

金融集聚对企业ESG漂绿行为的影响研究

马馨蕾*, 刘志强

北京建筑大学理学院, 北京

收稿日期: 2026年9月22日; 录用日期: 2026年10月21日; 发布日期: 2026年10月30日

摘要

在可持续发展理念的宏观背景下, 企业ESG漂绿行为严重加剧了市场信息不对称, 阻碍了经济社会全面绿色转型。本文基于2012~2021年中国A股上市公司数据, 采用双向固定效应模型, 实证检验了金融集聚对企业ESG漂绿行为的影响及其内在作用机制。研究发现: 第一, 金融集聚能够显著抑制企业ESG漂绿行为, 该结论在经过一系列稳健性检验后依然成立。第二, 机制检验表明, 金融集聚通过提高分析师关注度和推动产业结构升级两条路径, 从信息监督与宏观环境约束层面抑制企业ESG漂绿行为。第三, 异质性分析发现, 金融集聚对大型企业的漂绿行为具有显著抑制作用, 而对中小型企业的影响不显著。

关键词

金融集聚, ESG漂绿, 分析师关注, 产业结构升级

The Impact of Financial Agglomeration on Corporate ESG Greenwashing

Xinlei Ma*, Zhiqiang Liu

School of Science, Beijing University of Civil Engineering and Architecture, Beijing

Received: September 22, 2026; accepted: October 21, 2026; published: October 30, 2026

Abstract

Against the macro backdrop of sustainable development, corporate ESG greenwashing severely exacerbates market information asymmetry and hinders the comprehensive green transformation of the economy and society. Based on data from Chinese A-share listed companies from 2012 to 2021, this paper empirically examines the impact of financial agglomeration on corporate ESG greenwashing and its underlying mechanisms using a two-way fixed effects model. The findings are as follows: Firstly, financial agglomeration significantly inhibits corporate ESG greenwashing, and this conclusion

*通讯作者。

文章引用: 马馨蕾, 刘志强. 金融集聚对企业 ESG 漂绿行为的影响研究[J]. 可持续发展, 2026, 16(10): 250-256.
DOI: 10.12677/sd.2026.1610353

remains robust after a series of robustness tests. Secondly, mechanism tests reveal that financial agglomeration suppresses corporate ESG greenwashing through two pathways: increasing analyst attention and promoting industrial structure upgrading, thereby exerting constraints from both information supervision and macro-environmental perspectives. Thirdly, heterogeneity analysis indicates that the inhibitory effect of financial agglomeration is significant for large enterprises but not for small and medium-sized enterprises.

Keywords

Financial Agglomeration, ESG Greenwashing, Analyst Attention, Industrial Structure Upgrading

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

在可持续发展理念的宏观背景下,企业绿色治理已成为实现经济高质量发展的重要微观基础。然而,由于绿色治理兼具知识溢出的正外部性与环境污染的负外部性,企业在实质性绿色转型中普遍面临投入成本高、回报周期长与融资约束强的现实困境[1]。在缺乏有效监督与激励的情况下,部分企业为迎合政策监管、获取绿色溢价及市场合法性,倾向于通过夸大环保宣传、选择性披露环境信息等手段营造虚假的绿色形象,产生企业 ESG 漂绿行为[2]。漂绿行为不仅会加剧市场信息不对称、误导投资者决策,还会扭曲资源配置,严重阻碍经济社会全面绿色转型。因此,探究如何有效抑制企业 ESG 漂绿行为,将其作为本文的核心被解释变量,具有重要的理论与现实意义。在破解企业绿色转型困境的诸多因素中,金融集聚作为金融资源在空间上的集中配置,能够通过提供资金支持与强化外部监督,有效缓解绿色治理的双重外部性难题,从而为抑制企业漂绿行为提供了可行的市场化解法。基于此,本文将金融集聚纳入研究框架,考察其对企业 ESG 漂绿行为的影响效应及内在机理。

金融集聚是指金融机构及金融中介组织在特定地理区域内高度集中的现象,其核心特征在于要素共享、知识溢出与规模经济效应。现有研究多从环境规制、公司治理或高管特征等视角探讨企业漂绿行为的驱动因素,而较少关注金融空间结构演变对微观企业绿色行为的影响。金融集聚不仅能够拓宽企业融资渠道、缓解绿色转型的资金约束,还能通过密集的金融网络提升信息透明度、强化外部监督,进而提高企业漂绿被识别的概率与声誉成本。在此背景下,本文系统考察金融集聚对企业 ESG 漂绿行为的影响,并探究其内在传导机制,同时检验该影响在不同规模企业间的差异性影响。基于此,本文利用 2012~2021 年中国 A 股上市公司数据进行实证检验,以期完善绿色金融体系与改善漂绿现象提供经验证据。

本文的边际贡献主要体现在以下三个方面:第一,在研究视角上,本文将金融地理学与 ESG 治理研究相结合,从金融集聚这一宏观空间结构视角切入,拓展了企业漂绿行为驱动因素的研究边界,为理解金融资源配置如何影响微观企业绿色行为提供了新的研究视角。第二,在机制识别上,本文验证了分析师关注与产业结构升级在金融集聚抑制漂绿行为中的传导效应,揭示了金融集聚通过外部监督和产业升级抑制漂绿的传导路径,深化了对金融集聚绿色治理效能内在机理的认识。

2. 理论机制与研究假说

金融集聚通过优化资源配置与强化外部监督的双重机制,直接抑制企业的 ESG 漂绿行为。从资源供

给角度看, 金融集聚发挥规模经济与网络效应, 拓宽企业融资渠道并缓解绿色转型的资金约束, 促使企业将信贷资源投向实质性环保项目与绿色技术创新, 降低通过虚假宣传获取绿色溢价的套利动机。从监督约束角度看, 金融机构在特定区域内的密集分布形成高效的信息共享网络, 显著提升企业透明度, 增加漂绿行为被识别的概率与声誉成本。在资金支持与监督威慑的共同作用下, 企业投机性漂绿行为得到有效约束。

金融集聚通过提高分析师关注度, 从信息监督层面抑制企业 ESG 漂绿行为。金融集聚能够吸引证券、基金等专业机构及分析师人才的空间集聚, 为分析师获取企业特质信息提供便利, 从而显著提升分析师对企业的关注度。较高的分析师关注度意味着企业面临更严密的外部信息挖掘与解读, 分析师能够通过实地调研、财务分析等手段精准识别企业环保宣传与实质表现之间的偏离, 从而大幅提高企业漂绿行为被曝光的风险。同时, 分析师关注度的提升能够改善企业透明度, 强化声誉机制对企业管理层的约束, 迫使企业减少虚假绿色宣传, 转向实质性的绿色转型。因此, 金融集聚通过提升分析师关注度, 从信息监督层面抑制企业漂绿行为。

金融集聚通过推动产业结构升级, 从要素配置与宏观环境约束层面抑制企业 ESG 漂绿行为。金融集聚能够引导资本、劳动力等生产要素从高污染、高耗能的传统产业向高技术、低排放的第三产业转移, 推动地区产业结构向高级化演进。在产业结构升级的宏观环境下, 高污染企业面临更严格的资源约束与市场淘汰压力, 其通过“漂绿”来获取政策补贴或维持市场合法性的空间被大幅压缩。同时, 产业结构升级带来的技术溢出与绿色创新协同效应, 能够为企业提供更多实质性的绿色转型路径, 促使企业将资源投向真正的绿色技术研发与改造, 从根本上替代了漂绿动机。因此, 金融集聚通过推动产业结构升级, 从宏观环境层面抑制企业漂绿行为。

基于以上理论分析, 提出如下研究假设:

H1: 金融集聚显著抑制企业 ESG 漂绿行为;

H2: 金融集聚通过提高分析师关注度抑制企业 ESG 漂绿行为;

H3: 金融集聚通过推动产业结构升级抑制企业 ESG 漂绿行为。

3. 模型、变量与数据

基于前文理论分析, 为检验金融集聚对企业 ESG 漂绿行为的影响, 本文借鉴薛龙和张运涛[3]的方法, 采用双向固定效应模型进行基准回归分析:

$$GWS_{it} = \beta_0 + \beta_1 FA_{it} + \beta_2 Control_{it} + Year_{it} + Industry_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

模型中, i 、 t 分别表示企业和年份; GWS_{it} 表示企业 ESG 漂绿行为, 参考徐嘉祺等[4]的做法, 构建企业 ESG 漂绿行为的连续指标, 分别以彭博环境评分与华证环境评分衡量企业环境信息披露和实际表现, 将二者在同行业同年度内标准化处理后相减, GWS_{it} 大于零且数值越大代表企业漂绿行为越严重, 小于零代表企业掩盖自身绿色行为; FA_{it} 表示地区金融集聚水平, 参考刘建华和翟宛东[5]的做法, 将金融业划分为银行、证券与保险, 采用区位熵测度各子行业集聚度, 并运用因子分析法提取公因子综合成金融集聚指标, FA_{it} 数值越大代表地区金融集聚水平越高; $Control_{it}$ 表示控制变量集, 包括资本密集度($Density$)、企业负债(Lev)、净资产收益率(Roe)、总资产周转率(Ato)、经济发展水平(GDP)、政府干预(Gov), 分别采用固定资产总额与员工人数之比的对数、负债总额与资产总额之比、净利润与净资产之比、营业收入与总资产之比、省级 GDP 的对数以及地方政府一般预算财政支出与 GDP 之比衡量; 本文还控制了行业和年份虚拟变量($Industry_{it}$, $Year_{it}$), ε_{it} 为随机扰动项。

本文选用 2012~2021 年中国 A 股上市公司数据, 研究金融集聚对企业 ESG 漂绿行为的影响。在剔除金融行业和房地产行业、ST 类企业以及无法获取主要变量数据的企业样本后, 共得到 7966 个样本观测

值,并对所有连续变量进行了1%的双向缩尾处理。本文企业ESG漂绿行为数据分别从彭博ESG数据库、华证数据集获取公司的ESG披露和ESG评级信息;金融集聚数据来源于《中国金融年鉴》和《中国统计年鉴》;控制变量中企业级数据来源于国泰安数据库,地区级数据来源于《中国金融年鉴》和《中国统计年鉴》。

4. 实证分析与结果讨论

4.1. 基准回归

Hausman 检验结果显示固定效应模型要显著优于混合模型和随机效应模型,因此本文采用固定效应模型实证检验金融集聚对企业ESG漂绿行为的作用效应。表1第(1)列可以看出FA系数在5%水平下显著为负,表明金融集聚对企业ESG漂绿行为具有显著的抑制作用,验证前文假设1。一方面,发达的金融市场拓宽了企业融资渠道并缓解资金约束,促使企业将资源投向实质性绿色转型项目,降低依靠虚假宣传获取绿色溢价的动机。另一方面,密集的金融机构网络强化了外部监督并提升信息透明度,增加了漂绿行为被识别的概率和声誉成本。在资金支持与监督威慑的共同作用下,金融集聚显著抑制企业ESG漂绿行为。

Table 1. Model regression result

表 1. 模型回归结果

	基准回归	更换解释变量	改变样本区间	更换被解释变量	内生性检验	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>GWS</i>	<i>GWS</i>	<i>GWS</i>	<i>GWS_D</i>	<i>FA</i>	<i>GWS</i>
<i>FA</i>	-0.013** (0.018)	-0.028*** (0.000)	-0.014** (0.025)	-0.021* (0.079)		-0.076*** (0.007)
<i>RA</i>					-0.714*** (0.000)	
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
固定效应	固定	固定	固定	固定	固定	固定
样本容量	7966	7966	6076	7966	7966	7966
拟合优度	0.100	0.101	0.104	0.007	-	0.086

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

4.2. 稳健性检验

为验证上述结果的可靠性与准确性,本文采用更换变量衡量方式、改变样本区间两种做法进行稳健性检验。首先,金融机构各项贷款余额是衡量金融资源配置和金融活动规模的重要指标之一,为进一步准确衡量金融集聚情况,本文借鉴舒威等[6]的做法,采用金融机构各项贷款余额区位熵做金融集聚的代理变量,回归结果列于表1第(2)列所示。同时,本文还借鉴徐嘉祺等[4]的方法,分别使用“ESG披露得分”作为企业漂绿风险的替代指标进行回归分析,结果如表1第(4)列所示;其次,本文借鉴耿云江和刘子祎[7]的做法,剔除了2020年和2021年的企业样本,并再次进行检验,回归结果列于表1第(3)列所示。可以看出,在两种稳健性检验的结果中,金融集聚的系数均显著为负,表明金融集聚对企业ESG漂绿行为具有显著的抑制作用,与基准回归结果一致,回归结果稳健。

考虑到金融集聚与企业 ESG 漂绿行为之间可能存在反向因果、遗漏变量等潜在的内生性问题，本文进一步采用地势起伏度(*RA*)作为金融集聚的工具变量进行两阶段最小二乘法检验。选取地势起伏度作为工具变量的合理性在于：地理起伏度决定了交通成本与城市空间布局，直接影响金融机构的空间集聚程度，满足相关性要求；同时，作为自然地理特征，地势起伏度不直接影响企业的 ESG 漂绿行为，满足外生性假定。回归结果如表 1 列(5)和列(6)显示，列(5)中，地势起伏度对金融集聚的系数在 1%的水平下显著为负，表明地形越崎岖越不利于金融资源的空间集聚；列(6)中，在控制了内生性后，金融集聚对企业 ESG 漂绿行为的系数为-0.076，仍在 1%的水平下显著为负。这表明，在缓解潜在内生性偏误后，金融集聚显著抑制企业 ESG 漂绿行为的核心结论依然成立，回归结果稳健。

4.3. 异质性分析

考虑到不同规模企业在资源禀赋、信息透明度及外部监管关注度上存在显著差异，金融集聚对不同规模企业 ESG 漂绿行为的影响可能不同，因此本文参考周亚虹和任欣怡[8]的方法，按企业年末资产总额前 25%的标准将样本划分为大型企业与中小型企业进行异质性检验。回归结果如表 2 的列(5)和列(6)所示，列(5)为大型企业回归结果，列(6)为小型企业回归结果。金融集聚对大型企业 ESG 漂绿行为的系数为-0.027，且在 1%的水平上显著为负，而对中小型企业的影响系数为 0.011 且不显著。这表明在大型企业中金融集聚对企业 ESG 漂绿行为具有显著抑制作用，但是在中小型企业中金融集聚对企业 ESG 漂绿行为不存在抑制作用。大型企业通常处于公众、媒体及监管机构的严密监督之下，金融集聚进一步放大了这种外部关注效应，大幅提高了其漂绿行为被识别后的声誉与融资成本，同时金融集聚带来的充裕资金使得大型企业更有能力进行实质性的绿色转型，从而有效抑制了其漂绿动机。而中小型企业长期面临严峻的融资约束与生存压力，为了获取绿色政策优惠或缓解资金紧张，依然可能倾向于通过虚假宣传进行“漂绿”，且其受到的监督威慑较弱，导致金融集聚对其漂绿行为的边际抑制作用未能得到有效发挥。

Table 2. Mechanism test result
表 2. 机制检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Attention</i>	<i>GWS</i>	<i>Str</i>	<i>GWS</i>	大型企业	中小型企业
<i>FA</i>	0.030*** (0.000)		0.437*** (0.000)		-0.027*** (0.000)	0.011 (0.207)
<i>Attention</i>		-0.021* (0.078)				
<i>Str</i>				-0.021* (0.081)		
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
时间固定	固定	固定	固定	固定	固定	固定
行业固定	固定	固定	固定	固定	固定	固定
样本容量	7966	7966	7966	7966	4407	3559
拟合优度	0.287	0.100	0.889	0.099	0.107	0.114

注：***p < 0.01，**p < 0.05，*p < 0.1。

4.4. 传导机制检验

为了更好地验证金融集聚对企业 ESG 漂绿行为的影响机制, 本文进一步通过分段回归进行机制检验, 具体分段检验方程设定为:

$$Mid_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FA_{it} + \alpha_2 Control_{it} + Year_{it} + Industry_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$GWS_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Mid_{it} + \gamma_2 Control_{it} + Year_{it} + Industry_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

模型中, Mid_{it} 为中介变量分析师关注($Attention$)和产业结构升级(Str), 其余变量与基准回归模型一致。

首先, 本文参考温薇等[9]的做法, 采用对关注同一家上市公司的证券分析师人数加 1 后取自然对数的方式衡量分析师关注水平, 进行中介效应分析, 回归结果如表 2 的列(1)和列(2)所示。在第(1)列中, FA 系数在 1%的水平下显著为正, 表明金融集聚显著促进分析师关注; 在第(2)列中, $Attention$ 系数在 10%的水平下显著为负, 表明分析师关注显著抑制企业 ESG 漂绿行为, 中介变量的中介效应显著, 金融集聚通过提高分析师关注抑制企业 ESG 漂绿行为, 假设 2 成立。

其次, 本文参考尤继远等[10]的做法, 采用第三产业与第二产业增加值的比值衡量产业结构升级, 进行中介效应分析, 回归结果如表 2 的列(3)和列(4)所示。在第(1)列中, FA 系数在 1%的水平下显著为正, 表明金融集聚显著促进产业结构升级; 在第(2)列中, Str 系数在 10%的水平下显著为负, 表明产业结构升级显著抑制企业 ESG 漂绿行为, 中介变量的中介效应显著, 金融集聚通过提高产业结构升级抑制企业 ESG 漂绿行为, 假设 3 成立。

5. 主要结论与政策启示

本文基于 2012~2021 年中国 A 股上市公司数据, 系统考察了金融集聚对企业 ESG 漂绿行为的影响及其作用机制, 得出以下主要结论: 第一, 金融集聚能够显著抑制企业 ESG 漂绿行为。基准回归结果显示, 金融集聚水平越高, 企业 ESG 漂绿得分越低, 且该结论在经过一系列稳健性检验后依然成立。第二, 分析师关注与产业结构升级在金融集聚抑制企业 ESG 漂绿行为的过程中发挥了显著的传导作用。一方面, 金融集聚能够显著提升证券分析师对企业的关注度提高信息透明度, 进而约束企业的漂绿行为; 另一方面, 金融集聚能够有效推动地区产业结构向高级化演进, 产业结构的升级进一步挤压了高污染、高耗能企业的生存空间, 从宏观环境层面抑制了企业 ESG 漂绿动机。第三, 金融集聚对企业 ESG 漂绿行为的抑制作用存在明显的企业规模异质性。在大型企业样本中, 金融集聚对漂绿行为的抑制效应在 1%的水平下显著为负; 而在中小型企业样本中, 该抑制效应并不显著。

基于上述研究结论, 为遏制企业 ESG 漂绿行为、推动绿色金融体系高质量发展, 本文提出以下建议:

第一, 深化金融供给侧改革, 释放金融集聚的绿色治理效能。应进一步优化金融资源的空间布局, 破除金融资本跨区域流动的体制机制障碍, 充分发挥金融集聚在缓解融资约束和信息共享方面的外部性优势。通过引导金融资源向绿色低碳领域倾斜, 降低企业开展实质性绿色转型的融资成本, 削弱企业通过“漂绿”套利的动机, 将金融集聚的外部性转化为企业绿色治理的内生动力。第二, 实施差异化信贷政策, 破解中小企业融资约束与“漂绿”困局。应健全针对中小企业的绿色金融支持体系, 创新差异化、普惠性的绿色信贷产品, 拓宽中小企业的实质性绿色转型融资渠道, 同时提高对中小企业环境信息披露的核查频率。第三, 完善外部监督体系, 强化分析师与产业政策的协同约束。应充分发挥证券分析师等市场中介机构的信息挖掘与监督功能, 鼓励分析师加强对企业环境表现与披露信息一致性的跟踪研判, 提升企业信息透明度。同时, 地方政府应加快推进产业结构升级, 通过产业政策引导企业淘汰落后产能, 推动第三产业与高技术产业发展, 从宏观产业结构层面压缩漂绿行为的生存空间, 形成金融支持、监督约束、产业升级的良性循环。第四, 健全 ESG 信息披露标准, 提高“漂绿”行为的识别与惩戒成本。监管部门应加快推进 ESG 信息披露标准的统一化与规范化进程, 减少因评级分歧造成的监管盲区。通过建

立跨部门的信息共享机制,提升对企业环境处罚、绿色宣传与实际表现不一致行为的识别精准度,加大对虚假绿色宣传的惩戒力度,提高企业漂绿被查处后的声誉成本与融资成本,从而形成有效的制度约束。

本文基于 2012~2021 年中国 A 股上市公司数据,实证验证了金融集聚对企业 ESG 漂绿行为的影响机制,但仍存在一定局限并为未来研究提供了拓展空间。在样本层面,本文聚焦于信息披露相对规范的 A 股上市公司,结论对数量庞大的非上市企业的适用性有待进一步检验,未来研究可将样本拓展至非上市企业或进行跨市场比较,以检验金融集聚绿色治理效应的外部有效性。在变量测度层面,由于不同 ESG 评级机构在评价范围与权重设定上客观存在分歧,本文基于彭博与华证评分标准化相减构建的连续型漂绿指标虽具代表性,但仍不可避免受到评级体系差异的干扰,未来可结合文本分析与机器学习等前沿技术,从宣传语调、频次与实际环境处罚的匹配度等多维度构建更精准的综合性测度框架。在研究视角上,本文主要考察了金融集聚的整体水平及其通过分析师关注和产业结构升级两条路径的影响,而金融集聚的内涵具有多维性与复杂性,未来可进一步细分绿色金融集聚、数字金融集聚等特定业态,深入探究其对企业漂绿行为的异质性影响及其微观传导机制,从而为完善绿色金融体系与制定环境监管政策提供更具体的经验证据。

参考文献

- [1] 胡珺, 张思玉. 绿色信贷贴息如何影响企业绿色创新?——财政与金融协同激励的视角[J]. 统计研究, 2026, 43(9): 93-107.
- [2] 李娜娜, 陈佳宁, 赵玉薇, 张宝建. 企业“漂绿”行为的诱发机制与治理路径[J]. 统计与决策, 2026, 42(14): 171-176.
- [3] 薛龙, 张运涛. 耐心资本对企业 ESG 漂绿的影响检验[J]. 财会月刊, 2026, 47(15): 50-56.
- [4] 徐嘉祺, 李凤荣, 刘雯. 绿色金融对企业漂绿风险的影响研究[J/OL]. 工程管理科技前沿: 1-10. <https://link.cnki.net/urlid/34.1336.N.20251201.1839.005>, 2026-09-21.
- [5] 刘建华, 翟宛东. 金融集聚对技术创新的影响研究——基于行业异质性视角的分析[J]. 价格理论与实践, 2022(4): 120-123+207.
- [6] 舒威, 王栋, 魏山, 李秀婷. 金融集聚、金融科技与城市经济韧性[J]. 国际金融研究, 2026(1): 33-46.
- [7] 耿云江, 刘子祎. 高管股权激励与企业“漂绿”行为: 抑制还是加剧[J]. 财务研究, 2025(4): 98-111.
- [8] 周亚虹, 任欣怡. 企业社会责任信息披露质量对绿色创新持续性的影响研究——基于公共关注的利益相关者理论视角[J]. 经济纵横, 2025(11): 85-96.
- [9] 温薇, 闫佳乐, 赵丽娟. 动态股权激励对企业创新韧性的影响研究[J]. 金融理论与实践, 2026(5): 103-118.
- [10] 尤继远, 张兵, 聂嵩, 张昭. 数据要素流动环境与企业 ESG 表现[J]. 统计与决策, 2025, 41(23): 177-182.