

风险规避还是资源重构? 气候风险与企业金融化研究^{*}

• 曾春影 俞 婷

(广西师范大学经济管理学院 桂林 541004)

【摘 要】在“双碳”战略目标与实体经济高质量发展的背景下,本文基于资源基础观(RBV)与实物期权理论,利用 2010—2024 年中国 A 股上市公司数据,深入探讨气候风险对企业金融化行为的影响及其作用机理。研究发现,气候风险作为一种环境诱导的资源重构硬约束,显著抑制了企业的投机性金融资产配置,产生了显著的去金融化与倒逼效应。这一结果证实,在当前我国制度与市场环境下,基于生存底线的资源重构逻辑超越了基于期权观望的风险规避逻辑,成为驱动企业资产配置决策的主导力量。机制分析表明,气候风险主要通过三条路径倒逼企业实现脱虚向实:一是融资约束配给,气候风险加剧信贷歧视并推高融资成本,迫使企业变现金融资产以保障主业;二是资本支出补位,气候风险引发对绿色技改的刚性投资需求,挤出了投机性金融资产;三是分析师外部监督,分析师关注提升了资产配置透明度,有效抑制了管理层金融套利的机会主义动机。此外,异质性检验显示,关系型债权能显著强化这种抑制作用,而战略型股权的调节效应并不显著。经济后果检验表明,气候风险驱动的实业回归产生了积极的创新补偿效应,显著促进了企业绿色技术创新与全要素生产率的系统性提升,实现了内部效能的价值创造。然而,受资本市场信息时滞影响,短期内其对股价崩盘风险的缓解效应尚不显著。本研究拓展了气候风险的微观后果,为防范资金“脱实向虚”以及培育新质生产力提供了经验证据。

【关键词】气候风险 企业金融化 脱实向虚 资源配置

1. 引言

党的二十届三中全会明确提出,中国式现代化必须坚持实体经济为本,强调要健全促进实体经

^{*} 基金项目:广东省自然科学基金青年项目“小农户视角下农业数字化转型障碍因素及其包容性绿色发展机制研究”(2022A1515110614)。

作者简介:曾春影(1989—),副教授,主要研究领域为公司战略。

俞婷(2003—),硕士研究生,主要研究领域为公司战略。

济和数字经济深度融合的体制机制, 加快培育和发展新质生产力。在这一战略框架下, 中央金融工作会议确立了建设金融强国的宏观目标, 要求金融回归服务实体经济的根本宗旨, 通过完善监管体系严防资金脱实向虚, 引导资源向现代化产业体系集聚。然而, 当前非金融企业过度金融化现象仍对产业转型升级构成严峻挑战。与此同时, 随着双碳目标进入纵深推进期, 气候风险已由单一环境维度演变为影响企业微观决策的系统性外生冲击。作为一种具有长期性与复杂性的外部压力, 气候风险通过重构企业的资产完整性与运营成本结构, 深刻影响了微观主体的风险感知与资源配置决策。在推动绿色转型与维护金融安全的双重逻辑下, 探究气候风险如何发挥环境硬约束效能, 倒逼企业化解金融化痼疾并回归实业本源, 是实现新质生产力跨越式发展、推动实体经济高质量运行的关键课题。

既有文献虽广泛探讨了气候风险对融资成本与资产估值的影响 (Giglio 等, 2021; Kling 等, 2021), 但对其如何作用于企业资产配置组合尚存显著争议, 且在逻辑脉络上存在明显的理论张力。一方面, 基于实物期权理论的风险规避逻辑认为, 气候风险具有高度不确定性与不可逆性, 显著抬升了实业投资的等待价值 (Bernanke, 1983)。由于绿色转型伴随高昂沉没成本且政策演进路径难以预测, 管理层倾向于推迟长期实体支出, 转而持有高流动性金融资产以构建策略性避风港, 旨在通过资产组合的灵活性对冲实业经营的潜在损失 (Phan 等, 2021; 任晓怡等, 2022)。另一方面, 基于资源基础观的资源重构逻辑则强调, 气候风险构成了资产负债表层面的物理限额与制度硬约束 (Hart 和 Dowell, 2021)。这种冲击通过提升合规成本与折损高碳资产价值引发内部存量危机, 迫使金融资产由风险平滑工具转变为被挤出的非核心资源 (Flammer 等, 2021; 潘爱玲等, 2023)。为确保转型期的核心竞争力, 企业不得不剥离投机性投资并将受限资源重新锚定于实业绿色化改造 (Bartram 等, 2022)。

上述两种逻辑视角的深度对垒, 使得气候风险对企业金融化的最终影响方向在理论上仍处于模糊地带。究竟是防御性的风险规避动机主导了金融资产的增持, 还是重构性的资源挤兑效应驱动了实业回归? 既有研究尚未在统一的分析框架下对上述竞争性假设进行实证检验, 亦缺乏对内在传导路径及异质性资源调节效应的深入探测。这为本文重新审视气候风险的微观经济后果、辨析企业在环境压力下的决策逻辑提供了关键的研究契机。针对前述理论争议, 本文利用中国非金融类上市公司数据, 通过严谨的实证分析辨析何种视角更能准确捕捉气候风险背景下企业资产配置的演化规律。本文首先考察气候风险对企业金融化水平的净影响, 以此识别在当前制度环境下风险规避逻辑与资源重构逻辑的相对强度。随后, 本文从内部资源分配与外部治理环境双重视角出发, 构建并检验支撑上述过程的机理路径。此外, 本文进一步将异质性资源纳入分析框架, 通过对比关系型债权与战略型股权的调节作用, 探测驱动实业回归的边界条件。通过上述多维度的实证识别, 本文旨在厘清企业在环境压力下从资源消耗向价值创造转型的动态演化路径。

本文的研究贡献主要体现在以下维度。首先, 从微观视角拓展了气候风险经济后果的研究边界, 将气候风险作为一种环境硬约束纳入企业金融资产配置的分析框架, 深化了对非金融企业去金融化动因的理解。其次, 本文通过对两种竞争性逻辑的实证筛选, 辨析了不同理论视角在气候金融领域的解释效力, 为理解外部冲击下的微观决策演化提供了新视角。再次, 通过对比关系型债权与战略型股权的调节效应, 揭示了不同权属资本在应对极端外部冲击时的治理差异, 丰富了异质性资源配

置理论。最后,本文深入分析了气候风险驱动下的实业回归对企业绿色技术创新及全要素生产率的潜在影响,探讨了环境硬约束转化为内部效能价值创造的逻辑机理。这不仅为评价气候风险的微观效应提供了多维路径,也为利用环境约束化解金融风险、培育新质生产力提供了经验参考。

2. 文献综述

2.1 气候风险的经济后果

气候风险作为系统性外生冲击,其经济后果已成为近年来学术界关注的核心议题。既有研究通常将其划分为物理风险与转型风险两大维度。在物理风险方面,极端气候事件通过破坏企业物质资产、中断供应链并削弱抵押品价值,显著提升了企业的运营成本与财务脆弱性(Kling 等, 2021)。研究发现,暴露于高物理风险的企业面临更高的债务违约概率与更严格的融资条款(Seltzer 等, 2022)。在转型风险方面,随着低碳政策的收紧,高碳企业的资产搁浅风险显著增加,导致其权益资本成本上升并伴随严重的价值折损(Bolton 和 Kacperczyk, 2021; Giglio 等, 2021)。国内学者在本土情境下的研究也证实了上述逻辑。研究表明,气候风险不仅会抑制企业的全要素生产率(潘爱玲等, 2023),还会通过增加不确定性引发严重的投资不足问题。此外,气候风险的信息传递效应也受到关注,企业往往通过提高环境信息披露质量来应对外部投资者的风险定价压力(Krueger 等, 2020; 申明浩等, 2023)。综上所述,气候风险已深刻改变了微观主体的融资环境与生产经营逻辑。

2.2 企业金融化的成因与治理研究

在企业金融化的成因维度,学术界主要从宏观环境诱因与微观治理决策两个层面进行了深度解析,形成了“套利动机”与“蓄水池动机”并行的理论解释框架。基于资本逐利的套利动机理论认为,实体经济与金融行业之间的利润率差异是驱动金融化的根本诱因。当传统制造业因产能过剩或竞争加剧导致主营业务回报率系统性下滑时,非金融企业表现出强烈的资源转移倾向(杜勇等, 2021)。在这种逻辑下,企业将金融资产视为获取高额短期收益的工具,通过资产替代追求资本增值。这种套利行为本质上具有投机属性,会直接产生对实业投资的挤出效应,削弱企业的长期创新动力与核心竞争力(Stein 等, 2023; 张成思等, 2023)。此外,管理层的短视倾向常会放大这一动机,使其通过配置高收益金融资产来修饰短期财务报表,从而引发严重的资源错配。

基于风险对冲的蓄水池动机理论则从流动性管理视角出发,认为企业配置金融资产旨在应对外部融资约束与不确定性冲击。基于预防性储蓄逻辑,金融资产凭借其高流动性与低交易成本,充当了企业内部资源的蓄水池,能够在实业经营遭遇流动性缺口时提供及时支撑(Duchin 等, 2017)。尤其是在宏观经济波动或政策环境不稳定的背景下,企业通过持有预防性金融资产以保留经营灵活性,旨在平滑未来的现金流并为长期的实体投资提供资金储备(Phan 等, 2021; 任晓怡等, 2022)。在这种逻辑下,金融化被视为一种防御性治理策略,在短期内可能对实业投资起到一定的缓冲与赋能作用。

在治理维度,既有文献探讨了内部治理与外部监督对去金融化的作用。在内部治理层面,高管个人特质与内部监控体系发挥了核心约束作用。研究证实,具有学术背景或海外经历的高管因具备更强的风险识别能力与声誉诉求,能够显著抑制投机性金融化行为(Li等,2022)。同时,高质量的内部控制与长期股权激励通过强化合规边界并对齐管理层与股东的长远利益,有效削减了由委托代理问题引发的脱实向虚倾向(孙健和周泽将,2023;郭淑娟等,2024)。在外部监督层面,资本市场参与者与新兴治理要素共同构成了多维约束矩阵。稳定型机构投资者与证券分析师通过深度的信息挖掘与积极监督,显著缓解了内部人与外界的信息不对称,压缩了违规金融化的生存空间(Lu等,2022;彭俞超等,2021)。此外,数字化转型提升了内部资源配置的透明度,而ESG评价体系则通过引导绿色声誉激励,促使企业遵循长期主义逻辑,减少对高风险金融资产的依赖,转向实体产业的低碳升级(Zhao等,2023;Wang等,2023)。

2.3 气候风险对企业金融资产配置的影响

探讨气候风险对企业金融化水平的影响是当前环境金融领域的前沿方向,但相关结论仍存在明显分歧。部分研究基于实物期权视角,认为气候风险增加了实业投资的不确定性与不可逆成本,促使企业采取防御性资产配置策略。在这种逻辑下,企业通过增持高流动性的金融资产以保留经营灵活性,从而表现为金融化水平的提升(Phan等,2021;任晓怡等,2022)。这一过程被视为企业在转型窗口期的风险对冲手段。然而,最新的研究视角开始关注环境硬约束产生的资源重构压力。气候风险不仅是心理预期,更是资产负债表层面的物理限额。当企业面临紧迫的低碳转型压力与高昂的合规成本时,金融资产的风险平滑功能在实业存续的需求面前发生位移(Bartram等,2022)。研究发现,在强有力的环境约束下,企业往往被迫剥离非核心金融资产,将受限资源重新配置于绿色技术创新与实体资本改造,以重塑其核心竞争力(Zhang等,2022;Li等,2024)。

现有文献虽然识别了气候风险与金融资产配置之间的初步关联,但对于两种竞争性逻辑的博弈边界、不同权属资本在其中的调节效应,以及实业回归后的长期经济效能,仍缺乏系统的经验支撑。这为本文辨析气候风险下中国企业的去金融化机理提供了切入空间。

3. 理论与假设提出

在双碳目标与实业高质量发展的战略背景下,气候风险作为一种系统性外生冲击,正深刻重塑微观主体的风险感知与资源配置决策。既有文献在探讨气候风险对企业金融化的影响时,往往基于实物期权理论的风险规避视角与资源基础观的资源重构视角形成了截然不同的预测。然而,企业对外部冲击的响应并非在真空逻辑中运行,而是随着风险强度、制度约束以及资源稀缺性的动态演化,在保持灵活性与构建韧性之间进行权衡取舍。本文认为,实物期权逻辑下的蓄水池动机与资源基础观下的实业补位效应并非简单的非此即彼,二者共同构成了企业应对气候变化的策略空间,而逻辑主导权的转换边界则取决于气候风险的确定性与强制性水平。基于此,本文将深入辨析两种逻辑在

当前中国制度环境下的影响过程，并构建起气候风险作用于企业金融化行为的机理路径。

3.1 气候风险对资产配置的影响：从期权等待到资源重构的整合

3.1.1 风险规避逻辑：基于实物期权理论的防御性金融化效应

从实物期权理论的视角观察，企业对实体产业的资本投入并非简单的现金流折现过程，而是一系列具备高度不可逆特征的增长期权的行权组合（Dixit 和 Pindyck，1994）。在这种理论逻辑下，气候风险不仅是外部环境的负面冲击，更构成了企业投资决策中核心的不确定性参数。由于气候风险具备典型的非线性波动、政策强耦合以及技术路径模糊等特征，这种外生冲击显著改变了期权的行权边界与等待价值。实物资本投资通常伴随着高昂的资产专用性成本和沉没成本，根据 Bernanke（1983）提出的坏消息原则，当外部环境的不确定性提升时，由于投资行为具有强烈的不可逆性，企业在面临负面信号时倾向于延迟决策以获取更多信息。因此，当气候规制路径如碳价波动、技术标准演进展现出模糊性时，实业投资的等待期权价值会显著增加。这种等待价值的抬升构成了对管理层的谨慎诱因，使其倾向于在转型路径明朗化之前维持观望态势，从而对实物资产投资产生冻结效应（Gulen 和 Ion，2016；Balvers 等，2022）。

在实业投资处于观望期的窗口内，金融资产凭借其极高的变现能力与低廉的调整成本，成为企业在动荡环境下的首选避风港。根据 Myers 和 Majluf（1984）的优序融资理论及 Almeida 等（2004）的现金流敏感性理论，企业在面临外生冲击时具有强烈的预防性储蓄动机。在这种逻辑下，企业倾向于增持信托、理财或衍生品等流动性资产，构建起抵御气候物理冲击的资金缓冲池。这种配置逻辑本质上是将金融化作为一种流动性期权，旨在确保企业在未来气候政策窗口开启或绿色技术成熟时，具备随时回流实业的财务弹性（任晓怡等，2022）。

此外，管理层基于个人职业声誉与薪酬动机的代理行为也进一步强化了这一过程。气候风险的加剧显著提升了企业盈利的非线性波动，直接冲击管理层的薪酬契约稳定性与职业声誉安全（Huyh，2022）。为了掩盖低碳转型引致的合规成本与资产减值压力，管理层具有强烈的动机利用金融资产即时获益与会计报表修饰能力强的特征进行盈余管理与业绩对冲（Li 等，2024）。这种由代理冲突诱发的短视行为，进一步驱动企业资源从投资周期长、资本占用高的绿色实业项目向高流动性、高短期收益的金融市场转移，从而在微观层面演变为一种掩盖转型压力的资源错配（Attig 等，2021；祝继高等，2022）。综上所述，基于实物期权逻辑，气候风险诱发了企业金融化水平的防御性上升。

3.1.2 资源重构逻辑：基于自然资源基础观（RBV）的去金融化效应

与侧重于防御性观望的实物期权视角不同，资源基础观（RBV）及其延伸出的自然资源基础观（NRBV）强调，企业在环境挑战中的竞争优势不仅取决于静态的资源积累，更取决于其对稀缺资源的动态整合与重构能力。根据 Hart（1995）提出的自然资源基础理论，自然环境的物理约束已成为企业构建差异化竞争优势的核心驱动力。在双碳目标的建制化背景下，气候风险不再仅仅是管理层感知维度的心理预期，更是对企业资产负债表施加强约束的物理限额与制度边界。当气候风险由远期的

不确定性信号转化为近期的财务实质影响时, 企业面临的核心逻辑将从期权等待转向生存驱动的资源重构(潘爱玲等, 2023)。

首先, 从存量危机与资源排他性维度来看, 气候风险构成了企业存量资产的物理贬值压力。随着低碳政策的收紧与绿色准入门槛的提升, 暴露于高气候风险的企业面临着严重的资产搁浅风险, 传统高碳生产要素的专用性价值加速折损。随着双碳目标的制度化, 高碳资产的专用性价值加速折损, 传统生产要素被界定为搁浅资产(Hart 和 Dowell, 2011; 王馨和王营, 2023)。这种由外部约束引发的资源存量危机, 迫使企业内部资源分配进入紧平衡的替代状态。在资本总量受限的前提下, 企业必须优先保障核心实体资产的绿色加杠杆以维持基本经营准入(Flammer 等, 2021)。此时, 非核心的金融资产因无法直接转化为环境竞争优势, 成为首当其冲的被挤出对象。

其次, 基于动态能力理论, 企业必须不断重塑其资源基础以适应外部环境剧变(Teece 等, 1997)。在气候转型压力下, 将资金投入实体的绿色研发、工艺改造与供应链重构不再是锦上添花的期权, 而是生存必需的刚性支出(Russo 和 Fouts, 1997)。Bartram 等(2022)指出, 强有力的环境约束会驱动资金流向的结构性偏移, 产生显著的实体补位机理。当气候风险提升了实质性绿色生产的必要性时, 企业倾向于将原有的套利资金重新锚定于具有环境生产力的实物资产, 以构建适应未来格局的新型资源禀赋。这种实体资本的强制性扩张对投机性金融资产产生了强烈的挤压效应与结构性替代(Zhang 等, 2022)。当气候风险提升了绿色生产的必要性时, 企业会将原有的套利资金重新锚定于具有环境生产力的实物资产, 以构建适应未来格局的新型资源禀赋(Li 等, 2024)。这种资源向实业的逆向回流, 本质上是企业在环境硬约束下进行的资产组合最优重构, 旨在通过实业修复重塑核心竞争力(潘爱玲等, 2023)。

最后, 从治理倒逼与信号传递维度来看, 气候风险的显性化使得企业资产配置的透明度面临更高的外部监管要求。分析师关注与审计师监督在气候时代表现出更强的去金融化导向(Healy 和 Palepu, 2001)。若企业在面临严重气候威胁时仍沉溺于金融套利, 会被外部投资者解读为缺乏转型韧性与长期战略愿景的负面信号, 进而导致信用溢价上升与估值折损(Matsumura 等, 2014)。为了通过合法性审查并降低环境信息披露压力(Deschenes 等, 2023), 管理层不得不压缩金融战线, 通过脱虚向实的行为向外界传递积极转型的信号(申明浩等, 2023)。这种外部监督的硬化过程, 利用声誉约束机制实现了对投机性金融资产配置的制度性围堵。这种基于合法性诉求的资产配置调整, 进一步弱化了管理层的短视动机, 促使企业遵循长期主义逻辑实现实业回归。

3.1.3 假设提出

可见, 气候风险对资产配置的影响并非单一逻辑的线性延伸, 而是实物期权视角的谨慎观望与资源基础视角的倒逼重构二者共同影响的结果。虽然从灵活性看, 企业存在增持金融资产以规避风险、保留增长期权行权空间的诱因, 但随着双碳战略驱动的环境约束演变为生存底线, 资源重构的刚性挤兑效应也在发挥作用。

根据实物期权理论, 气候风险作为一种具备高度不确定性与不可逆性的外部冲击, 显著改变了企业实业投资的行权边界。由于气候规制路径如碳价波动、技术标准演进展现出模糊性, 实业投资的等待价值随之增加。在实业投资处于策略性观望的窗口期, 企业为应对气候物理冲击可能引发的

经营中断,需要增持流动性金融资产以构建策略性避风港与流动性蓄水池。若该逻辑下的预防性储蓄动机占据优势,气候风险将表现为对企业金融化的正向驱动。然而,根据自然资源基础观,气候风险正由心理预期层面的扰动转化为资产负债表层面的环境硬约束。在“双碳”目标迈向建制化的背景下,传统高碳生产要素被界定为搁浅资产,绿色转型已演变为企业维持基本经营准入与核心竞争力的生存底线。若该逻辑下的实体补位机制占据优势,气候风险将表现为对企业金融化的抑制作用。

综合上述逻辑,气候风险对非金融企业金融化水平的最终影响方向取决于上述两种力量的抗衡。若防御性的灵活性动机占据上风,则企业倾向于通过金融化对冲实业风险;若重构性的生存底线约束占据上风,则企业倾向于清算金融资产以反哺实业转型。基于上述逻辑博弈与情境权衡,本文提出如下竞争性假设:

H1a(风险规避逻辑):气候风险显著提升了实业投资的等待价值与预防性储蓄动机,从而诱发企业的金融化行为。

H1b(资源重构逻辑):气候风险构成了资产负债表层面的环境硬约束,倒逼企业剥离投机性金融资产并实现向实业的回归。

4. 研究设计

4.1 样本选择与数据来源

2010 年是中国低碳发展的关键节点,国家发改委在当年启动了首批低碳省区和低碳城市试点工作;2020 年中国提出“3060”双碳目标。本文旨在探究气候风险暴露对企业金融化的影响,因此选取了 2010 年至 2024 年所有中国 A 股上市公司作为初始研究样本。为了确保研究结论的准确性和可靠性,我们对样本进行了如下严格筛选:(1)剔除金融行业公司;(2)剔除在样本期内被标记为 ST、*ST 及 PT 的公司;(3)剔除数据缺失样本;(4)对所有连续变量进行 1%的缩尾处理。经过上述处理,核心回归分析使用 6693 个观测值。本文所需的企业财务数据、公司治理数据均来源于国泰安数据库和万得数据库。

4.2 变量定义

4.2.1 被解释变量

本文的核心被解释变量是企业金融化(cor_fin)。借鉴宋军和陆旸(2015)等主流文献的研究,我们采用企业持有的金融资产总额占总资产的比重来衡量。具体计算公式为:(交易性金融资产+衍生金融资产+发放贷款及垫款+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+投资性房地产)/总资产。该指标直观地反映了企业资源配置“脱实向虚”的程度,是衡量企业投机泡沫的重要代理变量。

4.2.2 解释变量

参考 Sautner 等(2023)及杜剑和黎媛媛(2025)的最新研究，本文采用文本分析法构建微观企业层面的气候风险指数。本文选取与气候变化密切相关的关键词集构建企业气候风险词库，包括“气候变化”“全球变暖”“温室气体”“碳排放”“极端天气”“台风”“洪涝”“节能减排”“低碳转型”等 98 个关键词。利用 Python 对上市公司年报进行分词与词频统计，计算这些关键词词频在年报总词频中的占比用以量化评估上市公司面临的气候风险(climaterisk)。需要说明的是，基于文本分析构建的气候风险指标可能包含企业的策略性披露偏误(Sautner et al., 2023)。为了缓解这一偏差，本文在指标构建过程中不仅纳入前瞻性愿景词汇，还通过 Python 分词捕捉了受极端天气等物理风险驱动的被动性描述词汇。此外，本文通过控制高质量审计与外部治理变量，旨在剥离信息披露中的管理层机会主义动机。

4.2.3 控制变量

为了排除其他因素对企业金融化行为的干扰，本文引入了一系列控制变量，涵盖了企业基本特征、盈利能力、成长性和公司治理结构等多个维度，包括企业规模(size)、盈利能力(roa)、成长性(growth)、企业年龄(firmage)、董事会规模(board)、独立董事比例(indep)、两职合一(dual)、股权集中度(top1)、审计质量(big4)、产权性质(soe)。本文主要变量的定义见表 1。

表 1 变 量 定 义

变量类型	变量名称	变量符号	变 量 含 义
被解释变量	企业金融化	cor_fin	金融资产总额占总资产的比重
解释变量	气候风险	climaterisk	采用文本分析法构建微观企业层面的气候风险指数
控制变量	企业规模	size	总资产的自然对数
	盈利能力	roa	总资产收益率
	成长性	growth	营业收入增长率
	企业年龄	firmage	企业上市年限的自然对数
	董事会规模	board	董事会人数的自然对数
	独立董事比例	indep	独立董事人数占董事会总人数的比例
	两职合一	dual	董事长与总经理是否为同一人，是则为 1，否则为 0
	股权集中度	top1	第一大股东持股比例
	审计质量	big4	是否由四大国际会计师事务所审计，是则为 1，否则为 0
	产权性质	soe	企业是否为国有企业，是则为 1，否则为 0

4.2.4 模型构建

为了检验本文的两个竞争性假设，本文构建如下的多元线性回归模型，并采用双向固定效应进

行估计，以控制不随时间变化的企业个体异质性和不随企业变化的年度宏观冲击。具体模型如下：

$$\text{cor_fin}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{climaterisk}_{i,t} + \sum \beta_k \text{conterols}_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$

其中，下标 i 和 t 分别代表企业和年份。 $\text{cor_fin}_{i,t}$ 为被解释变量企业金融化， $\text{climaterisk}_{i,t}$ 为核心解释变量气候风险。 $\text{controls}_{i,t}$ 为一系列控制变量的集合。 μ_i 为企业个体固定效应， λ_t 为年份固定效应， $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。为解决潜在的异方差与序列相关问题，本文在回归中采用企业层面聚类的稳健标准误。根据前文的理论推导，若系数 β_1 显著为正，则表明气候风险助长了企业的金融化行为，假设 H1a 将得到验证；若系数 β_1 显著为负，则表明气候风险抑制了企业的金融化行为，假设 H1b 将得到验证。

5. 实证结果与分析

5.1 描述性统计

在进行回归分析之前，我们首先对主要变量进行了描述性统计和相关性分析。表 2 详细列出了主要变量的描述性统计结果。结果显示，企业金融化的均值为 0.06，标准差为 0.12，表明我国 A 股上市公司平均将 6% 的资产配置于金融领域，但不同企业间的差异巨大(最大值为 0.98，最小值为 0.00)，部分企业已深度参与金融投机活动。核心解释变量气候风险暴露的均值为 0.18，标准差同样为 0.18，说明样本企业面临的气候风险暴露程度不一，且存在一定的波动性，这为后续识别气候风险对企业社会漂绿的影响提供了良好的数据基础。

表 2 描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
cor_fin	6693	0.06	0.12	0.00	0.98
climaterisk	6693	0.18	0.18	0.02	0.79
size	6693	23.12	1.43	19.54	28.48
roa	6693	0.05	0.07	-0.64	0.67
growth	6693	0.19	1.45	-0.95	84.99
firmage	6693	2.93	0.34	0.69	4.20
board	6693	2.34	0.26	1.39	3.26
indep	6693	0.38	0.07	0.19	0.80
dual	6693	0.18	0.39	0.00	1.00
top1	6693	0.37	0.16	0.03	0.90
big4	6693	0.14	0.35	0.00	1.00
soe	6693	0.56	0.50	0.00	1.00

5.2 相关性分析

表3列示了主要变量的 Pearson 相关系数矩阵。初步结果显示, 气候风险 (climaterisk) 与企业金融化 (cor_fin) 的相关系数为 -0.141, 且在 1% 的水平上显著。这初步印证了本文的核心假设 H1b。此外, 各解释变量之间的相关系数绝对值均低于 0.4, 表明模型的多重共线性问题不严重, 适合进行多元回归分析。相关系数仅反映了变量间的表面联系, 未剔除企业规模、行业属性等混杂因素的影响。气候风险对企业金融化行为更为本质的净效应, 需要在多元回归模型中通过引入控制变量及双向固定效应加以确定。为了进一步排除多重共线性问题, 本文计算了方差膨胀因子 (VIF)。结果显示, 所有变量的 VIF 值均远小于 10 (本文平均 VIF 约为 1.244), 表明模型不存在严重的多重共线性问题, 可以进行后续回归分析。囿于篇幅限制, 本文未汇报变量的 VIF 值。

5.3 基准回归结果

表4展示了气候风险暴露对企业金融化影响的基准回归结果。列(1)是未加入任何控制变量的简单回归模型。结果显示, 气候风险 (climaterisk) 的回归系数为 -0.043, 且在 1% 的水平上显著。这表明, 即使不考虑其他因素, 气候风险暴露与企业金融化之间也存在显著的负相关关系。

列(2)是在列(1)的基础上, 加入了前述所有控制变量, 并同时控制了企业个体和年份双向固定效应的全模型。结果显示, 核心解释变量气候风险 (climaterisk) 的系数变为 -0.051, 依然在 1% 的水平上高度显著。这一结果的经济含义是: 在控制了其他影响因素后, 企业的气候风险暴露程度每增加一个单位, 其金融化水平平均下降约 5.1 个百分点。考虑到表2中企业金融化 (cor_fin) 的均值仅为 0.06, 因此这是一个相当显著的抑制效应。该基准回归结果强有力地支持了本文的假设 H1b, 在气候风险这一“硬约束”下, 企业被迫减少非主业的投机性金融资产配置, 有效地挤出了投机泡沫。考虑到文本披露可能存在的管理层印象管理或漂绿动机, 本文认为回归系数在很大程度上反映了受外部监督约束后的实质性资源配置调整。由于分析师的专业评价与市场中介的甄别机制强化了对披露真实性的监督逻辑, 企业若仅在修辞层面夸大风险感知而缺乏实质性的实业补位, 将因丧失组织合法性而面临严重的信用溢价上升与估值折损。此外, 本文通过后文机制检验发现气候风险确实驱动了资本支出的刚性扩张, 这种具有沉没成本属性的物理资源投入难以通过策略性披露伪造。因此, 本文的基准结论有效捕捉了环境硬约束引致的资源重构效应, 而非单纯的文字漂绿或修辞效应。

5.4 稳健性检验

为了进一步验证前文结论的可靠性, 确保核心发现不依赖于特定的变量测度方式或模型设定, 本文从替换被解释变量维度进行稳健性测试。

表 3
变量相关系数

	cor_fin	climaterisk	size	roa	growth	firmage	board	indep	dual	top1	big4	soe
cor_fin	1.000											
climaterisk	-0.141***	1.000										
size	-0.038***	0.181***	1.000									
roa	0.034***	-0.078***	-0.066***	1.000								
growth	-0.005	-0.009	0.018	0.071***	1.000							
firmage	0.125***	0.045***	0.106***	-0.092***	0.001	1.000						
board	-0.075***	0.116***	0.226***	-0.092***	0.012	0.076***	1.000					
indep	0.049***	-0.071***	0.019	0.043***	0.001	-0.103***	-0.151***	1.000				
dual	0.064***	-0.054***	-0.122***	0.095***	0.018	-0.025**	-0.132***	0.094***	1.000			
top1	-0.037***	0.063***	0.238***	0.050***	0.009	-0.206***	0.039***	0.015	-0.101***	1.000		
big4	-0.022*	0.025**	0.422***	0.037***	0.025**	-0.041***	0.076***	0.025***	-0.039***	0.179***	1.000	
soe	-0.088***	0.067***	0.299***	-0.166***	-0.032***	0.047***	0.244***	-0.110***	-0.301***	0.323***	0.130***	1.000

注：* 表示 $p<0.1$ ，**表示 $p<0.05$ ，***表示 $p<0.01$ 。下同。

表 4	气候风险对企业金融化的影响	
	(1) cor_fin	(2) cor_fin
climaterisk	-0.043 *** (0.013)	-0.041 *** (0.013)
size		-0.002 (0.004)
roa		-0.005 (0.019)
growth		-0.000 (0.000)
firmage		0.040 ** (0.018)
board		0.001 (0.003)
indep		0.027 ** (0.012)
dual		0.007 (0.004)
top1		0.001 (0.017)
big4		-0.003 (0.006)
soe		-0.030 *** (0.011)
_cons	0.048 *** (0.002)	-0.031 (0.095)
Observations	6693	6693
Adj. R-squared	0.630	0.633

5.4.1 替换被解释变量的衡量方式

为了彻底排除由于企业主观操纵年报文本而导致的测量误差与内生性偏误，确保核心结论不依赖于特定指标的测度方式，本文参考 Guo 等(2024) 的做法，采用基于客观地理气象数据的气候物理风险指数 (climaterisk1) 作为解释变量的替代指标进行重新估计。与基于年报披露的文本分析指标不同，climaterisk1 是根据企业注册地所在省份的极端低温天数、极端高温天数、极端降雨天数和极端干旱天数四个维度的客观气象观测值综合测度而成。气象灾害作为一种纯粹的自然地理现象，其发生频率与强度具有极强的随机性与外生性，完全不受企业个体经营行为、财务决策或信息披露策略

的影响。这一属性从源头上阻断了企业通过策略性增加年报关键词(即漂绿行为)来人为推高或稀释气候风险敞口的可能性,有效缓解了文本测度法中难以回避的印象管理偏误。表 5 报告了本文的稳健性检验回归结果,表 5 列(1)报告了替换变量后的回归结果。结果显示,气候风险的回归系数依然在 5%的水平上显著为负,说明在改变因变量测度后,气候风险对企业金融化的抑制作用依然稳健。

5.4.2 调整标准误聚类层级

在基准回归中,本文采用了企业层面的聚类稳健标准误,以解决同一企业不同年份扰动项的序列相关问题。然而,考虑到同一地区的企业会受到类似的物理气候冲击,样本可能存在组间相关性。为了排除潜在的地区层面的相关性干扰,本文将标准误聚类到城市层面重新进行估计。表 5 列(2)和列(3)的结果显示,在改变聚类层级后,核心解释变量的显著性水平未发生实质性改变,气候风险系数符号依然显著为负,进一步验证了结果的稳健性。

表 5 稳健性检验

	(1) cor_fin	(2) cor_fin	(3) cor_fin
climaterisk1	-0.043 ** (0.000)		
climaterisk		-0.041 *** (0.015)	-0.039 *** (0.013)
size	-0.001 (0.005)	-0.002 (0.004)	0.000 (0.004)
roa	-0.020 (0.021)	-0.005 (0.020)	-0.017 (0.019)
growth	0.000 (0.001)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.001)
firmage	0.038 * (0.020)	0.040 ** (0.019)	0.037 (0.026)
board	0.001 (0.004)	0.001 (0.003)	0.001 (0.002)
indep	0.024 * (0.013)	0.027 ** (0.010)	0.024 * (0.013)
dual	0.011 ** (0.005)	0.007 (0.005)	0.011 ** (0.005)
top1	-0.003 (0.021)	0.001 (0.018)	0.000 (0.023)
big4	-0.005 (0.007)	-0.003 (0.007)	-0.005 (0.006)

续表

	(1) cor_fin	(2) cor_fin	(3) cor_fin
soe	-0.038 *** (0.012)	-0.030 ** (0.011)	-0.038 ** (0.015)
_cons	-0.032 (0.116)	-0.031 (0.096)	-0.052 (0.134)
Observations	5156	6693	5156
Adj. R-squared	0.648	0.633	0.649

5.5 内生性检验：工具变量法(IV)

尽管基准回归模型控制了企业个体固定效应、年份固定效应以及一系列控制变量，但本研究仍可能面临潜在的内生性挑战，主要体现在以下两个方面：第一，反向因果问题。企业的金融化行为可能会反向影响其信息披露决策。例如，倾向于进行金融化的企业，出于印象管理动机，可能倾向于在年报中策略性地过度披露气候风险，从而导致解释变量与被解释变量之间存在内生关联。第二，遗漏变量偏差。尽管模型已包含多维度的控制变量，但仍可能存在一些难以观测的因素(如管理层诚信特质、企业伦理文化、高管风险偏好等)，这些因素可能同时影响气候风险的感知披露与企业金融化的履行质量。

为解决此问题，我们采用工具变量法进行两阶段最小二乘(2SLS)回归。参考王倩和回禹杭(2024)的研究，我们选取同行业其他上市公司年度气候风险暴露的均值(IV_indMean)作为工具变量。该变量既与单个企业的气候风险暴露高度相关，又不易直接影响该企业的金融化决策。表6的结果显示，第一阶段回归中，工具变量的系数为0.491，在1%水平上显著为正，表明其与内生变量气候风险(climaterisk)高度相关。弱工具变量检验的F统计量为19.421，远大于10的经验临界值，排除了弱工具变量的可能性。第二阶段回归结果显示，气候风险(climaterisk)的系数为-0.183，在1%水平上显著为负。其系数绝对值远大于基准回归的-0.051，说明普通的OLS回归可能因内生性问题而低估了气候风险对企业金融化的抑制作用。IV回归结果进一步强化了基准回归结果。综上，稳健性检验和内生性检验均支持基准回归的发现，即气候风险能够显著挤出企业的投机泡沫从而抑制企业金融化水平。

表6 工具变量法

	(1) 第一阶段(X)	(2) 第二阶段(Y)
IV_indMean	0.449 *** (0.090)	

续表		
	(1) 第一阶段(X)	(2) 第二阶段(Y)
size	0.015 ** (0.006)	0.001 (0.004)
roa	0.034 (0.021)	0.003 (0.019)
growth	-0.001 ** (0.000)	-0.000 (0.000)
firmage	-0.016 (0.023)	0.038 ** (0.019)
board	0.002 (0.005)	0.002 (0.004)
indep	0.017 (0.014)	0.029 ** (0.012)
dual	-0.003 (0.006)	0.006 (0.004)
top1	0.038 (0.029)	0.009 (0.017)
big4	0.003 (0.012)	-0.003 (0.006)
soe	0.010 (0.012)	-0.028 ** (0.012)
climaterisk		-0.191 *** (0.056)
_cons	-0.236 (0.164)	
样本量	6689	6689
Adj. R-squared	0.889	-0.029
弱工具变量检验(F 值)		25.138

6. 进一步分析

6.1 机制检验

本文的实证回归结果支持 RBV 视角下的资源重构逻辑，即气候风险抑制了企业的金融化行为。

在 RBV 的逻辑框架下, 气候风险通过触发外部资源的配给限制(融资约束)、驱动内部资源的物理补位(资本支出)以及强化无形资产的监督约束(分析师关注), 共同构建了抑制企业金融化的多维治理路径。

6.1.1 融资约束: 资源获取端的刚性配给机制

在 RBV 理论体系中, 资本被视为企业获取和配置其他生产要素的通用资源。气候风险通过恶化企业的信息环境与风险预期, 诱发了外部资本供给方的逆向选择问题。气候风险增加了企业未来现金流的不确定性和资产减值的可能性。Flammer (2021) 研究指出, 资本市场对气候风险敞口高的企业具有显著的风险规避倾向。Ginglinger 和 Moreau (2023) 以及 Jung 等 (2018) 证实, 银行对于暴露于物理风险或高碳转型风险的企业表现出明显的信贷歧视。这种歧视不仅体现为融资利息的提高, 即避险溢价, 更体现为信贷额度的硬性削减。Ginglinger 和 Quentin (2021) 进一步证实, 气候风险的上升会迫使企业降低财务杠杆, 因为外部投资者要求的风险补偿显著抬高了债务资本成本。国内学者潘爱玲等 (2023) 研究发现, 环境不确定性会加剧银行的审慎动机, 产生显著的“信贷歧视”, 导致企业面临严峻的融资约束。这种歧视不仅体现为融资利息的提高, 即避险溢价, 更体现为信贷额度的硬性削减。

当企业面临显著的融资约束时, 内部资金的机会成本将发生阶跃式上升, 企业内部会触发自我保护机制。金融化资产(如理财产品、衍生品投机)虽然具备短期收益属性, 但在本质上属于非生产性资源占用, 无法增强企业应对气候冲击的动态能力。翟光宇等 (2021) 指出, 面对风险冲击引发的融资困境, 企业会通过变现或减持交易性金融资产来反哺实业经营。这种去金融化行为本质上是企业在资源获取受限时, 为维持核心业务运转而进行的被动资产减记。外部信贷市场的收紧促使管理层重新审视资产组合的流动性与战略价值, 将非核心的金融头寸转化为支撑生存的现金流。

综上所述, 气候风险对金融化的抑制并非直接发生, 而是通过融资约束这一关键杠杆实现。融资约束在气候风险与金融化之间扮演了资源自动缩减的中介角色, 实现了从外部风险定价到内部配置矫正的逻辑传导。

6.1.2 资本支出: 资源投向端的实体补位机制

RBV 强调, 企业的持续竞争优势源于其拥有的资产专用性。气候风险的存在迫使企业必须将现金资源转化为具有抗风险属性的专有物理资源。为了抵御极端天气带来的物理冲击或响应脱碳政策引发的转型压力, 企业必须增加在绿色技术、低碳设备及防御性设施上的投入。王勇等 (2022) 的研究指出, 此类绿色转型活动具有典型的资本密集型特征, 对财务资源具有极高的刚性需求。张琦等 (2023) 认为, 气候风险会驱动企业的“预防性投资”动机, 显著增加实质性资本支出。这种资本支出在 RBV 视角下具有极高的时间路径依赖性, 一旦投入便会在时间轴上“锚定”了资金的用途和流向。

这种资本支出的扩张实质上构成了对投机性金融资产的物理替代。由于在特定会计周期内, 企业的财务资源总量受制于现金流与融资规模, 呈现出显著的刚性特征。当企业为了在低碳经济中获取生存权而必须进行大规模的资产更新时, 有限的资金流向将发生结构性偏移。翟光宇等 (2021) 以

及杜勇和眭鑫(2021)的实证结果均表明,实物投资的扩张会对非生产性的金融投资产生显著的挤出效应。这种资源补位逻辑意味着,企业金融化水平的下降并非管理层的主动剥离,而是为了填补绿色实物投资缺口而进行的资源重新编排,体现了实业投资对金融泡沫的存量置换。王博等(2024)的研究强化了这一观点,即实质性绿色创新通过占据企业的注意力资源与财务资源,实现了对修辞性金融化行为的底层解构。

综上所述,资本支出在气候风险与企业金融化之间发挥了关键的传导作用。气候风险通过改变实物资产的预期收益与合规必要性,驱动了资源向高专用性实物资本的流动;而这种投向端的偏移,在资源总量刚性的约束下,必然导致投机性金融资产的缩减。因此,资本支出不仅是企业构建气候韧性的物质基础,更是实现去金融化、回归实业本源的执行载体。

6.1.3 分析师关注:资源评价端的“治理增能”机制

RBV 指出,声誉资源与信息透明度被视为企业不可或缺的无形资产。这些资产能够缓解外部利益相关者的认知偏差,降低代理成本。分析师作为资本市场的关键信息中介,其关注度有效激活了这些无形资源的治理效能,通过信息甄别与声誉约束抑制了企业的金融化动机。

首先,是气候风险的信息甄别与透明度改善机制。气候风险具有高度的专业性、非对称性与不确定性,属于典型的“模糊性风险”。Sautner 等(2023)指出,分析师通过对企业披露文本的深度机器学习分析,能够有效识别微观层面的气候敞口,将隐蔽的环境信号转化为显性的市场信号。根据 Ilhan 等(2021)的研究,分析师的专业化覆盖显著提升了企业的“信息披露质量”这一无形资产。在气候压力下,分析师的“外部探照灯”效应(权小锋等,2022;胡洁等,2023)能够对复杂的资产组合进行信息甄别。由于金融化行为(尤其是投机性衍生品配置)往往伴随着较高的信息遮蔽需求,分析师的频繁覆盖显著提高了管理层实施盈余操纵与套利活动的透明度成本。当这种信息性无形资产被激活时,企业通过金融化掩盖主业风险的激励被削弱,从而驱动资源回归实业资产,实现效率优化。

其次,是声誉资本的治理效应与外部约束机制。在 RBV 框架下,“组织合法性”是企业动荡环境下获取要素支持的准入证。分析师的持续关注实际上构成了对企业声誉资本的实时动态评价。Krueger 等(2020)指出,投资者愈发关注气候风险对企业长期可持续性的潜在威胁,分析师的负面评价会直接触发企业声誉资产的减值。其他研究(王化成等,2023;Dyck et al., 2019)表明,分析师关注能够通过强化外部监督压力,引导管理层从短期利益攫取转向长期价值创造。当分析师向市场释放出“过度金融化削弱了实业技术转型能力或气候适应力”的信号时,企业将面临显著的估值折扣。为了维护声誉资本这一稀缺资源并降低代理成本,管理层会产生强烈的合规动机与自我约束。此外,张琦等(2023)强调,气候风险带来的不确定性使得外部利益相关者更倾向于审视资产负债表的实体性。分析师的专业评价强化了这一监督维度,从而在资源分配层面构建了抑制脱实向虚的硬性治理约束路径。

综上所述,分析师关注在气候风险与企业金融化之间发挥了信息环境的调节与中介作用。分析师关注不仅提升了声誉资产的锁定强度,更在执行层面通过信息治理路径,实现了对企业脱实向虚倾向的有效纠偏。这种基于外部治理维度的传导,完整地展现了气候风险如何通过优化信息环境,倒逼企业实现从财务投机向价值稳健的战略回归。

表7报告了本文的中介机制检验结果。以SA指数作为企业融资约束的代理变量。表7列(2)中, 气候风险(climaterisk)对SA指数的回归系数为0.050, 在5%水平上显著为正。这意味着高气候风险加剧了企业的外部融资难度, 迫使企业减少对闲置资金的投机性使用。银行等金融机构在信贷决策中日益重视气候风险, 高风险企业更难获得外部融资, 从而被迫削减非必要的金融投资以保证主业运营。以企业资产专用性(asse_spe)作为资本支出中介机制的被解释变量。表7列(3)中, 气候风险(climaterisk)的系数为0.077, 在5%水平上显著为正。这说明为应对气候风险企业需要进行绿色技术改造、更新环保设备等, 这些投资往往形成专用性强、难以变现的资产, 锁定了企业大量资金, 从而“挤出”了可用于金融投机的流动性。以分析师关注度(ana_attention)为分析师关注中介机制的被解释变量。表7列(4)中, 气候风险(climaterisk)的系数为0.681, 在10%水平上显著为正。这意味着高气候风险企业更容易成为公众和资本市场关注的焦点, 这种“聚光灯效应”加强了外部监督, 抑制了管理层出于机会主义动机进行金融套利的行为。

表7 中介机制分析

变量	SA	asse_spe	ana_attention
climaterisk	0.050 ** (0.020)	0.077 ** (0.033)	0.681 * (0.353)
size	-0.002 (0.004)	-0.004 (0.004)	0.142 ** (0.056)
roa	0.031 * (0.018)	0.003 (0.018)	-0.356 (0.263)
growth	-0.001 *** (0.000)	-0.001 (0.001)	-0.002 (0.021)
firmage	-0.038 (0.072)	0.054 (0.044)	0.079 (0.438)
board	0.001 (0.007)	-0.002 (0.009)	-0.213 *** (0.081)
indep	-0.036 (0.025)	0.001 (0.023)	-0.060 (0.264)
dual	0.004 (0.004)	-0.015 *** (0.005)	0.168 ** (0.075)
top1	0.033 (0.042)	0.064 (0.045)	-0.807 * (0.466)
big4	-0.005 (0.016)	0.006 (0.015)	-0.051 (0.204)
soe	0.003 (0.011)	0.019 (0.017)	-0.120 (0.267)

续表

变量	SA	asse_spe	ana_attention
_cons	-3.666 *** (0.237)	0.225 (0.151)	-0.339 (1.768)
Observations	4745.000	4745.000	4745.000
Adj. R-squared	0.970	0.920	0.700

6.2 耐心资本的调节效应

RBV 指出，企业对外部冲击的响应不仅取决于压力本身，更取决于其资源禀赋的稳健性与治理架构的长期性。耐心资本作为一种具有长期存续期、高风险容忍度且深度参与治理的稀缺战略资源，能够显著调节气候风险与企业资产配置行为之间的关系。本文将耐心资本细分为关系型债权与战略型股权，分别从“契约约束与资源保障”以及“价值导向与战略协同”两个维度探讨其调节效应。

6.2.1 关系型债权的调节作用：契约约束与资源保障效应

关系型债权作为一种异质性的外部社会资本，通过提供稳定的跨期资源补位，有效替代了企业内部金融资产的风险对冲功能，进而放大了气候风险对金融化的倒逼效应。企业持有金融资产的本质是构建一种内部资源缓冲，旨在降低对不稳定外部资本市场的依赖。然而，关系型债权作为一种深度的互补性资源，改变了企业在环境冲击下的资源获取预期，使企业在面临气候压力时具备更强的去金融化自觉。

关系型债权基于长期信任与非正式契约的软信息交互，为企业提供了类保险的外部资源保障。气候风险的非线性特征迫使企业通常保留一部分金融资产作为财务松弛以应对流动性危机，但这种内部保障是以牺牲实体投资效率为代价的。Ginglinger 和 Moreau（2023）以及 Javadi 和 Masum（2021）的研究一致证实，紧密的银企关系能够显著平滑气候风险引发的信用评级下调。由于关系型债权人具备穿透式的信息获取能力，能够识别企业绿色转型的真实进度，从而在风险期提供逆周期信贷支持。这种稳定的外部补位削弱了内部持有高流动性金融资产的防御性动机，使企业敢于彻底清空金融蓄水池，将存量资金全额投入实业转型。翟光宇等（2021）在关于风险冲击的研究中也印证了，关系资源的丰裕度直接决定了资产配置从避险套利转向实体韧性的转换效率。

同时，气候风险驱动的实业回归并非瞬时动作，而是一个长周期的资源密集型损耗过程。若缺乏持续的后续资源补给，企业极易因资金链脆性而中断实物投资，重返金融市场寻求短期套利生存。关系型债权通过构建稳定的资源通道，为企业转型提供了跨时期的信贷容错空间。Sautner 等（2023）的研究指出，面对高度不确定的环境风险，基于关系的融资渠道能够提供远超常规金融市场的信贷黏性。债权人基于对企业底层技术路径的深度认知，更倾向于在转型期维持授信而非盲目抽贷。这种跨期协同效应消除了企业在脱虚向实转换过程中的后顾之忧，确保了气候风险所激发的实业投资

意愿能转化为可持续的资产配置行为, 极大强化了资金回流实体的确定性。

6.2.2 战略型股权: 基于长期价值导向的治理激励效应

战略型股权作为一种具备深厚行业背景与长期持股意愿的异质性资本, 通过强化企业的长期价值导向并提供风险共担支持, 在理论上能够约束管理层的短视动机, 从而深化气候风险对金融化的抑制作用。从 RBV 的视角看, 战略型股东不仅是资金的提供者, 更是具备行业洞察力与战略协同价值的知情监管者。不同于追求短期利差的交易型资本, 战略型股权能够显著改变企业在环境冲击下的决策视界。

一方面, 战略型股权通常伴随着对董事会席位的深度参与以及对核心决策的实质影响。在气候风险引致的资源重构压力下, 管理层往往存在职业风险焦虑, 倾向于利用金融资产配置来平滑短期业绩波动或进行盈余管理, 以掩盖其实体竞争优势的下滑。Aguilera 等 (2021) 的研究表明, 耐心资本能有效抑制管理层的寻租行为。战略型股东通过优化薪酬契约与长期激励机制, 促使管理者将资源向具有长期防御价值的绿色资产倾斜。余怒涛等 (2023) 的研究表明, 战略型股东具备更强的穿透式监控能力, 能够识别金融化行为背后的机会主义底色, 从而封锁管理层将稀缺资源从实业转型中抽离的逻辑空间。

另一方面, 气候风险下的实体回归涉及高昂的沉没成本与不确定的回收周期, 这构成了管理层投资决策的心理屏障。战略型股权通过提供耐心保障, 发挥了显著的风险分担功能。战略型股东通常具备更强的风险承受能力与跨期价值评估体系。Mayer (2013) 指出, 此类资本能够为企业提供的必要的战略缓冲, 允许企业在面对气候变迁时进行研发周期长、资产专用性强的实质性投入。余泳泽等 (2025) 认为, 相比于频繁波动的散户资金, 战略型股权的稳定性能降低企业在转型期的融资溢价。这种资本黏性使得企业在面临气候硬约束时, 更倾向于通过构建核心技术壁垒来获取租金, 而非寻求金融化的临时避难所。这种战略定力理论上增强了气候风险倒逼企业回归实业的执行强度。

表 8 报告了关系型债券和战略型股权的调节作用回归结果。表 8 列 (1) 中加入关系型债权 (relation_debt) 及其与气候风险的交乘项。回归结果显示, 关系型债权 (relation_debt) 及其与气候风险的交乘项系数在 5% 水平上显著为负 (-0.065)。这表明, 关系型债权显著强化了气候风险对企业金融化的抑制作用。表 8 列 (2) 加入战略型股权 (stra_equi) 及其与气候风险的交乘项。回归结果显示, 战略型股权及其与气候风险的交乘项系数不显著。这一发现揭示了在应对气候风险这一极端外部冲击时, 不同属性资本治理效能的非对称性。

究其原因, 首先在于契约属性的强制力差异。基于 RBV 理论, 债务资本承载的固有清偿压力与环境限制性条款, 为管理层构建了明确的行为红线, 这种状态依存的硬约束在资源匮乏时期尤为高效。其次, 这一结果深刻反映了我国信贷主导型融资环境下的资源配置逻辑。由于关系型银行控制着企业应对气候风险所需的流动性补偿资源, 其通过信贷平滑效应实现的治理介入具有极强的实效性。最后, 战略型股权调节效应的缺失, 可能暗示了当前我国战略投资者在参与气候治理方面仍面临较大的信息处理成本与治理路径依赖, 导致其“长效视野”在短期风险冲击下出现了治理钝化现象。

表 8 调节效应		
	(1) cor_fin	(2) cor_fin
climaterisk	-0.021 (0.016)	-0.040 *** (0.013)
relation_debt	0.016 (0.010)	
relation_debt×climaterisk	-0.065 ** (0.029)	
stra_equi		-0.000 (0.000)
stra_equi×climaterisk		0.000 (0.000)
size	-0.002 (0.004)	-0.002 (0.004)
roa	0.013 (0.020)	0.012 (0.018)
growth	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
firmage	0.021 (0.015)	0.046 ** (0.023)
board	0.001 (0.003)	0.002 (0.003)
indep	0.016 (0.010)	0.027 ** (0.011)
dual	0.004 (0.004)	0.007 (0.005)
top1	0.007 (0.016)	0.003 (0.017)
big4	-0.002 (0.005)	-0.002 (0.006)
soe	-0.030 *** (0.010)	-0.030 ** (0.012)
_cons	0.040 (0.085)	-0.053 (0.108)
Observations	6118	6188
Adj. R-squared	0.687	0.650

6.3 气候风险抑制企业金融化的经济后果

前文的实证结果已证实, 气候风险作为一种强制性的外部硬约束, 显著抑制了企业的金融化水平, 推动其资产配置向实体经济转型。然而, 资源的重新配置仅仅是手段, 其最终能否转化为企业的竞争优势, 取决于资源重组后的有效性与稳定性。为此, 本文将研究视角从行为动因延伸至经济后果, 通过这种行为—后果的闭环分析, 旨在揭示气候风险驱动理性回归究竟是企业被动的生存退守, 还是实现高质量发展的主动进化。

6.3.1 气候风险驱动的去金融化与绿色技术创新

气候风险导致的财务资源从金融资产向实体领域的撤回, 不仅为企业构建低碳竞争优势提供了必要的物质基础, 更通过资源编排效应实现了对实质性绿色技术创新的深度赋能。在 NRBV 的视角下, 当企业面临显著的环境威胁时, 具备高度资产专用性且难以模仿的绿色技术, 是企业实现动态战略匹配并获取长期超额租金的异质性资源。Hart (1995) 以及 Hart 和 Dowell (2011) 强调, 这种基于自然环境的竞争优势无法通过短期的金融投机获得, 而必须依托于长期且稳定的实物资源投入。

第一, 财务资源的虹吸效应与研发投入的物理补位。随着气候风险引发的金融化泡沫挤出, 被释放的财务冗余在组织内部产生了显著的虹吸效应。由于在特定会计周期内企业的资源总量具有刚性边界, 金融化水平的下降直接释放了原本被冻结在低效率套利领域的流动性。Flammer (2021) 指出, 绿色转型是一项高投入、长周期的资本密集型活动, 对资金的即时保障具有极强的依赖性。胡文涛和江鑫 (2024) 的研究证实, 当环境规制压力与融资约束叠加时, 理性的管理者会依据资源优先级原则, 削减非核心的金融头寸以填补绿色研发的资金缺口。这种资源挪腾机制确保了资金精准流向低碳技术攻关, 使原本因脱实向虚而被抑制的创新动能得以重塑。

第二, 管理注意力的战略转移与创新效率的协同提升。除了财务资源的物理位移, 气候风险还驱动了管理注意力从单纯的资本运作向实质性治理的逻辑回归。Ocasio (1997) 的注意力基础观认为, 组织的资源配置行为受限于高管团队的关注力聚焦。过度金融化往往分散了决策者对底层技术路线的敏感度, 而气候风险作为一种破坏性的外部信号, 强制性地将管理层重新锚定于实体运营领域。当企业在风险倒逼下放弃投机性金融化时, 组织的管理重心会随之向环境表现评价倾斜(胡文涛和江鑫, 2024)。这种注意力的聚焦能够显著降低研发过程中的代理成本, 提升资源在创新链条上的转化率, 从而在根本上优化了绿色技术的产出效率。

第三, 从修辞性创新向实质性突破的质变演进。气候风险暴露程度的提升还触发了企业从追求创新数量向追求创新质量的演进。在金融化程度较高时, 企业往往倾向于进行低门槛的策略性创新以换取补贴或维持估值, 但在气候硬约束下, 这种修辞性行为已无法通过日益严苛的避险定价机制的检验。Long 和 Wang (2025) 的实证结果显示, 热暴露这类气候压力显著推升了企业绿色专利的被引频次与发明专利占比。这意味着, 去金融化所释放的资源被更具针对性地配置到了突破性、颠覆性的绿色技术领域。因此, 这种回归实业的行为不仅是资源的简单回流, 更是企业在气候压力下实现从形象公关型创新向价值稳健型创新本质跃迁的主动进化。

6.3.2 资产配置优化与全要素生产率的系统性提升

资源配置效率是决定企业全要素生产率的核心变量,气候风险引导的实业回归本质上是对资源配置失衡的系统性纠偏,通过改善资产结构实现产出效率的跨期优化。RBV 认为,企业全要素生产率的提升取决于异质性资源的协同深度与配置逻辑。长期以来,过度金融化诱发的资源错配产生了一系列效率漏损,而气候风险作为一种调节阀,通过抑制非生产性的资金沉淀,驱动资源向高效率生产领域回流,从而在系统层面重塑了企业的生产函数。

第一,配置偏误的行政化纠偏与全要素生产率回归。过度金融化往往伴随着资源向虚拟经济的盲目扩张,导致资本在生产部门的投入强度降低,这种错配不仅摊薄了实物资本的边际产出,更通过挤出效应削弱了组织内部的干中学效应。Zhao 等(2025)的实证研究证实,气候风险带来的合规压力与成本约束,倒逼企业放弃低效的套利行为。当金融资产配置水平下降时,财务资源被重新整合至生产线升级、自动化改造等核心运营领域。这种配置偏误的自动修复,使得企业在全要素生产率的测度上表现出显著的边际改善,实现了从资本驱动型增长向全要素效率驱动型增长的本质转化。

第二,气候韧性资产的积累与跨期产出边界的扩张。在不确定的外部环境下,全要素生产率的提升不仅取决于当期的资源投入,更取决于资产结构对未来冲击的防御能力。气候风险通过提升环境韧性资产(如能效管理系统、气候适应性设施)的战略权重,优化了资产组合的跨期稳定性。Ilhan 等(2023)认为,虽然构建气候韧性在短期内会增加资本支出负担,但这种具有战略前瞻性的资源配置能够显著降低未来极端气候事件引发的生产中断风险。王遥等(2025)进一步发现,这种向韧性实业的配置转向,提升了资产负债表的稳健性,通过减少风险溢价和运营损耗,拉升了企业的长期平均生产效率。

第三,管理注意力释放与组织协同效率的内生增长。全要素生产率的提升还源于组织内部管理效率的内生性增长,管理层对金融市场套利机会的过度关注会产生挤占管理精力的负效应,降低组织在生产调度、流程优化和供应链协同上的程度。随着气候风险迫使管理层回归实业本源,原本配置在金融资产日常盯盘与对冲操作上的管理资源被重新锚定于生产管理领域。Ocasio(1997)的研究逻辑表明,这种管理注意力的回流能够显著提升决策的敏捷性与组织的协同效率。这种非物质资源的重新配置,通过降低组织内部的交易成本和提升协同效能,最终在全要素生产率的提升上得到了集中体现。

6.3.3 资产配置优化与股价崩盘风险的缓解

气候风险诱导的去金融化通过抑制管理层的机会主义信息隐藏行为,显著降低了企业的股价崩盘风险,实现了资本市场稳定性与实体经济韧性的协同。股价崩盘风险的根源在于管理层因职业声誉或短期薪酬动机,利用复杂的资产组合(如金融衍生品或变现灵活的金融资产)隐藏负面信息,导致坏消息在内部积聚并最终集中爆发。彭俞超等(2018)的研究指出,过度金融化往往成为企业进行盈余管理和信息掩盖的工具,加剧了资本市场的波动性。

第一,抑制代理冲突下的信息隐藏动机。当气候风险作为一种外部硬约束切断了投机性金融化的路径时,管理层利用金融资产进行跨期利润平滑的空间被大幅压缩。资源基础观认为,这种配置

结构的透明化增强了外部投资者的穿透式监督效力。耀友福和徐筱彧 (2024) 的实证发现, 气候风险暴露通过审计监督与信息披露约束, 显著提升企业环境治理的真实性, 这种真实性主要体现在会计信息质量与披露透明度的提升上。随着“脱实向虚”倾向的扭转, 管理层通过金融手段粉饰业绩、隐藏气候转型成本的机会主义动机被有效遏制, 从源头上降低了坏消息积聚引发股价崩盘的可能性。

第二, 资本市场对实体韧性的正向定价与风险对冲。股价崩盘风险的缓解还源于投资者信心的重构。金融化水平过高常被市场解读为实业竞争力萎缩的信号, 从而产生估值贴现。而气候风险驱动的实业回归向市场传递了企业致力于构建异质性竞争优势的积极信号。Sautner 等 (2023) 指出, 资本市场正逐渐将气候韧性资产 (如绿色技术创新) 视为一种长期的避险资产。当企业将资源从泡沫化的金融资产转向具有防御价值的实业领域时, 这种配置优化提升了资产负债表的鲁棒性。这种基本面的稳健性显著增强了股价抗冲击的能力, 通过改善投资者的风险预期, 有效防范了恐慌性抛售导致的崩盘风险。

表 9 展示了企业理性回归后的经济后果。为了准确捕捉气候风险通过影响企业资产配置行为而产生的经济后果, 并缓解企业金融化与经济效益之间可能存在的双向因果及遗漏变量等内生性问题, 本文借鉴 Sautner 等 (2023) 的研究思路, 采用两阶段最小二乘法 (2SLS) 进行回归检验。该方法的逻辑在于: 通过工具变量从企业金融化 (cor_fin) 的总变动中识别并提取出仅受外部环境风险驱动的外生变动成分, 进而考察这一特定的资源配置调整对企业绿色创新 (new_inde_app)、全要素生产率 (tfp) 以及股价崩盘风险 ($ncskew_mdeq$) 的影响。

在第一阶段回归中, 本文以企业金融化 (cor_fin) 为被解释变量, 以气候风险 ($climaterisk$) 作为工具变量进行估计。通过此回归, 我们能够获得企业金融化的拟合值 (cor_fin_hat), 该值代表了企业资产配置中受气候风险驱动而发生的那部分“脱虚向实”的变动成分, 有效地隔离了管理层主观套利动机或其他噪音的影响。在第二阶段回归中, 本文将第一阶段得到的企业金融化拟合值 (cor_fin_hat) 代入经济后果回归模型, 分别检验其对企业绿色创新 (new_inde_app)、全要素生产率 (tfp) 以及股价崩盘风险 ($ncskew_mdeq$) 的因果影响。表 9 报告了由气候风险驱动的“去金融化”所产生的经济后果。实证结果显示, 该行为显著提升了企业的绿色创新水平 (new_inde_app) 与全要素生产率 (tfp), 但在股价崩盘风险 ($ncskew_mdeq$) 方面并未表现出显著的改善作用。

首先, 基于 RBV 的资源重构逻辑, 风险倒逼的资源回归直接强化了实业根基, 产生了显著的“创新补偿效应”。气候风险作为一种外部硬约束, 打破了企业原有的资源配置惯性, 迫使冗余资金从投机性金融领域抽离, 并定向投入绿色技术研发与低碳设备更新中。这种资源用途的“刚性转向”实现了生产要素的结构化调整, 通过物化层面的资源锁定直接提升了企业的绿色创新产出与全要素生产率, 验证了环境压力对实业效率的纠偏功能。

其次, 对股价崩盘风险的改善作用不显著, 其原因可能源于“去金融化”带来的治理收益与绿色转型诱发的不确定性之间的动态对冲。一方面, 去金融化消解了管理层利用复杂金融工具隐藏负面信息、操纵盈余的动机, 理论上应能降低信息囤积带来的崩盘风险; 另一方面, 实业转型具有高投入、长周期和技术路径不确定等特征, 产生了新的估值难题与市场分歧。这种透明度改善与转型风险上升在统计上的相互抵消, 导致资本市场在短期内并未表现出显著的风险化解效应。

最后, 上述“非对称”的实证发现揭示了微观气候治理进程中要素配置结构改善领先于制度治理

效应显现的阶段性特征。全要素生产率与创新产出的显著增长，表明企业已在资源禀赋维度实现了由“虚拟扩张”向“实质性实业回归”的战略性转变；而股价崩盘风险的统计结果不显著，则折射出外部投资者对绿色转型的不确定性存在认知局限，以及资本市场定价逻辑中依然存在显著的信息摩擦。若要实现由物理层面资源重组向资本市场信誉资产的价值跨越，仍需依赖于高标准的气候相关财务信息披露体系的完善及外部治理环境的系统性优化，从而缩短微观资产配置调整与风险化解之间的治理时滞。

表 9 气候风险抑制企业金融化的经济后果

	(1) new_inde_app	(2) tfp	(3) ncskew
cor_fin_hat	5.535 * (3.274)	0.468 ** (0.189)	1.493 (3.779)
size	0.150 *** (0.033)	0.563 *** (0.029)	0.056 (0.036)
roa	-0.243 ** (0.123)	1.603 *** (0.142)	-0.347 (0.230)
growth	0.001 (0.004)	0.015 (0.011)	-0.010 (0.007)
firmage	0.522 ** (0.265)	0.165 (0.162)	0.188 (0.290)
board	0.012 (0.042)	-0.001 (0.028)	0.017 (0.059)
indep	0.173 (0.143)	0.022 (0.107)	0.087 (0.197)
dual	-0.011 (0.037)	-0.013 (0.027)	0.008 (0.046)
top1	-0.110 (0.181)	-0.174 (0.145)	0.136 (0.208)
big4	-0.199 ** (0.091)	0.019 (0.052)	-0.048 (0.074)
soe	-0.210 * (0.123)	-0.021 (0.094)	0.054 (0.144)
_cons	-4.320 *** (0.981)	-4.303 *** (0.765)	-2.373 ** (1.143)
Observations	6693	6596	6517
Adj. R-squared	0.669	0.948	0.094

7. 结论与政策建议

7.1 研究结论

本文立足于中国经济“脱虚向实”与“3060 双碳目标”协同推进的时代背景,系统考察了气候风险这一外部硬约束对企业金融化行为的治理效应。通过对 2010—2024 年中国 A 股上市公司的实证分析,本文得出以下核心结论:

第一,气候风险对企业金融化具有显著的抑制效应,是引导资本回归实业的有效校正器。实证结果支持了基于 RBV 的倒逼效应假设,即气候风险作为一种强制性的外部硬约束,迫使企业收缩套利驱动的投机性金融资产,推动资源向实业领域回归。这一结果反驳了基于实物期权理论的预防性储蓄动机,说明在当前气候治理压力下,资源重构的刚性需求超越了灵活性的期权价值。气候风险作为一种非市场的外部治理机制,能够有效抑制管理层因代理问题或短期逐利动机而产生的脱实向虚行为,从而挤压微观层面的投机性泡沫。

第二,气候风险主要通过融资约束的刚性配给、资本支出的实体补位以及分析师关注的声誉锁定三条路径,共同构筑了倒逼企业去金融化的传导链条。中介机制检验表明:首先,气候风险暴露显著收紧了企业外部融资约束,切断了企业金融化的资金来源;其次,资本支出引导了资源的实体去向,直接替代了金融资产的配置空间;最后,气候风险吸引了分析师等市场信息中介的高度关注,有效遏制了管理层的机会主义投机行为。

第三,耐心资本在气候风险治理过程中发挥了差异化的调节作用。实证结果表明,关系型债权显著强化了气候风险对金融化的抑制效应,体现了信贷主导体系下银行通过信贷平滑与契约硬约束实现的治理效能;而战略型股权的调节作用未达统计显著水平,反映出股权治理在应对气候这一长周期、高模糊性风险时存在一定的“治理时滞”。

第四,气候风险驱动的“去金融化”产生了显著的正向经济后果,但呈现出“效率提升与风险持续”的非对称特征。实证回归结果显示,受风险倒逼的资源重构显著提升了企业的绿色创新产出与全要素生产率水平,实现了资源配置的物理回归;然而,由于绿色转型的不确定性与信息摩擦,股价崩盘风险并未得到显著缓解,揭示了微观治理中要素调整领先于制度溢效的阶段性特征。

7.2 政策启示与建议

基于上述结论,本文提出如下政策建议:

完善气候风险信息披露体系,引导资金“精准滴灌”实业。政府应进一步落实 TCFD 等国际主流披露标准,提升气候风险的透明度。通过信息显性化降低分析师的甄别成本,强化外部治理对企业“脱实向虚”的约束,确保资源向绿色低碳实业领域集中。

强化关系型债权的治理功能,培育多元化耐心资本。鉴于银行信贷在资源锁定中的显著作用,

金融监管部门应鼓励银行在绿色信贷契约中引入更多“状态依存”条款；同时，应着力提升战略型股东对气候转型的认知深度，消除股权治理的盲区，构建债权与股权协同的耐心资本体系。

关注转型期的治理时滞，防范资本市场波动风险。政策制定者需意识到，企业实业回归带来的效率提升并不能自动消除市场风险，政策制定者应在推动企业绿色转型的同时，配套完善风险对冲工具与预期管理机制，缓解投资者因转型不确定性产生的焦虑，实现高质量转型与金融稳定的均衡。

◎ 参考文献

- [1] 陈雨恬, 杨子晖, 温雪莲. 高温冲击下的企业信用违约与宏观经济波动[J]. 管理科学学报, 2025, 28 (1).
- [2] 窦智, 韩永辉. 生态环境大数据治理促进绿色创新了吗: 基于环境风险管控与协同治理的分析[J]. 中国软科学, 2025 (9).
- [3] 杜勇, 眭鑫. 控股股东股权质押与实体企业金融化 —— 基于“掏空”与控制权转移的视角[J]. 会计研究, 2021 (2).
- [4] 陆蓉, 陈凯. 金融强监管与股票错误定价: 来自资管新规的经验证据[J]. 经济理论与经济管理, 2025, 45 (1).
- [5] 宁博, 汤旭东, 梁师赫, 等. 气候物理冲击与企业金融资产配置: 来自异常降水的证据[J]. 世界经济, 2025, 48 (2).
- [6] 唐国平, 孙洪锋. 环境问题在会计学领域的研究与发展[J]. 新文科教育研究, 2024 (2).
- [7] 王博, 占林生, 邸超伦. 绿色债券溢价效应, 作用机理与可持续绩效[J]. 南开学报(哲学社会科学版), 2024 (4).
- [8] 王勇, 陈诗一, 朱欢. 新结构经济学视角下产业结构的绿色转型: 事实, 逻辑与展望[J]. 经济评论, 2022 (4).
- [9] 许罡, 伍文中. 公司金融化投资之谜: 盈余管理抑或金融套利? [J]. 证券市场导报, 2018 (8).
- [10] 徐展, 孟庆斌, 盛思思. 房价波动, 资金重配与企业投资结构调整[J]. 财经研究, 2019, 45 (12).
- [11] 翟光宇, 姜美君, 段秋爽. 实体企业金融化与实物资本投资 —— 基于 2009—2018 年制造业上市公司的实证分析[J]. 经济学动态, 2021 (1).
- [12] 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).
- [13] Ambec S, Cohen M A, Elgie S, et al. The porter hypothesis at 20: Can environmental regulation enhance innovation and competitiveness? [J]. Review of Environmental Economics and Policy, 2013, 7(1).
- [14] Avramov D, Cheng S, Lioui A, et al. Sustainable investing with ESG rating uncertainty[J]. Journal of Financial Economics, 2022, 145(2).

- [15] Bansal R, Ochoa M, Kiku D. Climate change and growth risks[R]. NBER Working Paper, 2016.
- [16] Barney J. Firm resources and sustained competitive advantage[J]. *Journal of Management*, 1991, 17(1).
- [17] Bartram S M, Hou K, Kim S. Real effects of climate policy: Financial constraints and spillovers[J]. *Journal of Financial Economics*, 2022, 143(2).
- [18] Bates T W, Kahle K M, Stulz R M. Why do US firms hold so much more cash than they used to? [J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(5).
- [19] Bolton P, Kacperczyk M. Do investors care about carbon risk? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2021, 142(2).
- [20] Campello M, Graham J R, Harvey C R. The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 97(3).
- [21] Demir F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets[J]. *Journal of Development Economics*, 2009, 88(2).
- [22] Dessaint O, Matray A. Do managers overreact to salient risks? Evidence from hurricane strikes[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 126(1).
- [23] Dyck A, Volchkova N, Zingales L. The corporate governance role of the media: Evidence from Russia [J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(3).
- [24] Ginglinger E, Moreau Q. Climate risk and capital structure[J]. *Management Science*, 2023, 69(12).
- [25] Hart S L. A natural-resource-based view of the firm[J]. *Academy of Management Review*, 1995, 20(4).
- [26] He J J, Tian X. The dark side of analyst coverage: The case of innovation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 109(3).
- [27] Huang H H, Kerstein J, Wang C, et al. Firm climate risk, risk management, and bank loan financing [J]. *Strategic Management Journal*, 2022, 43(13).
- [28] Ilhan E, Krueger P, Sautner Z, et al. Climate risk disclosure and institutional investors[J]. *Review of Financial Studies*, 2023, 36(7).
- [29] Jung J, Herbohn K, Clarkson P. Carbon risk, carbon risk awareness and the cost of debt financing[J]. *Journal of Business Ethics*, 2018, 150(4).
- [30] Krueger P, Sautner Z, Starks L T. The importance of climate risks for institutional investors[J]. *The Review of Financial Studies*, 2020, 33(3).
- [31] Lins K V, Servaes H, Tamayo A. Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis[J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72(4).
- [32] Miller E M. Risk, uncertainty, and divergence of opinion[J]. *The Journal of Finance*, 1977, 32(4).
- [33] Ni X, Peng Y, Shen J, et al. Available-for-sale is available for hoarding: When nonfinancial firms hold financial assets[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2025(171).
- [34] Nordhaus W. Projections and uncertainties about climate change in an era of minimal climate policies

- [J]. American Economic Journal: Economic Policy, 2018, 10(3).
- [35] Opler T, Pinkowitz L, Stulz R, et al. The determinants and implications of corporate cash holdings[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 52(1).
- [36] 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).
- [37] Pankratz N, Bauer R, Derwall J. Climate change, firm performance, and investor surprises[J]. Management Science, 2023, 69(12).
- [38] Porter M E, Van der Linde C. Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship[J]. Journal of Economic Perspectives, 1995, 9(4).
- [39] Sautner Z, Van Lent L, Vilkov G, et al. Firm-level climate change exposure[J]. The Journal of Finance, 2023, 78(3).
- [40] Teece D J. Explicating dynamic capabilities: The nature and microfoundations of (sustainable) enterprise performance[J]. Strategic Management Journal, 2007, 28(13).
- [41] Zhang P, Deschenes O, Meng K, et al. Temperature effects on productivity and factor reallocation: Evidence from a half million Chinese manufacturing plants[J]. Journal of Environmental Economics and Management, 2018(88).

Risk Aversion or Resource Restructuring?

Research on Climate Risk and Corporate Financialization

Zeng Chunying Yu Ting

(School of Economics and Management, Guangxi Normal University, Guilin, 541004)

Abstract: Under the strategic background of the “dual carbon” goals and the high-quality development of the real economy, this study draws on the Resource-Based View (RBV) and Real Options Theory to thoroughly examine the impact of climate risk on corporate financialization and its underlying mechanisms. The findings indicate that climate risk, functioning as an environmentally induced pressure for resource restructuring, significantly suppresses firms’ speculative financial asset allocation, generating a pronounced reversed-push effect. Mechanism analysis reveals that climate risk mainly achieves “definancialization” through three paths: the rigid rationing of financing constraints, the real replacement of capital expenditures, and the external supervision of analyst coverage. Moderating effect tests show that relationship-based debt, as a heterogeneous resource, significantly amplifies this inhibitory effect by providing an external buffer, whereas the moderating effect of strategic equity is insignificant due to governance lag. Further analysis indicates that the return to the real economy driven by climate risk effectively promotes green technology innovation and the systematic improvement of total factor productivity, achieving value creation in terms of internal efficiency. However, affected by the information lag in the capital market, the mitigating effect on stock price crash risk

has not yet materialized.

Key words: Climate risk; Corporate financialization; Shifting from real economy to virtual economy;
Resource allocation

责任编辑: 路小静