

ESG表现、融资约束与财务可持续增长

王冰雪, 周 菁

东华大学旭日工商管理学院, 上海

收稿日期: 2023年11月8日; 录用日期: 2023年11月20日; 发布日期: 2024年3月11日

摘 要

本研究旨在深入探讨环境、社会与治理(ESG)表现对财务可持续增长的影响, 选择2012~2020年间沪深A股非金融上市公司作为研究样本。研究发现, 公司ESG表现和财务可持续增长显著正相关, 即公司ESG表现越好, 其财务可持续增长水平也就越高。同时还发现, 企业良好的ESG表现能够通过缓解融资约束来促进财务可持续增长; 相对于非东部区域, 东部区域企业良好的ESG表现对财务可持续增长的促进作用更大。

关键词

ESG表现, 融资约束, 财务可持续增长

ESG Performance, Financing Constraints, and Corporate Sustainable Growth

Bingxue Wang, Jing Zhou

Glorious Sun School of Business and Management, Donghua University, Shanghai

Received: Nov. 8th, 2023; accepted: Nov. 20th, 2023; published: Mar. 11th, 2024

Abstract

This study aims to delve into the impact of Environmental, Social, and Governance (ESG) performance on financial sustainability growth, selecting non-financial A-share listed companies in the Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2012 to 2020 as research samples. The findings reveal a significant positive correlation between corporate ESG performance and financial sustainability growth; that is, the better the company's ESG performance, the higher its level of financial sustainable growth. Additionally, it was discovered that good corporate ESG practices can promote financial sustainable growth by alleviating financing constraints; relative to non-eastern regions, good ESG performance of companies in the eastern region has a greater promoting effect on finan-

cial sustainable growth.

Keywords

ESG Performance, Financing Constraints, Corporate Sustainable Growth

Copyright © 2024 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

近年来,我国坚定致力于实现“两碳”国家总体目标(碳达峰与碳中和),中央财经委员会第十次会议阐述的“三次分配”理论,以及国务院关于提升上市公司治理水平的指导意见,分别与环保、社会责任和企业管理三个方面呼应,构建了资本市场倡导的 ESG (环境、社会、治理)指标体系。在我国经济转型及 ESG 概念日臻成熟的背景下,监管层对上市公司提出了新的高质量发展要求,特别是强调和推动企业的 ESG 信息披露。而可持续增长率作为衡量企业未来发展能力的关键指标,其与 ESG 之间的关系若被忽视,可能将阻碍企业积极推进 ESG 披露实践,从而影响到可持续发展目标的达成。本研究主要探讨的问题是:企业 ESG 表现,作为衡量环保职责、社会责任与企业管理水平的综合指标,能否显著促进公司的财务可持续增长?

2. 理论分析与研究假设

2.1. ESG 表现与财务可持续增长

公司 ESG 表现,能够促进公司的可持续增长主要表现在如下几方面。一个就是积极正面的 ESG 形象可以为企业在资本市场上获得更多的认可[1]。良好的 ESG 表现被视为一个正面的信号,显示企业注重长远和可持续的发展。这不仅能吸引更多的投资,还可以帮助企业获得更优质的融资机会,从而提高其财务可持续增长。公司治理是 ESG 的主要部分,建立完善的企业治理架构能有助于公司降低不必要的代理生产成本,增强内部的效率。此外,重视公司治理的企业往往更能保证信息的透明度,使得内部决策更为合理和高效,从而提升企业的财务表现[2]。良好的 ESG 表现意味着企业更注重非财务方面的风险。例如,对于环境风险的管理,可以在未来避免可能的罚款和诉讼。社会责任的履行则可以增加社会的认同感,从而提高企业的声誉和品牌价值[3]。这些都有助于企业减少未来的非财务风险,从而提高其财务可持续增长。

所以,我们提出假设 1:企业的 ESG 表现对公司可持续增长具有正面作用。

2.2. ESG 表现、融资约束和财务可持续增长

基于信息不对称理论,在资本市场信息不透明的情况下,投资者更愿意将资金投入积极履行 ESG 责任的企业。首先,ESG 表现良好的企业通过向外部投资者充分披露非财务性相关信息,弥补对外信息公开不够透明的缺陷,减少了与外部投资者的信息不对称程度[4]。当资本市场或行业发生信任危机时,勇于承担 ESG 责任的企业更具稳定性,这在一定程度上会降低投资者风险溢价要求。其次,作为一种隐形契约,ESG 表现良好的企业在生产经营中通常会将利益相关者的需求考虑在内,向市场传达企业有责任、有担当的积极信号。ESG 表现传达了企业的信誉信号,引发投资者对企业情感声誉和认知声誉的感知,

获得利益相关者的信任与支持, 降低企业的融资约束程度。最后, 随着高质量发展理念的推广, 投资者在关注盈利能力等关键财务指标的同时, 也越来越关注企业在 ESG 非财务方面的可持续发展表现, 以此来评估企业的风险承担能力, 保障其可持续性收益。融资约束的改善可以提高企业的经济绩效和发展能力, 实现高效和可持续增长。

所以, 我们提出假设 2: 融资约束在公司的 ESG 表现和财务可持续增长关系中存在中介效应。

3. 研究设计

3.1. 样本选择与数据来源

本文选择了 2012 年至 2020 年间的数据库样本, 并遵循严格的数据筛选和处理准则。初步选取的样本经历了四个主要的筛选步骤以排除可能影响研究完整性和有效性的数据。首先, 剔除了所有金融业公司样本以确保研究结果的可比较性和一般性。其次, 排除了资产负债率高于 1 的上市公司, 因为这些公司往往面临着较高的财务杠杆和破产风险, 可能对财务可持续增长的研究造成偏颇。再次, 鉴于 ST、*ST 类公司通常面临严重的财务危机或其他重大风险因素, 排除了这些公司样本, 以免它们的特殊性质对研究结果产生不必要的噪声。最后, 为确保数据的完整性和连续性, 本文剔除了存在数据缺失或不连续的样本, 确保所有纳入分析的样本均具有充足和一致的信息, 以支持后续的实证分析。最终的样本共计 19,800 个。

3.2. 变量定义

1) 被解释变量: 财务可持续增长(SGR)。借鉴了刘斌和黄永红(2002)、王海兵和韩彬(2016)、杨旭东等(2018)的方法论框架, 并结合范霍恩的可持续经营静态模式, 来构筑公司的财务可持续增长[5] [6] [7]。

2) 解释变量: ESG 表现(ESG)。借鉴高杰英等(2021)选取华证 ESG 评估指标度量公司的 ESG 成绩[8]。

3) 中介变量: 融资约束(KZ)。借鉴了魏志华等(2014)的先前研究成果, 选定 KZ 指数作为企业融资约束的评价标准[9]。

4) 控制变量: 参考杨汉明与邓启稳(2011)、王海兵与韩彬(2016)、夏斌与候茜茜(2018)等学者的研究, 本文控制了以下可能会对公司财务可持续增长造成负面影响的变量: 企业规模(Size)、发展能力(Growth)、偿债能力(Lev)、企业风险(Risk)、股东规模(Board)、股权集中度(TOP1)、股东架构(Indep)、管理层持有比率(MH) [6] [10] [11]。另外, 考虑到各个产业间的差异, 以及各个年份的不同, 本文还控制了产业虚拟变量和年度虚拟变量。

3.3. 模型构建

本文运用了多元回归方式加以实证, 并为了检验前文介绍的企业 ESG 表现及其对公司财务可持续增长影响的研究假设, 在本文中建立了如下模型:

$$SGR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$KZ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$SGR_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 ESG_{i,t} + \gamma_2 KZ_{i,t} + \gamma_3 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, 使用模型(1)检验企业 ESG 表现(ESG)对企业财务可持续增长(SGR)的影响, 如果 ESG 的系数 α_1 为正值, 则表示企业良好的 ESG 表现有利于促进财务可持续增长, 研究假设 1 成立。在研究假设 1 成立的情况下, 再使用模型(2)和模型(3)来检验融资约束(KZ)的中介效应, 若模型(2)中 ESG 的系数 β_1 为负值, 则表示公司良好的 ESG 表现, 可以减少融资约束; 若模型(3)中 ESG 的系数 γ_1 仍显著为正且 KZ 的系数 γ_2

显著为负数, 表明了融资约束在企业 ESG 表现对财务可持续增长的影响中发挥着中介功能, 研究假设 2 成立。

4. 实证分析

4.1. 描述性统计与相关性研究

表 1 是模型中所使用的主要变量的描述性统计, 从表中可以看出, 经过剔除后共有 19,800 个观测值。在进行缩尾处理之后的样本数据中, 财务可持续增长(SGR)的最小值为-1.402, 最大值为 17.301, 平均数为 3.520, 说明了上市公司在财务的可持续增长方面存在较大差异。企业 ESG 表现(ESG)最高值为 8 分, 而最低值为 1 分, 标准差为 1.080, 均值为 4.200, 说明研究样本中企业 ESG 表现参差不齐, 存在较大程度的差异。企业融资约束的度量指标 KZ 指数的最小值为-6.062, 最大值为 5.387, 说明样本企业均存在融资约束情况, 只是程度有所差异。

Table 1. Descriptive statistics of main variables

表 1. 主要变量的描述性统计

变量	观测值	平均值	方差	最小值	中位数	最大值
SGR	19,800	3.520	3.379	-1.402	2.701	17.301
ESG	19,800	4.200	1.080	1	4	8
KZ	19,800	0.613	2.255	-6.062	0.882	5.387

表 2 是主要变量之间的 Pearson 相关系数矩阵。企业 ESG 表现(ESG)与财务可持续增长(SGR)之间的关系进行初步探讨时, 发现两者之间的相关系数为 0.061, 在 1% 的显著性水平上呈现出显著正相关关系。这一实证结果初步揭示了企业积极的 ESG 表现在一定程度上能够促进其财务可持续增长。另一方面, 当探究融资约束(KZ)与企业 ESG 表现(ESG)的相关性时, 两变量间的相关系数是-0.119, 在百分之一的显著性水平上为负相关。这一数据说明, 企业的优秀 ESG 表现可能与较低的融资约束紧密关联, 进一步暗示了强化 ESG 实践在一定程度上能够为企业带来融资便利, 或是减缓融资压力。

Table 2. Correlation analysis

表 2. 相关性分析

	SGR	ESG	KZ	Size	Lev	Risk	Board	Indep	Growth	Top1	MH
SGR	1.000										
ESG	0.061***	1.000									
KZ	-0.324***	-0.119***	1.000								
Size	-0.084***	0.199***	0.202***	1.000							
Lev	-0.243***	-0.004	0.625***	0.561***	1.000						
Risk	-0.255***	-0.117***	0.286***	0.103***	0.263***	1.000					
Board	-0.054***	0.029***	0.073***	0.283***	0.166***	0.080***	1.000				
Indep	0.014**	0.083***	-0.004	0.013*	-0.007	-0.003	-0.505***	1.000			
Growth	0.162***	-0.047***	-0.025***	0.020***	0.058***	-0.093***	-0.039***	0.000	1.000		
Top1	0.020***	0.069***	-0.104***	0.094***	0.006	-0.049***	-0.021***	0.058***	-0.021***	1.000	
MH	0.093***	0.027***	-0.251***	-0.387***	-0.313***	-0.137***	-0.214***	0.073***	0.074***	0.055***	1.000

4.2. 基准回归结果

从表 3 第 1 列中可以看到, 公司 ESG 的系数是 0.113, 且在百分之一的水平上显著, 表明了企业的 ESG 表现促进了财务可持续增长, 验证了假设 1 是成立的。

Table 3. Regression analysis**表 3.** 回归分析

变量	(1) SGR	(2) KZ	(3) SGR
ESG	0.113*** (4.93)	-0.131*** (-11.36)	0.067*** (2.94)
KZ			-0.349*** (-20.34)
Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
Constant	0.425 (0.75)	7.211*** (25.24)	2.942*** (5.14)
Observations	19800	19800	19800
R-squared	0.151	0.494	0.178

4.3. ESG 表现、融资约束和财务可持续发展的回归分析

表 3 第二列是融资约束(KZ)作为因变量, 企业 ESG 表现(ESG)作为自变量的回归结果, ESG 系数(和 t 值)为-0.131 (-11.36), 在百分之一的水平上显著为负值, 说明公司良好的 ESG 表现可以减少融资约束; 第 3 列是在以财务可持续发展(SGR)为因变量的基准回归中加入变量融资约束(KZ)的回归结果, ESG 系数(和 t 值)为 0.067 (2.94), 在百分之一的水平上显著为正; 融资约束(KZ)系数(和 t 值)为-0.349 (-20.34), 在百分之一的水平上显著为负值, 这与预期的系数符号相同, 说明融资约束的中介效应存在, 即企业良好的 ESG 表现能够通过缓解融资约束进而促进财务的可持续发展, 假设 2 成立。

4.4. 稳健性检验

本文讨论的解释变量企业 ESG 表现和被解释变量财务可持续发展之间可能存在反向因果问题, 即企业财务可持续发展能力高可能会获得更高的 ESG 表现得分。为了解决这一问题, 本文采用滞后一期、滞后两期的企业 ESG 表现作为解释变量, 再次进行回归。结果如表 4 所显示, 解释变量滞后一期(L.ESG)、滞后两期(L2.ESG)的 ESG 系数(和 t 值)分别为 0.116 (4.22)、0.075 (2.38), 它们在百分之一和百分之十的水平上显著为正值, 这表明滞后的企业 ESG 表现仍然可以提升财务可持续发展。总而言之, 企业良好的 ESG 表现有助于促进财务可持续发展这一结论并未改变。

Table 4. Robustness test: regression results of lagged treatment of independent variables**表 4.** 稳健性检验: 自变量滞后处理的回归结果

变量	(1) SGR	(2) SGR
L.ESG	0.073*** (2.75)	
L2.ESG		0.056* (1.86)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
Constant	-0.143 (-0.22)	-0.538 (-0.76)
Observations	15426	12479
R-squared	0.153	0.149

4.5. 进一步分析

上述基准回归结论证实了企业 ESG 履责对财务可持续增长的重要正面影响, 此部分进一步探讨在何种情境下 ESG 能发挥更大的效应, 选取宏观区域属性进行异质性检验。

在我国, 经济发展水平和制度环境存在明显的地域差异。东部区域经济社会发展水准高、制度环境较好, 公民对公司承担社会责任和健全企业管理的意识更强, 政府部门对公司的监督也更加严厉, 这导致东部区域公司越来越关注其 ESG 表现以减轻监管和舆论压力。另外, 东部区域市场经济繁荣, 政府享有更加充足的财力资金, 能够为承担社会责任的公司提供资本、税费减免等政策性保障, 公司提升 ESG 表现的积极性较高。相反, 在中西部区域, 财政对经济效益的关注度远大于对中小企业社会责任的重视, 财政资金的短缺也增加了中小企业提升 ESG 表现的成本, 导致中小企业的 ESG 表现达到较低水平。据此, 本文预计 ESG 所表现的财务可持续增长促进效果在东部区域企业中更为明显。以下把实证样本按照东部地区企业组和非东部地区企业组分别进行回归, 结果见表 5 所示。第 1、第 2 列中 ESG 的系数(和 t 值)分别为 0.140 (5.26)和 0.034 (0.84), 并且分别在百分之一的水平上显著为正和不显著, 说明了在东部区域企业中 ESG 表现对财务可持续增长的促进作用更大。

Table 5. Regression results based on regional grouping
表 5. 基于地区分组的回归结果

变量	(1) SGR	(2) SGR
样本组	东部地区企业组	非东部地区企业组
ESG	0.140*** (5.26)	0.034 (0.84)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
Constant	0.631 (0.93)	-0.179 (-0.18)
Observations	14150	5650
R-squared	0.150	0.171

5. 结论及建议

5.1. 研究结论

本文研究得出, 1) 企业 ESG 表现与财务可持续增长之间存在显著正相关关系, 企业 ESG 表现越好 (ESG 得分越高), 企业财务可持续增长水平越高; 2) 企业 ESG 表现越好, 融资约束也就越小进而提高了公司财务的可持续增长; 3) 相对于非东部区域, 东部区域企业良好的 ESG 表现对财务可持续增长的促进作用更大。

5.2. 研究建议

对企业而言, 管理者在经营管理过程中要树立起 ESG 理念、重视 ESG 表现, 落实好国家出台的 ESG 政策要求, 对标行业中 ESG 标杆企业, 积极履行相关责任, 增加对环境保护、社会责任和公司治理方面的投入。管理者要摒弃“利润至上”论, 要认识到 ESG 活动并非仅仅是经营成本的增加, 反而是符合利益相关者价值最大化目标的投资行为, 良好的 ESG 表现同良好的财务表现一样, 能够在资本市场上传递出积极信号, 有助于树立企业的良好形象, 增强社会认同感。企业良好的 ESG 表现一方面有助于缓解融

资约束; 另一方面也可加强企业创新, 从而达到促进财务可持续发展的目的。

对于监管部门而言, 应该出台具体的企业 ESG 活动指南和政策规定, 可以分行业、有侧重地逐步推动企业开展 ESG 活动, 使得企业可以从无到有地慢慢认识 ESG 概念, 接受 ESG 理念。比如对于高污染行业, 就应该指导企业在环境方面要加大投入和信息披露; 对于高盈利行业, 就应该指导企业积极参与到社会慈善活动中去。特别是在“双碳”背景下, 监管部门更加应该鼓励、支持和引导企业开展 ESG 活动, 加大宣传力度, 推动企业 ESG 披露真实化、规范化、制度化, 奖励先进个体, 比如通过税收优惠、较低的贷款利率等形式予以激励; 同时也要适当惩处不披露个体或者落后个体, 比如进入黑名单, 减少授信额度等, 通过奖惩制度使得上市公司能够主动公开自身 ESG 表现情况, 并通过制定标准使得不同企业的 ESG 表现在资本市场具有可比性。

投资者应该提高对于 ESG 信息的识别和分析能力, 帮助他们理解 ESG 对公司长期表现的影响; 将 ESG 因素融入投资决策中, 并鼓励投资者优先选择具有良好 ESG 表现的公司; 鼓励投资者积极参与公司治理, 向企业提出 ESG 改善建议, 并在需要时进行投票表决。

ESG 评级机构应该定期更新评级标准和方法, 确保其符合当前的全球和行业 ESG 发展趋势; 保证评级活动的独立性和客观性, 防止任何形式的利益冲突影响评级结果; 提高信息采集的准确性和及时性, 为投资者和企业提供可靠的 ESG 数据分析和报告; 与政府、企业、学术界和其他利益相关方积极沟通交流, 共同推动 ESG 领域的发展和 innovation。

参考文献

- [1] 孙慧, 祝树森, 张贤峰. ESG 表现、公司透明度与企业声誉[J]. 软科学, 2023(1): 1-10.
- [2] Benitez, J., Ruiz, L., Castillo, A., *et al.* (2020) How Corporate Social Responsibility Activities Influence Employer Reputation: The Role of Social Media Capability. *Decision Support Systems*, **129**, Article ID: 113223. <https://doi.org/10.1016/j.dss.2019.113223>
- [3] 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[J]. 中南财经政法大学学报, 2023(2): 15-27.
- [4] 李心斐, 李芳芳. 重污染企业社会责任对全要素生产率的影响研究——基于研发投入的中介作用[J]. 行政论坛, 2022, 28(1): 135-142.
- [5] 刘斌, 黄永红. 中国上市公司可持续发展的实证分析[J]. 重庆大学学报(自然科学版), 2002(9): 150-154.
- [6] 王海兵, 韩彬. 社会责任、内部控制与企业可持续发展——基于 A 股主板上市公司的经验分析[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2016, 31(1): 75-84.
- [7] 杨旭东, 彭晨宸, 姚爱琳. 管理层能力、内部控制与企业可持续发展[J]. 审计研究, 2018(3): 121-128.
- [8] 高杰英, 褚冬晓, 廉永辉, 等. ESG 表现能改善企业投资效率吗? [J]. 证券市场导报, 2021(11): 24-34+72.
- [9] 魏志华, 曾爱民, 李博. 金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2014(5): 73-80+95.
- [10] 杨汉明, 邓启稳. 国有企业社会责任与业绩研究——基于可持续发展视角[J]. 中南财经政法大学学报, 2011(1): 120-127.
- [11] 夏斌, 候茜茜. 企业内部控制、社会责任与可持续发展能力[J]. 西安理工大学学报, 2018, 34(2): 246-252.