工业企业在不确定性环境中的投资偏好(罗云峰等, 2022)<sup>[23]</sup>。风险规避使工业企业更关注短期收益,更倾向于持有高流动性资产,进而增加金融资产配置(Davis, 2018; 杨兵等, 2022)<sup>[24-25]</sup>。通过增持金融资产,工业企业能够在气候政策变动时迅速调整资产组合,以分散潜在风险。因此,气候政策不确定性提高会通过强化管理层风险规避动机推动工业企业金融化。

第二,实体投资挤出效应。企业投资的本质是一种策略性的选择,蕴含着对未来可能性的押注与权衡。由于企业的内部资源是有限的,管理者需要在多重目标间寻求最优解,进而对资源在各种不同用途之间进行分配,以期获得最大化的经济效益。在气候政策不确定性上升时,工业企业在实体投资上的风险暴露显著增加,会引发其资金配置的再平衡,使实体投资成为金融投资的“挤出”对象(Pindyck, 2013)<sup>[26]</sup>。首先,气候政策不确定性提高显著增加了实体投资的沉没成本。绿色生产技术标准、碳排放规制等政策频繁调整,使既有设备与技术面临加速淘汰的风险,而新增实体投资具有低可逆性与高调整成本,工业企业会倾向于压缩长期生产性投资,从而对实体投资产生挤出效应(汪顺等, 2024)<sup>[12]</sup>。其次,气候政策不确定性提高削弱了实体投资的期权价值。气候政策不确定降低了进行实体投资的未来

现金流预期,也使投资者要求更高的风险溢价,导致实体投资的预期收益下降,此时工业企业倾向于推迟或取消长期实体投资项目。同时,金融机构在评估信贷风险时,往往会因气候政策多变而提高融资门槛或要求更高利率,加剧了工业企业的外部融资约束,为应对潜在的流动性压力,工业企业会更谨慎地使用内源资金,优先将有限资源投入兼具高流动性和保值功能的金融资产,这一预防性动机进一步挤出了实体投资。与此同时,工业企业通常会通过金融化对冲政策风险(周泽将等,2025)<sup>[27]</sup>,金融化成为工业企业减少实体投资后的理性选择。受资本逐利性驱动,工业企业倾向于将有限资源从收益率较低的生产性领域转移到收益率更高、流动性更强的金融领域,这一资源配置行为最终体现为工业企业金融资产占比的上升与利润来源结构的转变。因此,实体投资减少往往与金融投资增加存在显著关联,气候政策不确定性提高对工业企业实体投资的挤出会进一步推动其金融化。

第三,代理成本增加效应。气候政策不确定性提高在加剧工业企业经营环境复杂性的同时,也显著增加了工业企业的代理成本。委托代理理论认为,管理者(代理人)与股东(委托人)之间会因信息不对称、目标冲突和风险偏好差异等而产生代理问题。在气候政策频繁调整、制度预期不明的情境下,工业企业未来利润与现金流的不确定性增强,管理层往往基于风险规避倾向而采取保守、短期化的决策(胡楠等,2021)<sup>[28]</sup>,这种短期主义行为与股东的长期战略目标存在冲突,从而提高了代理成本(李田雨等,2024;王海兵等,2025)<sup>[29-30]</sup>。此外,在气候政策不确定性较高的环境下,外部市场与投资者会对工业企业的财务透明度和稳定性提出更高要求,迫使股东投入更多监督成本以约束管理层的短视行为(孙海波等,2024)<sup>[9]</sup>。而代理成本的上升会加速工业企业的金融化,因为金融化能够为管理层提供更大的操作灵活性与短期回报,从而缓解外部监督和激励机制带来的压力(Orhangazi,2008)<sup>[31]</sup>。代理成本较高的企业更可能通过金融投资和财务运作来替代长期性资本投入,以满足流动性需求并降低外部治理成本(Liu,2023;Ma,2024)<sup>[32-33]</sup>。因此,气候政策不确定性提高会通过增加代理成本间接推动工业企业的金融化。

第四,风险承担能力的调节效应。风险承担能力是指企业在追求其战略目标的过程中,对风险识别、评估、管理和分散的能力。风险承担能力强的工业企业往往拥有稳健的财务状况、充足的现金流、较强的市场竞争力以及有效的风险分散机制,有能力承受短期波动,即使气候政策不确定性有所提高,往往也会对实体投资保持一定的信心,进而维持甚至加大对主营业务的投入,而非快速转向金融资产配置。而风险承担能力弱的工业企业资本结构脆弱、融资约束强、现金流稳定性差、对外部冲击的抵御能力弱,缺乏强大的财务基础和高效的风险管理体系,当气候政策不确定性提高时,容易采取能够在短期快速获得利润的投资决策,将资金更多地配置于具有较高流动性的金融资产中,以增强自身的财务灵活性和抗风险能力。因此,由于金融资产因具有较快的市场反应速度和较强的避险属性而成为企业分散风险的有效工具,风险承担能力较弱的工业企业在面对气候政策不确定时,更倾向于通过金融化调整资产负债结构,以对冲风险的加剧;而风险承担能力较强的工业企业能够在不确定性冲击下保持一定战略定力,使气候政策不确定性提高对其金融化的影响相对较弱。

基于上述分析,本文提出以下假设:

H1:气候政策不确定性提高会加剧工业企业金融化。

H2:气候政策不确定性提高能够通过强化风险规避、挤出实体投资、增加代理成本3条路径加剧工业企业金融化。

H3:工业企业的风险承担能力增强会弱化气候政策不确定性对其金融化的加剧作用。

### 三、实证检验设计

#### 1. 基准模型设定

为检验气候政策不确定对企业金融化的影响,本文设定基准模型如式(1)所示:

$$Fin_{ist} = \alpha_0 + \alpha_1 CPU_{st} + \alpha \sum Controls_{ist} + \delta_i + \eta_t + \theta_l + \varphi_{l \times t} + \xi_{p \times t} + \varepsilon_{ist} \quad (1)$$

其中,下标  $i, s, t, l, p$  分别代表企业、城市、年份、行业、省份,  $\delta_i$  表示个体(企业)固定效应,  $\eta_t$  表示时间(年份)固定效应,  $\theta_l$  表示行业固定效应,  $\varphi_{l \times t}$  表示行业-时间交互固定效应,  $\xi_{p \times t}$  表示省份-时间交互固定效应,  $\varepsilon_{ist}$  为随机误差项。

被解释变量“企业金融化程度”(  $Fin_{ist}$  )为  $s$  城市的  $i$  企业在  $t$  年的金融化水平,本文参考赵全厚等(2025)<sup>[34]</sup>的方法,用企业持有的金融资产与总资产之比衡量。其中,金融资产包括交易性金融资产、可供出售的金融资产、持有至到期投资、衍生性金融资产、发放贷款及垫款净额、投资性房地产和长期股权投资。

核心解释变量“气候政策不确定性”(  $CPU_{st}$  )为  $i$  企业所在城市  $s$  在  $t$  年的气候政策不确定性水平,采用 Ma 等(2023)<sup>[7]</sup>构建的中国气候政策不确定性指数(地级市层面)衡量。该指数基于六家主流中文报纸发布的新闻,通过深度学习模型进行文本分析,并结合人工审核,避免了主观性的影响,可以准确反映气候政策变化,具有良好的稳健性,且数据分辨率达到了日度级别。

本文选取以下企业层面的控制变量:(1)“资产规模”,用期末总资产的自然对数值衡量;(2)“市场价值”,用股票市场流通市值与期末总资产之比衡量;(3)“企业年龄”,用企业成立年限的自然对数值衡量;(4)“总资产收益率”,用净利润与期末总资产之比衡量;(5)“现金流水平”,用经营活动现金流量净额与期末总资产之比衡量;(6)“资产负债率”,用期末负债总额与期末总资产之比衡量;(7)“机构投资者持股”,用机构投资者持股数量与总股本之比衡量;(8)“管理层持股”,用管理层持股数量与总股本之比衡量;(9)“独立董事占比”,用独立董事人数与董事会人数之比衡量;(10)“管理层金融背景”,公司董事、监事、高管人员有金融背景取值为1,否则取值为0。

#### 2. 样本选择与数据处理

工业企业既是实体经济的主体,也是能源消耗与碳排放的主要部门。气候政策主要是为了缓解由二氧化碳排放所导致的气候变化,而工业企业的生产通常需要排放大量的二氧化碳,受气候政策的影响较大,对气候政策的变化也更为敏感。同时,重资产、长周期的投资特性使工业企业的资本支出对政策预期高度敏感,一旦出现不确定性,其以增持金融资产替代实体投资的动机较强。因此,本文选择沪深A股上市工业企业为研究样本。工业企业的选取主要依据《上市公司行业分类指引》(2012年修订),具体包括“采矿业”“制造业”和“电力、热力、燃气及水生产和供应业”3个一级行业。2012年,党的十八大首次把“美丽中国”作为生态文明建设的宏伟目标;2013年,国家发展改革委联合财政部等9部门印发《国家适应气候变化战略》,对气候治理工作做出明确和系统指导;2016年,我国签署并批准《巴黎协定》,气候治理进入加速阶段;2020年,我国提出“双碳”目标,气候治理进入系统性、制度化、全方位加速推进的新阶段。基于此,本文选取2012—2023年作为样本期,既包括了气候政策变化的关键阶段,也保证了研究的有效性。剔除研究期间内ST或\*ST或PT的样本、上市不满一年及已经退市或被暂停上市的公司、相关数据异常或缺失的样本,最终得到25219个观测值。上市公司微观数据来自国泰安数据库,对连续性变量进行上下1%的缩尾处理,主要变量的描述性统计结果见表1。

表 1 主要变量的描述性统计结果

变量类型	变量名称	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
被解释变量	企业金融化程度	25 219	0.065	0.090	0.000	0.456
核心解释变量	气候政策不确定性	25 219	1.550	0.711	0.149	3.829
控制变量	资产规模	25 219	22.200	1.242	19.975	26.054
	市场价值	25 219	2.072	1.298	0.857	8.406
	企业年龄	25 219	2.902	0.325	1.946	3.526
	总资产收益率	25 219	0.037	0.063	-0.234	0.200
	现金流水平	25 219	0.053	0.065	-0.130	0.241
	资产负债率	25 219	0.403	0.193	0.057	0.884
	机构投资者持股	25 219	0.419	0.250	0.002	0.913
	管理层持股	25 219	0.150	0.200	0.000	0.686
	独立董事占比	25 219	2.108	0.195	1.609	2.639
	管理层金融背景	25 219	0.565	0.496	0.000	1.000

#### 四、实证结果分析

##### 1. 基准回归

表 2 为基准模型检验结果。“气候政策不确定性”的回归系数显著为正,表明气候政策不确定性对工业企业金融化水平具有显著的正向影响,即工业企业金融化水平会随着气候政策不确定性的提高而提高。由此,假设 1 得到验证,气候政策不确定性的上升是导致工业企业金融化水平提高的重要原因。

表 2 基准回归结果

变 量	企业金融化程度	企业金融化程度
气候政策不确定性	0.001 7***(0.000 3)	0.003 1**(0.001 3)
资产规模		0.009 2***(0.000 6)
市场价值		0.001 8***(0.000 6)
企业年龄		0.018 9***(0.002 0)
总资产收益率		0.005 5(0.012 5)
现金流水平		-0.060 6***(0.010 0)
资产负债率		-0.124 3***(0.004 1)
机构投资者持股		-0.027 8***(0.003 4)
管理层持股		-0.039 9***(0.004 4)
独立董事占比		-0.013 5***(0.003 2)
管理层金融背景		0.005 2***(0.001 2)
常数项	0.062 9***(0.002 1)	-0.105 1***(0.015 3)
企业、年份、行业固定效应	控制	控制
省份×年份、行业×年份固定效应	控制	控制
样本量	25 219	25 219
R <sup>2</sup>	0.622 0	0.627 7

注: \*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著,括号内为聚类到企业层面的稳健标准误,下表同。

## 2. 稳健性检验

(1) 内生性处理。为缓解基准模型可能存在的反向因果关系等内生性问题,本文使用工具变量进行内生性处理。借鉴 Goldsmith-Pinkham 等(2020)<sup>[35]</sup>和汪顺等(2024)<sup>[18]</sup>的 Bartik 工具变量设计思路,以“工业行业气候变化评级分数平均得分”作为影响份额、以“全球地表平均气温”作为外部冲击,将二者乘积作为工具变量。“全球地表平均气温”能够反映气候变化冲击,且独立于单个企业的金融化行为,不存在反向因果问题;“行业气候变化评级分数平均得分”能够刻画行业层面的气候变化影响差异;二者的交乘项既包含了外部气候变化冲击,又体现了行业间对气候变化敏感度的差异,满足工具变量相关性和外生性的要求。2SLS 检验结果见表 3 的 Panel A。第一阶段的回归结果显示,工具变量的回归系数显著为正,且  $F$  值为 89.215(大于 10),表明工具变量与解释变量高度相关,不存在弱工具变量问题。第二阶段的回归结果显示,Hansen 统计量的  $P$  值大于 0.10,无法拒绝工具变量满足外生性的原假设;工具变量拟合的气候政策不确定性回归系数显著为正,表明在缓解模型内生性问题后,气候政策不确定性提高会加剧工业企业金融化的结论依然成立。

表 3 稳健性检验结果

变 量	Panel A: 工具变量法		Panel B:	Panel C:	Panel D:
	第一阶段	第二阶段	替换被解释变量	更改样本期间	熵平衡法
	气候政策不确定性	企业金融化程度	企业金融化程度 1	企业金融化程度	企业金融化程度
气候政策不确定性		0.009 7*** (0.001 1)	0.051 2*** (0.015 8)	0.054 4** (0.021 3)	0.003 5* (0.002 0)
工具变量	0.522 4*** (0.023 9)				
样本量	15 869	15 869	25 219	13 802	25 219
$R^2$			0.477 8	0.530 6	0.690 0

注:所有模型均控制了控制变量和企业、年份、行业、省份×年份、行业×年份固定效应,限于篇幅,控制变量和常数项估计结果略,下表同。

(2) 替换被解释变量。相关研究对企业金融化的衡量主要基于投资和盈利两个维度,本文基准模型从投资维度测算样本企业的金融化水平。为了缓解变量测量误差的影响,借鉴 Demir(2009)<sup>[36]</sup>的做法,用投资收益、公允价值变动损益及其他综合收益之和度量企业通过金融渠道的获利,并用营业利润进行标准化,得到变量“企业金融化程度 1”,以其为被解释变量重新进行检验,回归结果见表 3 的 Panel B,“气候政策不确定性”的回归系数仍然显著为正。

(3) 更改样本期间。为了排除新冠疫情冲击对回归结果的影响,剔除 2020—2023 年的样本,用 2012—2019 年的样本重新检验,回归结果见表 3 的 Panel C,“气候政策不确定性”的回归系数还是显著为正。

(4) 熵平衡法。为缓解样本选择偏误的影响,使用熵平衡法进行样本匹配。根据解释变量的年度中位数将样本分为实验组(大于或等于中位数)和对照组(小于中位数),进行熵平衡匹配,使实验组与对照

组的控制变量分布相似。采用匹配后的样本检验结果见表3的Panel D,“气候政策不确定性”的回归系数依然显著为正,表明本文的分析结果是稳健的。

(5)安慰剂检验。上述分析结果中,气候政策不确定性与企业金融化的关系可能只是时间趋势的自然反映或其他偶然因素所致,为排除这种可能性,通过随机生成气候政策不确定性指标进行安慰剂检验。具体结果如图1所示:虚假指标的估计系数值与真实指标的系数值(图中纵向虚线标注处)不匹配,且虚假指标的 $P$ 值绝大多数大于0.05,表明基准回归的结果并非时间趋势的反映,也非其他未知偶然因素所致,气候政策不确定性上升与企业金融化水平提高之间确实存在因果关系。

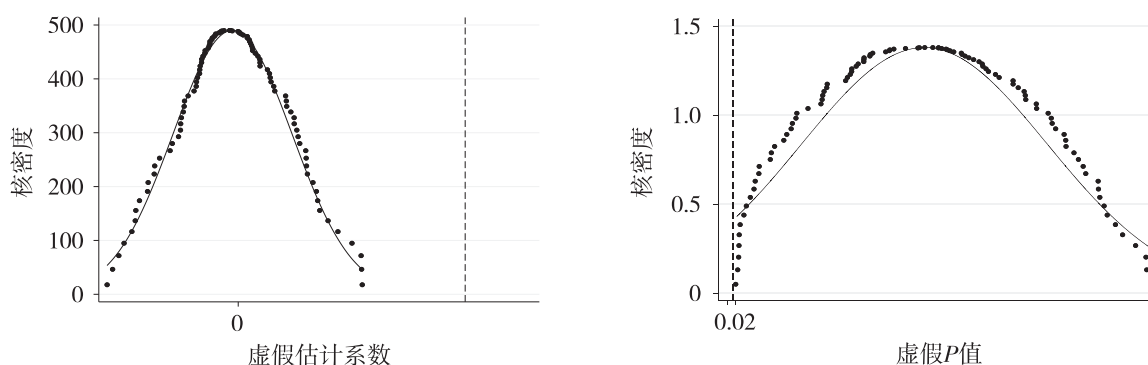


图1 安慰剂检验结果

### 3. 中介效应检验

由于企业风险规避、实体投资、代理成本三者与其金融化的关系较为直接,因此遵循江艇(2022)<sup>[37]</sup>的建议,机制检验主要关注气候政策不确定性对中介变量的影响。构建模型如式(2)所示:

$$M_{ist} = \beta_0 + \beta_1 CPU_{st} + \beta \sum Controls_{ist} + \delta_i + \eta_t + \theta_l + \varphi_{lxt} + \xi_{Pxt} + \varepsilon_{ist} \quad (2)$$

其中, $M$ 代表中介变量,其他变量与式(1)相同。选取以下三个中介变量:一是“WW指数”。气候政策不确定性提高不仅会直接加剧工业企业对未来经营和现金流的担忧(孙海波等,2024;翟鹏翔等,2024)<sup>[9][38]</sup>,还会通过加剧融资约束影响企业的资金配置行为。一方面,政策不确定性上升时金融机构会收紧对企业的贷款审核,导致企业外部融资难度和成本增加,进而强化企业的风险规避动机(Ren et al., 2022)<sup>[22]</sup>;另一方面,融资约束的增强使企业难以依靠外部资金来维持投资和经营稳定,企业更倾向于持有流动性较强的金融资产,以规避潜在的经营风险并维持财务稳健(Gong et al., 2023)<sup>[39]</sup>。因此,企业的风险规避水平与其面临的外部融资约束程度紧密相关(李真等,2023)<sup>[40]</sup>。基于此,本文选择能较好反映企业融资约束程度的WW指数作为风险规避的代理变量。二是“实体投资水平”。本文参考朱菲菲和杨云红(2022)<sup>[41]</sup>的做法,用“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”与“处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额”之差与上年期末总资产之比来衡量。三是“管理费用率”。参考杨洁和丁洁(2024)<sup>[42]</sup>的研究,用管理费用率(管理费用与营业收入之比)作为企业代理成本的代理指标。

机制检验结果见表4。“气候政策不确定性”对“WW指数”的估计系数显著为正,表明气候政策不确定性提高对工业企业产生了显著的风险规避效应;“气候政策不确定性”对“实体投资水平”的估计系数显著为负,表明气候政策不确定性提高对工业企业产生了显著的实体投资挤出效应。“气候政策不确

定性”对“管理费用率”的估计系数显著为正,表明气候政策不确定性提高对工业企业产生了显著的代理成本增加效应。由此,本文提出的假设 H2 得到验证。工业企业为规避气候政策不确定性提高带来的实体投资风险,会在压缩实体投资的同时转向金融投资,管理层则为了获得更好的短期效益而倾向于增加金融投资,从而助推工业企业金融化水平提升。因此,气候政策不确定性提高能够通过强化工业企业的风险规避动机、挤出工业企业的实体投资、增加工业企业的代理成本 3 条路径推动工业企业的金融化。

表 4 机制检验结果

变量	WW 指数	实体投资水平	管理费用率
气候政策不确定性	0.006 3***(0.001 2)	-0.002 0**(0.001 0)	0.003 9***(0.000 7)
样本量	24 823	25 176	25 189
$R^2$	0.671 1	0.556 9	0.448 3

#### 4. 调节效应检验

为验证风险承担能力的调节作用,构建模型如式(3)所示:

$$Fin_{ist} = \gamma_0 + \gamma_1 CPU_{st} + \gamma_2 Risk_{ist} + \gamma_3 CPU_{st} \times Risk_{ist} + \gamma \sum Controls_{ist} + \delta_i + \eta_t + \theta_l + \varphi_{l \times t} + \xi_{p \times t} + \varepsilon_{ist} \quad (3)$$

其中, $Risk$  为调节变量。参考王超等(2023)<sup>[43]</sup>的研究,采用盈余波动性衡量企业的风险承担能力。首先,计算企业盈余( $ROA$ ),即税息折旧及摊销前利润与当年末资产总额的比率;然后,用  $ROA$  减去  $ROA$  的年度行业均值得到  $Adj\_ROA$ ;最后,以每三年( $t-2$ 年至  $t$ 年)作为观测时间段,分别滚动计算经行业调整的  $ROA$  标准差和极差,得到变量“风险承担能力 1”和“风险承担能力 2”。调节效应的检验结果见表 5,“气候政策不确定性”的回归系数依然显著为正,而“气候政策不确定性×风险承担能力 1”和“气候政策不确定性×风险承担能力 2”的回归系数都在 1%的水平上显著为负,表明风险承担能力在气候政策不确定性提高加剧工业企业金融化中产生了显著的负向调节作用,证实了假设 H3。风险承担能力较弱的工业企业抵御外部冲击和变化的能力较弱,在面对气候政策不确定性时,会大幅增加短期金融投资,以期通过快速获得收益来对冲风险,从而显著提升金融化水平;而风险承担能力的增强使工业企业能够更好地应对外部冲击和变化,从而可以弱化气候政策不确定性上升的金融化加剧效应。

表 5 调节效应检验结果

变 量	企业金融化程度	企业金融化程度
气候政策不确定性	0.002 8**(0.001 3)	0.002 8**(0.001 3)
风险承担能力 1	0.113 8***(0.016 1)	
气候政策不确定性×风险承担能力 1	-0.022 7***(0.004 5)	
风险承担能力 2		0.062 4***(0.008 7)
气候政策不确定性×风险承担能力 2		-0.012 7***(0.002 0)
样本量	25 219	25 219
$R^2$	0.556 1	0.567 1

## 五、进一步的讨论

### 1. 异质性分析

(1)企业 ESG 表现异质性。依据华证 ESG 评分的中位数将样本划分为“ESG 评分高”和“ESG 评分低”两组,分组回归结果如表 6 的 Panel A 所示。气候政策不确定性提高显著加剧了 ESG 评分较低的工业企业金融化,而对 ESG 评分较高的工业企业金融化影响不显著。原因可能是:ESG 表现较好的工业企业通常具备较强的风险抵御能力和政策适应能力,倾向于维持实业投资,减少对金融资产的依赖,以实现长期可持续发展,因而受气候政策不确定性的影响较小。而 ESG 表现较差的工业企业可持续发展能力和抗风险能力较弱,在面临政策不确定时,通常会通过金融化来规避政策和市场风险。

(2)企业产权性质异质性。将样本分为“国有企业”和“非国有企业”两组,分组回归结果如表 6 的 Panel B 所示。气候政策不确定性提高显著加剧了非国有工业企业金融化,而对国有工业企业金融化的影响不显著。原因可能是:国有工业企业需要承担更多的社会责任和政策执行任务,经营目标注重长期的战略稳定性和国家政策的贯彻落实,而且,国有工业企业在政策解读和把握方面强于非国有工业企业,不易因政策波动产生剧烈的恐慌心理,在面临气候政策不确定性上升时通常会保持实体投资的稳定性,而非进行过度的金融投资。非国有工业企业为了维持市场竞争力和财务稳健性,通常更加追求短期财务回报,在气候政策不确定性加剧时,往往会通过增加金融资产配置来获取相对稳定的投资回报,以分散政策变化带来的经营风险。

(3)管理层结构(女性占比)异质性。根据管理层中女性高管占比的中位数将样本划分为“女性占比高”和“女性占比低”两组,分组回归结果如表 6 的 Panel C 所示。气候政策不确定性提高显著加剧了管理层女性占比较低的工业企业金融化,而对管理层女性占比较高的工业企业金融化影响不显著。原因可能是:风险偏好型管理者更愿意承担高风险以追求高利益,会更加偏好通过投资金融资产来获取高收益。因此,管理者投资偏好及风险厌恶程度的不同,会使工业企业的金融化行为产生差异。男性和女性的决策偏好存在显著差异,女性较男性更倾向于保守的投资策略,因而管理层中女性高管占比的提高有助于抑制工业企业过度金融投资行为(李世刚,2013)<sup>[44]</sup>。

(4)管理者气候关注度异质性。管理者气候关注度指企业管理者对于气候变化(如极端天气事件、政策变动等)的关注程度,本文采用 Lei 等(2023)<sup>[45]</sup>构建的管理者气候关注度指数来衡量,根据其中位数将样本划分为“气候关注度高”和“气候关注度低”两组,分组回归结果如表 6 的 Panel D 所示。气候政策不确定性提高显著加剧了管理者气候关注度较高的工业企业金融化,而对管理者气候关注度较低的工业企业金融化影响不显著。原因可能是:管理者对气候变化的关注程度直接影响其对气候政策不确定潜在风险和机遇的认知。气候关注度较高的管理者对气候政策变化更加敏感,能够较快识别政策不确定可能带来的市场冲击与风险,这种敏感性促使其采取更积极的金融化策略。而气候关注度较低的管理者往往会忽视气候政策不确定的潜在影响,缺乏足够的气候风险意识,因而表现出较低的金融化响应。

(5)行业竞争程度异质性。用基于营业收入的 HHI 指数衡量行业竞争程度,根据其中位数进行行业划分,进而将样本划分为“行业竞争弱”和“行业竞争强”两组,分组回归结果如表 6 的 Panel E 所示。气候政策不确定性提高显著加剧了行业竞争程度较高的工业企业金融化,而对行业竞争程度较低的工业企业金融化影响不显著。原因可能是:竞争程度较高行业的工业企业面临较大的市场压力和不确定

性,利润空间相对较小,经营风险较高,更倾向于将有限的资源配置到短期回报较为确定的金融资产上,以获取稳定的投资收益,降低经营风险。这种风险规避策略在气候政策不确定性上升的情况下尤为明显,因为气候政策的不确定进一步加剧了其未来生产经营的预期风险。

表 6 异质性分析结果

变 量	Panel A:ESG 表现异质性		Panel B:产权异质性		Panel C:管理层结构异质性	
	ESG 评分高	ESG 评分低	国有企业	非国有企业	女性占比高	女性占比低
气候政策不确定性	-0.002 3 (0.002 1)	0.007 0*** (0.001 7)	0.002 4 (0.002 3)	0.003 1* (0.001 5)	0.003 0 (0.002 0)	0.002 2*** (0.000 6)
样本量	11 055	14 164	7 397	17 822	12 350	12 869
R <sup>2</sup>	0.739 0	0.735 1	0.733 5	0.683 0	0.632 1	0.656 3
变 量	Panel D:管理者气候关注度异质性		Panel E:行业竞争程度异质性			
	关注度高	关注度低	行业竞争弱	行业竞争强		
气候政策不确定性	0.005 4*** (0.001 7)	0.002 9 (0.002 0)	0.001 6 (0.002 0)	0.005 0*** (0.001 6)		
样本量	13 561	11 658	11 551	13 666		
R <sup>2</sup>	0.724 0	0.687 6	0.712 1	0.746 9		

## 2. 金融化动机识别

企业金融化的动机主要有两个:预防储蓄和投机套利。预防储蓄动机强调企业将金融资产作为一种流动性储备,以应对未来可能出现的风险和不确定性,确保企业在外部融资受限或内部现金流紧张时仍然能够维持正常的生产经营活动。投机套利动机强调金融资产的回报周期较短且收益更为确定,能够在短期内为企业提供更稳定的回报,企业为了实现利润最大化,减少在生产性资产上的投资,转而增加对金融资产的持有。那么气候政策不确定性提高加剧了工业企业哪种动机的金融化?如果两种动机都存在,哪个动机占主导地位?对此,本文参考姚雪松和徐晓光(2024)<sup>[46]</sup>的研究,根据流动性将金融资产划分为短期金融资产和长期金融资产,进而分别检验气候政策不确定性对工业企业短期金融资产和长期金融资产的影响。其中,“长期金融资产”用“本期长期股权投资、投资性房地产和持有至到期投资的净额之和”与“本期期末总资产”之比来度量,“短期金融资产”用“本期交易性金融资产、衍生金融资产、发放贷款及垫款净额和可供出售金融资产之和”与“本期期末总资产”之比来度量。短期金融资产的流动性强,可以作为表征预防储蓄动机的金融化指标;长期金融资产的流动性较低,投机属性较强,可以作为表征投机套利动机的金融化指标。

检验结果见表 7,“气候政策不确定性”对“长期金融资产”和“短期金融资产”的回归系数均在 1%的水平上显著为正,其中对“短期金融资产”的系数明显更大。上述结果表明,气候政策不确定性提高会促使工业企业同时出于预防储蓄和投机套利动机增加金融资产配置,且预防储蓄动机占主导地位。在气候政策不确定性加剧时,工业企业的预防储蓄动机尤为明显。气候政策不确定使企业面临生产成本上升、市场需求波动以及合规性风险等多重压力,为应对这些潜在冲击,工业企业倾向于持有更多的金融资产作为“安全垫”,以确保在外部市场动荡或政策调整时能够快速动用资金,维持财务稳定和经营连续性。同时,政策不确定使市场需求以及投资回报的预期变得模糊,而长周期的实业投资面临较高的不确定性和风险,工业企业会通过持有长期金融资产获取相应收益,以确保企业能够实现一定的盈利。

表 7 金融化动机检验结果

变 量	长期金融资产	短期金融资产
气候政策不确定性	0.000 3***(0.000 1)	0.002 7***(0.000 8)
样本量	25 189	25 189
R <sup>2</sup>	0.730 0	0.661 0

## 六、结论与启示

本文采用 Ma 等(2023)<sup>[4]</sup>构建的中国气候政策不确定性指数,利用沪深 A 股上市工业企业 2012—2023 年的数据,实证检验气候政策不确定性对工业企业金融化的影响,分析发现:(1)气候政策不确定性提高显著促进了工业企业金融化;(2)气候政策不确定性提高能够通过风险规避效应、实体经济挤出效应、代理成本增加效应促进工业企业金融化,工业企业风险承担能力增强会弱化气候政策不确定性提高的金融化加剧效应;(3)气候政策不确定性提高显著加剧了 ESG 评分较低、非国有、管理层女性占比较低、管理者气候关注度较高、行业竞争程度较高的工业企业金融化,而对 ESG 评分较高、国有、管理层女性占比较高、管理者气候关注度较低、行业竞争程度较低的工业企业金融化没有显著影响;(4)气候政策不确定性提高会促使工业企业出于预防储备动机和投机套利动机提升金融化水平,其中预防储备动机大于投机套利动机。

根据以上研究结论,本文得到以下重要启示:第一,提升气候政策的透明度、稳定性与前瞻性,避免政策变化过于频繁。政府应科学制定气候政策并明确执行路径,避免频繁调整政策内容或发布模糊信息,增强政策的稳定性和透明度。同时,应通过建立长期规划和定期沟通机制,帮助企业准确判断政策趋势,减少因政策不确定导致的过度金融化和资源错配。第二,政策引导应与企业内部治理协同发力,通过提升实体企业管理层意识推动实体经济健康发展。应着力改善企业管理层人员结构与认知模式,将政府的气候关注有效转化为企业的绿色投资;同时,应激励企业积极改善 ESG 表现,不断增强应对政策不确定性的长期韧性。第三,工业企业应强化公司治理与管理层责任,有效遏制“脱实向虚”趋势。企业应优化治理结构,完善针对管理层的监督与激励机制,将气候风险管理和长期可持续发展绩效纳入高管考核体系,抑制因代理问题或短期套利动机导致的过度金融化行为,促使有限的资金更有效地服务于企业核心业务与绿色创新领域。

尽管本文从风险规避、实体投资挤出和代理成本增加三个方面阐释了气候政策不确定性对企业金融化的加剧作用,但仍有局限性。首先,本文选取上市工业企业为样本,未覆盖其他企业类型,后续研究可进一步扩大样本选择范围以验证分析结果的稳健性与外部有效性。其次,本文的研究仅基于国内气候政策,未来可基于全球复杂气候政策,分析企业,尤其是具有全球战略的企业和跨国公司,在面临不同国家气候政策变化时的行动。最后,本文主要关注气候政策不确定性对企业金融化的短期影响效应,未来研究可进一步从其他角度挖掘气候政策变动影响企业金融化的其他可能机制或长期动态影响效应,从而更全面地揭示气候政策不确定性对微观企业资产配置的影响。

### 参考文献:

- [1] BOULANGE J, HANASAKI N, YAMAZAKI D, et al. Role of dams in reducing global flood exposure under climate change [J]. Nature Communications, 2021, 12(1):417.

- [2] 胡丽宁. 气候政策不确定性、投资者气候风险感知与系统性金融风险[J]. 世界经济研究,2024(8):29-43.
- [3] LETTA M,TOL R S J. Weather,climate and total factor productivity[J]. Environmental and Resource Economics,2019,73(1):283-305.
- [4] MA Y,LIU Z,MA D,et al. A news-based climate policy uncertainty index for China[J]. Scientific Data,2023,10(1):881.
- [5] CHEN Z,ZHANG L,WENG C. Does climate policy uncertainty affect Chinese stock market volatility? [J]. International Review of Economics & Finance,2023,84:369-381.
- [6] 刘振华,丁志华,段钧平. 气候政策不确定性会加剧能源市场间极端风险溢出吗? [J]. 系统工程理论与实践,2023,43(6):1651-1667.
- [7] LIN Y,CHEUNG A,WAI K. Climate policy uncertainty and energy transition:Evidence from prefecture-level cities in China [J]. Energy Economics,2024,139:107938.
- [8] SHANG Y,HAN D,GOZGOR G,et al. The impact of climate policy uncertainty on renewable and non-renewable energy demand in the United States[J]. Renewable Energy,2022,197:654-667.
- [9] 孙海波,曹迪,刘忠璐. 气候政策不确定性、数字化转型与企业投资效率[J]. 上海财经大学学报,2024,26(6):62-77.
- [10] CHANG C,ZHANG J,LIN Y. Climate policy uncertainty, corporate social responsibility and corporate investments of the energy firms[J]. Energy Economics,2024,140:107968.
- [11] REN X,ZHANG X,YAN C,et al. Climate policy uncertainty and firm-level total factor productivity:Evidence from China [J]. Energy Economics,2022,113:106209.
- [12] 汪顺,余璐,雷玲. 气候政策不确定性与中国企业升级困境[J]. 财经研究,2024,50(2):123-138.
- [13] LIU J,DENG G,YAN J,et al. Unraveling the impact of climate policy uncertainty on corporate default risk:Evidence from China[J]. Finance Research Letters,2023,58:104385.
- [14] 陈默,张济建,徐哲. 气候政策不确定性与企业短债长用[J]. 广东财经大学学报,2024,39(3):35-51.
- [15] DAI Z,ZHANG X. Climate policy uncertainty and risks taken by the bank:Evidence from China[J]. International Review of Financial Analysis,2023,87:102579.
- [16] NIU S,ZHANG J,LUO R,et al. How does climate policy uncertainty affect green technology innovation at the corporate level? New evidence from China[J]. Environmental Research,2023,237:117003.
- [17] LIU Y,CHEN L,CAO Z,et al. Uncertainty breeds opportunities:Assessing climate policy uncertainty and its impact on corporate innovation[J]. International Review of Financial Analysis,2024,96:103560.
- [18] BERNANKE B S. Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment[J]. The Quarterly Journal of Economics,1983,98(1):85-106.
- [19] 刘飞,杜建华. 货币政策不确定性与企业脱实向虚——基于非金融企业金融化的证据[J]. 经济体制改革,2022(4):144-150.
- [20] KANG W,LEE K,RATTI R A. Economic policy uncertainty and firm-level investment[J]. Journal of Macroeconomics,2014,39:42-53.
- [21] 饶品贵,岳衡,姜国华. 经济政策不确定性与企业投资行为研究[J]. 世界经济,2017,40(2):27-51.
- [22] REN X,SHI Y,JIN C. Climate policy uncertainty and corporate investment:Evidence from the Chinese energy industry[J]. Carbon Neutrality,2022,1(1):14.
- [23] 罗云峰,柳永明,王会龙. 企业金融资产配置的流动性调整与创新投资驱动[J]. 当代经济管理,2022,44(2):79-86.
- [24] DAVIS L E. Financialization and the non - financial corporation:An investigation of firm - level investment behavior in the United States[J]. Metroeconomica,2018,69(1):270-307.
- [25] 杨兵,杨杨,杜剑. 企业风险预期与投资策略选择——基于年报文本挖掘的实证研究[J]. 经济管理,2022,44(2):122-140.
- [26] PINDYCK R S. Climate change policy:what do the models tell us? [J]. Journal of Economic Literature. 2013,51(3):860-72.

- [27] 周泽将,汪顺,董丰. 气候政策不确定性应对与实体企业金融资产配置[J]. 金融研究, 2025(4):95-113.
- [28] 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[J]. 管理世界, 2021, 37(5):139-156, 11, 19.
- [29] 李田雨,海梦碟,邢斐. 经济政策不确定性、集团化经营与企业投资效率[J]. 中南财经政法大学学报, 2024(6):65-78.
- [30] 王海兵,姜天水,张思刚. 不确定性感知视角下审计意见购买行为研究——基于 MD&A 文本分析的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2025, 40(4):31-41.
- [31] 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, 32(6):863-886.
- [32] LIU C. Disruption of corporate financialization and labor cost growth: Evidence from China's new asset management rules [J]. PLoS One, 2023, 18(6):e0286683.
- [33] MA A. The role of management characteristics in trade frictions and corporate financialization [J]. Finance Research Letters, 2024, 65:105505.
- [34] 赵全厚,杨子毅,沈家欣. 新《预算法》抑制了制造业企业“脱实向虚”吗? [J]. 西部论坛, 2025, 35(5):108-122.
- [35] GOLDSMITH-PINKHAM P, SORKIN I, SWIFT H. Bartik instruments: What, when, why, and how [J]. American Economic Review, 2020, 110(8):2586-2624.
- [36] DEMIR F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets [J]. Journal of Development Economics, 2009, 88(2):314-324.
- [37] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应 [J]. 中国工业经济, 2022(5):100-120.
- [38] 翟鹏翔,雷雷,范英,等. 气候政策不确定性与企业债券融资成本 [J]. 系统工程理论与实践, 2024, 44(11):3520-3536.
- [39] GONG C M, GONG P, JIANG M. Corporate financialization and investment efficiency: Evidence from China [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2023, 79:102045.
- [40] 李真,李茂林,朱林染. 银行金融科技与企业金融化:基于避险与逐利动机 [J]. 世界经济, 2023, 46(4):140-169.
- [41] 朱菲菲,杨云红. 控股股东股权质押融资与上市公司实体投资——融资约束还是市场信息? [J]. 经济科学, 2022(3):79-94.
- [42] 杨洁,丁洁. ESG 改善对企业劳动投资效率的提升作用研究 [J]. 西部论坛, 2024, 34(2):69-84.
- [43] 王超,余典范,龙睿. 经济政策不确定性与企业数字化——垫脚石还是绊脚石? [J]. 经济管理, 2023, 45(6):79-100.
- [44] 李世刚. 女性高管、过度投资与企业价值——来自中国资本市场的经验证据 [J]. 经济管理, 2013, 35(7):74-84.
- [45] LEI L, ZHANG D, JI Q, et al. A text-based managerial climate attention index of listed firms in China [J]. Finance Research Letters, 2023, 55:103911.
- [46] 姚雪松,徐晓光. 企业 ESG 表现与金融化——结构特征、机制分析与政府环境关注度下的效果评估 [J]. 管理学报, 2024, 37(4):82-95.

## How Does Climate Policy Uncertainty Affect the Financialization of Industrial Enterprises?

LAN Xiujuan<sup>1</sup>, YANG Kangjing<sup>1</sup>, PEI Xuan<sup>2</sup>

(1. School of Business Administration and Tourism Management, Yunnan University, Kunming 650500, Yunnan, China;

2. Business School, University of International Business and Economics, Beijing 100089, China)

**Summary:** China's current climate policies are characterized by regional disparities, phased targets, and

diverse implementation tools, which inevitably increase uncertainty in the formulation and execution of these policies. Such uncertainty not only affects firms' expected returns and investment decisions but may also induce structural distortions in resource allocation, thereby altering firms' capital operation logic and financial behavior. However, existing literature has primarily focused on the impact of climate policy uncertainty on financial risks, corporate investment, and innovation, with relatively insufficient attention paid to its effect on corporate financialization, especially the phenomenon of "shifting from the real to the virtual economy" within the industrial sector.

Using a sample of China's A-share listed industrial companies from 2012 to 2023, this study measures climate policy fluctuation by employing the climate policy uncertainty index constructed by Ma et al. (2023) and systematically investigates the impact of climate policy uncertainty on the financialization of industrial enterprises through a multiple fixed-effects model. The findings reveal that higher climate policy uncertainty leads to a stronger tendency toward financialization in industrial enterprises. This effect is particularly pronounced in enterprises with a lower proportion of female executives, greater managerial concern about climate issues, poor ESG performance, more intense industry competition, and in non-state-owned enterprises. Climate policy uncertainty promotes financialization in industrial enterprises through several mechanisms: heightened risk aversion, crowding-out effects on the real economy, and increased agency costs. However, a firm's risk-bearing capacity can mitigate the influence of climate policy uncertainty on financialization. Further analysis reveals that under climate policy uncertainty, firms' holdings of financial assets result from both precautionary and speculative motives, with the precautionary motive outweighing the speculative one.

Compared with existing studies, this paper makes three main contributions: First, it examines the intrinsic link between climate governance and corporate financialization from the novel perspective of climate policy uncertainty, thereby extending the research frontier on the relationship between macro-policy uncertainty and micro-firm behavior. Second, it systematically unveils the underlying mechanisms through which climate policy uncertainty affects corporate financialization from three dimensions—risk aversion, real-economy crowding-out, and agency cost escalation. This provides new insights into the drivers of financialization decisions in industrial firms under such uncertainty. Third, it conducts an in-depth analysis of the heterogeneous effects of climate policy uncertainty, further revealing its differential impacts on the financialization of industrial firms, thereby providing new pathways to prevent industrial enterprises from "shifting from the real to the virtual economy".

This research reveals the underlying logic of industrial firms' financialization under climate policy uncertainty. The findings provide empirical support and a theoretical basis for the government to optimize the design and implementation of climate policies, prevent capital from "shifting from the real to the virtual economy", and promote the sustainable and healthy development of enterprises.

**Keywords:** policy risk; financial asset; risk aversion; real investment; agency cost; risk-taking ability

**CLC number:** F275.1; F272.1

**Document code:** A

**Article ID:** 1674-8131(2026)01-0070-15

(编辑:刘仁芳;朱 艳)