

ESG表现对企业投资效率的影响研究

——基于企业内部管理的视角

李湘雲

扬州大学商学院, 江苏 扬州

收稿日期: 2025年5月13日; 录用日期: 2025年5月26日; 发布日期: 2025年7月8日

摘要

本文选取2011~2023年A股上市企业, 实证分析ESG表现对企业投资效率的影响。结果表明: 良好的ESG表现缓解企业非效率投资, 分为缓解过度投资和缓解投资不足; 国有、非污染或东、中部地区的企业, 其ESG表现与非效率投资的负相关关系更显著。从企业内部管理的视角进行机制检验, 结果表明: 管理层权力抑制非效率投资, 间接效应不及ESG表现对非效率投资的直接效应, 且在大型企业中的表现更为显著。

关键词

企业社会责任, 投资效率, 内部管理, 过度投资, 投资不足

Research on the Impact of ESG Performance on Enterprise Investment Efficiency

—From the Perspective of Internal Enterprise Management

Xiangyun Li

School of Business, Yangzhou University, Yangzhou Jiangsu

Received: May 13th, 2025; accepted: May 26th, 2025; published: Jul. 8th, 2025

Abstract

This paper selects A-share listed enterprises from 2011 to 2023 and empirically analyzes the impact of ESG performance on the investment efficiency of enterprises. The results show that good ESG performance alleviates inefficient investment by enterprises, which can be divided into alleviating excessive investment and alleviating insufficient investment. For state-owned, non-polluting or

enterprises in the eastern and central regions, the negative correlation between their ESG performance and inefficient investment is more significant. The mechanism test was conducted from the perspective of internal enterprise management. The results show that the indirect effect of management power in suppressing inefficient investment is less than the direct effect of ESG performance on inefficient investment, and the performance is more significant in large enterprises.

Keywords

Corporate Social Responsibility, Investment Efficiency, Internal Management, Excessive Investment, Insufficient Investment

Copyright © 2025 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

自全球共享工业化发展红利以来，经济利益与环保责任的权衡迅速成为各国关切。全球可持续发展议程应运而生。作为负责任大国，我国早在 2002 年明确企业在环境保护方面的要求，后提出“碳达峰”“碳中和”生态目标。十九大报告明确提出加快生态文明和美丽中国建设，ESG 理念逐渐在国内萌芽。2012 年联交所发布《环境、社会和管治报告指引》，要求企业定期披露 ESG 报告；2017 年始，大量优质资管机构加入 UN PRI，深入践行 ESG 理念；2022 年证监会《上市公司投资者关系管理工作指引》将目标企业 ESG 信息加入意见交换过程，强调 ESG 表现对维护投资者关系的重要性，引导企业关注非财务责任承担及社会声誉。

在国际国内环保意识趋同、政策全力贯通 ESG 理念、企业发展日趋多元化的形势下，企业 ESG 实践与资产管理者 ESG 投资联系愈加紧密，与评级机制协同，形成企业多样化的 ESG 表现。企业为提升社会形象、增强市场竞争力，需改善 ESG 表现，由此所需的 ESG 实践与投资活动相应影响资源配置决策。对现有及未来资产的配置方案决定了分配在 ESG 方面的资金流量，配置效果可获取未来预期收益的决策视为有效投资，研究常以投资效率衡量资金运用能力及投资有效程度[1]。然而，现实经济生活中，企业付诸于改善 ESG 表现的努力顾及短利或受限于客观约束，资金配置效果偏离最佳效率投资标准，往往存在过度投资或投资不足等非效率投资问题。

合理高效利用资源、改善非效率投资状况、激发长期发展势能，是企业稳健发展不可置否的努力方向。宏观环境大力助推 ESG 发展，微观企业着力提高整体投资效益，二者融合效果如何？内部治理是否作用资源配置决策，进而影响企业投资效率？是当前多数企业面临的实际问题。

因此，实证检验我国 A 股上市企业 ESG 表现对投资效率的作用效果及渠道，对改善微观经济表现、引导良性投资、打造企业可持续发展战略具有重要作用，也对政府、金融机构等加快推进 ESG 理念融入本土、构建更加健全的 ESG 投资体系、形成合理有序的市场效率投资秩序具有重要参考价值。

2. 理论分析与研究假设

2.1. 理论分析

2.1.1. 利益相关者理论

企业管理者开展经营活动不仅关注自身财务绩效对股东利益的维护，也注重利益相关者的利益需求。

良好的 ESG 表现构成企业声誉，吸引利益相关者注资，增加企业留存于内部用于寻找投资机会的资本储备，帮助企业获取有利的投资机会，提高投资效率。良好的 ESG 表现标志着企业具备绿色创新能力，吸引具有相关偏好的机构投资者，为效率投资项目提供充足资金空间[2]-[4]。同时，利益相关者的利益驱动将促使其更加关注对企业所获资金的使用去向和产出效果，以监督者的身份为企业优化资源配置施加压力，有助于提高企业投资效率。

2.1.2. 资源依赖理论

ESG 表现以评级形式公开披露，是企业对外展示非财务信息的依据，表现良好有利于优序获取关键战略资源，树立企业竞争优势。薛天航等认为良好的 ESG 表现吸引高质量英才，精进从业者就业技能，进而提高平均劳动生产率，促进企业效率投资[5]。企业在环保方面的投入转化为 ESG 表现，体现其法规遵从性与自主管理潜能，有助于获得竞争优势和战略资源，也有助于循环获取利益相关者的资金[6]。企业获得关键战略资源，有动力在发展战略的引导下将资金引向更具备战略发展意义的项目，从而逐渐减少对低产出、低效用项目的资金支持，将投入从淘汰项目转向收益型、可持续性项目，增强资金利用效率，缓解非效率投资。

2.1.3. 融资约束理论

良好的 ESG 表现展现企业责任，符合政策监管要求，有利于从政府部门获取环保补助从而提高资金的有效利用率，缓解融资约束，提高企业投资效率。企业改善 ESG 表现通过获得更多资金支持缓解融资约束，间接加快未来资本结构动态调整[7]。另一方面，当前我国关注建设“有为政府”，在社会、环境、经济可持续发展的理念下，更加注重奖惩制度建设。企业 ESG 表现作为向外界传递的一种治理成果，能够作为对政府所要求的环境监管约束的一致性评价指标。良好的 ESG 表现能表明企业的环境治理主动性与成效，在符合监管要求的基础上尽可能地规避掉相应的环境污染惩罚性费用，提高企业资金流向实际项目的比例，有助于提高企业投资效率。

2.1.4. 信息不对称理论

基于“价值投资”“长线投资”的理念，从积累长期价值的角度，投资者更关注企业的可持续发展潜力。我国对企业 ESG 信息披露的要求，已越来越多地影响着企业的实际信披行动，以社会责任报告为主要形式的披露，正在广泛影响大量的企业。ESG 表现通过信息披露等手段向社会公开企业投资潜力，有效弥补资本市场上信息不对称缺陷，完善资金供给渠道，从提高资金支持的质与量两个方面，引导优质长期资金流入绿色发展企业，支持企业项目落地，提高企业投资效率。且 ESG 表现综合反映非财务绩效，成为补充信息不对称的解决方案，信息质量的提升一定程度上可降低企业融资约束，进而提高投资效率[8]-[10]。而 ESG 表现的披露，也让企业接受市场的外部监督，ESG 表现良好的企业对外披露意愿更强，其股价所包含的信息增加，进一步缓解信息不对称，且在降低股价同步性的同时更能加强投资者投资动机，降低融资成本，强化资金支持，促使投资效率提升。

2.1.5. 委托代理理论

委托代理双方对企业发展趋势和必要措施的判断不同，会在企业资源配置上出现分歧，以增加沟通成本、难以对投资去向达成一致的形式，带来更为高昂的代理成本，不利于企业投资效率的提高。ESG 表现帮助企业所有者与管理者形成对企业环境治理的共同认知，有利于减少两者之间的代理问题，降低代理成本，抑制资金浪费，使资金有效配置到合理区域，提高投资效率。良好的 ESG 表现代表有效的企业治理机制，管理层权力受约束，代理成本降低[11]。结合信息不对称理论与委托代理理论，优秀的 ESG 表现可减少信息不对称，提高委托代理双方信任度，使因委托代理问题造成的代理成本下降[12]-[14]。常见的，ESG 表现以第三方机构评级为主，在引入第三方观点的情况下，对所有者与管理者就企业项目投资

的看法形成一定的事后评价，从而实现委托代理问题的缓释，推动领导层管理目标的统一，更有利于缓解由管理层决策不一所导致的低效问题。

2.2. 研究假设

综合理论分析结果，提出以下研究假设：

H1：良好的 ESG 表现提高企业投资效率。

从委托代理理论角度，考虑将管理层权力作企业内部治理水平的代理变量，针对机制检验，提出以下研究假设：

H2：良好的 ESG 表现通过抑制管理层权力提高企业投资效率。

3. 研究设计

3.1. 数据来源与样本选择

本文以我国 A 股上市企业为研究样本，覆盖 2011 年第 1 季度至 2023 年第 4 季度。从 Wind 数据库获取华证 ESG 评级，作为 ESG 表现的代理指标；涉及到模型所需的其他企业财务或者治理层面的变量，均来自国泰安数据库。为确保研究结果稳健性和适用性，按照以下原则进行数据处理：(1) 剔除会计年度内发生过或持续至统计截止日期依然 ST、*ST、PT 的样本；(2) 剔除上市不满一年、已退市或被暂停上市的样本；(3) 剔除金融行业样本；(4) 剔除变量缺失值及异常值。最终整理得到 3404 家上市企业 27,430 个有效样本观测值。

3.2. 变量定义与模型构建

为验证假设，构建以下基准回归模型。为尽量避免观测值在行业、年份层面上的相互影响的内生性问题，使用行业和年份双向固定效应：

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

根据非效率投资的分类，另有如下两个分组回归模型：

$$OverInv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t} + \alpha_j \cdot \sum Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$UnderInv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t} + \alpha_j \cdot \sum Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

3.2.1. 被解释变量

参考 Richardson [15]、徐倩 [16]、陈效东等 [17]、李文文等 [18]，通过构建投资回归模型，以企业实际新增投资为被解释变量，纳入影响企业投资的控制变量，残差项表示无法由这些控制变量解释的投资部分，即非效率投资，可从国泰安数据库获取。残差反映了模型的回归结果与真实数据之间的偏差：若值为正，可理解为超出标准部分，代表过度投资，即 *OverInv*；若值为负，则可理解为尚不足标准的部分，代表投资不足，即 *UnderInv*。整体绝对值越大，偏离程度越大，即投资效率越低。

3.2.2. 解释变量

为使本研究更具客观性、全面性，选取华证 ESG 评级为企业 ESG 表现的衡量指标。按照表现由差到优，华证 ESG 评级赋予受评公司“C~AAA”共 9 档评级，得分越高，被评主体 ESG 表现越好。本文对华证 ESG 评级从 C 到 AAA 级分别赋值 1~9。

3.2.3. 控制变量

参考李延喜等 [19]、卢鑫等 [20]、曹越等 [21]、高杰英等 [22]，控制变量的选取覆盖企业基本性质、内

部财务状况以及管理层治理水平三方面，更加准确全面地对投资效率进行估计。变量定义如表 1 所示。

Table 1. Variable definitions

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	非效率投资	<i>MisInv</i>	投资回归模型的残差项绝对值
	过度投资	<i>OverInv</i>	正残差项
	投资不足	<i>UnderInv</i>	负残差项的绝对值
解释变量	ESG 表现	<i>ESG</i>	华证 ESG 评级，由低至高赋值 1~9
控制变量	企业年龄	<i>Age</i>	公司上市年限=观测年度-IPO 年度
	资产规模	<i>Size</i>	年末总资产的自然对数
	财务杠杆率	<i>Lev</i>	资产负债率 = 总负债/总资产
	营业收入增长率	<i>Growth</i>	(营业收入本年本期单季度金额-营业收入上一个单季度金额)/营业收入上一个单季度金额
	资产收益率	<i>ROA</i>	净利润/总资产
	有形资产比率	<i>Tang</i>	(资产总计 - 无形资产净额 - 商誉净额)/(资产总计)
	现金流状况	<i>Cash</i>	经营活动产生的现金流量净额/总资产
	股票收益率	<i>StockYield</i>	考虑现金红利再投资的年个股回报率
	独董比例	<i>Indep</i>	独立董事数量与董事规模之比
	股权集中度	<i>Large</i>	第一大股东持股比例
	管理层薪酬	<i>MaSala</i>	董事、监事、高级管理人员薪酬(不含津贴)总数取对数

3.3. 描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果。非效率投资最小值为 0，表明存在企业实现效率投资；ESG 表现均值为 4.106，约位于华证 ESG 评级 BBB~BB 级之间，标准差为 1.027，表明样本企业 ESG 表现相对均衡；营业收入增长率的最小值与最大值差距较大，与企业经营内容、策略相关，但均值 1.184 偏低，表明多数企业经营状况欠佳，利润偏低；独董比例最小值为 0，即企业内部不存在独立董事，表明样本中有企业不满足国家关于独董比例不少于 1/3 的规定，存在不规范现象。

Table 2. Descriptive statistics

表 2. 描述性统计

变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>MisInv</i>	27,430	0.0438	0.0935	0	7.249
<i>OverInv</i>	10,712	0.0554	0.138	0	7.249
<i>UnderInv</i>	16,718	0.0363	0.0440	0	1.010
<i>ESG</i>	27,430	4.106	1.027	1	8
<i>Age</i>	27,430	11.18	6.966	2	31
<i>Size</i>	27,430	22.31	1.325	17.64	28.64
<i>Lev</i>	27,430	0.444	0.203	0.00708	0.998

续表

<i>Growth (%)</i>	27,430	1.168	57.95	-41.58	9291
<i>ROA</i>	27,430	0.0340	0.0805	-2.834	0.786
<i>Tang</i>	27,430	0.924	0.0946	0.0617	1
<i>Cash</i>	27,430	0.0488	0.0740	-0.744	0.876
<i>StockYield</i>	27,430	0.201	0.613	-0.822	14.28
<i>Indep (%)</i>	27,430	37.51	5.612	0	80
<i>Large (%)</i>	27,430	34.72	14.87	2.197	89.99
<i>MaSala</i>	27,430	15.61	0.763	11.41	19.31

4. 实证结果分析

4.1. 基准回归分析

表 3 报告了基准回归结果。ESG 表现与非效率投资的回归系数为-0.0029，在 1%水平下显著，表明良好的 ESG 表现显著提高企业投资效率，假设 H1 得到验证。分组回归模型中，ESG 表现与过度投资、投资不足的回归系数分别为-0.0052、-0.0021，均在 1%水平下显著，表明良好的 ESG 表现显著缓解过度投资与投资不足问题，假设 H1 进一步得到验证。

Table 3. Benchmark regression results

表 3. 基准回归结果

	<i>MisInv</i>	<i>OverInv</i>	<i>UnderInv</i>
<i>ESG</i>	-0.0029*** (0.0007)	-0.0052*** (0.0015)	-0.0021*** (0.0004)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	0.2632*** (0.0241)	0.3597*** (0.0479)	0.2041*** (0.0147)
<i>Industry</i>	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES
<i>F</i>	79.46	53.28	69.98
<i>adj.R²</i>	0.0472	0.0645	0.0932
<i>N</i>	27430	10712	16718

4.2. 稳健性检验

4.2.1. 替换解释变量

表 4 报告了稳健性检验结果。更改赋值规则对 C~CCC 赋值 1、B~BBB 赋值 2、A~AAA 赋值 3，其余变量保持不变。ESG 表现与非效率投资的回归系数为-0.0050，在 1%水平下显著；与过度投资、投资不足的回归系数分别为-0.0094、-0.0032，均在 1%水平下显著，即 ESG 表现对企业非效率投资、过度投资和投资不足均存在显著负向影响，与基准回归结果吻合，表明结果稳健。

4.2.2. 调整样本期

2012 年联交所发布《环境、社会及管治报告指引》，成为国内首部关于改善企业 ESG 表现的规范性

Table 4. Robustness test results
表 4. 稳健性检验结果

	替换解释变量			调整样本期			滞后变量		
	<i>MisInv</i>	<i>OverInv</i>	<i>UnderInv</i>	<i>MisInv</i>	<i>OverInv</i>	<i>UnderInv</i>	<i>MisInv</i>	<i>OverInv</i>	<i>UnderInv</i>
<i>ESG</i>	-0.0050*** (0.0015)	-0.0094*** (0.0034)	-0.0032*** (0.0008)	-0.0029*** (0.0007)	-0.0048*** (0.0015)	-0.0022*** (0.0004)			
<i>lag_ESG</i>							-0.0025*** (0.0007)	-0.0043*** (0.0016)	-0.0018*** (0.0004)
<i>Controls</i>	YES								
<i>Constant</i>	0.2694*** (0.0244)	0.3712*** (0.0483)	0.2087*** (0.0146)	0.2869*** (0.0264)	0.3752*** (0.0523)	0.2166*** (0.0166)	0.2627*** (0.0249)	0.3489*** (0.0518)	0.2143*** (0.0167)
<i>Industry</i>	YES								
<i>Year</i>	YES								
<i>F</i>	78.77	53.00	68.48	75.76	50.53	67.70	74.00	48.47	64.10
<i>adj.R²</i>	0.0471	0.0643	0.0926	0.0492	0.0640	0.1005	0.0527	0.0732	0.0940
<i>N</i>	27,430	10,712	16,718	23,743	9335	14,408	23,261	8936	14,325

文件。考虑到政策滞后性，故缩短时间窗口至 2013~2023 年。ESG 表现与非效率投资的回归系数为-0.0029，在 1%水平下显著；与过度投资、投资不足的回归系数分别为-0.0048、-0.0022，均在 1%水平下显著，即 ESG 表现对企业非效率投资、过度投资和投资不足均存在显著负向影响，与基准回归结果吻合，表明结果稳健。

4.2.3. 滞后变量

为排除反向因果，将核心解释变量滞后一期，替换当期变量进行回归。ESG 滞后项与非效率投资、过度投资、投资不足的回归系数分别为-0.0025、-0.0043、-0.0018，均在 1%水平下显著，即 ESG 表现对企业非效率投资、过度投资和投资不足均存在显著负向影响，与基准回归结果吻合，表明结果稳健。

5. 异质性分析

考虑到结果可能受产权性质、污染特征、地域分布等因素影响而存在差别，分别从企业是否国有、是否污染型、所处地区三方面开展异质性分析。表 5、表 6 报告了异质性分析结果。

Table 5. Heterogeneity analysis results 1
表 5. 异质性分析结果 1

	国有 <i>MisInv</i>	非国有 <i>MisInv</i>	污染型 <i>MisInv</i>	非污染型 <i>MisInv</i>
<i>ESG</i>	-0.0018** (0.0009)	-0.0016 (0.0010)	-0.0011 (0.0010)	-0.0039*** (0.0009)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	0.1896*** (0.0335)	0.3201*** (0.0336)	0.0000 (.)	0.2552*** (0.0297)
<i>Industry</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>F</i>	19.21	54.13	29.89	52.28
<i>adj.R²</i>	0.0376	0.0561	0.0548	0.0484
<i>N</i>	11,494	15,755	8202	19,047

Table 6. Heterogeneity analysis results 2
表 6. 异质性分析结果 2

	东北地区 <i>MisInv</i>	东部地区 <i>MisInv</i>	中部地区 <i>MisInv</i>	西部地区 <i>MisInv</i>
<i>ESG</i>	-0.0008 (0.0032)	-0.0027*** (0.0009)	-0.0043*** (0.0012)	-0.0025* (0.0015)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>constant</i>	0.3403*** (0.1009)	0.3017*** (0.0346)	0.1988*** (0.0614)	0.2355*** (0.0560)
<i>Industry</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>F</i>	11.69	55.56	15.86	8.74
<i>adj.R²</i>	0.1417	0.0527	0.0569	0.0560
<i>N</i>	1160	18,210	4019	3860

5.1. 产权异质性

相较于非国有企业，国有企业良好的 ESG 表现显著提高企业投资效率。张茂欢发现非国有企业改善 ESG 表现的目的更倾向于获得政府投资项目，而非提高企业层面的投资效率水平，可能导致以提高企业投资效率为动机而改善 ESG 表现的行为强度不足，削弱二者因果关系[23]。国有企业在我国经济体系中自觉承担社会责任，比非国有企业更加注重保障社会、推动可持续发展的功能，因此国有企业在提升 ESG 表现方面拥有更大的主动性，对提升投资效率的效果更加显著。同时，国有企业对接国有资本，具备政策支持天然优势，能直接体现政策意图，在治理机制方面也体现出国家所倡导的方向，在资源配置方面与政策对资本的引导方向基本一致，故其开展 ESG 实践的责任感更加强烈，更能发挥 ESG 表现对缓解非效率投资的作用。

5.2. 污染异质性

相较于污染型企业，非污染型企业的 ESG 表现对非效率投资具有显著负向影响。张茂欢提出，投资者向污染型企业注资时，对其环境治理、社会责任方面的敏感性偏弱[23]。从环境维度分析，为满足环保法规要求，污染型企业需要投入大量资金治理污染、处理废弃物及修复环境，环境治理成本高昂，而非污染型企业通常无需承担高额的环境治理成本，可将更多资源投向核心业务和创新项目，从而提高投资效率。从社会维度分析，非污染型企业更易向社会公众树立环保、品牌形象，增强对社会资源的吸纳能力，提升投资项目的运作效率。

5.3. 地区异质性

对于东、中部地区的企业，ESG 表现与非效率投资的回归系数均显著为负，即良好的 ESG 表现显著提高企业投资效率，西部地区效果稍差。对于东北地区的企业，良好的 ESG 表现对企业投资效率不具有显著影响。

我国根据区域经济发展联动性、差异性，以及地理位置的区别，作东北、东部、中部、西部等经济区的划分，区域间具有明显经济特征。东部地区整体资源丰富、信息网输送快捷，包含我国大部分经济重心、政治重心与文化重心，政策落实有深度，投融资市场发展快速，企业整体 ESG 理念强烈，也更重视

ESG 表现与企业投资效率之间的关系。随着先富带后富、共同富裕进程，中部地区受东部地区经济优势辐射，政策、资源等方面倾向东部地区，由此继承东部地区经济发展特色，加之中部地区产业崛起，ESG 表现改善非效率投资的程度更强。西部地区由于涵盖国内多数贫穷区域，资金劣势明显，存在严重投资不足问题，ESG 表现的改善在缓解投资不足问题上发力更深。东北地区多重污染型产业，一定程度上与污染异质性结论相符。

6. 机制检验

为从管理层视角检验 ESG 表现影响企业投资效率的作用机制，以管理层权力为中介变量。表 7 展现了管理层权力的五项指标，进行主成分分析，合成综合指标(Power)，以成分累积贡献程度高于 85%为优，所得的综合指标管理层权力 Power 值越大，则管理层权力越大。

Table 7. Variable definitions of management power

表 7. 管理层权力的变量定义

变量名称	变量代码	变量说明
两职合一	<i>Dual</i>	董事会与管理层两职合一，管理层权力较大， <i>Dual</i> 取 1，否则取 0
董事会规模	<i>Board</i>	董事数量越多，决策越困难，管理层权力越大
内部董事比例	<i>Inter</i>	内部董事数量占董事数量之比越大，管理层权力越大
股权制衡度	<i>Balance</i>	第 2~5 大股东持股比例/第一大股东持股比例越大，管理层权力越大
管理层持股	<i>Mngmhdn</i>	比例越大，管理层权力越大

表 8 报告了机制检验结果。ESG 表现与管理层权力的回归系数为-0.0073，在 1%水平下显著，表明 ESG 表现对管理层权力具有显著负向影响。将解释变量、中介变量对被解释变量进行分析，可得 ESG 表现与非效率投资、过度投资、投资不足的回归系数均在 1%水平下显著；管理层权力与非效率投资、过度投资的系数为负，与投资不足的系数为正，表明 ESG 表现通过影响管理层权力而作用于企业投资效率的渠道有所差异：良好的 ESG 表现抑制管理层权力扩张，管理层权力受制会加剧非效率投资与过度投资问题，与研究假设 H2 有所出入。

Table 8. Mechanism test results

表 8. 机制检验结果

	<i>Power</i>	<i>MisInv</i>	<i>OverInv</i>	<i>UnderInv</i>
<i>ESG</i>	-0.0073*** (0.0028)	-0.0027*** (0.0006)	-0.0043*** (0.0013)	-0.0022*** (0.0004)
<i>Power</i>		-0.0037* (0.0019)	-0.0078* (0.0040)	0.0004 (0.0010)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	1.3766*** (0.1544)	0.2711*** (0.0242)	0.3811*** (0.0491)	0.2028*** (0.0140)
<i>Industry</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>F</i>	30.38	72.78	49.97	58.98
<i>adj.R²</i>	0.7281	0.0483	0.0686	0.0923
<i>N</i>	25,969	25,969	10,162	15,808

分析其中原因,可能在于目前企业管理层治理改革,薪酬激励、股权激励、人才引进等机制下的管理层权力与管理效率倾向正相关,若管理层权力受制,将影响企业英才对合理投资项目的决策,导致非效率投资加剧。根据陈志斌和汪官镇,管理层权力包含 CEO 自由裁量权,在一定范围内能提高企业投资效率[24]。对于过度投资,直接效应强于间接效应,总效应为负;管理层权力受制对投资不足问题不具有显著影响,总效应表现为良好的 ESG 表现缓解投资不足。ESG 表现提高企业投资效率,管理层权力发挥遮掩作用,假设 H2 一定程度上得到验证。

为了进一步探究影响管理层权力发挥机制作用的因素,考虑到企业规模对企业管理层权力的集中度要求不同,从是否为大型企业的角度分析机制检验的内部机理。以样本企业规模的平均值为准,若企业规模大于平均值,则视为大型企业(*Large*),反之则视为小型企业。多数大型企业存在跨区域经营的特征,有着更为复杂的治理结构,对内部管理层权力的要求更高,且对于社会环境责任的承担也更加积极有为。当前,对于大型企业的管理常见的为逐级下达,确保各区域的决策行为一致,避免出现下级权力过度放松与分化,导致公司内部发展目标分裂,影响持续发展。因此,对于大型企业而言,管理层权力的提高意味着控制各级权力分散,对抗逐级审批过程中的损耗,帮助企业及时抓住市场机会,提高投资效率。而小型企业往往具备更为灵活的决策机制,通常管理层权力相对集中,企业重大决策的参与方数量有限,基本形成小型企业的固有特征。若小型企业 ESG 表现良好,对管理层权力的抑制效果有限,从而影响非效率投资的程度也有限。

在回归模型中纳入 ESG 表现与是否为大型企业的交互项,结果见表 9。可知,管理层权力对非效率投资的遮掩效应在大型企业中更为显著,即大型企业良好的 ESG 表现可抑制管理层权力,破坏企业战略的一致性、协调性,加剧非效率投资,降低投资效率,尤其在过度投资方面表现明显。

Table 9. Further analysis of the mechanism test

表 9. 机制检验的进一步分析

	<i>MisInv</i>	<i>OverInv</i>	<i>UnderInv</i>
<i>ESG</i>	-0.0027*** (0.0006)	-0.0043*** (0.0013)	-0.0022 (0.0004)
<i>ESG</i> × <i>Large</i>	-0.0002** (0.0008)	-0.0004** (0.0002)	-0.00003 (0.00004)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	0.2726*** (0.241)	0.3754*** (0.0484)	0.2026*** (0.0140)
<i>Industry</i>	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES
<i>F</i>	25.81	14.44	41.47
<i>adj.R²</i>	0.0553	0.0734	0.1148
<i>N</i>	25,969	10,162	15,808

7. 研究结论与改进建议

总体上看,企业 ESG 表现与非效率投资显著负相关,即良好的 ESG 表现能够有效降低企业非效率投资,提高整体投资效率。若企业管理者付诸于改善自身在评级机构指标评价体系下 ESG 表现的行动获得相应评价方面的提高,将对于该企业在投资活动后的整体投入回报比产生积极的正向推动作用。

从非效率投资的两个不同分类角度,企业 ESG 表现与过度投资、投资不足显著负相关,即良好的 ESG 表现能够有效缓解企业内部现存的经济资源过度利用或盈余资源投资不足的问题,使得企业纠正投资活动的积极性或消极性,减少对效率投资基准的偏离程度,从而有针对性地提高企业投资效率。

从样本企业在产权性质、污染特征和地域分布方面的相对区别上看,由国家对其资本拥有所有权或控制权的企业、所处行业分类被归属于重污染型行业的企业、主要经营业务在我国东部或中部地区的企业,其 ESG 表现与非效率投资之间的负相关关系更加显著。换言之,这三类企业在改善自身 ESG 表现以达到更佳程度的最终效果,将更能有效地换取投资效率的提高,减少非必要去向的资源浪费。

从影响效果产生的内部传导路径来看,企业获取更高 ESG 评级,能够约束管理层权力的扩张;中介效应模型表明,以管理层权力为中介变量的间接影响中,管理层权力受到约束,甚至加剧企业非效率投资问题,即存在遮掩效应,尤以大型企业中更显著,该结论暂与文献不符;然而,该作用机制中的间接效应不影响总效应,ESG 表现方面的优势依旧有利于帮助企业减少非效率投资上的损耗。

根据上述研究所得出的研究结论,现对企业、政府、金融机构等提出如下措施建议。

企业应当树立起高度自觉的环保意识、社会责任担当,以及充分考虑内部治理机制的长期性,将企业稳健发展的努力方向与当前市场主推的 ESG 理念深度结合,打造绿色环保低碳的企业文化,构建先进完备的 ESG 治理框架,关注更符合可持续发展战略的 ESG 投融资活动,不断实现向 ESG 型企业的全面转化;同时,企业可以加强与政府监管部门的沟通协同,积极落实 ESG 信息披露要求,增强与 ESG 评级机构的内容沟通,强化对 ESG 评价体系的认同,并内化为企业发展宗旨,为提高企业 ESG 表现增加雄厚的储备力量。

对于企业内部治理结构以及投资活动中存在的客观问题,管理层应当建立灵敏的勘察及预警机制,能够在正常经营活动中及时发现现存的过度投资或投资不足的问题;同时需要建立及时纠偏思维,对于过度投资或投资不足问题,建立有针对性的预防、处理措施,如及时复查企业投融资流向,做到环节监督,由此做到有的放矢,及时改善非效率问题。

若企业想要建立良好社会声誉机制、提高企业整体形象,依赖评级机构的优秀评级是其方法之一。为此,企业管理者应当重视产权归属,提高国有资本控股比重,将为企业改善 ESG 表现以缓解非效率投资提供良好的资源环境;也应当加快企业绿色发展转型,减轻自身的污染性质,抑或在转型期考虑绿色低碳方向;东部、中部地区企业应当把握政策、经济、地域发展红利,着力提高 ESG 整体指标,为提高投资效率搭建便捷的环境。

从内部治理机制角度,企业应当合理控制管理层权力,提高管理团队综合素质,利用薪酬激励、股权激励、人才补贴、福利待遇等手段吸纳优质管理人才,增强投融资决策智囊团整体能力,促进优化资源配置决策,缓解非效率投资。

政府作为政策指引者与市场监管者,通过发挥公信力的效用而规范企业行为。因此,政府需要加强可持续发展相关措施的落实,强化绿色发展道路与企业发展道路的融合机制,为企业绿色转型提供便利的社会政策环境;同时,不同地域的政府部门和市场监管主体应当重视跨区域联动性,推动 ESG 政策措施跨区域落实,增强政策效果的辐射力度。

从社会整体发展视角上看,ESG 评级机构通过构建规范全面的评级指标体系,为投资者、管理者、监管者提供投资、管理、监督企业的依据,是联结实业与金融业的重要枢纽,应当加强对 ESG 评级体系的维护,不断丰富完善评级规则,并提高机构间协调沟通的能力,建立一致规范的 ESG 评级标准。

基金项目

扬州大学商学院研究生创新项目(项目编号: SXYJSCX202435)。

参考文献

- [1] 颜剩勇, 王典. “一带一路”企业社会责任、融资约束与投资效率[J]. 财经科学, 2021(2): 45-55.
- [2] Cook, K.A., Romi, A.M., Sánchez, D. and Sánchez, J.M. (2019) The Influence of Corporate Social Responsibility on Investment Efficiency and Innovation. *Journal of Business Finance & Accounting*, **46**, 494-537. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12360>
- [3] 金缦. 机构投资者的 ESG 偏好对绿色创新价值的影响[J]. 金融理论与实践, 2022(1): 65-75.
- [4] 王蓉. 企业 ESG 表现与非效率投资水平研究[J]. 企业经济, 2022, 41(6): 89-100.
- [5] 薛天航, 郭沁, 肖文. 双碳目标背景下 ESG 对企业价值的影响机理与实证研究[J]. 社会科学战线, 2022(11): 89-99, 281.
- [6] 冯勇杰, 张静娴. 上市公司绿色治理(ESG)与企业竞争地位——基于竞争战略调节效应的实证研究[J]. 商业会计, 2022(18): 19-24.
- [7] 龙海明, 欧阳佳俊. 国内企业 ESG 绩效对资本结构动态调整的影响[J]. 南方金融, 2022(12): 33-44.
- [8] Lambert, R., Leuz, C. and Verrecchia, R.E. (2007) Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, **45**, 385-420. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679x.2007.00238.x>
- [9] Anwar, R. and Malik, J.A. (2020) When Does Corporate Social Responsibility Disclosure Affect Investment Efficiency? A New Answer to an Old Question. *Sage Open*, **10**, 1-14. <https://doi.org/10.1177/2158244020931121>
- [10] 仝佳. ESG 表现、融资约束与企业价值分析[J]. 商讯, 2021(29): 89-91.
- [11] 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.
- [12] Wang, W., Yu, Y. and Li, X. (2022) ESG Performance, Auditing Quality, and Investment Efficiency: Empirical Evidence from China. *Frontiers in Psychology*, **13**, Article 948674. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.948674>
- [13] Ellili, N.O.D. (2022) Impact of ESG Disclosure and Financial Reporting Quality on Investment Efficiency. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, **22**, 1094-1111. <https://doi.org/10.1108/cg-06-2021-0209>
- [14] Hai, M., Fang, Z. and Li, Z. (2022) Does Business Group's Conscious of Social Responsibility Enhance Its Investment Efficiency? Evidence from ESG Disclosure of China's Listed Companies. *Sustainability*, **14**, Article 4817. <https://doi.org/10.3390/su14084817>
- [15] Richardson, S. (2006) Over-Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, **11**, 159-189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- [16] 徐倩. 不确定性、股权激励与非效率投资[J]. 会计研究, 2014(3): 41-48, 95.
- [17] 陈效东, 周嘉南, 黄登仕. 高管人员股权激励与公司非效率投资: 抑制或者加剧? [J]. 会计研究, 2016(7): 42-49, 96.
- [18] 李文文, 张世兴, 万琳. 终极控股股东权威与公司价值——央企上市公司与家族上市公司的比较分析[J]. 经济经纬, 2020, 37(5): 107-115.
- [19] 李延喜, 曾伟强, 马壮, 陈克兢. 外部治理环境、产权性质与上市公司投资效率[J]. 南开管理评论, 2015, 18(1): 25-36.
- [20] 卢馨, 张乐乐, 李慧敏, 丁艳平. 高管团队背景特征与投资效率——基于高管激励的调节效应研究[J]. 审计与经济研究, 2017, 32(2): 66-77.
- [21] 曹越, 辛红霞, 张卓然. 新《环境保护法》实施对重污染行业投资效率的影响[J]. 中国软科学, 2020(8): 164-173.
- [22] 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.
- [23] 张茂欢. ESG 表现对企业投资效率的影响[J]. 北方经贸, 2023(2): 100-104.
- [24] 陈志斌, 汪官镇. CEO 自由裁量权与企业投资效率[J]. 会计研究, 2020(12): 85-98.