

# ESG表现对企业价值的影响研究

李文娟

上海工程技术大学管理学院, 上海

收稿日期: 2024年1月20日; 录用日期: 2024年5月29日; 发布日期: 2024年6月6日

## 摘要

文章以我国2014~2022年A股上市公司数据为研究样本, 采用多元回归方法, 实证分析了ESG表现与企业价值的关系, 并引入融资约束和媒体关注度作为中介变量来探讨两者之间的关系。研究表明: ESG表现对企业价值具有正向促进作用, 且企业良好的ESG表现可以通过缓解融资约束和提高媒体关注度进而提高企业价值。进一步研究发现: ESG评级对企业价值有积极的影响, 并且这种积极影响对于科技企业和位于经济发达地区的企业会更加明显。本文研究对企业和投资者重视ESG理念和政府完善ESG相关措施具有一定的启示意义。

## 关键词

ESG表现, 融资约束, 媒体关注度, 企业价值

# Research on the Impact of ESG Performance on Enterprise Value

Wenjuan Li

School of Management, Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: Jan. 20<sup>th</sup>, 2024; accepted: May 29<sup>th</sup>, 2024; published: Jun. 6<sup>th</sup>, 2024

## Abstract

This paper selects the data of A-share listed companies in China from 2014 to 2022 to examine the impact of ESG performance on corporate value, and introduces financing constraints and media attention as intermediary variables to explore the relationship between the two. The research shows that ESG performance has a positive effect on enterprise value, and good ESG performance can improve enterprise value by alleviating financing constraints and increasing media attention. Further research finds that ESG rating has a positive impact on enterprise value, and this positive impact will be more obvious for technology enterprises and enterprises located in economically

developed areas. The research in this paper has certain enlightenment significance for enterprises and investors to attach importance to the concept of ESG and the government to improve the relevant measures of ESG.

## Keywords

ESG Performance, Financing Constraints, Media Attention, Enterprise Value

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, ESG 作为一种新兴的投资理念在世界范围内得到广泛的传播, 与传统的仅仅关注企业财务绩效的评价模式相比, ESG 是一种更加强调企业承担社会责任的评价模式。2023 年 7 月, 国资委发布《关于转发〈央企控股上市公司 ESG 专项报告编制研究〉的通知》, 进一步规范央企控股上市公司 ESG 信息披露工作。在可持续发展是目前全球共同追求目标的背景下, ESG 发展迎来重大机遇, 并引来越来越多投资者的关注。企业价值作为投资者较为看重的评价指标, ESG 表现对企业价值是否会产生影响、会产生怎样的影响以及通过何种渠道产生影响呢? 这激发了大量的学术研究。

目前国内的部分学者从 ESG 信息披露、ESG 表现、ESG 实践等角度对企业绿色创新、企业绩效、企业金融化等方面的影响对 ESG 问题进行研究, 研究 ESG 表现与企业价值的文章虽然较多, 但研究成果仍然存在异议。目前已有的对企业 ESG 表现与企业价值的关系的研究可分为二类。第一类观点认为企业 ESG 表现对企业价值具有消极作用。此结论源于来源于新古典主义, 认为企业在履行社会责任的同时其所付出的成本与股东利益最大化矛盾。持有这种观点的学者认为承担 ESG 责任是一个长期的过程, 风险也比较高, 对于中小企业而言, 承担 ESG 责任的成本也是比较高的, 因此 ESG 表现越好反而会降低企业的价值。第二类观点认为企业 ESG 表现对企业价值具有积极影响, 该理论观点目前占据主导地位。持有这种观点的学者认为当企业具有良好的 ESG 表现时, 其融资约束会得到一定程度的缓解、企业的经营效率会得到提高、财务风险会相应降低、吸引卓越人才并保持原告队伍的稳定性进而提升企业价值。王琳璘等[1]研究发现 ESG 表现对企业价值具有积极影响。郝毓婷等[2]发现良好的 ESG 表现可以通过降低股权融资成本进而提高企业价值。崔金瑞等[3]采用面板分位数回归和 OLS 回归进行实证分析, 研究发现企业的 ESG 表现和企业创新在企业价值位于不同分位点时呈现出不同的显著性水平。

基于目前的研究现状, 文章选取了我国 2014~2022 年 A 股上市公司数据, 实证检验 ESG 表现对企业价值的影响以及机制路径。本文的边际贡献体现在: 第一, 目前大部分文献聚焦于 ESG 表现对企业价值的直接影响, 而本文探讨了 ESG 表现对企业价值的影响的内在机理, 丰富了现有 ESG 表现引发的经济后果的相关研究; 第二, 发现了融资约束和媒体关注度对 ESG 表现与企业价值的中介作用, 并通过异质性检验, 进一步明确 ESG 提升价值所依赖的条件, 进而为利益相关方做出合理的决策提供经验。

## 2. 理论分析与研究假设

### 2.1. 企业 ESG 表现与企业价值

针对企业应当对谁负责以及应该承担什么社会责任的问题, 存在着股东至上和利益攸关者主义两大流派。几十年来, 随着政府对环境问题的日益重视和监管的日益加强, 利益攸关者主义日益盛行。利益

攸关者主义成为主流使得企业在做出决策时必须统筹兼顾股东和其他利益攸关者的诉求。但与此同时企业也在此过程中获得更多认可，为自己赢得了声誉，使企业相比于其他企业保有持续的竞争优势从而提高企业价值。虽然另一种观点认为，企业在 ESG 方面的投入成本较高，风险很大，因此会降低公司价值。但本文认为，企业进行在 ESG 方面获得的回报将远高于其所投入的成本。ESG 符合股东的长期利益，考虑了不同利益攸关者的利益，没有其他利益攸关者的要素投入和支持，企业不可能持续长久地为股东创造价值。基于以上分析，本文提出假设 1。

H1：企业 ESG 表现对企业财务价值具有正向促进作用。

## 2.2. 企业 ESG 表现、融资约束与企业价值

融资约束问题是许多企业都面临的问题，融资约束程度越强，企业及时获得足额的获取资金来进行自身的投资、经营活动的能力就越弱，其获取利益的能力将会被削弱。企业不得不因为融资约束导致的资金规模不足而放弃一些对自身有利的投资活动，甚至自身正常的经营活动也遭受影响，这会使得企业的现金流遭受影响，进而影响企业价值。尤其是在大环境低迷，经济不景气，增长乏力时，企业甚至可能因为融资约束而使得企业的资金链断裂，严重者甚至面临破产，可见融资约束对企业价值存在影响。

与大企业相比，小微企业的数量较多，其业务和发展规模都处于企业快速成长期，对资金需求量相对较大。这时企业面临的融资约束的大小对企业而言至关重要，企业必须在可选择的范围之内做出对自身最有利的决定。对于小微企业而言融资问题是一个难题，而 ESG 责任的践行是一个时间周期长，风险大且成本高的行为，对于部分企业而言其自身可能无法坚持 ESG 行为，践行 ESG 责任。如果企业在面临着较大的融资约束时仍然选择参与 ESG 活动或者加强对 ESG 的投资力度，可能会影响企业正常的经营活动，使得企业面临较大的风险，进而影响企业价值。由此，本文提出假设 2。

H2：企业良好的 ESG 表现可以通过缓解融资约束进而提高企业价值。

## 2.3. 企业 ESG 表现、媒体关注度与企业价值

近些年来，随着科学技术飞速发展，在传统媒体的基础之上新媒体不断地推陈出新，向外界传递出各种各样的信息。而企业作为市场中的个体也会不断的通过各种渠道向外界传递出自身的信息，企业信息的披露提高了媒体搜寻企业信息的效率，降低了相关成本，使得媒体更容易获得企业的信息，因此也更容易吸引媒体的关注度。此外，近些年来我国的 ESG 受到了各方的重视，我国中央企业长期以来大规模开展的社会责任建设与 ESG 内涵高度一致。可以说，ESG 是大势所趋，并成为社会可持续发展的必答题。在这样的大环境下媒体自然也会大力关注企业的 ESG 表现，当企业的 ESG 表现越好时，媒体的关注度也会更高。

媒体具有双重性质，既可以作为信息的中介渠道搭建企业与外界沟通的桥梁，另一方面媒体作为外部的监督力量对公司管理层的行为起到一定的监督约束作用。媒体关注度越高，信息的传播效率越高，在加快促进经济转型，实现双碳目标的背景下，企业会更加关注自身在环境方面的表现以满足投资者等利益相关者的期待和外部监管部门的要求，媒体作为传播媒介，服务的对象是社会大众，也更加重视环境保护方面的问题，更加倾向于报道那些在环境方面积极作为的企业，传播环境利好的信息，而 ESG 包含环境、社会与公司治理三个议题，企业公布的 ESG 信息也包含了企业在环境方面所做出的努力。企业积极对外公布 ESG 信息，表明企业的自身的经营状况和践行的社会责任非常自信，这也向投资者等利益相关者提供了更多关于企业的信息，降低投资者的信息壁垒，帮助投资者掌握更多信息进行投资决策，进而影响企业价值。由此，本文提出假设 3。

H3：企业良好的 ESG 表现可以通过提高媒体关注度进而提高企业价值。

### 3. 研究设计

#### 3.1. 数据来源

本文选取 2014~2022 年所有 A 股上市公司的数据为研究对象，并对数据进行了以下处理：第一，剔除金融类企业；第二，剔除经营管理存在问题的 ST 和\*ST 企业的样本；第三，剔除了资产负债率大于 1 的数据异常样本；第四，为减少异常值影响，对各连续变量进行 1% 的双向缩尾处理。其中，ESG 评级数据来自华证 ESG 评级数据库，其余数据均来自国泰安数据。

#### 3.2. 变量定义

##### 1) 被解释变量

本文采用总资产净利润率(ROA)来衡量企业价值。托宾 Q 值和总资产净利润率等是度量企业价值的常用指标，参考王波等[4]做法，本文选用总资产净利润率来衡量企业价值。

##### 2) 解释变量

ESG 表现(ESG)。本文选取华证开发的 ESG 评级指数衡量上市公司 ESG 表现。华证 ESG 评级的 ESG 评级均分为 9 档，将评级结果从低到高依次赋分“1~9”构建解释变量。

##### 3) 中介变量

融资约束(KZ)。本文以 KZ 指数作为测度融资约束程度的指标，企业遭遇的融资约束程度与该指标的值为正相关关系。

媒体关注度(Media)。本文参考肖作平[5]的做法，以报刊媒体报道次数加一再取自然对数后的结果衡量媒体关注度。

##### 4) 控制变量

参考陈玲芳等[6]的做法，本文选取下列指标作为本研究的控制变量，各变量的具体定义如下表 1 所示。

Table 1. Variable definition

表 1. 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	ROA	总资产净利润率	净利润/资产平均余额
解释变量	ESG	ESG 评级	华证 ESG 评级由高到低赋值 3~1
中介变量	KZ	融资约束	KZ 指数
	Media	媒体关注度	Ln(报刊媒体报道次数 + 1)
控制变量	Lev	债率资产负	负债总额/资产总额
	Size	企业规模	Ln(期末总资产)
	Gr	成长性	业务收入增长率
	Indep	独立董事比例	独立董事人数/董事总人数
	Age	公司成立年限	公司成立年限取自然对数
	Top1	第一大股东持股比重	第一大股东持股数/总股数
	SOE	产权性质	虚拟变量，0 代表非国有企业，1 代表国有企业

#### 3.3. 模型设定

文章同时控制个体和年份固定效应，建立如下回归模型研究上市公司 ESG 表现对企业价值的影响：

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_i Controls_{i,t} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,  $ROA$  代表企业价值,  $ESG$  代表企业的  $ESG$  表现,  $i$  表示企业个体,  $t$  表示年份,  $\lambda$  表示个体效应,  $\mu$  表示时间效应。

为探究融资约束和媒体关注度对企业  $ESG$  表现与企业价值关系的中介作用, 在机制分析中, 借鉴王应欢等[7]的研究, 设定如下模型并对回归系数进行检验:

$$M_{i,t} = a_0 + a_1 ESG_{i,t} + a_i Controls_{i,t} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$ROA_{i,t} = b_0 + b_1 ESG_{i,t} + b_2 M_{i,t} + b_i Controls_{i,t} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中  $M$  代表中介变量融资约束(KZ)和媒体关注度(Media), 其他变量与模型(1)保持一致。

## 4. 实证结果及分析

### 4.1. 描述性统计分析

Table 2. Descriptive statistics  
表 2. 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
$ROA$	24,685	0.040	0.064	-0.208	0.221
$ESG$	24,685	4.138	1.098	1	8
$KZ$	24,685	0.803	2.402	-11.461	11.724
$Media$	24,685	2.970	1.364	0.693	11.201
$Lev$	24,685	0.419	0.197	0.056	0.883
$Size$	24,685	22.241	1.287	19.885	26.195
$Gr$	24,685	0.344	0.885	-0.674	6.522
$Idep$	24,685	0.378	0.054	0.333	0.571
$Age$	24,685	2.020	0.946	0	3.332
$Top1$	24,685	0.332	0.146	0.084	0.743
$SOE$	24,685	0.326	0.469	0	1

由表 2 的描述性统计分析结果可知: 企业价值的均值为 0.04, 而最大值为 0.221, 可见不同类型的企业价值存在一定程度的差异, 且上市公司的企业价值水平整体偏低;  $ESG$  表现量化评分的均值为 4.138, 相当于华证  $ESG$  评级中 B 水平, 这表明上市公司所披露的  $ESG$  信息质量整体处于中等偏下水平; 融资约束(KZ)的标准差相对较大, 表明不同类型企业之间面临的融资约束程度差别较大。媒体关注度的最小值为 0.693, 最大值为 11.201, 且标准差为 1.364, 反映了企业在媒体关注度方面差异较大。其余各控制变量均在合理范围内。

### 4.2. 回归结果分析

表 3 是对主回归和对中介机制进行检验的结果。第(1)列检验了  $ESG$  表现对企业价值的影响, 由数据可知,  $ESG$  表现与企业价值正相关, 变量  $ESG$  的估计系数为 0.004, 且在 1% 的水平下显著, 这意味着企业的  $ESG$  表现越好, 企业的价值会相应地提高, 二者之间呈现出显著的正相关关系。由此, 本文的假说 1 得到了经验证据支持。

**Table 3.** Main regression analysis and mediating mechanism test  
**表 3.** 主回归分析及中介机制检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>ROA</i>	<i>KZ</i>	<i>ROA</i>	<i>Media</i>	<i>ROA</i>
<i>ESG</i>	0.004 <sup>***</sup> (7.64)	-0.066 <sup>***</sup> (-5.20)	0.003 <sup>***</sup> (6.46)	0.011 <sup>**</sup> (2.00)	0.004 <sup>***</sup> (7.52)
<i>KZ</i>			-0.012 <sup>***</sup> (-41.61)		
<i>Media</i>					0.006 <sup>***</sup> (10.94)
<i>Lev</i>	-0.144 <sup>***</sup> (-27.13)	6.872 <sup>***</sup> (47.56)	-0.062 <sup>***</sup> (-11.98)	0.013 (0.24)	-0.144 <sup>***</sup> (-27.21)
<i>Size</i>	-0.007 <sup>***</sup> (-5.14)	0.192 <sup>***</sup> (4.30)	-0.005 <sup>***</sup> (-3.77)	0.122 <sup>***</sup> (8.37)	-0.008 <sup>***</sup> (-5.66)
<i>Gr</i>	0.005 <sup>***</sup> (8.79)	-0.073 <sup>***</sup> (-4.29)	0.004 <sup>***</sup> (7.80)	0.021 <sup>***</sup> (3.11)	0.005 <sup>***</sup> (8.53)
<i>Indep</i>	-0.030 <sup>**</sup> (-2.46)	1.154 <sup>***</sup> (3.39)	-0.016 (-1.44)	0.099 (0.71)	-0.030 <sup>**</sup> (-2.50)
<i>Age</i>	-0.009 <sup>***</sup> (-6.98)	0.395 <sup>***</sup> (9.10)	-0.004 <sup>***</sup> (-3.48)	0.049 <sup>***</sup> (2.70)	-0.009 <sup>***</sup> (-7.24)
<i>Top1</i>	0.069 <sup>***</sup> (8.47)	-1.078 <sup>***</sup> (-4.58)	0.056 <sup>***</sup> (7.66)	-0.249 <sup>***</sup> (-2.66)	0.070 <sup>***</sup> (8.63)
<i>SOE</i>	-0.010 <sup>**</sup> (-3.21)	0.160 <sup>**</sup> (2.38)	-0.008 <sup>**</sup> (-2.69)	-0.070 <sup>**</sup> (-2.21)	-0.009 <sup>***</sup> (-3.05)
Constant	0.252 <sup>***</sup> (8.23)	-6.994 <sup>***</sup> (-7.07)	0.168 <sup>***</sup> (5.95)	0.167 (0.52)	0.250 <sup>***</sup> (8.17)
个体效应 $\lambda$	控制	控制	控制	控制	控制
时间效应 $\mu$	控制	控制	控制	控制	控制
N	24,246	24,246	24,246	24,246	24,246
R-squared	0.556	0.727	0.610	0.843	0.559

注：括号内数值为 t 值；\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著，下同。

第(2)至第(3)列检验了融资约束的中介效应。第(2)列是上市公司融资约束(KZ)对企业价值的回归结果，由数据可知，融资约束与企业价值负相关，这意味着企业面临的融资约束程度越高，企业的价值会相应地减少。第(3)列现实再加入中介变量融资约束后，ESG 和融资约束(KZ)均在 1% 的水平下显著，这说明企业良好的 ESG 表现可以通过缓解融资约束进而提高企业价值，本文的假说 2 得到了验证。

第(4)至第(5)列检验了媒体关注度的中介效应。第(4)列显示变量 ESG 的估计系数为 0.011，且在 5% 的水平下显著。这意味着企业的媒体关注度越高，企业的价值会相应地提高，二者之间呈现出显著的正相关关系。第(5)列显示 ESG 和媒体关注度均在 1% 的水平下正显著，这说明企业良好的 ESG 表现可以通



过提高媒体关注度进而提高企业价值，本文的假说 3 得到了验证。

通过表 3，初步证明本文的假设均成立。即：企业 ESG 表现对企业财务价值具有正向促进作用；企业良好的 ESG 表现可以通过缓解融资约束和提高媒体关注度进而提高企业价值。

### 4.3. 稳健性分析

#### 1) 缩短样本时间区间

本文剔除部分年限的样本，选择 2015~2020 年的数据进行回归。回归结果仍然显著，具体结果如下表 4 所示。

**Table 4.** Robustness test: Shorten the sample time interval

**表 4.** 稳健性检验：缩短样本时间区间

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>ROA</i>	<i>KZ</i>	<i>ROA</i>	<i>Media</i>	<i>ROA</i>
<i>ESG</i>	0.004 <sup>***</sup> (5.74)	-0.069 <sup>***</sup> (-4.17)	0.003 <sup>***</sup> (4.91)	0.013 <sup>*</sup> (1.92)	0.004 <sup>***</sup> (5.63)
<i>KZ</i>			-0.010 <sup>***</sup> (-28.06)		
<i>Media</i>					0.006 <sup>***</sup> (7.23)
<i>Lev</i>	-0.164 <sup>***</sup> (-20.76)	6.112 <sup>***</sup> (27.94)	-0.101 <sup>***</sup> (-13.43)	0.117 (1.53)	-0.165 <sup>***</sup> (-20.89)
<i>Size</i>	-0.013 <sup>***</sup> (-5.87)	0.649 <sup>***</sup> (8.68)	-0.006 <sup>***</sup> (-3.01)	0.062 <sup>***</sup> (2.86)	-0.013 <sup>***</sup> (-6.01)
<i>Gr</i>	0.005 <sup>***</sup> (6.75)	-0.077 <sup>***</sup> (-3.56)	0.004 <sup>***</sup> (5.95)	0.016 <sup>*</sup> (1.94)	0.004 <sup>***</sup> (6.62)
<i>Indep</i>	-0.042 <sup>***</sup> (-2.61)	1.556 <sup>***</sup> (3.49)	-0.026 <sup>*</sup> (-1.70)	0.014 (0.07)	-0.042 <sup>***</sup> (-2.61)
<i>Age</i>	-0.003 (-1.49)	0.094 (1.52)	-0.002 (-1.00)	-0.032 (-1.27)	-0.002 (-1.39)
<i>Top1</i>	0.092 <sup>***</sup> (7.12)	-0.904 <sup>**</sup> (-2.14)	0.083 <sup>***</sup> (7.21)	-0.227 <sup>*</sup> (-1.66)	0.094 <sup>**</sup> (7.16)
<i>SOE</i>	-0.009 <sup>*</sup> (-1.89)	0.306 <sup>***</sup> (3.31)	-0.005 (-1.25)	-0.030 (-0.68)	-0.008 <sup>*</sup> (-1.85)
Constant	0.366 <sup>***</sup> (7.78)	-16.515 <sup>***</sup> (-9.91)	0.194 <sup>***</sup> (4.56)	1.727 <sup>***</sup> (3.54)	0.355 <sup>***</sup> (7.54)
个体效应 $\lambda$	控制	控制	控制	控制	控制
时间效应 $\mu$	控制	控制	控制	控制	控制
N	15,329	15,329	15,329	15,329	15,329
R-squared	0.602	0.745	0.639	0.867	0.605

## 2) 替换解释变量

对 ESG 表现的评级采用新的赋值方式，用虚拟变量衡量企业在 ESG 方面的表现。华证 ESG 评级有 C~AAA 九档评级，当公司的评级为 BB 及以上，取值为 1，当公司的评级为 B 以下，取值为 0。采用新的赋值方式后回归结果仍然显著，具体结果如下表 5 所示。

**Table 5.** Robustness test: Replacement of explanatory variables  
**表 5.** 稳健性检验：替换解释变量

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>ROA</i>	<i>KZ</i>	<i>ROA</i>	<i>Media</i>	<i>ROA</i>
<i>ESG</i>	0.004*** (4.17)	-0.081*** (-3.05)	0.003*** (3.31)	0.011** (2.00)	0.004*** (7.52)
<i>KZ</i>			-0.012*** (-41.69)		
<i>Media</i>					0.006*** (10.94)
<i>Lev</i>	-0.146*** (-27.49)	6.907*** (47.84)	-0.063*** (-12.23)	0.013 (0.24)	-0.144*** (-27.21)
<i>Size</i>	-0.007*** (-4.82)	0.185*** (4.14)	-0.004*** (-3.48)	0.122*** (8.37)	-0.008*** (-5.66)
<i>Gr</i>	0.005*** (8.80)	-0.074*** (-4.31)	0.004*** (7.80)	0.021*** (3.11)	0.005*** (8.53)
<i>Indep</i>	-0.027** (-2.27)	1.122*** (3.30)	-0.014 (-1.28)	0.099 (0.71)	-0.030** (-2.50)
<i>Age</i>	-0.009*** (-7.27)	0.402*** (9.27)	-0.004*** (-3.73)	0.049*** (2.70)	-0.009*** (-7.24)
<i>Top1</i>	0.070*** (8.56)	-1.092*** (-4.65)	0.057*** (7.73)	-0.249*** (-2.66)	0.070*** (8.63)
<i>SOE</i>	-0.009*** (-3.17)	0.158** (2.35)	-0.008*** (-2.66)	-0.070** (-2.21)	-0.009*** (-3.05)
Constant	0.256*** (8.36)	-7.097*** (-7.15)	0.171*** (6.04)	0.167 (0.52)	0.250*** (8.17)
个体效应 $\lambda$	控制	控制	控制	控制	控制
时间效应 $\mu$	控制	控制	控制	控制	控制
N	24,246	24,246	24,246	24,246	24,246
R-squared	0.566	0.729	0.617	0.843	0.568



#### 4.4. 异质性分析

##### 1) 按照企业科技属性分类

企业身处的行业不同，而不同行业经营方式不同，并最终使得 ESG 表现与企业价值的关系也会有所差异。本文从国泰安数据库中获取关于企业所在行业的相关数据，将本文中的样本数据分为科技企业和非科技技术企业两组数据进而研究企业 ESG 表现在不同科技属性的企业的差别，回归结果如表 6 所示。

由表 6 的第(2)列可以看出，科技企业 ESG 评级的回归系数为 0.004，在 1%的水平上显著，说明高新技术企业的 ESG 表现越好，企业的价值将会越高。而在第(1)列中非科技企业的 ESG 评级回归系数为 0.003，没有通过统计显著性检验。这表明科技企业相比于非科技企业而言，ESG 表现对企业价值的提升作用更明显。即 ESG 表现与企业价值的关系中在不同科技属性的企业中会表现出异质性。

在我国的经济市场中，驱动公司 ESG 业务发展的因素中占据主导地位的仍为客户需求与监管部门要求。科技企业要求企业的研发投入比例需要达到一定的标准。高额的研发投入就必须要有足够的经济来源，当企业吸引到足够的客户获得大量的营业收入时企业方能获得足够的经济来源进而用于研发投入，提高企业的技术创新能力。同时科技企业在税收、财政拨款、优先上市、银行贷款等方面获得国家很大力度的政策支持和资源倾斜。国家近年来大力推行 ESG 政策，客户对于 ESG 信息的需求随之增加，企业享受国家优惠政策也势必会积极履行企业责任，因此无论是从客户需求还是监管需求的角度看，科技企业相比非科技企业会更加积极的践行 ESG 责任，向客户传递有效的价值信息，从而最终提升企业价值。

##### 2) 按照地域属性分类

不同的公司所处的地域不同，而不同的地域呈现出不同的经济发展水平。本文从国泰安数据库中获取样本中各个公司注册地所在城市的有关数据，根据全国 2022 年公布的各城市的 GDP 数据，将 GDP 排名前十的城市归类为经济发达地区。其他城市所在地区为归类为非经济发达地区并对不同组别进行回归。具体结果如表 6 所示。

由表 6 的第(3)列可以看出，经济发达地区企业 ESG 评级的回归系数为 0.004，且在 1%的水平上显著，表明经济发达地区企业在提升自身 ESG 评级后，其企业价值会得到相应的提升。而在第(4)列中非经济发达地区企业 ESG 评级的回归系数为 0.003，通过统计显著性检验，但系数小于前者。因此，可以证明当企业所处地区为经济发达地区时，其 ESG 评级的提升会对企业价值有更大的影响。本文认为经济发达地区的企业 ESG 理论的传播程度和企业对 ESG 理念的接受程度可能对相较于非经济发达地区更高，在国家政策和经济大趋势的作用下，企业践行 ESG 责任的程度更深，这会导致投资者更易接收到经济发达地区企业的 ESG 评级信息，进而影响投资者的投资决策并相应地对企业价值产生影响，因此使得 ESG 表现对企业价值的影响在地域上出现了异质性。

**Table 6.** Heterogeneity analysis  
**表 6.** 异质性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROA	ROA	ROA	ROA
ESG	0.003	0.004 <sup>***</sup>	0.004 <sup>***</sup>	0.003 <sup>***</sup>
	(0.63)	(6.68)	(5.47)	(5.80)
划分依据	非科技企业	科技企业	经济发达地区	非经济发达地区
Lev	-0.100 <sup>**</sup>	-0.136 <sup>***</sup>	-0.123 <sup>***</sup>	-0.156 <sup>***</sup>
	(-2.18)	(-21.20)	(-15.09)	(-22.72)

续表

<i>Size</i>	-0.001 (-0.14)	-0.010*** (-5.35)	-0.008*** (-3.68)	-0.006*** (-3.55)
<i>Gr</i>	0.005 (1.01)	0.006*** (7.03)	0.004*** (5.56)	0.005*** (6.86)
<i>Indep</i>	0.023 (0.35)	-0.036** (-2.24)	-0.032* (-1.65)	-0.027* (-1.80)
<i>Age</i>	-0.007 (-0.58)	-0.009*** (-6.38)	-0.010*** (-5.20)	-0.006*** (-3.89)
<i>Top1</i>	0.140 (1.39)	0.079*** (7.43)	0.059*** (4.20)	0.071*** (7.14)
<i>SOE</i>	-0.045* (-1.92)	-0.010*** (-2.97)	-0.011** (-2.08)	-0.009** (-2.37)
常数项	0.103 (0.45)	0.300*** (7.44)	0.271*** (5.50)	0.233*** (5.94)
个体效应 $\lambda$	控制	控制	控制	控制
时间效应 $\mu$	控制	控制	控制	控制
N	17,568	250	9,589	14,643
R-squared	0.562	0.617	0.552	0.569

## 5. 研究结论及建议

文章选取了我国 2014~2022 年 A 股上市公司数据为依据对象,通过实证检验了 ESG 表现对企业价值的影响以及融资约束和媒体关注度作为中介变量对二者之间关系的影响。文章的研究结果表明 ESG 表现与企业价值呈现显著正相关的关系,并且这种积极影响对于科技企业和经济发达地区的企业会更加明显。且企业良好的 ESG 表现可以通过缓解融资约束和提高媒体关注度进而提升企业价值。基于研究结论,本文提出以下建议:

首先从政府的角度:政府应加快 ESG 整体框架体系建设,政府应针对企业不同的 ESG 表现制定配套的奖惩措施,使得越来越多的企业依靠自身自觉践行 ESG 责任并主动向外界披露信息。此外,企业政府部门除了积极促进科技企业发展,对非科技企业也要加以引导,促进企业践行 ESG 责任。对于身处非经济发达地区的企业,政府也要积极鼓励其践行 ESG 责任和披露 ESG 信息,提高其对 ESG 理念的重视。

其次从企业管理者的角度:管理层应当积极学习和了解 ESG 理念,改变自身思考问题的角度,不能只关注传统的财务指标。尤其是身处经济不发达地域的企业的人员更应该积极践行 ESG 责任,向市场和投资者传递出积极的信号进而吸引投资者关注。

最后从投资者的角度:投资者在进行投资决策时应考虑企业的 ESG 表现。这可以帮助投资者更好地了解企业,减少信息不对称,帮助投资者权衡利弊,进而降低风险,提升投资收益做出对自身有利的选择,也可以倒逼着企业去积极践行 ESG 责任,向投资者披露更多的 ESG 信息,减少投资者与企业之间的信息不对称,从而形成良性循环。

## 基金项目

上海市“科技创新行动计划”软科学重点项目“上海科技企业 ESG 实践的提升机制与政策优化研究”  
(项目编号: 23692104900)。

## 参考文献

- [1] 琳璘, 廉永辉, 董捷. ESG 表现对企业价值的影响机制研究[J]. 证券市场导报, 2022(5): 23-34.
- [2] 郝毓婷, 张永红. ESG 表现、股权融资成本与企业价值——来自科技型上市公司的经验证据[J]. 技术与创新管理, 2022, 43(5): 560-569. <https://doi.org/10.14090/j.cnki.jscx.2022.0508>
- [3] 崔金瑞. ESG 表现、企业创新与企业价值关系研究——基于生物医药行业实证分析[J]. 青海科技, 2022, 29(4): 83-93.
- [4] 王波, 杨茂佳. ESG 表现对企业价值的影响机制研究——来自我国 A 股上市公司的经验证据[J]. 软科学, 2022, 36(6): 78-84. <https://doi.org/10.13956/j.ss.1001-8409.2022.06.11>
- [5] 肖作平, 周婧霏. 腐败、媒体关注与权益资本成本[J]. 证券市场导报, 2021(8): 36-47.
- [6] 陈玲芳, 于海楠. ESG 表现、融资约束与企业绩效[J]. 会计之友, 2022(22): 24-30.
- [7] 王应欢, 郭永祯. 企业数字化转型与 ESG 表现——基于中国上市企业的经验证据[J]. 财经研究, 2023, 49(9): 94-108. <https://doi.org/10.16538/j.cnki.jfe.20230517.301>