

ESG表现、融资约束对于企业价值的影响

——基于2018~2022年沪深A股上市公司数据的分析

韩湄雯¹, 倪枫¹, 刘文诚², 刘姜^{1*}, 朱晨帆¹

¹上海理工大学管理学院, 上海

²上海理工大学环境与建筑学院, 上海

收稿日期: 2024年8月23日; 录用日期: 2024年9月17日; 发布日期: 2024年10月8日

摘要

本文以2018至2022年间中国A股市场的非金融行业上市公司为研究对象, 深入探究了ESG表现和融资约束对企业价值的影响。研究结果显示, ESG表现对企业价值有积极的推动作用, 而融资约束在其中起到一定的中介作用。通过异质性分析发现, 非国有企业和高管兼任的情况表现出更为显著的效应, 这可能更有助于提高公司的投资效率, 从而促进企业价值的提升。本文的发现对于理解ESG表现与企业价值之间的关系具有重要意义, 企业应深刻意识到ESG理念的重要性, 并主动公开ESG相关信息; 政府应出台激励企业绿色创新的政策; 投资者则应优先选择ESG表现良好的企业进行投资。这些举措将共同助力“双碳”目标的实现, 并为相关方提供有益的参考。

关键词

ESG表现, 融资约束, 企业价值

ESG Performance, Financing Constraints on Firm Value

—Analysis Based on Data of Listed Companies in Shanghai and Shenzhen A-Shares, 2018~2022

Meiwen Han¹, Feng Ni¹, Wencheng Liu², Jiang Liu^{1*}, Chenfan Zhu¹

¹Business School, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai

²School of Environment and Architecture, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai

Received: Aug. 23rd, 2024; accepted: Sep. 17th, 2024; published: Oct. 8th, 2024

*通讯作者。

文章引用: 韩湄雯, 倪枫, 刘文诚, 刘姜, 朱晨帆. ESG表现、融资约束对于企业价值的影响[J]. 运筹与模糊学, 2024, 14(5): 100-110. DOI: 10.12677/orf.2024.145454

Abstract

This paper takes non-financial industry listed companies in China's A-share market between 2018 and 2022 as the research object, and deeply explores the impact of ESG performance and financing constraints on enterprise value. The findings show that ESG performance has a positive driving effect on firm value, while financing constraints play a mediating role in it. Heterogeneity analysis reveals that non-state-owned firms and executives with concurrent positions show more significant effects, which may be more helpful in improving the firm's investment efficiency, thus contributing to firm value. The findings of this paper are of great significance to the understanding of the relationship between ESG performance and firm value. Firms should be aware of the importance of ESG concepts and take the initiative to disclose ESG-related information; the government should introduce policies to incentivize firms to innovate in a green way; and investors should give preference to investing in firms with good ESG performance. Together, these initiatives will help realize the goal of "dual carbon" and provide useful references for all parties concerned.

Keywords

ESG Performance, Financing Constraints, 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

融资约束是制约公司发展的一个重要原因，企业战略的不同对企业的融资行为有很大的影响，ESG即环境、社会责任和公司治理(Environment、Social responsibility、Corporate Governance)是衡量企业可持续发展能力的一个重要指标，是否可以有效缓解企业的融资约束，是一个值得研究的问题。在基于 ESG 理念的基础上，如何重构企业的价值观和行为，从而达到最大的价值创造，已成为学术界研究的热点问题。本文拟选取 2018~2022 年沪深 A 股上市公司为研究对象，对企业 ESG 表现与企业价值之间的关系进行实证分析，并验证融资约束在其中的中介作用。研究发现，企业 ESG 表现对企业价值的提升具有一定的促进作用，而融资约束是影响企业价值的重要因素。异质性分析表明，上市公司的所有制属性对企业 ESG 与企业价值创造之间的关系具有中介效应，当非国有资本所占比例越高，行业竞争水平越高时，ESG 表现对企业价值创造的积极影响也就越大。本文的研究成果将有助于明晰 ESG 表现与企业价值创造之间的内在联系，并为企业将 ESG 管理理念融入到公司治理中来，从而提升公司的可持续发展水平。

气候与环境问题已成为全球关注的热点，而其所引发的一系列问题，也对地球生态、人类社会、经济发展造成了极大的影响，是一个亟待解决的问题。可持续发展的概念是在 1972 年斯德哥尔摩举行的一次重要环境会议上由联合国提出的。以人为中心的发展愿景将当前几代人的需求与未来几代人的需求相结合。随着可持续发展概念的引入，这可能会在世界范围内达成普遍共识。《2030 年可持续发展联合国国家议程》的出台为世界各国指明了前进的道路。与此同时，中国在应对气候变化和促进可持续发展方面采取了果断行动。中国政府提出了 2020 年“无碳”和“碳中和”两个主要目标，以实现二氧化碳排放总量的全面减少。与此同时，中国已将可持续发展提升为国家战略，加强了在环境保护、资源保护、生态文明和促进经济质量发展方面的努力。

2018年5月,中国证监会正式宣布将建立企业社会责任报告制度,对于上市公司继续加强其社会和环境责任的义务。在接下来的几年里,ESG概念的引入是为了激励企业更加关注企业的社会和环境责任,从而促进企业的可持续发展。中国的上市企业都在积极地应对这种挑战,社会责任绩效在中国已经实现了飞跃式发展,融资约束是限制公司发展的一个主要原因,公司的策略不同会对公司的融资行为造成很大的影响,所以公司的ESG表现也和融资约束有着紧密的联系。那么,它们之间到底有什么关系?本文旨在探索2018至2022年间,沪深A股上市公司的ESG绩效与其融资约束如何共同作用于企业价值。通过运用相关性分析、中介效应检验及异质性探讨等研究手段,本文将评估公司的环境、社会与治理(ESG)表现和融资约束之间的关系,以及这两者如何影响企业价值。同时,研究将验证融资约束在连接ESG表现与企业价值之间是否扮演了中介角色。

2. 理论分析和研究假设

2.1. ESG表现与企业价值

ESG表现对企业价值的构建可分为直接和间接两种路径。在间接路径上,主要探讨的是融资约束所扮演的中介角色,而从理论角度来看,ESG表现在直接促进企业价值构建方面,其贡献主要显著体现在三个层面。

首先,环境绩效的体现。公司对环保的关注程度可以通过其信息公开的质量来衡量,这意味着信息公开报告能够展示出公司的社会责任感强度。张淑惠等人[1](2011)认为,投资者对公司的评估决定了企业价值,而投资者(包括潜在投资者)与企业在获取企业运营信息方面存在不对称性,企业对于自身状况和市场变化的了解更为深入和即时。这是研究公司环境信息披露与公司价值之间关系的理论基础。其次,我们设定投资者不仅是追求经济利益的个体,也是追求社会价值的个体,这表明他们不仅寻求投资的经济回报,还希望通过投资实现社会价值并获得社会认可。因此,我们将企业环境信息公开对企业价值的影响分为两种效应:一是经济收益效应,二是社会责任效应。吴梦云和张林荣[2](2018)的研究表明,如果一家企业的环保责任行为给公众传达的是一个业绩良好的、负责任的企业形象,它可以减少投资者对公司的风险预期,增加外部对公司的认同,进而对企业价值产生正面的影响。

其次,社会绩效。根据社会交换理论,企业的社会责任行为是基于与社会各界资源互换的关系。当企业执行其社会责任时,可以获取资金等关键资源,缓解资本约束,从而推动企业发展。Mittal等人[3](2008)研究了印度上市公司中社会责任、道德标准与公司价值之间的关系,结果发现恰当地履行社会责任可以显著提高企业价值。在另一项研究中,Mishra[4](2017)分析了1911年至2006年期间的13,917家美国公司的数据,发现那些注重社会责任的公司创新之后往往会获得更高的市场估值,同时,这些公司的创新活动也似乎促进了其在社会责任方面的表现。Harjoto和Laksmana[5](2018)的研究发现,企业社会责任水平越高,其所面对的风险就越小,这种降低风险的作用也就越大。而刘晓明[6](2023)的研究发现,强制性的企业社会责任披露政策可能会削弱披露企业的竞争优势,减轻同行业企业的竞争压力,进而增加企业价值。

最后,公司治理绩效。在对公司治理的诸多研究中,对所有权、董事会结构等问题的研究较多。Fama和Jensen[7](1983)是第一个对公司价值进行研究的学者,研究结果表明,随着股权结构的改善,企业价值有所上升,得出内部股东持股与企业价值成正比。孙永祥、黄祖辉[8](1999)研究发现,最大股东持股比例与公司市值存在着一个复杂的“U”形关系,且其拐点约为50%。岳璟怡[9](2023)对中国沪深A股主板上市公司2016年至2020年的数据进行了分析,结果显示ESG中的公司治理评分对企业价值有显著的正面影响。

总结来看,那些在ESG方面表现出色的企业能够建立起良好的声誉,增强投资者的信心,减少未来发展的不确定性,从而有效地抑制了市场噪音对企业价值的负面影响,促进了企业价值的提升。

H1: 企业的ESG表现越好,企业价值也会越高。

2.2. 融资约束的中介作用

融资约束对企业战略选择和资本结构的影响可以从三个维度进行解析：

首先，面对融资约束，企业在筹资时会更加偏好内部资金，主要因为外部资金的成本相对更高，并且受到市场条件和企业信誉等多种因素的制约。在这种情况下，企业通过提升 ESG 表现能够增强市场对其的信心，进而提高企业价值。其次，遭受融资限制的公司往往减少对外部债务的依赖，转而更多地依赖内部资金，这使得企业的盈利状况与其内部现金流紧密相关。这种关联促使企业在资本积累和再投资决策上更加注重可持续性发展。同时，拥有较高 ESG 评级的公司享有更低的权益融资成本，因为那些关注环保的投资者更倾向于为这些公司支付溢价，这有助于增加企业价值。最后，面临融资约束的企业倾向于采取更为保守的战略决策，专注于其熟悉的行业和产品领域，避免进入风险较高的新领域。这种策略使得企业在资产配置上更加重视现金流的稳定性和业务的稳健性，紧跟行业发展趋势，从而提升企业价值。总结来说，融资约束不仅影响企业融资方式的选择，还深刻影响其资本结构、投资决策和战略规划，通过优化这些方面，企业可以提升自身价值和市场竞争力。基于此，本文提出以下假设：

H2：融资约束对于企业 ESG 表现对企业价值具有抑制作用。

H3：优秀的 ESG 表现有助于缓解融资限制，从而助推公司价值的增强。

2.3. 股权性质、董高兼任与 ESG 表现及企业价值

公司的发展受到诸多内外部因素的影响，这些因素的多样性和复杂性带来了不同程度的影响。为了深入分析在不同情境下影响企业价值的关键因素，可以采用异质性分析方法来进行分类探讨。

国有企业在成立之初往往自带承担社会责任的使命，以符合国家的政策导向，因此其利益相关者对于国企的 ESG 表现通常持有既定的期望，这种期望往往并不是非常高。而民营企业则更注重自身的生存和发展，因而其利益相关者对 ESG 表现有较高的预期。这就说明，民营企业在社会责任方面的业绩越好，就越能得到市场的重视与支持。

另外，高管和董事的兼职现象也体现出企业的内控制度不同。如果一个企业中存在大量的董事和高级管理人员相互兼职现象，可能暗示着企业内部控制不严，存在内幕交易的风险。这种情况有助于加强对公司内部管理的监督，进而不断优化公司的治理结构和信息透明度。

基于上述分析，提出假设 4：

H4：企业产权性质的不同以及董高兼任状况的差异，对企业 ESG 表现和企业价值的影响呈现出不同程度的差异。

3. 研究设计

3.1. 样本选取与数据来源

本文选定了 2018 至 2022 年间中国 A 股市场中的非金融行业上市公司作为研究样本。为应对数据存在的明显偏差，采取了以下措施：(1) 排除了带有 ST 和 *ST 标识的上市公司样本；(2) 删除了缺少 ESG 评级数据或企业价值数据的企业样本；(3) 对连续性变量进行了 1% 和 99% 水平的缩尾处理。经过这些步骤，本文最终获得了 13,191 个观测数据。在数据来源方面，本次研究采用的企业 ESG 表现评分来源于华证公布的评分结果，而其他数据则均来自于 CSMAR 数据库。

3.2. 变量定义

1) 被解释变量：企业价值(TQ)

在衡量企业价值方面，本文参照了林钟高等[10](2007)、王琳璘等[11](2022)、杨雪[12](2023)的研究

方法, 选用托宾 Q 值作为企业价值增长的评价指标。托宾 Q 值不仅是一个全面的衡量工具, 用于评估企业的增值能力, 还揭示了企业未来的成长潜力。考虑到这个指标是建立在企业过往业绩之上的, 并且可能会受到管理层决策的影响, 在缺乏完全有效的资本市场或严格的监管环境的情境中, 托宾 Q 值有可能会有所偏离。为此, 本文采用两种计算托宾 Q 值的方法来进行测算和检验: 第一种方法是依据公式托宾 $Q = (\text{期末流通股份市值} + \text{期末非流通股份市值} + \text{期末净负债市值}) \div \text{期末总资产}$; 第二种方法采用公式托宾 $Q = \text{公司的市场价值} \div \text{资产重置成本}$, 以进行稳健性检验。

2) 解释变量: ESG 表现(ESG)

在针对上市公司的 ESG 评估中, 通常依赖第三方机构提供的披露数据。华证基于其对 ESG 的深入研究, 建立了中国首个覆盖广泛、信息全面的 ESG 上市公司数据库, 因此本文选取华证发布的 ESG 评分数据进行实证分析, 一般认为, ESG 分数较高意味着企业表现较好。

3) 中介变量: 融资约束(FC)

本文考虑到, 单纯依靠企业内部财务指标无法全面评估其外部融资限制, 这种内部性偏见可能影响研究结果的准确性。为此, 本文采用 SA 指数作为衡量融资约束的方法, 以减少潜在的偏差。具体计算公式如下:

$$SA = -0.737 \times \text{Size} + 0.043 \times \text{Size}^2 - 0.040 \times \text{Age} \tag{1}$$

Size 代表公司规模, 以总资产的自然对数计算, Age 表示公司成立年数的对数。对 SA 取绝对值, 标记为 FC, FC 的数值越大, 表明公司的融资难度越高, 即融资约束程度越高。

4) 控制变量

为了提升估计的准确性, 本文引入了以下控制变量: 公司年龄(Age)、总资产净利润率(ROA)、资本负债率(Lev)、两职合一(Dua)、第一大股东持股比例(Top1)、行业虚拟变量(Industry)、年份虚拟变量(Year)。具体变量定义可见表 1。

Table 1. Variable definition
表 1. 变量定义

变量	变量名称	量符号	计算说明
被解释变量	企业价值	TQ	托宾 Q 值 = (期末流通股份市值 + 期末非流通股份市值 + 期末净负债市值) ÷ 期末总资产
解释变量	ESG 表现	ESG	按照华证 ESG 评级赋分 1~9
中介变量	融资约束	FC	$SA = -0.737 \times \text{Size} + 0.043 \times \text{Size}^2 - 0.040 \times \text{Age}$
	企业年龄	Age	(当前年度 - 企业成立年度) + 1
	总资产净利润率	ROA	资产回报率 = 税后净利润 ÷ 总资产
	资产负债率	Lev	资产负债率 = 负债 ÷ 总资产
控制变量	两职合一	DUA	有兼任为 1, 无兼任为 0
	持股比例第一	TOP1	持股比例第一公司所占股份的百分比
	时间效应	Time	时间虚拟变量
	行业效应	Industry	行业虚拟变量

4. 实证检验及分析

4.1. 描述性分析

表 2 显示了关键变量的描述性统计数据。企业价值(TQ)的区间从 0.681 至 27.24 不等,标准差为 1.742; ESG 评分介于 1 和 7 之间,其中位数为 4,标准差为 0.996; 融资约束(FC)的值介于 0.479 至 13.17 之间,标准差为 1.296。其他控制变量的数值也位于合理的预期范围内,本文不再详细展开。

Table 2. Descriptive statistical results for main variables

表 2. 主要变量描述性统计结果

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
TQ	12,425	2.416	1.909	1.742	0.681	27.24
ESG	12,425	3.983	4	0.996	1	7
FC	12,425	4.013	3.809	1.296	0.479	13.17
ROA	12,425	0.0550	0.0480	0.0850	-0.675	0.720
Age	12,425	20.30	20	5.814	3	64
Top1	12,425	33.27	30.78	14.19	1.840	89.99
Lev	12,425	0.402	0.394	0.200	0.00800	2.849

4.2. 相关性分析

表 3 的数据揭示了 ESG 评分与企业价值(TQ)之间的正相关性,相关系数为 0.287,这表明更好的 ESG 表现与企业价值的增长是相关联的,从而为 H1 提供了初步的支持。进一步分析显示,在 1%的统计显著性水平上,融资约束(FC)与企业价值(TQ)之间存在负向关联,相关系数为-0.230,这意味着企业如果面临的融资约束较小,其价值反而更高,从而为假设 H2 提供了初步的支持。

Table 3. Correlation statistical results for main variables

表 3. 主要变量相关性统计结果

变量	TQ	ESG	FC	ROA	Age	TOP1	Lev
TQ	1						
ESG	0.287***	1					
FC	-0.230***	-0.143***	1				
ROA	0.283***	0.273***	-0.043***	1			
Age	-0.171***	-0.111***	0.044***	-0.131***	1		
Top1	0.00900	0.088***	0.091***	0.150***	-0.0140	1	
Lev	-0.316***	-0.272***	0.463***	-0.326***	0.170***	-0.036***	1

注: **、*、*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。下同。

4.3. 基准回归分析

在进行回归分析之前,本文已完成内生性检验与 Hausman 检验,并选定固定效应模型进行回归分析。

表 4 概括了关键回归结果。模型(1)的分析结果揭示了 ESG 表现与企业价值之间的正向关联性, 其回归系数标记为 0.310, 在 1% 的显著性水平下表现出统计学上的显著性。这一结果凸显了 ESG 表现提升对企业价值增长的积极贡献, 进而为假设 H1 提供了有力的支持。模型(2)揭示了企业融资约束与 ESG 表现之间的负向关联, 回归系数为-0.071, 在 1% 的显著性水平下显著, 这表明随着企业面临的融资约束增加, 其 ESG 表现的提升受到了更多的限制, H2 因此获得了进一步的支持。模型(3)的结果进一步证实了 ESG 表现与企业价值之间的正相关性, 回归系数为 0.298, 在 1% 的显著性水平下显著, 与模型(1)相比, 系数有所降低, 说明融资约束对 ESG 表现与企业价值之间的关系产生了抑制作用, 从而验证了 H3。此外, 表 4 中的其他数据分析还表明, 企业的经营指标如 ROA、经营时间、第一大股东持股比例、资产负债率等均与企业价值表现出显著的相关性。具体而言, 随着经营时间的延长和第一大股东持股比例的增加, 企业价值的提升更为明显。ROA 指标在 1% 的显著性水平下的正相关性表明, 企业的综合实力越强, 对企业价值的正面影响越大, 这也说明了企业绩效对企业价值的重要性, 强调了企业在发展过程中应重视绩效的作用。

Table 4. Basic regression result

表 4. 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	y	m	y
ESG	0.310*** (0.015)	-0.071*** (0.011)	0.298*** (0.015)
ROA	3.191*** (0.180)	1.725*** (0.131)	3.487*** (0.180)
Age	-0.031*** (0.002)	-0.008*** (0.002)	-0.032*** (0.002)
Top1	-0.004*** (0.001)	0.009*** (0.001)	-0.002** (0.001)
Lev	-1.724*** (0.076)	3.199*** (0.055)	-1.175*** (0.085)
FC			-0.172*** (0.012)
_cons	2.464*** (0.093)	2.771*** (0.068)	2.940*** (0.099)
N	12425.000	12425.000	12425.000
r2	0.178	0.239	0.191
r2_a	0.178	0.239	0.191

4.4. 异质性分析

1) 股权异质性分析

不同股权性质下, 股权性质对公司治理有差异性影响, 股权性质中的国有比例又会影响到公司的内

在平衡, 进而影响公司的价值。从表 5 可以看出, 民营企业的 ESG 表现与企业价值之间存在着正向的关系, 其回归系数达到 0.338, 并且在 1% 的水平上达到了显著, 这表明 ESG 表现对于民营企业来说能有效提高企业价值。而国有上市公司的 ESG 表现在 1% 的显著水平上是显著的, 其系数达到了 0.237, 这表明上市公司的 ESG 表现越高, 公司的价值就越高, 假设 H4 得证。

2) 董高兼任异质性分析

在探讨董高兼任的异质性影响方面, 袁建国等[13] (2017) 的研究提出, 董高兼任有可能提升公司的投资效率, 进而促进企业价值的提高。宋衍衡[14] (2022) 的研究也显示, 高管的纵向兼任可能因决策方式的不同而对企业的发展产生差异化的经济效应。基于这些研究成果, 本文对不同董高兼任情形下的企业进行了深入分析。根据表 5 的数据, 董高未兼任时, ESG 表现与企业价值之间在 1% 水平上正相关, 相关系数为 0.309; 而在董高兼任的情况下, 两者同样表现出正相关且具有显著性。这说明, 无论董高是否兼任, 企业的 ESG 表现越优秀, 其企业价值也相应提高。这一分析结果验证了假设 H4。

Table 5. Heterogeneity test result

表 5. 异质性检验结果

变量	两职合一		股权性质	
	无兼职	有兼职	民营企业	国有企业
ESG	0.309*** (0.017)	0.333*** (0.029)	0.338*** (0.018)	0.237*** (0.025)
ROA	3.202*** (0.202)	3.105*** (0.351)	3.195*** (0.213)	2.588*** (0.331)
Age	-0.022*** (0.003)	-0.025*** (0.005)	-0.022*** (0.003)	-0.016*** (0.004)
Top1	-0.002** (0.001)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.001)	0.001 (0.002)
Lev	-1.304*** (0.086)	-1.870*** (0.158)	-1.629*** (0.102)	-1.186*** (0.112)
行业 FE	是	是	是	是
时间 FE	是	是	是	是
_cons	2.194*** (0.183)	2.982*** (0.643)	2.756*** (0.285)	1.805*** (0.223)
N	8165.000	4260.000	8955.000	3470.000

4.5. 稳健性检验

为了提高验证结果的稳健性和可靠性, 本文采取了替换被解释变量、替换解释变量以及更换中介变量的方法来进行稳健性检验。

1) 替换被解释变量

为了验证结果的稳健性, 本文采用了替代托宾 Q 的方法。在计算过程中, 使用了“公司市场价值 ÷

资产重置成本”的公式来替换原有的托宾 Q 计算方式。这种替换的优点在于能够结合市场价格，避免因非流通环境而可能产生的偏差。根据这种替换后得到的新回归结果如表 6 所示，尽管相关系数和显著性有所变化，但基本结论仍然一致，从而进一步验证了假设 H1。

2) 替换解释变量

参照张琳和赵海涛(2019) [15]的研究方法，本文将 ESG 指标由评分制改为等级值形式，具体采用 AAA 至 CCC 的九级分制进行评估。根据表 6 的回归结果，这种变量替换仍然支持了假设 H1 及假设 H3。

Table 6. Robustness test results

表 6. 稳健性检验结果

变量	替换被解释变量	替换解释变量
ESG	0.184*** (0.013)	
ROA	1.822*** (0.149)	3.912*** (0.179)
Age	0.003 (0.002)	-0.029*** (0.003)
Top1	-0.006*** (0.001)	-0.000 (0.001)
Lev	-0.703*** (0.065)	-1.804*** (0.078)
ESG 替换		0.060*** (0.019)
_cons	1.954*** (0.153)	3.040*** (0.205)
N	12425.000	12425.000
r2	0.111	0.171
r2_a	0.110	0.169

5. 结论与启示

5.1. 结论

本文探讨 ESG 表现与企业价值之间的关系及融资约束充当中介变量在其中所发挥的效应，得出如下结论：

1) 通过回归结果显示，ESG 表现与企业价值之间存在显著的正向影响

这与王琳璘[11] (2022)的研究结论一致，即企业通过主动采纳绿色发展理念，提高 ESG 表现，强化环境管理，履行社会责任，改善企业治理，可以有效提升企业价值。在此基础上，企业积极地传递企业正面信息，可以树立良好的企业形象，赢得更多的利益相关者的拥护，进而促进企业价值的成长。

2) 融资约束对 ESG 表现与企业价值关系的减弱作用不容忽视

优秀的 ESG 表现能通过增强债务融资的可获得性和降低债务成本来促进企业价值的提升。良好的 ESG 记录反映了企业对长期可持续发展的承诺，这增强了投资者对企业稳定收益预期的信心，提高了企业的公众形象和声誉，吸引了更多的投资，并使得企业更容易获得金融机构的资金支持。因此，ESG 表现的改善不仅降低了债务融资成本，也提升了融资的便利性，为企业的发展提供了充足的资金支持，间接推动了企业价值的提升。

3) 由于所有权属性和企业管理层兼职情况，ESG 表现和融资约束对企业价值增长的影响亦有所不同

这种差异部分源于企业接受政府政策支持的程度不同，以及与绿色发展战略的性质有关。国有企业因得到更多的政策支持和承担更广泛的社会责任，从而更有利于其企业价值的提升。同时，没有董事和高级管理层的兼任可以减少无效投资的风险，提高企业的投资效率和竞争力，这也有助于企业价值的提升。

5.2. 启示

基于上述分析，提出以下建议：

1) 企业应积极公开 ESG 相关信息

企业不应局限于单一 ESG 维度，而应追求在环境、社会和治理各领域的均衡发展相互促进。“信息透明”是连接企业 ESG 实践与资本市场的重要纽带，良好的 ESG 表现能够提升资本市场的定价效率并产生正面的外部效应。面对融资约束时，企业更应关注 ESG 表现对自身价值的可能影响，以吸引投资者的关注和支持，促进企业的稳健发展。

2) 政府监管机构需建立和完善企业 ESG 的评价体系

对在 ESG 方面表现优异的企业，可以采取税收激励和绿色信贷等方式予以支持。同时，对于 ESG 表现不佳的企业，可以通过列入黑名单、行政批评等手段进行惩罚。

3) 投资者在作出投资决策前，应重点考量企业的 ESG 表现

优秀的环境、社会和治理实践不仅为企业赢得正面的社会声誉，还能增强企业的风险防范能力和市场竞争力。鉴于 ESG 表现与企业价值之间的正向关联，投资者可以更为有效地利用市场或行业指数的表现来预测和管理个别股票的风险。因此，选择 ESG 表现良好的企业进行投资，有望带来更加稳定和可观的长期回报。

基金项目

国家自然科学基金项目(12371508, 11701370)。

参考文献

- [1] 张淑惠, 史玄玄, 文雷. 环境信息披露能提升企业价值吗?——来自中国沪市的经验证据[J]. 经济社会体制比较, 2011(6): 166-173.
- [2] 吴梦云, 张林荣. 高管团队特质、环境责任及企业价值研究[J]. 华东经济管理, 2018, 32(2): 122-129.
- [3] Mittal, R.K., Sinha, N. and Singh, A. (2008) An Analysis of Linkage between Economic Value Added and Corporate Social Responsibility. *Management Decision*, **46**, 1437-1443. <https://doi.org/10.1108/00251740810912037>
- [4] Mishra, D.R. (2015) Post-Innovation CSR Performance and Firm Value. *Journal of Business Ethics*, **140**, 285-306. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2676-3>
- [5] Harjoto, M. and Laksmana, I. (2016) The Impact of Corporate Social Responsibility on Risk Taking and Firm Value. *Journal of Business Ethics*, **151**, 353-373. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3202-y>

-
- [6] 刘晓明, 王行健, 曾剑宇. 强制企业社会责任披露对同行企业价值的影响--基于股票市场反应的证据[J]. 投资研究, 2024, 43(3): 20-42.
- [7] Fama, E.F. and Jensen, M.C. (1983) Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, **26**, 301-325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- [8] 岳璟怡. ESG 中的公司治理信息披露对企业价值的影响[J]. 商业会计, 2023(2): 49-54.
- [9] 孙永祥, 黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效[J]. 经济研究, 1999(12): 23-30+39.
- [10] 林钟高, 郑军, 王书珍. 内部控制与企业价值研究——来自沪深两市 A 股的经验分析[J]. 财经研究, 2007, 33(4): 132-143.
- [11] 王琳璘, 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.
- [12] 杨雪. 新准则下加强企业单位管理会计应用的探讨[J]. 中国市场, 2023(1): 151-153.
- [13] 袁建国, 范文林, 程晨, 等. CFO 兼任董事能促进公司提高投资效率吗?——来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理评论, 2017, 29(3): 62-73.
- [14] 宋衍衡, 毕煜晗, 文雯. “监督效应‘VS’掏空效应”: 高管纵向兼任与审计决策[J]. 中央财经大学学报, 2022(11): 52-64.
- [15] 张琳, 赵海涛. 企业环境、社会和公司治理(ESG)表现影响企业价值吗?——基于 A 股上市公司的实证研究[J]. 武汉金融, 2019(10): 36-43.