

ESG 责任履行对企业经营困境的影响： “雪中送炭”还是“雪上加霜”？

林炳洪, 李秉祥

(西安理工大学经济与管理学院, 陕西 西安 710054)

摘要:选取 2015—2022 年 A 股上市公司为研究样本,通过“雪中送炭”与“雪上加霜”的竞争假设实证检验 ESG 责任履行对企业经营困境的影响。研究发现:ESG 责任履行能够纾解企业经营困境,起到“雪中送炭”的作用,而非“雪上加霜”的作用,而杠杆操纵会弱化 ESG 责任履行这一“雪中送炭”的纾困作用,无助于解决企业经营困境。异质性分析发现,在实施股权激励企业、不存在“一控多”企业与未参股银行等金融机构企业中,ESG 责任履行对企业经营困境的纾解作用更加明显,说明有效的激励机制、合理的控制幅度与审慎的投资范围有利于促进企业积极 ESG 责任履行,降低经营风险。影响机制检验表明,ESG 责任履行主要通过缓解融资约束、提高投资效率与增强盈利能力来纾解企业经营困境。研究结论有助于澄清 ESG 争议,为企业依托 ESG 责任履行应对困难融资环境,管控经营风险提供经验证据。

关键词:ESG 责任履行;经营困境;杠杆操纵;利益相关者;可持续发展

中图分类号:F275.5;F272.3

文献标识码:A

文章编号:1005-0566(2024)06-0121-10

Influence of ESG responsibility fulfillment on enterprise business dilemma: “Giving charcoal in the snow” or “adding insult to injury”?

LIN Binghong, LI Bingxiang

(School of Economics and Administration, Xi'an University of Technology, Xi'an 710054, China)

Abstract: This article selects A-share listed companies from 2015 to 2022 as the research sample, and empirically tests the impact of ESG responsibility fulfillment on enterprise business dilemma through the competitive hypothesis of “giving charcoal in the snow” and “adding insult to injury”. The results show that ESG responsibility fulfillment can relieve enterprise business dilemma, and plays a role of “giving charcoal in the snow” instead of “adding insult to injury”. However, leverage manipulation will weaken the relief function of ESG responsibility fulfillment, which will not help solve the business dilemma. Heterogeneity analysis shows that in enterprises that implement equity incentives, enterprises that do not have “one controlling many” and enterprises that do not participate in financial institutions such as banks, ESG responsibility fulfillment plays a more obvious role in alleviating the business dilemma, indicating that effective incentive mechanism, reasonable control range and prudent investment scope are conducive to promoting enterprises to actively fulfill ESG responsibility and reducing operation risks. The test of the influence mechanism shows

收稿日期:2024-01-08 修回日期:2024-03-28

基金项目:国家自然科学基金项目(71772151);陕西省哲学社会科学重大理论与现实问题研究项目(2021ND0258);陕西省软科学研究计划项目(2023-CX-RKX-187)。

作者简介:林炳洪(1994—),男,福建莆田人,西安理工大学经济与管理学院博士生,研究方向为公司金融与资本市场会计。

that ESG responsibility fulfillment can mainly relieve enterprise business dilemma by easing financing constraints, improving investment efficiency and enhancing profitability. The research conclusion helps to clarify ESG disputes, and provide empirical evidence for enterprises to rely on ESG responsibility fulfillment to cope with difficult financing environments and control operational risks.

Key words: ESG responsibility fulfillment; business dilemma; leverage manipulation; stakeholder; sustainable development

鉴于宏观杠杆水平不断抬升导致系统性金融风险高企的现实场景,2015 年起,我国政府开始推行“去杠杆”政策,要求企业积极主动降低杠杆率的同时,银行等金融机构放贷端也收紧信贷标准,更加严格审核借款人的财务状况与经营成果,企业再融资遭遇较大困难^[1-2]。随后又相继爆发中美经贸摩擦、新冠病毒感染疫情等一系列不确定性事件冲击,导致全球经济遭到重创。直至今日,世界经济复苏态势依旧走弱,不确定性因素仍然风行。在国内,面临需求收缩、供给冲击与预期转弱等三重压力,引发不少企业盈利能力下降、融资约束提高与投资回报不足等问题,业绩衰退与滑坡现象严重,甚至部分行业企业已陷入极端经营困境,蕴含着不容忽视的风险^[3]。

ESG^①作为一种新兴的发展理念,其目标是通过整合环境、社会与治理 3 项要素资源促进企业全面协调的可持续发展。已有研究表明,在新冠病毒感染疫情等不确定性事件冲击下,诸多 ESG 表现良好的公司脱颖而出,不仅能够有力应对各种风险挑战,快速从疫情的冲击中恢复^[4],还能够赢得资本市场青睐,并通过 ESG 信息披露等渠道吸引利益相关者积极参与公司治理、共同谋划公司发展,由此增强组织资源获取与配置能力^[5-6],为企业带来可观的经济回报,实现价值的稳健提升^[7]。然而,由于 ESG 的强烈正外部性导致其履责过程不可避免会消耗大量资源,可能会对企业业绩产生负向影响。究其原因是:保护环境需要开发绿色先进技术,严格处理与控制污染物排放^[8-10];承担社会责任需要改善员工工作环境与提高福利待遇,积极参与社会公益活动^[11-12];加强公司治理需要大力强化内部规章制度建设,构建有效的公司治理环境^[13-14],以上 E、S、G 3 个维

度的责任履行均要付出极大的沉没成本,容易拖累企业当期业绩。因此,ESG 责任履行会如何影响企业经营困境尚未得到清晰回答与有效揭示,究竟是其经济回报大于履责成本,起到“雪中送炭”的作用?还是其履责成本大于经济回报,起到“雪上加霜”的作用?

尤其是 2015 年以来,我国政府开始推行“去杠杆”政策,为应对困难融资环境与抵御杠杆骤降冲击,上市公司普遍存在以杠杆操纵的方式来形式上去杠杆^[1-2],即试图通过表外负债、明股实债以及其他会计手段来隐藏债务,降低资产负债表所呈现的账面杠杆率,由此营造公司债务安全边际厚实的假象,从而增强债权人信心,提高企业再融资能力。此举在一定程度固然有利于企业从外部获取更多信贷资源,为其履行 ESG 责任与纾解企业困境提供必要的资源支持^[6]。然而,需要注意的是,杠杆操纵并未实质性解决企业债务问题,且在无形之中又会扩大其隐性债务规模,导致企业财务风险不断累积,委托代理问题逐渐突出^[1],不利于企业履行 ESG 责任与化解经营困境,所以杠杆操纵会如何影响 ESG 责任履行与企业经营困境之间关系也尚存悬念。

对此,本文以 2015—2022 年 A 股上市公司为研究样本,通过理论分析 ESG 责任履行对企业经营困境的影响,相应提出“雪中送炭”与“雪上加霜”竞争性假设来统括二者关系,并引入杠杆操纵作为调节变量,据此开展实证检验。本文边际贡献主要有:第一,不同于现有大部分文献对 ESG 责任履行的绝对肯定^[10-14],本文综合考虑 ESG 责任履行对企业经营困境的双重影响,即“雪中送炭”的积极影响与“雪上加霜”的消极影响,通过竞争性假设来验证可能出现的具体情况,为全面解析

① ESG 即 Environment、Social 与 Governance 的首字母缩写。

ESG 责任履行的内在特性提供良好的透视点,有助于澄清 ESG 争议并纠偏对 ESG 理论的认识误差;第二,将 ESG 责任履行纳入企业经营困境的分析框架,并考虑“去杠杆”背景下,企业形式上去杠杆的杠杆操纵行为对此发挥的调节效应,由此不仅探明了困难融资环境中 ESG 责任履行与杠杆操纵对企业经营困境的交互影响,也有效拓展了 ESG 责任履行与杠杆操纵的经济后果,丰富了企业经营困境的前置影响要素;第三,通过开展异质性分析与多重中介效应模型检验,清晰阐述了 ESG 责任履行纾解企业经营困境的异质性表现与具体作用机制,为不同异质性特征企业通过 ESG 责任履行化解经营困境提供新的可行性方案,同时也为依托 ESG 责任履行扭转企业业绩下滑趋势,促进其可持续发展提供微观的路径指引。

一、文献综述

随着债权人、员工、社区居民等诸多利益相关者力量的勃兴,以 ESG 为代表的可持续发展理念对基于“股东至上”的传统财务理论形成巨大挑战^[15]。目前,关于 ESG 责任履行经济后果的研究更关注 ESG 责任履行为企业带来的积极影响,已有学者指出 ESG 责任履行能够促进企业提高创新水平^[9-10,16]、深化价值创造^[13,17-19]、改善财务绩效^[11-12,20-21]、提振股价表现^[22-25]、抑制非效率投资^[5,26]等。但也有部分学者指出,ESG 并非尽善尽美,其履责过程往往伴有资源侵占效应,需要为此投入大量的人力、物力与财力^[27],有损企业成长性^[28],容易造成经济效益下降^[29-30]。另外,由于目前尚未形成对上市公司 ESG 责任履行有效的监督机制,也没有建立统一的 ESG 信息披露标准^[31],可能会使 ESG 沦为管理层“漂绿”手段或声誉工具,导致其披露的 ESG 信息失真,降低 ESG 责任履行有效性,反而会加剧代理问题,损害股东利益^[30]。因此,揆诸现有文献可以发现,学界对 ESG 责任履行的认识尚存在一定分歧,需要通盘考虑 ESG 责任履行的具体场景与现实环境,既不能忽略 ESG 责任履行的积极影响,也不能回避 ESG 责任履行的负面效应,这样才能更好校准学界对 ESG 的认知偏差。

企业经营困境迥异于财务困境,一般意义而言,财务困境主要指债务人无法履行现时义务,不能按时偿还到期法定债务,导致企业在财务层面出现困难,具体表现为现金流断流、债务违约与资不抵债等^[32]。而经营困境不仅会导致财务状况恶化,其市场业绩表现与盈利能力也会出现衰退,所以相较于财务困境,经营困境波及范围更广、困难程度更大与不良后果更严重。对此,虽然已有少数学者就企业经营困境纾解机制问题进行探讨,但主要集中于管理层变更^[33-34]、投资策略选择^[35]、数字化转型^[3]、宏观经济运行周期和行业发展周期^[36]等方面,鲜有考虑 ESG 要素对企业经营困境的影响。由此为本文提供了一个良好的研究切入点,即尚有争议的 ESG 责任履行究竟会如何影响企业经营困境,是起到纾解困境的“雪中送炭”作用?还是起到加剧困境的“雪上加霜”作用?这有待进一步澄清,值得就此开展深入研究。

二、理论分析与研究假设

(一) ESG 责任履行与企业经营困境

经营困境是企业“穷困”状态的一种表现,会呈现出业绩严重衰退,盈利能力下滑的不良趋势;同时经营困境中,企业的投融资等财务活动亦出现恶化,无法支撑其永续经营的发展要求^[37]。而 ESG 作为贯穿企业生产经营全过程的战略框架与行动指南,一方面,积极履行 ESG 责任可以帮助企业树立良好形象,引入利益相关者参与治理,推动提高绿色生产水平,对企业经营具有积极影响^[9-12,16,20-21];但另一方面,ESG 责任履行也需要耗费大量资源,会加重履责主体成本负担,对企业经营可能会有消极影响^[27-30]。

具体而言,从 ESG 责任履行的积极影响来看,首先,根据信号理论,ESG 责任履行能够起到积极信号传递作用^[23,25],表明公司经营状况良好,具有足够的战略定力推进 ESG 事项,发展前景值得广大投资者与债权人期待,从而拓宽外部融资渠道^[19],可以及时获取足够的信贷资金纾解企业经营困境,即 ESG 责任履行能够缓解融资约束进而使企业摆脱经营困境。其次,ESG 责任履行的重点之一是将公司治理要素纳入企业发展战略考

量,通过一系列规章制度建设来强化内部治理机制,由此抑制管理层过度投资或投资不足倾向^[5],提高投资效率与管控经营风险,助力化解经营困境,即 ESG 责任履行能够提高投资效率进而抑制企业经营困境的形成。最后,ESG 责任履行更强调企业需要注重环境整治、承担必要的社会责任与提高公司治理水平,推动绿色先进技术的广泛应用^[8-9],这意味着企业不仅可以为消费者提供更为安全可靠的绿色产品,由此打开产品销路;而且绿色先进技术的应用有利于控制生产成本,帮助企业强化主营业务盈利能力,改善经营绩效,有效应对经营危机,即 ESG 责任履行能够提高盈利能力进而降低企业陷入经营困境的可能。综合而言,ESG 责任履行可能起到“雪中送炭”的作用,缓解企业经营困境。

从 ESG 责任履行的消极影响来看,第一,ESG 责任履行需要投入大量资源以加大环境保护力度^[27],此举虽然可以有效保护自然生态环境免遭破坏,但这一举措也伴随着显著的正外部性,即企业开展绿色活动、保护环境需要付出巨大成本,而外部受益者却不用为此向企业支付相应费用。这不仅会打压企业履行 ESG 责任积极性,也会增加其运营成本^[28],拖累当期业绩,进而加剧企业经营困境。第二,ESG 理念要求企业努力改善员工工作环境,提高员工福利待遇,积极参加慈善捐赠、社区公益服务、脱贫攻坚等社会活动^[5],这些活动虽然有益国计民生,但企业同样需要为此承担巨额成本,挤占本就有限的资源,不利于企业留存足够的资金抵御未知风险,会降低企业风险承担水平^[29-30],当遭受外部冲击时,更容易导致企业陷入经营困境。第三,ESG 责任履行需要披露大量专有性的非财务信息^[22,24],然而目前我国乃至全世界的 ESG 信息披露标准尚未建立^[31],企业需自行探索 ESG 信息披露范式,这会加重 ESG 履责主体信息制造、整合、加工与披露成本^[38],从而推高总体运营成本,不利于缓解企业经营困境。综合而言,ESG 责任履行可能起到“雪上加霜”的作用,加剧企业经营困境。根据以上分析,本文提出以下竞争性假设:

H1a:ESG 责任履行会起到“雪中送炭”的作用,缓解企业经营困境。

H1b:ESG 责任履行会起到“雪上加霜”的作用,加剧企业经营困境。

(二)考虑杠杆操纵的调节效应

一方面,杠杆操纵能够降低企业账面杠杆率,维护债权人信心,从而增强企业融资能力,帮助其从外部及时获取信贷资源补充经营活动所需的现金流^[39-40];另一方面,杠杆操纵并非实质上去杠杆,而是通过各种手段隐藏债务,会加剧企业代理问题,恶化内部治理环境^[1-2],所以杠杆操纵亦表现出双重特性,即增强融资能力与加剧代理冲突,由此也会影响 ESG 责任履行与企业经营困境之间微观互动关系。

从增强融资能力视角来看,如果 ESG 责任履行对企业经营困境起到“雪中送炭”的作用,那么杠杆操纵将强化这一作用,缓解企业经营困境。因为银行等金融机构主要根据企业账面杠杆率判断出借资金安全边际,如果企业账面杠杆率过高,将导致银行等金融机构拒绝为其贷款或缩减贷款规模^[39-40],这无形之中会增大企业融资约束,加剧其经营困境。而企业通过杠杆操纵降低账面资产负债率,可以应对银行等金融机构信贷资格审查,使其满足再融资的资产负债率要求^[41],以获取足够的现金来强化企业在环境保护、社会责任承担以及公司治理水平提升等方面的履责力度,推进 ESG 实施,帮助企业增大外部资源获取能力,降低其陷入经营危机的可能。

如果 ESG 责任履行对企业经营困境起到“雪上加霜”的作用,那么杠杆操纵将弱化这一作用,缓解企业经营困境。杠杆操纵只对资产负债表信息进行操纵,对企业当期的业绩负向影响并不显著^[42],这为企业在不粉饰业绩的情况下,改善财务状况进而帮助企业暂时应对“穷困”的经营状态提供可能。较低的杠杆水平可以起到信号传递功能,暗示着企业财务状况稳定,向外界释放出积极信号,由此能够维护债权人、供应商等诸多利益相关者信心^[1],从中获取关键资源,弥补 ESG 的正外部性损失,进而缓解企业因履行 ESG 责任对生产

经营造成的不利影响,给予企业扭转经营困境局面的缓冲时间,助力其渡过经营危机。根据以上分析,本文分别对应提出以下假设:

H2a:杠杆操纵会强化 ESG 责任履行“雪中送炭”作用,缓解企业经营困境。

H2b:杠杆操纵会弱化 ESG 责任履行“雪上加霜”作用,缓解企业经营困境。

从加剧代理冲突视角来看,如果 ESG 责任履行对企业经营困境起到“雪中送炭”的作用,那么杠杆操纵将弱化这一作用,加重企业经营困境。基于委托代理制度安排,承担受托责任的管理层有义务向股东披露公司真实的财务状况与经营成果。而杠杆操纵利用现行会计准则漏洞将债务剥离出表或将其以非负债类会计科目增列于资产负债表中,导致资产负债表不能真实准确反映出企业实际负债水平,降低其信息含量,由此导致企业所披露的资产负债表信息失真^[43],会增大委托代理成本,甚至误导投资者与债权人作出错误决策^[1],降低企业整体运营效率,削弱 ESG 责任履行对企业经营的积极影响,引致经营困境进一步加重。

如果 ESG 责任履行对企业经营困境起到“雪上加霜”的作用,那么杠杆操纵将强化这一作用,加剧企业经营困境。杠杆操纵不仅瞒骗了股东与广大投资者,也不利于债权人准确评估出借资金安全边际^[41],阻碍债权人相机治理角色发挥。且值得注意的是,杠杆操纵只是将债务暂时隐藏起来,但是导致经济利益流出企业的现时义务依然存在,即杠杆操纵并未消弭企业高杠杆风险,反而引致债务隐藏风险^[2],一旦经表外负债、明股实债以及会计手段包装的债务集中到期,会冲击企业正常生产经营活动,导致现金大量流出。这不仅会恶化企业经营绩效,也会削弱投资者、债权人等其他利益相关者对企业未来发展信心,放大 ESG 责任履行的消极影响,不利于企业摆脱经营困境。根据以上分析,本文分别提出以下假设:

H2c:杠杆操纵会弱化 ESG 责任履行“雪中送炭”作用,加剧企业经营困境。

H2d:杠杆操纵会强化 ESG 责任履行“雪上加

霜”作用,加剧企业经营困境。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

考虑到我国 2015 年开始实施“去杠杆”政策,故本文将 2015 年作为研究样本观测初始期,选取 2015—2022 年 A 股上市公司作为研究样本,并做如下处理:剔除金融行业、财务数据异常与缺失、年初和年末有息负债以及利息支出异常、预期总资产周转率和预期有息负债率小于 0、未被 ESG 评级机构纳入考察范围、上市时间不足 5 年以及在观察期内被 ST 或 *ST 的上市公司,并对变量进行上下 1% 的缩尾处理,最终共获取 16 844 个观测样本。华证 ESG 评级来自于 Wind 数据库,企业经营困境、杠杆操纵与控制变量等指标的原始数据来自 CSMAR 数据库。

(二)变量定义

(1)解释变量:ESG 责任履行(ESG)。参考王琳璘等^[19]的研究,根据华证 ESG 评价体系 C ~ AAA 9 档评级的结果,从 1 ~ 9 进行赋值来度量企业 ESG 责任履行。

(2)被解释变量:企业经营困境(DIS)。借鉴 Miller 等^[44]、贺小刚等^[37]的做法,通过构建模型(1)以连续 5 年的公司每年资产收益率(ROA)相对于目标水平的变化来估计企业业绩下滑趋势,以此作为经营困境(DIS)的代理变量,其具体算法如下:

$$DIS_{it} = \sqrt{\frac{1}{5} \sum_{t=1}^5 (ROA_{it-1} - iROA_{it-1})^2} \quad (1)$$

其中, ROA_{it-1} 表示企业 i 在 $t-1$ 年实际年资产收益率; $iROA_{it-1}$ 表示企业 i 在 $t-1$ 年的所在行业的平均年资产收益率,即目标值。如果目标值小于实际年资产收益率,则以 0 处理。该指标越大,说明企业业绩相较于目标水平的偏离度越大,呈现出业绩不断下滑与恶化的趋势,由此意味着企业陷入一种“穷困”的状态,出现了整体性的经营问题^[37],即经营困境。

(3)调节变量:杠杆操纵(LEVM)。参考许晓芳等^[2]的研究,采用基本的 XLT-LEVM 法下的行业中位数法来估计,即只考虑了利用表外负债和

名股实债手段进行的杠杆操纵,具体算法可见文献[2]。

(4)控制变量。结合高杰英等^[5]的研究设计,选取公司规模(*Size*)等变量作为控制变量,具体定义见表 1。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量含义
解释变量	ESG 责任履行	<i>ESG</i>	华证 ESG 评价体系结果赋值
被解释变量	企业经营困境	<i>DIS</i>	连续 5 年的公司每年资产收益率(ROA)相对于目标水平的变化
调节变量	杠杆操纵	<i>LEVM</i>	根据基本的 XLT-LEVM 法下的行业中位数法测算
控制变量	企业规模	<i>Size</i>	Ln(上市公司总资产)
	负债水平	<i>Lev</i>	负债总额/资产总额
	现金持有	<i>Cash</i>	货币资金/平均总资产
	固定资产规模	<i>Fixed</i>	固定资产净额/资产总额
	企业成长性	<i>Growth</i>	当期营业收入变动额/营业收入上期发生额
	亏损情况	<i>Loss</i>	当期净利润小于 0 取 1,否则取 0
	董事会规模	<i>Board</i>	Ln(董事会人数)
	托宾 Q 值	<i>TobinQ</i>	(流通股市值 + 非流通股股份数 × 每股净资产 + 负债账面值)/资产总额
	成立年限	<i>Age</i>	Ln(1 + 公司成立年限)
	年份	<i>Year</i>	年份控制变量
	行业	<i>Ind</i>	行业控制变量

(三)模型构建

为探究 ESG 责任履行对企业经营困境的影响,本文构建模型(2)对此进行检验,同时为验证杠杆操纵是否发挥调节效应,本文构建模型(3)对此进行检验。在模型(2)中,主要关注 α_1 的符号及显著性,在模型(3)中,主要关注 α_1 与 α_2 的符号及显著性。

$$DIS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Fixed_{it} + \alpha_5 Growth_{it} + \alpha_6 Loss_{it} + \alpha_7 Board_{it} + \alpha_8 TobinQ_{it} + \alpha_9 Cash_{it} + \alpha_{10} Age_{it} + \alpha_{11} Year + \alpha_{12} Ind + \varepsilon \quad (2)$$

$$DIS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_2 ESG_{it} \times LEVM_{it} + \alpha_3 LEVM_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 Lev_{it} + \alpha_6 Fixed_{it} + \alpha_7 Growth_{it} + \alpha_8 Loss_{it} + \alpha_9 Board_{it} + \alpha_{10} TobinQ_{it} + \alpha_{11} Cash_{it} + \alpha_{12} Age_{it} + \alpha_{13} Year + \alpha_{14} Ind + \varepsilon \quad (3)$$

四、实证结果分析

(一)描述性统计

描述性统计结果显示,ESG 均值为 4.056 8,处于中等水平,说明我国上市公司 ESG 责任履行总体一般,还需进一步加强。*DIS* 均值为 0.037 7,且最大值高达 4.142 0,表明样本上市公司总体经营风险可控,但部分样本企业经营风险较大,容易陷

入经营困境,还需要对此进行有针对性的治理,防范部分经营风险高的企业破产并演化为系统性风险。值得重视的是,*LEVM* 均值为 0.109 3,虽然不高,但其中位数为 0.066 7,小于均值,表明杠杆操纵程度大的样本公司较多,潜藏着一定风险。其他控制变量与已有文献基本一致,此处不再赘述。

(二)回归结果分析

表 3 列(1)报告了模型(2)未纳入控制变量的回归结果,ESG 系数为 -0.012 7 在 1% 的水平上显著,初步说明 ESG 责任履行会起到“雪中送炭”的作用,能够显著抑制企业经营困境的形成。表 3 列(2)报告了模型(2)的回归结果,ESG 系数为 -0.008 0 在 1% 的水平上显著,再次说明 ESG 责任履行可以降低企业经营困境。亦即,ESG 责任履行有助于纾解企业经营困境,对其会起到“雪中送炭”的作用,而非“雪上加霜”的作用,假设 H1a 通过检验。

表 3 基准回归与调节效应回归结果

变量	未纳入控制变量	纳入控制变量	调节效应
	(1) <i>DIS</i>	(2) <i>DIS</i>	(3) <i>DIS</i>
<i>ESG</i>	-0.012 7 *** (-15.66)	-0.008 0 *** (-10.74)	-0.005 1 *** (-5.44)
<i>ESG</i> × <i>LEVM</i>	-	-	0.025 9 ** (2.26)
<i>LEVM</i>	-	-	-0.123 8 ** (-2.32)
<i>Controls</i>	否	是	是
<i>Year</i>	是	是	是
<i>Ind</i>	是	是	是
<i>Constant</i>	0.101 5 *** (13.12)	0.182 3 *** (8.56)	0.163 4 *** (6.19)
<i>N</i>	16 844	16 844	16 844
<i>Adj. R²</i>	0.055 8	0.103 2	0.106 8

注:***、**、* 分别表示在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.10$ 时有统计学意义;括号内为 *t* 值。下同。

表 3 列(3)报告了模型(3)的回归结果,ESG 系数为 -0.005 1 在 1% 的水平上显著,且 ESG × LEVM 系数为 0.025 9 在 5% 的水平上显著,即杠杆操纵对 ESG 责任履行与企业经营困境之间关系的调节效应显著,会削弱 ESG 责任履行对企业经营困境的抑制作用。亦即,杠杆操纵会弱化 ESG 责任履行“雪中送炭”作用,加剧企业经营困境,假设 H2c 通过检验。

(三) 内生性与稳健性检验

为提高结论可靠性,本文还进行如下内生性与稳健性检验:①对解释变量 *ESG* 分别进行滞后一期、二期与三期处理,并再次进行回归;②参考刘向强等^[45]构建工具变量的研究思路,选择上一年度同行业其他公司 *ESG* 责任履行的均值 (*ESG_mean*)作为该公司 *ESG* 责任履行 (*ESG*) 的工具变量,依据两阶段最小二乘法 (2SLS) 再次进行检验;③采用公司个体时点固定效应模型再次进行回归检验;④排除 2020—2022 年新冠病毒感染疫情的干扰,使用 2015—2019 年的样本企业再次进行回归检验;⑤根据季度华证 *ESG* 的 C ~ AAA 9 档评级结果,从 1 ~ 9 进行赋值,并取算术平均分来度量年度企业 *ESG* 责任履行,变量符号设置为 *ESG_Q*,参考李胜旗和李鑫钰^[46]的研究,采用 *O* 指数来度量企业经营困境,变量符号设置为 *DIS_O*,用 *ESG_Q*、*DIS_O* 分别替换 *ESG*、*DIS* 并纳入模型 (2) 再次进行基准回归检验。另外,根据许晓芳等^[2]设计的测算模型,采用基本的 *XLT-LEVM* 法下的预期模型法估计杠杆操纵,变量符号设置为 *LEVM_E*,用 *LEVM_E* 替换 *LEVM* 纳入模型 (3) 再次进行回归。以上回归结果与前述结论保持一致^②,说明结论可靠。

五、异质性分析与影响机制检验

(一) 异质性分析

(1) 根据样本企业年度是否实施股权激励,将全样本划分为实施股权激励企业与未实施股权激励企业两组 (*Incent* = 1 组与 *Incent* = 0 组) 进行分组回归,表 4 列 (1)、列 (2) 报告了其回归结果。两组 *ESG* 系数均在 1% 的水平上显著为负,但 *Incent* = 1 组系数绝对值大于 *Incent* = 0 组系数绝对值 (0.008 3 > 0.007 3),且组间系数差异显著,说明在实施股权激励企业中,*ESG* 责任履行对企业经营困境的纾解作用更明显。由此表明,实施股权激励能够降低代理冲突,使管理层着眼于可持续发展战略实施,积极履行 *ESG* 责任,设法管控企业经营风险,扭转其业绩下行趋势。

(2) 根据目标企业实际控制人是否控制多家

上市公司来判断其是否存在“一控多”,并据此将全样本划分为存在“一控多”企业与不存在“一控多”企业两组 (*CMany* = 1 组与 *CMany* = 0 组) 进行分组回归,表 4 列 (3)、列 (4) 报告了其回归结果。两组 *ESG* 系数均在 1% 的水平上显著为负,但 *CMany* = 0 组系数绝对值大于 *CMany* = 1 组系数绝对值 (0.009 3 > 0.005 3),且组间系数差异显著,说明在不存在“一控多”企业中,*ESG* 责任履行对企业经营困境的纾解作用更明显。由此表明“一控多”容易分散实际控制人精力配置与战略聚焦,降低对 *ESG* 事项的关注,从而减弱 *ESG* 责任履行对生产经营的增益效果。

(3) 根据企业年度是否参股银行等金融机构,将全样本划分为参股银行等金融机构企业与未参股银行等金融机构企业两组 (*Fin* = 1 组与 *Fin* = 0 组),并进行分组回归,表 4 列 (5)、列 (6) 报告了其回归结果。其中,*Fin* = 1 组 *ESG* 系数为负但不显著,而 *Fin* = 0 组 *ESG* 系数在 1% 的水平上显著为负,同时 *Fin* = 0 组系数绝对值大于 *Fin* = 1 组系数绝对值 (0.008 8 > 0.003 6),且组间系数差异显著,说明在未参股银行等金融机构企业中,*ESG* 责任履行对企业经营困境的纾解作用更明显。由此表明参股银行等金融机构不利于企业履行 *ESG* 责任,会削弱 *ESG* 责任履行对企业经营困境的抑制作用。可见,有效的激励机制、合理的控制幅度与审慎的投资范围有利于促进企业积极履行 *ESG* 责任,进而降低企业经营风险,纾解其经营困境。

表 4 异质性分组回归结果

变量	<i>Incent</i> = 1 (1) <i>DIS</i>	<i>Incent</i> = 0 (2) <i>DIS</i>	<i>CMany</i> = 1 (3) <i>DIS</i>	<i>CMany</i> = 0 (4) <i>DIS</i>	<i>Fin</i> = 1 (5) <i>DIS</i>	<i>Fin</i> = 0 (6) <i>DIS</i>
<i>ESG</i>	-0.008 3 *** (-15.26)	-0.007 3 *** (-10.75)	-0.005 3 *** (-7.47)	-0.009 3 *** (-11.11)	-0.003 6 (-1.50)	-0.008 8 *** (-7.70)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Year</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Ind</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Constant</i>	0.201 9 *** (12.04)	0.284 1 *** (12.58)	0.189 5 *** (8.92)	0.243 3 *** (8.65)	0.065 3 (1.13)	0.244 5 *** (7.82)
<i>N</i>	4 087	12 757	4 749	12 095	1 121	15 723
<i>Adj. R²</i>	0.210 7	0.219 6	0.170 9	0.094 8	0.260 1	0.031 2
组间系数差异	<i>Prob</i> > <i>Chi</i> ² = 0.003 4		<i>Prob</i> > <i>Chi</i> ² = 0.002 2		<i>Prob</i> > <i>Chi</i> ² = 0.026 5	

注:组间系数差异采用似无相关检验 (SUEST 检验)。

② 限于篇幅,内生性与稳健性检验结果留存备案。

(二) 影响机制检验

(1) 缓解融资约束。当面临较强的融资约束时,意味着企业不能及时从外部获取足够资金进行周转,会加剧流动性危机,导致各项正常的生产经营活动受阻,更易引发经营困境。而根据信号理论,企业履行 ESG 责任的正面外部形象可以向债权人传递积极信号,表明其经营状况良好,由此帮助企业获得债权人信任,提高资金可得性,缓解其融资约束^[5-6],进而为经营危机纾困。借鉴 Kaplan 等^[47]的研究,采用 KZ 指数来度量融资约束($Fcon$)。同时,根据温忠麟等^[48]总结的中介效应检验程序,在模型(2)基础上,构建模型(4)、模型(5)对 $Fcon$ 的中介效应进行验证,回归结果如表 5 列(1)、列(2)所示。

$$Fcon_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Fixed_{it} + \alpha_5 Growth_{it} + \alpha_6 Loss_{it} + \alpha_7 Board_{it} + \alpha_8 TobinQ_{it} + \alpha_9 Cash_{it} + \alpha_{10} Age_{it} + \alpha_{11} Year + \alpha_{12} Ind + \varepsilon \quad (4)$$

$$DIS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_2 Fcon_{it} + \alpha_3 Size_{it} + \alpha_4 Lev_{it} + \alpha_5 Fixed_{it} + \alpha_6 Growth_{it} + \alpha_7 Loss_{it} + \alpha_8 Board_{it} + \alpha_9 TobinQ_{it} + \alpha_{10} Cash_{it} + \alpha_{11} Age_{it} + \alpha_{12} Year + \alpha_{13} Ind + \varepsilon \quad (5)$$

表 5 列(1)中 ESG 系数显著为负,同时表 5 列(2)中 ESG 系数也显著为负且 $Fcon$ 系数显著为正,表明融资约束中介效应显著。 $Sobel$ 检验结果在 1% 水平上显著,亦验证融资约束中介效应的可靠性。说明融资约束不利于降低企业经营风险,而 ESG 责任履行可以有效缓解企业融资约束,削弱融资约束的负面影响从而抑制企业经营困境的形成。

(2) 提高投资效率。ESG 责任履行强调企业须遵从可持续发展战略框架,主动强化公司内部治理机制,降低委托代理成本以保障企业可持续发展战略目标的实现^[6,20]。在 ESG 责任履行有效环境中,管理层基于长远目标考虑,会严格评估投资项目的成本与收益,审慎作出投资决策,从而提高投资效率^[5],助力企业摆脱经营危机。参考 Richardson^[49]设计的方法来测算公司非效率投资程度来度量企业投资效率($Ineff$),非效率投资程度越大,说明投资效率越低。同样地,在模型(2)基础上,构建模型(6)、模型(7)对 $Ineff$ 的中介效应进行验证,回归结果如表 5 列(3)、列(4)所示。

$$Ineff_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} +$$

$$\alpha_4 Fixed_{it} + \alpha_5 Growth_{it} + \alpha_6 Loss_{it} + \alpha_7 Board_{it} + \alpha_8 TobinQ_{it} + \alpha_9 Cash_{it} + \alpha_{10} Age_{it} + \alpha_{11} Year + \alpha_{12} Ind + \varepsilon \quad (6)$$

$$DIS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_2 Ineff_{it} + \alpha_3 Size_{it} + \alpha_4 Lev_{it} + \alpha_5 Fixed_{it} + \alpha_6 Growth_{it} + \alpha_7 Loss_{it} + \alpha_8 Board_{it} + \alpha_9 TobinQ_{it} + \alpha_{10} Cash_{it} + \alpha_{11} Age_{it} + \alpha_{12} Year + \alpha_{13} Ind + \varepsilon \quad (7)$$

表 5 列(3)中 ESG 系数显著为负,同时表 5 列(4)中 ESG 系数也显著为负且 $Ineff$ 系数显著为正,表明投资效率中介效应显著。 $Sobel$ 检验结果在 1% 水平上显著,亦验证投资效率中介效应的可靠性。说明非效率投资会加剧企业经营困境,而 ESG 责任履行能够减少非效率投资,助力提高投资效率从而为企业增厚收益,纾解其经营困境。

(3) 增强盈利能力。盈利能力下降是引发企业业绩下滑与经营困境的重要诱因^[3,37]。而企业积极履行 ESG 责任不仅可以推动绿色技术应用,借此降低生产成本,而且 ESG 的亲社会性有利于获得市场认可,向消费者提供更为安全绿色的高附加值产品,增强企业整体盈利能力并改善经营成果,降低企业陷入经营困境的可能。对此,本文采用净利润除以总资产平均余额,即 ROA 这一指标来度量盈利能力($Prof$)。同样地,在模型(2)基础上,构建模型(8)、模型(9)对 $Prof$ 的中介效应进行验证,回归结果如表 5 列(5)、列(6)所示。

$$Prof_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Fixed_{it} + \alpha_5 Growth_{it} + \alpha_6 Loss_{it} + \alpha_7 Board_{it} + \alpha_8 TobinQ_{it} + \alpha_9 Cash_{it} + \alpha_{10} Age_{it} + \alpha_{11} Year + \alpha_{12} Ind + \varepsilon \quad (8)$$

$$DIS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_2 Prof_{it} + \alpha_3 Size_{it} + \alpha_4 Lev_{it} + \alpha_5 Fixed_{it} + \alpha_6 Growth_{it} + \alpha_7 Loss_{it} + \alpha_8 Board_{it} + \alpha_9 TobinQ_{it} + \alpha_{10} Cash_{it} + \alpha_{11} Age_{it} + \alpha_{12} Year + \alpha_{13} Ind + \varepsilon \quad (9)$$

表 5 列(5)中 ESG 系数显著为正,同时表 5 列(6)中 ESG 系数显著为负且 $Prof$ 系数也显著为负,表明盈利能力中介效应显著。 $Sobel$ 检验结果在 1% 水平上显著,亦验证了盈利能力中介效应的可靠性。说明盈利能力的提高会抑制企业经营困境的形成,而 ESG 责任履行又能够帮助增强盈利能力,进而降低企业陷入经营困境的可能。由此综合而言,ESG 责任履行会通过缓解融资约束、提高投资效率与增强盈利能力来纾解企业经营困境。

表 5 影响机制检验回归结果

变量	融资约束的中介效应		投资效率的中介效应		盈利能力的中介效应	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Fcon</i>	<i>DIS</i>	<i>Ineff</i>	<i>DIS</i>	<i>Prof</i>	<i>DIS</i>
<i>ESG</i>	-0.135 1 *** (-16.49)	-0.007 6 *** (-10.61)	-0.001 6 *** (-3.12)	-0.007 5 *** (-10.75)	0.004 7 *** (14.20)	-0.007 8 *** (-9.88)
<i>Fcon</i>	-	0.004 0 *** (6.00)	-	-	-	-
<i>Ineff</i>	-	-	-	0.012 2 ** (1.99)	-	-
<i>Prof</i>	-	-	-	-	-	-0.059 7 *** (-2.68)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Year</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Ind</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Constant</i>	-1.169 2 *** (-4.92)	0.177 0 *** (8.32)	0.093 0 *** (5.38)	0.210 6 *** (17.37)	-0.099 1 *** (-11.43)	0.171 0 *** (8.24)
<i>N</i>	16 844	16 844	16 844	16 844	16 844	16 844
<i>Adj. R²</i>	0.748 5	0.106 3	0.057 3	0.108 8	0.619 4	0.104 4
<i>Sobel 检验</i> (<i>p</i> 值)	-8.08 *** (0.00)		-7.81 *** (0.00)		-8.50 *** (0.00)	

六、结论

本文以 2015—2022 年 A 股上市公司为研究样本,通过竞争性假设分析 ESG 责任履行对企业经营困境的影响,并引入杠杆操纵作为调节变量探究企业隐藏债务行为对二者关系所发挥的调节效应。研究发现,ESG 责任履行能够纾解企业经营困境,起到“雪中送炭”的作用,而非“雪上加霜”的作用;而杠杆操纵会弱化 ESG 责任履行这一“雪中送炭”的纾困作用,说明债务隐藏对履行 ESG 责任与化解企业经营困境没有起到有益的帮助,反而会削弱 ESG 责任履行治理有效性,加重企业经营困境。异质性分析发现,在实施股权激励企业、不存在“一控多”企业与未参股银行等金融机构企业中,ESG 责任履行对企业经营困境的纾解作用更加明显,表明有效的激励机制、合理的控制幅度与审慎的投资范围有利于促进企业积极 ESG 责任履行,降低经营风险。影响机制检验表明,ESG 责任履行主要通过缓解融资约束、提高投资效率与增强盈利能力来纾解企业经营困境。

据此,本文提出以下建议。第一,企业应锚定可持续发展战略,将 ESG 理念贯穿于生产经营全过程,树立与巩固企业在资本市场与产品市场中负责任的正面形象,由此提高信贷资金可得性,助推打开产品销路,增强企业盈利能力,进而化解其经营困境。尤其是针对在实施股权激励企业、不存在“一控多”企业与未参股银行等金融机构企业中,ESG 责任履行对企业经营困境的纾解作用更加明显这一特点,企业实际控制人可根据具体情况制定股权激励计划,尽量缩减控股上市公司数量以及减少投资银行等金融机构,以进一步强化 ESG 责任履行对经营困境纾解的有效性。第二,监管层应重视企业

ESG 责任履行监督机制构建,从制度性监管层面倒逼企业积极履行 ESG 责任,可通过分行业制定 ESG 信息披露标准,强制或半强制要求企业披露 ESG 相关信息,从而促使企业努力履行 ESG 责任,降低陷入经营困境的可能。第三,投资者、债权人以及其他利益相关者应积极参与上市公司治理,可根据企业 ESG 履责情况评估其发展前景,加大对 ESG 表现好的企业资金倾斜与投资力度,从而帮助其扭转业绩下行趋势,促进企业实现可持续发展。

参考文献:

[1]许晓芳,陆正飞.我国企业杠杆操纵的动机、手段及潜在影响[J].会计研究,2020(1):92-99.

[2]许晓芳,陆正飞,汤泰劼.我国上市公司杠杆操纵的手段、测度与诱因研究[J].管理科学学报,2020,23(7):1-26.

[3]刘胜,温锡峰,陈秀英.数字化转型推动衰退企业反转了吗[J].财经科学,2023(2):96-109.

[4]SINGH A. COVID-19 and ESG preferences: corporate bonds versus equities[J]. International review of finance, 2022, 22(2): 298-307.

[5]高杰英,褚冬晓,廉永辉,等. 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.

[6]谭劲松,黄仁玉,张京心. ESG 表现与企业风险-基于资源获取视角的解释[J]. 管理科学,2022,35(5):3-18.

[7]王晓红,栾翔宇,张少鹏. 企业研发投入、ESG 表现与市场价值:企业数字化水平的调节效应[J]. 科学学研究, 2023,41(5):896-904,915.

[8]ZHAI Y, CAI Z, LIN H, et al. Does better environmental, social, and governance induce better corporate green innovation: The mediating role of financing constraints[J]. Corporate social responsibility and environmental management, 2022, 29(5): 1513-1526.

[9]李慧云,刘倩颖,李舒怡,等. 环境、社会及治理信息披露与企业绿色创新绩效[J]. 统计研究,2022,39(12):38-54.

[10]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.

[11]ZHOU G, LIU L, LUO S. Sustainable development, ESG performance and company market value: mediating effect of financial performance [J]. Business strategy and the environment, 2022, 31(7): 3371-3387.

[12]王双进,田原,党莉莉. 工业企业 ESG 责任履行、竞争战略与财务绩效[J]. 会计研究,2022(3):77-92.

[13]CHANG X, FU K, JIN Y, et al. Sustainable Finance: ESG/CSR, firm value, and investment returns [J]. Asia-Pacific journal of financial studies, 2022, 51(3): 325-371.

[14]武鹏,杨科,蒋峻松,等. 企业 ESG 表现会影响盈余价值相关性吗? [J]. 财经研究,2023,49(6):137-152,169.

- [15] 黄世忠. ESG 视角下价值创造的三大变革[J]. 财务研究, 2021(6): 3-14.
- [16] LI C, BA S, MA K, et al. ESG rating events, financial investment behavior and corporate innovation[J]. Economic analysis and policy, 2023(77): 372-387.
- [17] CHEN C D, SU C H J, CHEN M H. Are ESG-committed hotels financially resilient to the COVID-19 pandemic? an autoregressive jump intensity trend model[J]. Tourism management, 2022(93): 104581.
- [18] 白雄, 朱一凡, 韩锦绵. ESG 表现、机构投资者偏好与企业价值[J]. 统计与信息论坛, 2022, 37(10): 117-128.
- [19] 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.
- [20] JYOTI G, KHANNA A. Does sustainability performance impact financial performance? evidence from Indian service sector firms[J]. Sustainable development, 2021, 29(6): 1086-1095.
- [21] 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]. 科学学与科学技术管理, 2021, 42(9): 71-89.
- [22] CORNELL B. ESG preferences, risk and return[J]. European financial management, 2021, 27(1): 12-19.
- [23] DEMERS E, HENDRIKSE J, JOOS P, et al. ESG did not immunize stocks during the COVID-19 crisis, but investments in intangible assets did[J]. Journal of business finance & accounting, 2021, 48(3/4): 433-462.
- [24] GIBSON BRANDON R, KRUEGER P, SCHMIDT P S. ESG rating disagreement and stock returns[J]. Financial analysts journal, 2021, 77(4): 104-127.
- [25] SERAFEIM G, YOON A. Stock price reactions to ESG news: the role of ESG ratings and disagreement[J]. Review of accounting studies, 2022: 1-31.
- [26] ZHONG M, GAO L. Does corporate social responsibility disclosure improve firm investment efficiency? [J]. Review of accounting and finance, 2017, 16(3): 348-365.
- [27] BUCHANAN B, CAO C X, CHEN C. Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership[J]. Journal of corporate finance, 2018(52): 73-95.
- [28] 李思慧, 郑素兰. ESG 的实施抑制了企业成长吗? [J]. 经济问题, 2022(12): 81-89.
- [29] BOFINGER Y, HEYDEN K J, ROCK B. Corporate social responsibility and market efficiency: evidence from ESG and misvaluation measures[J]. Journal of banking & finance, 2022(134): 106322.
- [30] 余苏闽, 王凯, 高皓. 上市公司 ESG 表现如何影响商业信用? [J]. 投资研究, 2023, 42(3): 60-78.
- [31] 楼秋然. ESG 信息披露: 法理反思与制度建构[J]. 证券市场导报, 2023(3): 24-34.
- [32] BEAVER W H. Financial ratios as predictors of failure[J]. Journal of accounting research, 1966: 71-111.
- [33] WINN J. Performance measures for corporate decline and turnaround[J]. Journal of general management, 1993, 19(2): 48-63.
- [34] 李莹, 刘力钢. 业绩期望落差与企业冗余资源调整: 来自高新技术企业的经验证据[J]. 东北大学学报(社会科学版), 2022, 24(1): 44-52.
- [35] AGHION P, ANGELETOS G M, BANERJEE A, et al. Volatility and growth: credit constraints and the composition of investment[J]. Journal of monetary economics, 2010, 57(3): 246-265.
- [36] 王染, 余博, 黄毅. 绩效衰退、发展周期与企业投资选择: 基于中国制造业上市企业的微观证据[J]. 南京审计大学学报, 2019, 16(5): 65-73.
- [37] 贺小刚, 朱丽娜, 杨婵, 等. 经营困境下的企业变革: “穷则思变”假说检验[J]. 中国工业经济, 2017(1): 135-154.
- [38] ZHANG F, QIN X, LIU L. The interaction effect between ESG and green innovation and its impact on firm value from the perspective of information disclosure[J]. Sustainability, 2020, 12(5): 1866-1884.
- [39] 李世辉, 邓来, 雷新途. 企业影子银行融资能够发挥债务治理效应吗: 来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理评论, 2021, 33(12): 41-51.
- [40] 饶品贵, 汤晟, 李晓溪. 地方政府债务的挤出效应: 基于企业杠杆操纵的证据[J]. 中国工业经济, 2022(1): 151-169.
- [41] 李晓溪, 杨国超. 为发新债而降杠杆: 一个杠杆操纵现象的新证据[J]. 世界经济, 2022, 45(10): 212-236.
- [42] 许晓芳, 陈素云, 陆正飞. 杠杆操纵: 不为盈余的盈余管理动机[J]. 会计研究, 2021(5): 55-66.
- [43] 马勇, 徐晨阳, 吴兴宇. 国家审计能抑制国有企业杠杆操纵吗? [J]. 审计与经济研究, 2023, 38(2): 24-33.
- [44] MILLER K, LEIBLEN M. Corporate risk-return relations: returns variability versus downside risk[J]. The academy of management journal, 1996, 39(1): 91-122.
- [45] 刘向强, 杨晴晴, 胡珺. ESG 评级分歧与股价同步性[J]. 中国软科学, 2023(8): 108-120.
- [46] 李胜旗, 赵鑫钰. 货币政策不确定性对企业经营风险的影响[J]. 运筹与管理, 2023, 32(5): 226-231.
- [47] KAPLAN S N, ZINGALES L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? [J]. The quarterly journal of economics, 1997, 112(1): 169-215.
- [48] 温忠麟, 方杰, 谢晋艳, 等. 国内中介效应的方法学研究[J]. 心理科学进展, 2022, 30(8): 1692-1702.
- [49] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of accounting studies, 2006, 11(2/3): 159-189.

(本文责编: 默 黎)