

# 企业ESG表现对企业财务柔性的影响研究

郝雲雲

上海工程技术大学管理学院, 上海

收稿日期: 2024年6月3日; 录用日期: 2024年7月9日; 发布日期: 2024年8月19日

## 摘要

本文以2013~2022年沪深A股上市公司数据为样本, 采用面板回归效应, 构建多元线性回归模型, 考察企业ESG表现对企业财务柔性的影响作用及传导机制。研究发现, ESG表现对企业财务柔性水平正向影响显著, 即企业ESG表现越好, 企业财务柔性水平越高, 且在国有企业和非东部地区企业中更加显著。在具体的传导路径上, ESG表现主要通过缓解融资约束、提高信息透明度的渠道机制来提高企业财务柔性。鉴于此, 企业应该努力提升自身ESG表现, 政府主管部门要引导并鼓励企业加强ESG建设, 各利益相关方发挥监督作用, 优化资源配置, 提高企业财务柔性水平, 助力企业高质量发展。

## 关键词

ESG表现, 财务柔性, 融资约束, 信息透明度

# Research on the Impact of Corporate ESG Performance on Corporate Financial Flexibility

Yunyun Hao

School of Management, Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: Jun. 3<sup>rd</sup>, 2024; accepted: Jul. 9<sup>th</sup>, 2024; published: Aug. 19<sup>th</sup>, 2024

## Abstract

Based on the data of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2013 to 2022, this paper uses the panel regression effect to construct a multiple linear regression model to investigate the impact of corporate ESG performance on corporate financial flexibility and the transmis-

sion mechanism. The results show that ESG performance has a significant positive impact on the level of corporate financial flexibility, that is, the better the ESG performance, the higher the level of corporate financial flexibility, and it is more significant in state-owned enterprises and enterprises in non-eastern regions. In terms of specific transmission paths, ESG performance mainly improves the financial flexibility of enterprises through channel mechanisms that alleviate financing constraints and improve information transparency. In view of this, enterprises should strive to improve their ESG performance, government authorities should guide and encourage enterprises to strengthen ESG construction, and all stakeholders should play a supervisory role, optimize resource allocation, improve the level of financial flexibility of enterprises, and help enterprises develop with high quality.

## Keywords

ESG Performance, Financial Flexibility, Financing Constraints, Information Transparency

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

党的二十大报告指出，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。习总书记还指出，经济高质量发展，要始终践行“创新，协调，绿色，开放，共享”的发展理念。而提升企业在环境、社会及治理(以下简称 ESG)方面的表现，对于贯彻上述发展理念，构建我国经济“双循环”的新发展格局和实现“双碳”目标的国家战略具有重要意义，ESG 愈发成为企业乃至国家关注的重点。近年来，百年未有之大变局加速演进，VUCA (多变 volatility、不确定性 uncertainty、复 complexity、模糊 ambiguity) 成为极具鲜明的时代特征，稳定的外部环境成为当下稀缺的资源，外部环境的不确定性对企业运营管理提出了更高的要求，企业亟需提高灵活应变能力，这一适应性能力在财务方面的直接体现即是财务柔性。

在现有的文献中，关于 ESG 研究，已取得了丰硕的成果。良好的 ESG 表现能显著提高企业的财务绩效，帮助降低企业市场风险[1]。ESG 表现良好的企业将获得更好的市场美誉 [2]，降低企业的权益资本成本和债务成本[3]，缓解企业融资约束[4]、规避管理层自利行为[5]，减少非效率投资行为[6]，提升企业创新绩效[7]，推动企业加速绿色转型进程[8]，提高企业全要素生产率[9]等优势。财务柔性反映了企业处理不确定性、管控财务风险、整合资源、优化财务决策路径的综合能力[10]。维持较高的财务柔性水平有助于强化并完善资金链管理和保护机制，是应对外部环境不确定性和规避潜在风险的有效方式[11]。财务柔性储备为企业提供了超额现金流并增强了其债务筹资能力，有助于企业更好应对外在不利冲击，提振管理层信心。保持一定的财务柔性并不只是企业的短期行为，更应作为长期的战略决策贯彻落实[12]。

在外部环境复杂多变的当下，ESG 理念与高质量发展的要求高度契合，践行 ESG 理念不仅有助于宏观经济行稳致远，更有利于企业在复杂多变环境中可持续健康发展，因此 ESG 表现可能是影响企业财务柔性的重要因素。不过，在不确定因素较多的背景下，ESG 表现对企业财务柔性具体有怎样的影响？通过何种机制实现？这需要深入研究。

本文可能具有以下边际贡献：(1) 基于柔性视角，考察企业 ESG 表现如何影响企业财务，为企业提高财务水平、充分释放财务活力提供理论借鉴，丰富了 ESG 表现经济后果的相关文献。(2) 从 ESG 表现层面拓展了财务柔性影响因素的相关研究。从融资约束、信息透明度两个维度对 ESG 表现影响财务柔性

的作用机制进行解析，一定程度上打开了企业 ESG 表现影响企业财务能力的黑箱。

## 2. 理论分析与研究假设

如果企业拥有良好的 ESG 表现,那就可以降低企业面临的风险,增强其适应变化和应对挑战的能力,同时也有助于建立良好的声誉和关系,为企业的可持续发展提供支持,对企业财务柔性水平具有增强效应。例如,企业在环保方面的投入会影响其成本结构,这不仅减少对能源的依赖,也与当前的绿色发展目标一致,这在影响其盈利能力同时,可能会对企业财务柔性水平具有增强作用; ESG 表现好的企业通常拥有更高的品牌价值和声誉。这种声誉可以增强客户忠诚度、提高市场份额,并可能吸引更多的合作伙伴和供应商,这使得企业在市场波动时保持稳定的收入,增加其财务柔性。同时, ESG 因素也影响企业的运营效率。例如,环境友好的生产方式可能降低能源消耗和废物处理成本,从而提高企业的盈利能力。此外,关注员工权益和福利的企业可能拥有更高的员工满意度和更低的员工流失率,这也有助于提高运营效率,这些有助于增强企业的财务柔性。此外, ESG 表现好的企业通常被视为更可靠、更有前途的投资选择,更容易吸引投资者和债权人的关注。这使得企业拥有更低的融资成本、更广泛的融资渠道和更高的资本筹集能力。因此,当企业需要资金来应对紧急情况或抓住市场机会时,其财务柔性就会得到增强。基于上述分析,本文提出假设 1:

假设 1: 企业 ESG 表现对财务柔性呈现显著正向作用。

企业在遭受不利事件冲击时,融资渠道越丰富,融资门槛与融资成本越低,企业将有充足的资金用于周转和支配,可以减轻不利冲击造成的损失并防范不良状况恶化,即融资能力有助于企业提高财务柔性水平。由于融资约束难题普遍存在企业之中,妨碍了财务柔性水平的提升。而 ESG (环境、社会和治理)表现可以在一定程度上缓解企业的融资约束。ESG 表现良好的企业通常被视为具有更高的信誉和形象,这有助于企业获取更多利益相关者的信任和支持,这使得企业获取融资的渠道和融资能力也会相应增强,从而缓解融资约束。同时, ESG 表现良好的企业往往被投资者视为具有更低的风险和更高的稳定性,因此愿意以更低的利率提供资金。降低融资成本有助于企业以更低的成本筹集资金,满足其投资、生产和经营等方面的需求。此外,良好的 ESG 表现能够增强企业与客户、供应商之间的信任度与话语权,能够在经营活动中占据主导地位,为其从产业链上下游获取商业信用融资提供便利。基于上述分析,本文提出假设 2:

假设 2: 企业 ESG 表现通过缓解企业融资约束正向影响财务柔性水平。

首先,基于信息不对称理论,良好的 ESG 表现表明企业向外界传递了较高质量的经营信息降低了企业与外界的信息不对称程度, ESG 中的“治理”部分显示了一个健全的治理体系通常包括透明、公正的决策流程和及时、准确的信息披露,这都有助于提高信息透明度,确保投资者和其他利益相关者能够获得准确、及时的财务信息。同时,基于利益相关者理论, ESG 表现良好的企业通常被认为在环境、社会和治理方面表现优秀,这有助于增强投资者、消费者和其他利益相关者的信任,促使企业更加积极地提高信息的透明度,以满足利益相关者的信息需求,使得企业在保持稳定的投资来源,增加其财务柔性。此外,基于信号传递理论,一个关注 ESG 表现的企业通常也会关注其长期发展和社会责任,在这种情况下,企业会提高信息透明度更好地展示企业的财务状况和经营成果,从而吸引更多的投资者和合作伙伴,有助于增强企业现金流。基于上述分析,本文提出假设 3:

假设 3: 企业 ESG 表现通过提高信息透明度正向影响财务柔性水平。

## 3. 研究设计

### 3.1. 样本选取与数据来源

本文选取 2013~2022 年沪深 A 股上市公司的数据作为初始研究样本。为了避免相关性的影响,确保

研究的可信度，对数据进行了以下筛选：(1) 根据资产结构的不同，剔除金融行业相关上市公司；(2) 剔除 2013~2022 年期间被执行 ST 或 \*ST 的上市公司；(3) 剔除样本期间数据异常和数据不完整的上市公司，剔除两端 1% 的极端值。最终，本文得到 2013~2022 年间 23,420 个数据观测值。本文所需要所有样本数据均来自 CSMAR 数据库和 Wind 数据库，并使用 Stata 进行计量分析。

### 3.2. 变量定义

#### 1. 被解释变量：

财务柔性(FF)。本文借鉴曾爱民等(2013) [13]的度量方法，采用多指标结合的方法来度量财务柔性。计算公式为：

财务柔性 = 现金柔性 + 负债融资柔性 = (企业现金比率 - 行业平均现金比率) + Max (0, 行业平均负债比率 - 企业负债比率)

#### 2. 解释变量：

企业 ESG 表现(ESG)。本研究选取华证 ESG 评级数据作为企业 ESG 表现的代理变量。华证 ESG 评价数据具有贴近中国市场、覆盖范围广泛、时效性强等特点，其通过环境、社会责任、公司治理 3 个一级指标及下设的 14 个二级指标、26 个三级指标计算得到对企业 ESG 表现的整体评估指标，参考方先明和胡丁(2023) [7]操作方式将 ESG 表现分为 9 个级别(分别为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C)。将最低级——C 赋值为 1，此后每个等级依次加 1，到最高级——AAA 赋值为 9 的赋值方法，来量化企业当年的 ESG 表现。

#### 3. 中介变量：

融资约束(KZ)。本文参考魏志华等(2014) [14]的计算方法符合中国市场实际的 KZ 指数，KZ 数值越大，意味着企业面临的融资约束程度越高。

信息透明度(TRANS)。借鉴辛清泉等(2014) [15]所建立的以盈余质量指标、信息披露考评分值、分析师跟踪人数、分析师盈余预测准确性和当年所聘事务所是否为“四大”五个指标为基础，经计算后得到的综合指标来度量信息透明度(TRANS)。

#### 4. 控制变量：

参照以往研究，选择企业规模(Size)、资产收益率(ROA)、营业收入增长率(Growth)、企业上市年限(ListAge)、TobinQ 和第一大股东持股比例(TOP1)作为控制变量。同时加入年份(Year)和行业虚拟变量(Ind)。具体变量定义见表 1 所示。

**Table 1.** Variable definition

**表 1.** 变量定义

变量类型	变量名称	变量代码	变量说明
被解释变量	财务柔性	FF	现金柔性 + 财务柔性
解释变量	ESG 表现	ESG	华证 ESG 评级，按 AAA-C 从高到低赋分 9-1
中介变量	融资约束	KZ	KZ 指数
	信息透明度	TRANS	由信息披露考评分值、分析师跟踪人数等五个指标计算而来
控制变量	企业规模	Size	公司总资产的自然对数
	资产收益率	ROA	净利润与总资产的比值
	成长性	Growth	营业收入增长率

续表

企业上市年限	ListAge	Ln(当面年份 - 公司成立年份 + 1)
企业价值	TobinQ	(流通股市值 + 非流通股股份数 × 每股净资产 + 负债账面价值)/总资产
第一大股东持股比例	TOP1	持股比例最多者股权占全部股权的比例
行业	Industry	虚拟变量
年份	year	虚拟变量

### 3.3. 模型设定

为检验 ESG 表现与企业财务柔性之间的关系机理，本文设定如下模型进行检验：

$$FF_{i,t} = \alpha + \beta ESG_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t}$$

其中，财务柔性  $FF_{i,t}$  为被解释变量， $ESG_{i,t}$  表现为解释变量， $Controls_{i,t}$  为前述控制变量， $Year$  和  $Industry$  代表年度和行业的固定效应， $\varepsilon_{i,t}$  为基准模型中的随机误差项。在基准回归模型中，核心解释变量  $ESG_{i,t}$  的回归系数  $\beta$  是本文研究关注的重心，该系数解释的是 ESG 表现对企业财务柔性的影响。若  $\beta$  显著为正，则表示企业 ESG 表现的提高有助于促进企业财务柔性的提升。

## 4. 实证结果分析

### 4.1. 描述性统计

Table 2. Descriptive statistics

表 2. 描述性统计

变量	Obs	Mean	SD	Min	Median	Max
FF	23,420	0.072	0.187	-0.271	0.024	0.853
ESG	23,420	4.219	1.063	1.000	4.000	8.000
KZ	23,420	0.549	2.315	-11.331	0.820	11.339
TRANS	23,420	0.323	0.195	0.005	0.302	1.000
Size	23,420	22.384	1.302	19.585	22.192	26.452
ROA	23,420	0.057	0.045	0.000	0.047	0.247
Growth	23,419	0.191	0.397	-0.658	0.120	4.124
ListAge	23,420	2.175	0.793	0.693	2.303	3.401
TobinQ	23,420	2.078	1.381	0.802	1.648	15.607
TOP1	23,420	34.514	14.772	8.020	32.423	75.525

表 2 描述性统计报告变量的描述性统计结果。按照样本筛序方式和数据清洗方法后，共留下 2341 条公司 - 年份观测值。企业 ESG 表现(ESG)平均值与中位数分别为 4.219 和 4.000，标准差为 1.063，说明样本公司在企业 ESG 表现存在较大的差异，大部分企业良好 ESG 表现仍有较大的提升空间。财务柔性(FF)指标的最大值、最小值分别是 0.853、-0.271，以及标准差为 0.187。最大值与最小值之间差距这表明各个上市公司之间的财务柔性水平是很离

散的，存在非常明显的高低水平之间的差距，为本文的研究提供了有力的数据支持。其他变量指标参考既有文献标准都是处在合理范围之内。

## 4.2. 基准回归分析

企业 ESG 表现对财务柔性直接影响的回归结果见表 3 所列示，其中，列(1)仅纳入了 ESG 表现这个核心解释变量，列(2)在列(1)的基础上进一步考虑了行业固定效应和时间固定效应，列(3)在列(2)的基础上加入了本研究所选取的相关的控制变量，根据逐步回归的结果显示，无论是否加入控制变量、时间效应和与行业效应的前后，企业 ESG 表现(ESG)的回归系数均为正，且都在 1% 置信水平上显著，这说明企业 ESG 表现提升了此财务柔性，支持了研究假说 1。

**Table 3.** Reference regression

**表 3.** 基准回归

变量	(1) FF	(2) FF	(3) FF
ESG	0.008*** (7.005)	0.009*** (7.597)	0.013*** (12.159)
Size			-0.053*** (-46.426)
ROA			1.222*** (38.967)
Growth			-0.054*** (-16.124)
ListAge			-0.018*** (-10.120)
TobinQ			0.004*** (3.659)
TOP1			0.001*** (7.846)
_cons	0.038*** (7.590)	0.036*** (7.204)	1.145*** (47.572)
Industry	No	Yes	Yes
year	No	Yes	Yes
N	23420	23420	23420
R <sup>2</sup>	0.002	0.005	0.236

注：括号中为经企业层面聚类调整的 t 值，\*\*\*、\*\*和\*表示在 1%、5%和 10%水平上显著，下同。

## 4.3. 稳健性检验

为了进一步检验本研究的企业 ESG 表现对财务柔性直接影响结果的可靠性与稳健性，本研究主要运用以下两种方法进行稳健性检验。

1. 滞后期回归。考虑到信息的传递的影响或者由于 ESG 投资活动需要一定的周期性，企业 ESG 表现对财务柔性的反应可能是滞后的，也可能是企业同期的财务柔性储备会提高企业的 ESG 表现，由此会导致反向因果的可能性。为了测试滞后影响并排除可能的反向因果，本文进一步将核心解释变量滞后一

至三期进行回归。回归结果如表 4 中的(1)列(2)列(3)列所示,所有滞后期的企业 ESG 评级的系数在 1%的水平下均显著为正,由此证实本文的结论对不同滞后周期都是稳健的,而且不太可能源于反向因果。

**Table 4.** Lag one to three regressions

**表 4.** 滞后一至三期回归

	(1) FF	(2) FF	(3) FF
L.ESG	0.011*** (9.781)		
L2.ESG		0.011*** (8.686)	
L3.ESG			0.012*** (8.570)
Controls	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes
year	Yes	Yes	Yes
N	17,550.000	14,619.000	12,059.000
R <sup>2</sup>	0.229	0.223	0.225

2. 考虑多种固定效应。在本文基准回归中,只是控制了行业和时间固定效应,为了检验结果的稳健性,在稳健性检验中,加入了控制时间 \* 行业固定效应和个体加上时间双向固定效应的回归。回归结果如表 5 所示,财务柔性的系数均在 1%水平上显著为负,再次验证了本文实证结果的稳健性。

**Table 5.** Control time \* Industry fixed effect and bidirectional fixed effect results

**表 5.** 控制时间 \* 行业固定效应和双向固定效应的结果

	(1) FF	(2) FF
ESG	0.014*** (12.366)	0.003*** (3.396)
Controls	Yes	Yes
Industry * Year	Yes	No
Year	No	Yes
Individual	No	Yes
N	23,412	22,934
R <sup>2</sup>	0.236	0.688

## 5. 机制检验与分析

上文中的基准回归以及一系列稳健性检验的结果表明,企业 ESG 表现能够显著提升财务柔性水平,即证明了企业 ESG 表现能够财务柔性水平的观点。进一步,为了检验企业 ESG 表现能否通过融资约束和信息透明度两个渠道来影响企业财务柔性,本部分将从融资约束和信息透明度这两条可能的传导路径

加以验证。参考已有的方法，构建如下中介效应模型进行机制检验：

$$FF_{i,t} = \alpha + \beta ESG_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t}$$

$$KZ_{i,t} (TRANS_{i,t}) = \alpha_0 + \beta_0 ESG_{i,t} + \gamma_0 Controls_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t}$$

$$FF_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 ESG_{i,t} + KZ_{i,t} (TRANS_{i,t}) + \gamma_1 Controls_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

### 5.1. 融资约束机制检验

由表 6 列(1)可知，KZ 的系数均在 1%水平上显著为负，表明企业 ESG 表现与企业融资约束显著负相关，说明企业 ESG 表现越好，企业面临的融资约束就越小。表 6 列(2)将企业 ESG 表现和融资约束纳入对财务柔性影响的回归模型中，系数为 0.002，在 5%的水平上显著，这结果表明，融资约束在企业 ESG 表现和财务柔性的关系中具有部分中介作用，即企业 ESG 表现越好，企业面临的融资约束就越小，从而企业财务柔性水平越高。综上，企业 ESG 表现通过缓解企业融资约束对企业财务柔性发挥正向作用。支持假设 2。

**Table 6.** Corporate ESG performance, financing constraints and financial flexibility  
**表 6.** 企业 ESG 表现、融资约束与财务柔性

	(1) KZ	(2) FF
ESG	-0.160*** (-14.248)	0.002** (2.482)
KZ		-0.070*** (-109.856)
Controls	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes
year	Yes	Yes
N	23,419	23,419
R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup>

### 5.2. 信息透明度机制检验

由表 7 列(1)可知，TRANS 的系数均在 1%水平上显著为正，表明企业 ESG 表现与信息透明度显著正相关，说明企业 ESG 表现越好，企业的信息透明度就越高。表 6 列(2)将企业 ESG 表现和信息透明度纳入对财务柔性影响的回归模型中，系数为 0.013，在 1%的水平上显著，这结果表明，信息透明度在企业 ESG 表现和财务柔性的关系中具有部分中介作用，即企业 ESG 表现越好，企业的信息透明度就越高，从而企业财务柔性水平越高。综上，企业 ESG 表现通过增强信息透明度对企业财务柔性发挥正向作用。支持假设 3。

## 6. 异质性分析与讨论

上述研究表明，企业 ESG 表现确实能够提高财务柔性水平，在渠道传导机制研究上发现，ESG 表现通过从融资约束和信息透明度两条渠道路径促进了企业韧性提升。鉴于企业所处地区的不同和产权性质的不同可能导致企业 ESG 表现对财务柔性的影响产生差异，基于此，本文进一步从上述两方面进行异质



**Table 7.** Corporate ESG performance, information transparency, and financial flexibility  
**表 7.** 企业 ESG 表现、信息透明度、财务柔性

	(1) TRANS	(2) FF
ESG	0.026*** (26.242)	0.013*** (11.447)
TRANS		0.022*** (3.011)
Controls	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes
year	Yes	Yes
N	23,419.000	23,419.000
R <sup>2</sup>	0.431	0.236

性的分组检验来发现存其中在的影响差异性。

1. 企业地区的异质性分析。在模型(1)的基础上,参考以往的研究,根据企业所处的地区的不同,把企业划分为东部地区企业和非东部地区企业进行分组回归,其结果如表 8 所示。第(1)和(2)列中企业样本中核心解释变量 ESG 回归系数值均显著为正,可以解释为,不论是东部企业还是非东部企业,ESG 表现都能够显著提高企业财务柔性水平。为此,本文采用费舍尔组合检验法进行组间回归系数的差异性检验,Bootstrap 抽样次数设定为 500 次,结果如表 8 所示,从统计检验结果来看,ESG 表现对企业财务柔性的促进作用在东部企业和非东部企业之间是存在显著的组间差异。从核心解释变量 ESG 的回归系数差值的显著性,以及费舍尔组合检验的 P 值来看,ESG 表现对非东部财务柔性的提升效应要强于东部企业。这可能的解释是,非东部企业一般面临的融资约束小,信息透明度较高,故在非东部地区中企业 ESG 表现对财务柔性的促进效果更好。

**Table 8.** Heterogeneity test 1  
**表 8.** 异质性检验 1

	(1) 东部地区 FF	(2) 非东部地区 FF
ESG	0.011*** (8.322)	0.017*** (9.074)
费舍尔检验		0.002**
Controls	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
N	16821.000	6593.000
R <sup>2</sup>	0.234	0.257

2. 企业产权性质的异质性分析。在模型(1)的基础上,参考以往的研究,根据企业所处的地区的不同,把企业划分为国有企业和非国有企业进行分组回归,其结果如表 9 所示。第(1)和(2)列中企业样本中核心

解释变量 ESG 回归系数值均显著为正，可以解释为，不论是国有企业还是非国有企业，ESG 表现都能够显著提高企业财务柔性水平。为此，本文采用费舍尔组合检验法进行组间回归系数的差异性检验，Bootstrap 抽样次数设定为 500 次，结果如表 9 所示，从统计检验结果来看，ESG 表现对企业财务柔性的促进作用在国有企业和非国有企业之间是存在显著的组间差异。从核心解释变量 ESG 的回归系数差值的显著性，以及费舍尔组合检验的 P 值来看，ESG 表现对国有企业财务柔性的提升效应要强于非国有企业。这可能的解释是，国有企业规模较大，拥有充足的人才储备，在市场中更容易获得资源，与政府有比较密切的联系，由此一般面临的融资约束小，信息透明度较高，故在国有中企业 ESG 表现对财务柔性的促进效果更好。

**Table 9.** Heterogeneity test 2  
**表 9.** 异质性检验 2

	(1) 国有企业 FF	(2) 非国有企业 FF
ESG	0.014*** (8.621)	0.011*** (7.885)
费舍尔检验		0.060*
Controls	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
N	8092.000	14809.000
R <sup>2</sup>	0.239	0.238

## 7. 研究结论与启示

本文以研究 ESG 表现对企业财务柔性的影响，得到以下主要研究结论：首先，ESG 实践是可持续发展理念在微观企业的投射，在高质量发展的背景下，ESG 理念有助于树立企业走可持续发展道路，提高企业对环境不确定性的适应能力，使得企业提高财务柔性水平面对复杂多变的外部环境。本文采用 2013~2022 年我国 A 股上市企业数据为样本，选取华证 ESG 评级等级作为企业 ESG 表现的量化，通过现金柔性 with 负债柔性之和衡量企业财务柔性，理论分析并实证检验了企业 ESG 表现对企业财务柔性的因果关系。研究发现，企业 ESG 表现有助于提高企业财务柔性水平，在进行了一系列稳健性检验后依然成立。企业 ESG 表现通过缓解融资约束和提高信息透明度两条路径增强企业财务柔性。异质性分析发现，企业 ESG 表现对财务柔性的提升作用在国有企业、非国有企业以及东部地区和非东部地区分样本会产生显著的组间差异。

根据上述结论，得到了以下启示：

第一，企业需积极践行绿色可持续发展理念，努力提升自身 ESG 表现，增强企业财务柔性以应对外界的不利冲击，非国有企业与东部地区企业尤甚。企业应加强环境保护、社会责任承担以及公司治理结构优化等方面的管理与投入，助推产业结构全面优化升级和经济绿色转型。在环境保护方面，可以从减少污染排放、提高自然资源与能源利用效率、加强环保产品研发、提升绿色创新效率和培养环保人才等方面实现清洁生产；在社会责任的承担方面，应当在健康与安全、人力资源发展、社区关系以及供应链关系等方面发力；在公司治理结构优化中，重点关注公司治理结构、股东和管理层关系、信息披露质量和

商业道德等方面。

第二，政府与企业应分别采取措施缓解企业融资约束，降低其对财务柔性的负面影响。一是通过设立专门的创业基金，为受融资约束的企业提供资金支持，帮助企业渡过危机；二是改善市场环境，降低融资成本，简化融资程序和提高融资渠道的畅通性，为企业提供更多融资选择和机会。通过这些措施帮助企业克服融资约束提升竞争力。此外，企业自身也可以采取一些策略应对融资约束，如寻找多种融资渠道，如银行贷款、股权融资、风险投资等，以降低融资风险和成本，并增加融资的机会；通过提高产品质量、降低成本、拓展市场等方式，提高盈利能力，从而提升自有资金的积累和内部融资能力。

第三，企业应充分认识并重视财务柔性的资源支撑功能，努力激发财务活力、挖掘财务价值。企业可以通过灵活的资金管理和财务策略，实现资源的最优配置和风险的有效控制；通过精细的财务规划和预测，提高财务决策的准确性和迅速性；通过财务创新与优化来提高资金利用效率和盈利能力，培育自身的竞争优势，推动企业高质量发展。

## 参考文献

- [1] 伊凌雪, 蒋艺翘, 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[J]. 南方经济, 2022(10): 93-110.
- [2] 王积田, 马珊, 田博傲. ESG 表现与股价崩盘风险——基于投资者情绪与高管过度自信的调节作用[J]. 金融发展研究, 2022(10): 65-72.
- [3] 邱牧远, 殷红. 生态文明建设背景下企业 ESG 表现与融资成本[J]. 数量经济技术经济研究, 2019, 36(3): 108-123.
- [4] 谢红军, 吕雪. 负责任的国际投资: ESG 与中国 OFDI [J]. 经济研究, 2022, 57(3): 83-99.
- [5] 潘海英, 朱忆丹, 新夫. ESG 表现与企业金融化——内外监管双“管”齐下的调节效应[J]. 南京审计大学学报, 2022, 19(2): 60-69.
- [6] 高杰英, 褚冬晓, 廉永辉, 郑君. 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.
- [7] 方先明, 胡丁. 企业 ESG 表现与创新——来自 A 股上市公司的证据[J]. 经济研究, 2023, 58(2): 91-106.
- [8] 胡洁, 韩一鸣, 钟咏. 企业数字化转型如何影响企业 ESG 表现——来自中国上市公司的证据[J]. 产业经济评论, 2023(1): 105-123.
- [9] 符加林, 黄晓红. 企业 ESG 表现如何影响企业全要素生产率? [J]. 经济经纬, 2023, 40(3): 108-117.
- [10] Gamba, A. and Triantis, A. (2008) The Value of Financial Flexibility. *The Journal of Finance*, 63, 2263-2296. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01397.x>
- [11] 王爱群, 唐文萍. 环境不确定性对财务柔性与企业成长性关系的影响研究[J]. 中国软科学, 2017(3): 186-192.
- [12] 肖忠意, 林琳, 陈志英, 许定宝. 财务柔性能力与中国上市公司持续性创新——兼论协调创新效应与自适应效应[J]. 统计研究, 2020, 37(5): 82-93.
- [13] 曾爱民, 张纯, 魏志华. 金融危机冲击、财务柔性储备与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理世界, 2013(4): 107-120.
- [14] 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.
- [15] 辛清泉, 孔东民, 郝颖. 公司透明度与股价波动性[J]. 金融研究, 2014(10): 193-206.