

企业 ESG 表现对企业韧性的影响研究

陈银娥¹, 李春燕¹, 谭欢², 汪亚楠³

(1. 长沙理工大学 经济与管理学院, 湖南 长沙 410014; 2. 武汉大学 经济与管理学院, 湖北 武汉 430072;

3. 华南理工大学 经济与金融学院, 广东 广州 510006) *

摘要:依据 2009—2022 年 A 股上市公司数据, 构建多元线性回归模型, 考量企业 ESG 表现对企业韧性的影响。结果显示: 企业 ESG 表现对企业韧性正向影响显著, 企业 ESG 表现越好, 企业韧性越强, 且在重污染行业和东部地区企业中更为显著; 良好的企业 ESG 表现主要通过缓解企业融资约束和提高企业创新效率两个渠道增强企业韧性。鉴于此, 企业应努力提升自身 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, 强化企业韧性, 助力企业高质量发展。

关键词: ESG 表现; 企业韧性; 融资约束; 创新效率

中图分类号: F272

文献标识码: A

文章编号: 1003-7217(2024)02-0128-08

一、引言

乌卡时代(VUCA), 企业如何在复杂易变与不确定性交加的经济环境中生存与发展, 企业韧性至关重要。企业韧性是指企业面对外部环境的挑战和压力时, 能够提前预测、调整适应和恢复, 回到稳定的经营状态, 并具备长期持续发展的能力^[1]。近年来, 疫情、洪水、极端温度等灾害频发, 地缘政治风险加剧, 国际贸易摩擦不断, 面对越来越动荡复杂的生存环境, 一些企业能够化危为机, 在危机中求得新机, 而一些企业在危机中衰落甚至破产, 企业韧性在其中起到关键作用^[2]。与此同时, 当前 ESG(环境、社会和治理)正在引领商业文明步入新时代, 企业践行 ESG 理念, 对于促进社会经济可持续发展、助力实现“双碳”目标和企业实现多维度均衡的高质量发展^[3]具有重要意义。在此背景下, 讨论企业 ESG 表现对企业韧性的影响及其作用机制日趋迫切。

学界从多个角度对企业 ESG 表现的经济后果及企业韧性的影响因素等进行研究。第一, ESG 表现对企业生产经营的影响。多数学者认为良好的 ESG 表现帮助企业树立良好形象, 缓解信息不对称, 向金融机构、客户、员工和投资者等利益相关方传递积极信号并获取其信任和支持, 在一定程度上

可以缓解企业融资约束^[4], 提高企业的内源和外源融资能力^[5], 降低融资成本^[6], 并通过激发员工创新积极性促进企业创新^[7], 改善企业财务表现^[8], 最终提升企业价值^[9]与企业盈余的持续性^[10], 实现可持续发展。也有部分学者基于新古典经济学理论, 认为企业 ESG 建设投入会带来额外的成本, 从而对财务绩效产生消极影响^[11]。此外, 企业 ESG 表现逐渐成为投资决策的重要考量因素, 对资本市场产生影响。研究显示新冠疫情期间, ESG 评级越高, 公司股票表现出越高的回报和更低的波动性^[12], 且高 ESG 评级的投资组合始终提供卓越的跑赢表现、多样化效率和较低的整体风险^[13]。第二, 企业韧性含义及其影响因素。有学者认为, 企业韧性是指企业经受不利事件的冲击, 并从中获得成长的一种能力^[14]。企业韧性的影响因素分为内部因素和外部因素两类。内部因素方面, 良好的公司治理水平^[15]、高效的组织结构与合适的企业规模^[16]以及完善的风险管理体系^[17]可以帮助企业提高决策效率以迅速应对变化, 合理的资源配置及资源有效利用可以增强企业的适应性和应变能力^[18], 开放包容的企业文化^[14]、管理层的优秀个人特质^[14, 18, 19]有助于培养学习型和创新型员工, 使企业具备先进技术和持续创新能力^[20, 21], 从而使企业更加灵活和具有竞

* 收稿日期: 2023-10-23; 修回日期: 2023-11-29

基金项目: 国家社会科学基金重点项目(21AJL007); 国家资助博士后研究人员计划(GZC20231969)

作者简介: 陈银娥(1966—), 女, 湖南湘阴人, 博士, 长沙理工大学经济与管理学院教授, 博士生导师, 研究方向: 宏观经济、普惠金融发展与反贫困问题; 李春燕(1988—), 女, 河南宝丰人, 长沙理工大学经济与管理学院博士研究生, 研究方向: ESG 与公司治理。

争优势。外部因素方面,良好的制度环境可以提供稳定和可预测的经营环境,减少不确定性和风险,适度的财政补贴可以帮助企业渡过危机^[16]。适当密度的社会网络通过加强企业间合作而增强企业韧性,但过于密集的社会网络则可能对企业韧性产生负面影响^[22]。融资约束越小,企业面临危机时越容易获得资金恢复生产^[23]。第三,企业社会责任与企业韧性的关系与机制。企业在追求股东利益最大化的同时履行对员工、消费者、上下游供应商和政府等其他利益相关方的责任,有助于增强员工的凝聚力和责任感,提高消费者对企业产品与服务的满意度和信任度,建立良好的关系网络,获取政府战略上的支持,尽早做好防御措施,降低危机带来的损失,渡过危机^[24,25]。

已有文献分析了企业ESG表现在长期价值创造中的作用机制,验证了企业ESG表现与企业财务绩效和投资回报之间的正向关系。本文依据2009—2022年A股上市公司数据,构建多元线性回归模型,考量企业ESG表现对企业韧性的影响,为企业可持续发展以及经济高质量发展提供决策参考。

二、理论分析与研究假设

企业良好的ESG表现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,对其韧性具有增强效应。例如,企业采取的节能减排措施降低能源成本和碳排放,不仅减少对能源的依赖,也与当前绿色发展目标一致,从而对企业韧性具有正向影响^[16]。企业ESG表现越好,越有助于其建立良好的声誉和供应链关系,使其在面临危机时获得更多的支持和资源,进而使企业韧性得到增强;同时,企业ESG表现良好意味着其更关注员工福利、多样性和包容性,有助于增强组织的适应能力和员工的工作动力,从而增强其韧性^[14]。此外,企业良好的ESG表现意味着良好的公司治理水平,可以提高决策效率与灵活性,使企业在面临危机时可以迅速响应,调整战略,重新配置资源,从而增强韧性^[15,16]。基于此,提出假设1。

假设1 企业ESG表现对企业韧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^[26,27],即融资能力有助于提高企业

韧性。但是,目前融资约束难题普遍存在,制约了企业韧性^[28]。企业良好的ESG表现为解决这一难题提供了新的可行方案。良好的ESG表现通过提高企业财务绩效^[8]和盈余持续性^[10]提升企业内源融资能力,同时向外部利益相关者展示良好的企业形象,有助于企业获取利益相关者的信任与支持,使其获取更多外源融资。良好的ESG表现增加企业与客户、供应商之间的信任度与话语权,为其从产业链上下游获取商业信用融资提供便利。基于此,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企业韧性。

创新效率有助于提升企业对未来发展局势的预测能力、适应能力和响应能力,优化业务流程、加强资源整合,化解企业经营风险,帮助其在危机中寻求机会,增强企业韧性^[21,29,30]。当前,管理层为避免企业价值贬损而忽视研发创新的短视行为时有发生。良好的ESG表现意味着企业的内部治理结构健全,在很大程度上规避了该问题^[7]。同时,ESG所秉承的绿色可持续发展理念打破了企业价值最大化的传统目标,使企业管理层更有动力进行绿色创新研发,降低企业生产过程中的污染排放,推动企业产业链调整、升级和绿色低碳转型^[31],进而生产出附加值高、污染排放少的清洁产品,拓宽企业的产品经营范围,提高企业的市场盈利能力,综合增强企业韧性。基于此,提出假设3。

假设3 企业ESG表现通过提高创新效率正向影响企业韧性。

三、变量选取与模型设定

(一)样本选取及数据来源

鉴于ESG评级数据始于2009年,故选取2009—2022年沪深两市所有A股上市公司作为初始研究样本,并根据以下方式进行处理:(1)剔除金融类和ST、*ST、PT类上市公司;(2)剔除资不抵债以及重要数据缺失的样本;(3)对所有连续变量在(1%,99%)水平上进行缩尾处理,以避免异常值造成的误差。经过上述处理最终得到29479条样本观测值。本文企业层面的微观数据来源于国泰安(CSMAR)数据库和万得(Wind)数据库,宏观数据来自《中国统计年鉴》和国家统计局官网。

(二)变量选择

变量主要有被解释变量、解释变量、中介变量和控制变量。

借鉴Ortiz的做法,用财务波动性和业绩成长性两个指标来衡量被解释变量企业韧性^[1]。其中财

务波动性采用 1 年内各月股票收益的标准差测度,用 SD 表示;业绩增长性则以 3 年内累计销售收入增长额测度,用 $Growth$ 表示。在稳健性检验部分,采用熵权法将指标标准化,得到关于企业韧性的综合指标,用 $Score$ 表示。

参考大多数学者的研究,采用华证 ESG 评级数据来衡量解释变量 ESG 表现。 ESG_mquar 表示季度平均值, ESG_gradva 表示年末评级。在稳健性检验中,还采用彭博企业社会责任披露指数(Bloomberg ESG Disclosure Scores)来衡量,用 B_ESG 表示。

中介变量主要有融资约束和创新效率。借鉴 Hadlock 等^[32] 构建的 SA 指数衡量融资约束(SA1A)。同时,参考孔东民等^[33] 对创新的衡量,用每单位研发投入的专利申请数作为创新效率($InnoEff$)的综合指标。

为避免遗漏变量,更准确识别 ESG 表现对企业韧性的影响,借鉴贾勇等^[21] 和胡海峰等^[23] 的研究,选取 12 个可能影响企业韧性的指标作为控制变量:企业规模($Size$)、资产负债率(Lev)、总资产净利润率(ROA)、净资产收益率(ROE)、账面市值比(BM)、流动比率($Liquid$)、现金流比率($Cash-flow$)、托宾 Q 值($TobinQ$)、机构投资者持股比例($INST$)、第一大股东持股比例($TOP1$)、上市年限($ListAge$)、是否国有企业(SOE)。

(三)模型设定

为了估计企业 ESG 表现对企业韧性的影响,用不同时间维度的 ESG 对企业韧性的两个维度进行回归,构建如下基准模型:

$$Resilience_{i,t} = \alpha + \beta ESG_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + Year + Indu + \epsilon_{i,t}$$

(1)

其中,被解释变量 $Resilience_{i,t}$ 表示企业韧性,即 SD 和 $Growth$,分别表示财务波动性和业绩增长性。解释变量 $ESG_{i,t}$ 表示企业的 ESG 表现,即 ESG_mquar 、 ESG_gradva 和 B_ESG ,其分别表示华正评级的季度平均值、年末值以及彭博企业社会责任披露指数。 $Controls$ 为控制变量,具体为一系列可能影响企业韧性的特征变量。还控制了行业($Indu$)和年份($Year$), $\epsilon_{i,t}$ 表示随机误差项。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计分析

基于 2009—2022 年沪深两市所有 A 股上市公司相关数据,对 ESG 表现、企业韧性以及控制变量进行描述性统计,结果见表 1。从表中可以看出,第一,上市公司之间的财务波动性差别不大,业绩增长性则存在很大差异。第二,上市公司 ESG 表现差异较大。这些描述性统计数值大小与现有研究基本一致^[7]。其他变量是本部分的控制变量,所有控制变量的描述性统计与已有研究也基本一致。

(二)ESG 表现影响企业韧性的基准回归

根据前文构建的多元回归模型,分析 ESG 表现与企业韧性之间的关系,得到基准回归结果,如表 2 所示。依据表 2 列(1)和列(3)所示,企业财务波动性(SD)的系数均为-0.005,且在 1%水平上显著,无论是季度平均 ESG 还是年末 ESG 都表现出对财务波动性的显著负向作用。表 2 列(2)和列(4)的结果显示,企业业绩增长性($Growth$)的系数分别为 1.985 和 1.609,且在 5%水平上显著,意味着企业 ESG 表现越好,其业绩增长性也越高。综上,ESG 表现与企业韧性显著正相关,支持假设 1。

表 1 变量描述性统计

变量	(1) 样本量	(2) 均值	(3) 标准差	(4) 最小值	(5) 中位数	(6) 最大值
ESG_mquar	29479	4.135	1.032	1.000	4.000	8.000
ESG_gradva	29479	4.118	1.085	1.000	4.000	8.000
SD	29479	0.128	0.087	0.013	0.114	7.156
$Growth$	29479	22.835	135.143	-1765.540	4.156	2395.777
$Size$	29479	22.308	1.317	14.942	22.124	28.543
Lev	29479	0.430	0.202	0.008	0.424	0.998
ROA	29479	0.039	0.072	-1.130	0.037	1.285
ROE	29479	0.060	0.163	-4.320	0.069	2.379
BM	29479	0.628	0.256	0.001	0.623	1.601
$Liquid$	29479	2.434	3.430	0.028	1.629	190.869
$Cash_flow$	29479	0.048	0.073	-0.888	0.047	0.876
$TobinQ$	29479	2.116	4.909	0.625	1.606	715.945
$INST$	29479	44.767	25.111	0.000	46.350	157.098
$TOP1$	29479	34.317	14.818	1.844	32.055	89.986
$ListAge$	29479	2.252	0.740	0.693	2.398	3.466
SOE	29479	0.379	0.485	0.000	0.000	1.000

表 2 ESG 表现与企业韧性:基准回归

变量	(1) SD	(2) Growth	(3) SD	(4) Growth
ESG_mquar	-0.005*** (-10.19)	1.985** (2.57)		
ESG_gradva			-0.005*** (-10.43)	1.609** (2.24)
Size	0.001 (1.04)	51.477*** (55.02)	0.001 (0.90)	51.605*** (55.45)
Lev	0.036*** (10.61)	-2.269 (-0.44)	0.036*** (10.71)	-2.669 (-0.52)
ROA	-0.055*** (-4.26)	-174.306*** (-8.90)	-0.055*** (-4.30)	-173.666*** (-8.87)
ROE	0.029*** (5.69)	103.389*** (13.12)	0.029*** (5.70)	103.365*** (13.12)
BM	-0.078*** (-28.22)	-80.778*** (-19.06)	-0.079*** (-28.34)	-80.694*** (-19.03)
Liquid	0.000** (2.40)	0.823*** (3.40)	0.000** (2.39)	0.822*** (3.40)
Cashflow	-0.025*** (-3.42)	11.235 (1.01)	-0.025*** (-3.41)	11.214 (1.01)
TobinQ	0.000* (1.66)	0.814*** (5.41)	0.000 (1.62)	0.816*** (5.42)
INST	-0.000*** (-2.58)	-0.144*** (-3.63)	-0.000** (-2.55)	-0.145*** (-3.66)
TOPI	-0.000 (-0.37)	0.091 (1.54)	-0.000 (-0.45)	0.092 (1.57)
ListAge	-0.007*** (-8.21)	-1.610 (-1.25)	-0.007*** (-8.02)	-1.755 (-1.37)
SOE	-0.003** (-2.11)	1.209 (0.63)	-0.003** (-2.25)	1.357 (0.71)
Intercept	0.190*** (16.63)	-1079.163*** (-62.00)	0.190*** (16.71)	-1080.076*** (-62.10)
Year	控制	控制	控制	控制
Indu	控制	控制	控制	控制
N	29479	29479	29479	29479
R ²	0.173	0.195	0.173	0.195
Adj-R ²	0.171	0.193	0.171	0.193

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;括号中是通过robust 异方差稳健调整的 t 值;所有列均控制了行业、年份固定效应。下表同。

表 3 企业 ESG 表现、融资约束与企业韧性

变量	(1) SA1A	(2) SD	(3) Growth	(4) SA1A	(5) SD	(6) Growth
ESG_mquar	-0.004*** (-4.20)	-0.005*** (-10.04)	1.770** (2.29)			
ESG_gradva				-0.004*** (-5.22)	-0.005*** (-10.26)	1.360* (1.89)
SA1A		0.021*** (5.95)	-60.479*** (-11.40)		0.020*** (5.88)	-60.472*** (-11.39)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year/Indu	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	29479	29479	29479	29479	29479	29479
R ²	0.821	0.174	0.199	0.821	0.174	0.199
Adj-R ²	0.820	0.172	0.197	0.820	0.172	0.197

2. 创新效率机制检验。由表 4 列(1)和列(4)可知,InnoEff 的系数均在 1%水平上显著为正,表明 ESG 表现对企业创新效率的影响显著为正。表 4 列(2)和列(5)结果表明,创新效率对企业财务波

(三)ESG 表现影响企业韧性的机制分析

为检验企业 ESG 表现能否通过融资约束和创新效率两个渠道来影响企业韧性,以融资约束指数绝对值(SA1A)和创新效率(InnoEff)作为渠道代理变量,在基准模型的基础上构建如下中介效应检验模型:

$$Resilience_{i,t} = \alpha + \beta ESG_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + Year + Indu + \epsilon_{i,t}$$
$$SA1A_{i,t}(InnoEff_{i,t}) = \alpha_0 + \beta_0 ESG_{i,t} + \gamma_0 Controls_{i,t} + Year + Indu + \epsilon_{i,t}$$
$$Resilience_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 SA1A_{i,t}(\beta_2 InnoEff_{i,t}) + \gamma_1 Controls_{i,t} + Year + Indu + \epsilon_{i,t}$$

(2)

1. 融资约束机制检验。由表 3 列(1)和列(4)可知,SA1A 的系数均在 1%水平上显著为负,表明 ESG 表现与企业融资约束显著负相关。表 3 列(2)和列(5)结果表明,融资约束对企业财务波动性均在 1%水平上呈现出显著的促进作用,这意味着企业 ESG 表现越好,企业面临的融资约束则越小,从而企业财务波动性也越低。表 3 列(3)和列(6)结果显示,融资约束对企业业绩增长性均在 1%水平上呈现出显著的抑制作用,即 ESG 表现越好,企业面临的融资约束就越小,从而企业财务业绩增长性也越强。综上,ESG 表现通过缓解企业融资约束对企业韧性发挥正向作用。支持假设 2。

动性均在 1%水平上呈现出显著的抑制作用,即企业 ESG 表现的提升可以提高企业的创新效率,从而降低企业财务波动性。表 4 列(3)和列(6)结果显示,创新效率对企业业绩增长性均在 5%水平上呈

现出显著的促进作用,即企业 ESG 表现的提升可以提高企业的创新效率,从而提高企业业绩增长性。

综上,ESG 表现通过促进企业创新效率从而对企业韧性发挥正向作用。支持假设 3。

表 4 企业 ESG 表现、创新效率与企业韧性

变量	(1) <i>InnoEff</i>	(2) <i>SD</i>	(3) <i>Growth</i>	(4) <i>InnoEff</i>	(5) <i>SD</i>	(6) <i>Growth</i>
<i>ESG_mquar</i>	0.007*** (15.39)	−0.005*** (−9.87)	1.824** (2.35)			
<i>ESG_gradva</i>				0.006*** (15.48)	−0.005*** (−10.12)	1.456** (2.01)
<i>InnoEff</i>		−0.020*** (−3.05)	23.723** (2.33)		−0.020*** (−3.02)	24.017** (2.36)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year/Indu</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	29479	29479	29479	29479	29479	29479
<i>R</i> ²	0.511	0.173	0.195	0.511	0.173	0.195
<i>Adj-R</i> ²	0.510	0.171	0.193	0.510	0.171	0.193

(四)ESG 表现影响企业韧性的异质性分析

鉴于公司产权性质、所处行业和地区的不同可能导致 ESG 表现对企业韧性的影响产生差异,本部分将分别从这三个方面对 ESG 表现与企业韧性的关系进行异质性分析。

1. 产权性质异质性分析。不同的产权性质下,企业的经营目标、社会责任、管理层晋升和获取资源的能力等存在较大差异。本部分在模型(1)的基础上,借鉴现有研究,将企业分为国有企业和非国有企业,引入企业产权性质(SOE)以及产权性质与 ESG

的交乘项(*SOE*×*ESG*),检验 ESG 表现与企业韧性的关系是否会受到产权性质的影响。回归结果见表 5。非国有企业良好的 ESG 表现降低财务波动性的效果更显著,而国有企业良好的 ESG 表现对业绩增长性的增强效应更明显。可能的原因是,国有企业社会责任的内生性,降低了投资者对其 ESG 表现的敏感度,故投资者对非国有企业的 ESG 表现反应更为敏感和强烈;客户在选购产品或服务时,将国有企业的 ESG 表现视作底线行为,对其期待值更高,因此对其 ESG 表现更为关注和敏感。

表 5 ESG 表现与企业韧性:基于产权性质的调节作用

变量	(1) <i>SD</i>	(2) <i>Growth</i>	(3) <i>SD</i>	(4) <i>Growth</i>
<i>ESG_mquar</i>	−0.006*** (−9.62)	−1.681* (−1.80)		
<i>ESG_gradva</i>			−0.006*** (−9.66)	−1.533* (−1.75)
<i>SOE</i>	−0.011*** (−2.69)	−40.443*** (−6.44)	−0.010** (−2.51)	−34.407*** (−5.76)
<i>SOE</i> × <i>ESG_mquar</i>	0.002** (2.15)	10.121*** (6.96)		
<i>SOE</i> × <i>ESG_gradva</i>			0.002* (1.89)	8.723*** (6.32)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year/Indu</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	29479	29479	29479	29479
<i>R</i> ²	0.173	0.197	0.173	0.196
<i>Adj-R</i> ²	0.171	0.195	0.171	0.194

2. 行业异质性分析。ESG 表现包含了对企业环境责任履行情况的评价,重污染行业企业作为环境污染排放大户,受到监管机构和社会公众的重点关注。本部分在模型(1)的基础上,借鉴郭晔等^[34]的研究,将企业分为重污染行业和非重污染行业,引入企业所在行业(*POL*)以及行业与 ESG 的交乘项

(*POL*×*ESG*),检验 ESG 表现与企业韧性的关系是否会受到企业所在行业的影响。回归结果见表 6,良好的 ESG 表现对企业韧性的增强作用在重污染行业企业表现更为突出。可能的原因是,重污染行业企业的 ESG 表现尤其是环境责任履行状况的影响范围更广、程度更深,更受投资者、客户、消费者等

利益相关方的关注。

表 6 ESG 表现与企业韧性:基于是否处于重污染行业的调节作用

变量	(1) SD	(2) Growth	(3) SD	(4) Growth
ESG_mquar	-0.006*** (-10.09)	1.125 (1.31)		
ESG_gradva			-0.005*** (-10.17)	0.779 (0.97)
POL	0.097*** (19.78)	-12.794* (-1.67)	0.091*** (19.73)	-11.814 (-1.64)
POL×ESG_mquar	-0.007*** (-6.63)	3.676** (2.13)		
POL×ESG_gradva			-0.006*** (-5.77)	3.498** (2.15)
Controls	控制	控制	控制	控制
Year/Indu	控制	控制	控制	控制
N	29479	29479	29479	29479
R ²	0.218	0.195	0.217	0.195
Adj-R ²	0.216	0.193	0.215	0.193

3. 区域异质性分析。鉴于东部地区在经济发展水平、财政资源和公众意识等方面明显优于其他地区,本部分在模型(1)的基础上,借鉴现有研究,将企业分为东部企业和非东部企业,引入企业所处区域(EAST)以及区域与 ESG 的交乘项(EAST×ESG),检验 ESG 表现与企业韧性的关系是否会受到企业所处区域的影响。回归结果见表 7,良好的 ESG 表现对企业韧性的增强作用在东部地区企业

中表现更为明显。可能的原因是东部地区经济发展水平更高、财政资源更为富足、民众环保意识更强,无论是政府层面还是社会公众均对企业 ESG 表现更为关注,因而政府一方面对企业实施严格的环境监管,另一方面可以提供更多财政、税收等优惠措施鼓励企业履行责任,这些均使东部地区企业更为重视提升 ESG 表现。

表 7 ESG 表现与企业韧性:基于区域的调节作用

变量	(1) SD	(2) Growth	(3) SD	(4) Growth
ESG_mquar	-0.005*** (-10.19)	1.870** (2.42)		
ESG_gradva			-0.005*** (-10.44)	1.520** (2.11)
EAST	-0.000 (-0.09)	5.806*** (3.52)	-0.000 (-0.12)	5.796*** (3.52)
EAST×ESG_mquar	-0.002** (-2.27)	4.029*** (2.65)		
EAST×ESG_gradva			-0.002* (-1.83)	3.179** (2.20)
Controls	控制	控制	控制	控制
Year/Indu	控制	控制	控制	控制
N	29479	29479	29479	29479
R ²	0.173	0.196	0.173	0.196
Adj-R ²	0.171	0.194	0.171	0.194

(五)稳健性检验

为确保实证结果的稳健可靠,从四个方面进行稳健性检验^①。首先改变 ESG 表现与企业韧性度量方式,即将企业 ESG 表现的衡量方法从华证 ESG 评级数据改为彭博企业社会责任披露指数,同时将企业韧性的衡量方法改为熵权法计算而来的综

合指标并使用模型(1)重新检验。其次,为避免地区层面相关因素的潜在影响^②,将地址位于直辖市(北京、天津、上海、重庆)的企业剔除,利用模型(1)重新检验。再次,为减轻逆向因果带来的内生性问题,本部分借鉴方先明和胡丁的做法^[7],使用 ESG 基金持股数据作为企业 ESG 表现的工具变量,采用两阶段

最小二乘法进行回归分析。最后,为了缓解遗漏变量偏差问题,本部分在基准回归的基础上增加了个体固定效应。上述回归结果均与前文一致。

五、结论与建议

依据 2009—2022 年 A 股上市公司的数据,构建多元线性回归模型,考量企业 ESG 表现对企业韧性的影响及机制。结果显示:第一,上市公司 ESG 表现对企业韧性具有显著正向影响,且这一正向作用在重污染行业和东部地区的企业中更为显著。第二,ESG 表现主要通过融资约束和创新效率两个渠道影响企业韧性。第三,企业 ESG 表现对企业财务波动性的负向作用在非国有企业中表现更突出,而对业绩增长性的正向作用在国有企业中表现更明显。

根据上述结论,建议:

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,增强自身韧性以应对外界的不利冲击,重污染行业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,降低其对企业韧性的负面影响。一是通过设立专门的创业基金、提供低息贷款或担保等方式,为受融资约束的企业提供资金支持,帮助企业渡过危机;二是改善金融市场的监管环境,降低融资成本,简化融资程序,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,提升其韧性和竞争力。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、债券发行、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,政府应加大支持创新力度以增强企业韧性,实现经济高质量发展。一是制定并实施创新支

持政策,包括提供财政支持、税收优惠和研发资金等,鼓励企业增加研发投入,推动技术创新和产品创新,增强企业韧性。二是加大创新人才和技能培训力度,通过提供创新教育和培训机会,提高员工的创新能力。三是加大知识产权保护力度,建立健全相关法律法规,提高企业的创新积极性,保护其创新成果。四是建立创新合作平台和网络,提供资源整合、技术共享和市场拓展的机会,促进企业之间的创新合作与交流。五是制定开放、公平和竞争的市场准入政策,鼓励创新企业的进入和发展,通过打破垄断和减少市场壁垒,促进竞争,激发创新活力。六是加强国际合作与交流,通过与其他国家和地区的合作,帮助企业获取国际先进技术和市场信息,促进技术创新和经验分享,提高企业的国际竞争力。政府在制定政策时,应充分考虑地区经济发展水平、产业特点和发展需求,因地制宜,因需施策。

注释:

- ① 限于篇幅,稳健性检验回归结果不予显示,如有需要可向作者索取。
- ② 企业 ESG 表现作为非强制披露的信息,其度量在一定程度上依赖于企业所在地的政治、经济和文化环境,可能与区域层面的宏观政策、资本市场环境、人文社会环境等因素有较强的相关性。因此,企业韧性有可能受地区层面相关因素的影响而非 ESG 表现的影响。

参考文献:

[1] Ortiz-de-mandojana N, Bansal P. The long-term benefits of organizational resilience through sustainable business practices [J]. Strategic Management Journal, 2016, 37(8): 1615—1631.

[2] Linnenluecke M K. Resilience in business and management research: a review of influential publications and a research agenda[J]. International Journal of Management Reviews, 2017, 19(1): 4—30.

[3] 王治,彭百川,郭晶晶,等. 低碳转型能否提升企业环境-社会-治理表现?——基于“低碳城市试点”的准自然实验[J]. 财经理论与实践,2023,44(1):139—145.

[4] 吴红军,刘啟仁,吴世农. 公司环保信息披露与融资约束[J]. 世界经济,2017,40(5):124—147.

[5] 武晓芬,唐媚媚,张记元. 企业 ESG 绩效会影响商业信用融资吗?——基于信息传递与治理赋能视角[J]. 南京审计大学学报,2023,20(3):41—51.

[6] 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.

[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] 李井林,阳镇,陈劲,等. ESG 促进企业绩效的机制研究——基于企业创新的视角[J]. 科学与科学技术管理,2021,42(9):71—89.

[9] Li Y, Gong M, Zhang X Y, et al. The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: the role of CEO power[J]. The British Accounting Review, 2018, 50(1): 60—75.

[10] 席龙胜,赵辉. 企业 ESG 表现影响盈余持续性的作用机理和数据检验[J]. 管理评论,2022,34(9):313—326.

[11] Duque-Grisales E, Aguilera-Caracuel J. Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: moderating effects of geographic international diversification and financial slack[J]. Journal of Business Eth-

ics, 2021, 168(2): 315—334.

[12] Yoo S, Keeley A R, Managi S. Does sustainability activities performance matter during financial crises? Investigating the case of COVID-19[J]. *Energy Policy*, 2021, 155: 112330.

[13] Lee D D, Fan J H, Wong V. No more excuses! Performance of ESG-integrated portfolios in Australia [J]. *Accounting and Finance*, 2021, 61(S1): 2407—2450.

[14] Williams T A, Gruber D A, Sutcliffe K M, et al. Organizational response to adversity: fusing crisis management and resilience research streams[J]. *Academy of Management Annals*, 2017, 11(2): 733—769.

[15] Sincora L A, Oliveira M P V D, ZanquettFo-Filho H, et al. Business analytics leveraging resilience in organizational Processes[J]. *RAUSP Management Journal*, 2018, 53(3): 385—403.

[16] Tsiapa M, Batsiolas I. Firm resilience in regions of Eastern Europe during the period 2007—2011[J]. *Post Communist Economies*, 2019, 31(1): 19—35.

[17] Gittell J H, Cameron K, Lim S, et al. Relationships, layoffs, and organizational resilience: airline industry responses to September 11 [J]. *Journal of Applied Behavioral Science*, 2006, 42(3): 300—329.

[18] Fang S, Prayag G, Ozanne L K, et al. Psychological capital, coping mechanisms and organizational resilience: insights from the 2016 Kaikoura earthquake, New Zealand [J] *Tourism Management Perspectives*, 2020, 34: 100637.

[19] Buyl T, Boone C, Wade J B. CEO narcissism, risk-taking, and resilience: an empirical analysis in U. S. commercial banks[J]. *Journal of Management*, 2019, 45(4): 1372—1400.

[20] Bustinza O F, Vendrell-Herrero F, PerezArostegui M N, et al. Technological capabilities, resilience capabilities and organizational effectiveness[J]. *International Journal of Human Resource Management*, 2019, 30(8): 1370—1392.

[21] 贾勇,傅倩汪琳,李冬妹.技术创新与企业韧性:基于新冠疫情情景[J]. *管理科学*, 2023, 36(2): 17—34.

[22] Van der Vegt G, Essens P, Wahlstroem M, et al. Managing risk and resilience [J]. *Academy of Management Journal*, 2015, 58(4): 971—980.

[23] 胡海峰,宋肖肖,郭兴方.投资者保护制度与企业韧性:影响及其作用机制[J]. *经济管理*, 2020, 42(11): 23—39.

[24] 朱丹阳,李绪红.企业社会责任投入对制造企业组织韧性的影响研究[J]. *管理学报*, 2023, 20(7): 1023—1033.

[25] 顾建平,房颖莉.战略性企业社会责任与组织韧性:网络嵌入与创新能力的链式中介作用[J]. *科技管理研究*, 2022, 42(16): 146—153.

[26] 李宾,龚爽,曾雅婷.数字普惠金融、融资约束与中小企业财务可持续[J]. *改革*, 2022(5): 126—142.

[27] 司登奎,李小林,孔东民,等.利率市场化能降低企业营运风险吗?——基于融资约束和企业金融化的双重视角[J]. *金融研究*, 2023(1): 113—130.

[28] 陆蓉,徐龙炳,叶茜茜,等.中国民营企业韧性测度与影响因素研究[J]. *经济管理*, 2021, 43(8): 56—73.

[29] 梁婧姝,刘涛雄.企业创新韧性及风险投资的影响:理论与实证 [J/OL]. <https://doi.org/10.16192/j.cnki.1003-2053.20230609.001>, 2023-06-09/2023-11-28.

[30] 李德辉,潘丽君.海归劣势、持续创新能力与新创科技企业生存:基于企业事件史的分析[J]. *科研管理*, 2022, 43(5): 76—85.

[31] 胡洁,于荣荣,韩一鸣.ESG评级能否促进企业绿色转型?——基于多时点双重差分法的验证[J]. *数量经济技术经济研究*, 2023, 40(7): 90—111.

[32] Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: moving beyond the KZ index[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 1909—1940.

[33] 孔东民,徐茗丽,孔高文.企业内部薪酬差距与创新[J]. *经济研究*, 2017, 52(10): 144—157.

[34] 郭晔,苏彩珍,张一.社会责任信息披露提高企业的市场表现了吗? [J]. *系统工程理论与实践*, 2019, 39(4): 881—892.

(责任编辑:钟瑶)

Research on the Impact of Enterprise ESG Performance on Enterprise Resilience

CHEN Yin^{e1}, LI Chunyan¹, TAN Huan², WANG Yanan³

(1. School of Economics and Management, Changsha University of Science and Technology, Changsha, Hunan 410014, China;
2. School of Economics and Management, Wuhan University, Wuhan, Hubei 430072, China;
3. School of Economics and Finance, South China University of Technology, Guangzhou, Guangdong 510006, China)

Abstract: Based on the data of A-share listed companies from 2009 to 2022, A multiple linear regression model is constructed to empirically test the impact of ESG performance on enterprise resilience and its mechanism. The results indicate that the enterprise’s ESG performance has a significant positive impact on enterprise resilience. The better the ESG performance is, the stronger the enterprise resilience is, and this positive effect is more significant in the main polluted industry trades and enterprises located in the eastern regions; Good ESG performance primarily enhances enterprise resilience through two channels: alleviating financial constraints and improving innovation efficiency. Therefore, enterprises should strive to enhance their ESG performance, while government departments and regulators should guide and encourage enterprises to strengthen their ESG construction. Stakeholders should play a supervisory role to strengthen enterprise resilience and contribute to the high-quality development of the enterprise.

Key words: ESG performance; enterprise resilience; financial constraints; innovation efficiency