

企业 ESG 表现、商业信用融资与企业成长

焦雨情

摘要：“双碳”战略背景下，企业在环境-社会-治理（ESG）方面的表现对促进企业可持续发展与持续成长发挥着重要作用。本文探讨企业 ESG 表现与企业成长之间的关系以及商业信用融资在两者关系之间的中介作用，并且进一步探究货币政策在企业 ESG 表现和商业信用融资之间的调节作用。选取 2015—2020 年中国商道融绿评级企业为研究样本，研究结果表明，企业 ESG 表现对企业成长有推动作用，并且商业信用融资起到部分中介作用。此外，紧缩的货币政策正向调节了企业 ESG 表现与商业信用融资之间的关系。

关键词：ESG；ESG 表现；企业成长；商业信用融资；货币政策

一、问题提出

近年来，可持续发展理念在全球范围内得到共识。党的二十大报告指出，要“加快发展方式绿色转型”，“积极稳妥推进碳达峰碳中和”，“加快构建新发展格局、着力推动高质量发展”。企业作为市场经济的核心主体，在构建现代化产业强国、推进经济高质量发展和中华民族伟大复兴过程中扮演着重要角色。经济的高质量发展离不开企业的高质量发展，而企业成长作为评价企业发展及经营成果的重要指标之一，一直以来深受国内外学者的关注。学者们从不同的角度探讨了影响企业成长的诸多因素。已有研究发现，金融发展水平、企业创新、研发投入等企业内外部因素会提供更多的资源以帮助企业成长；基于高阶理论的研究认为，管理者所具备的个人特征会影响其决策行为，进而也会影响到企业的发展与成长。同时，企业经营过程中的融资约束问题是被讨论最多的制约企业发展和成长的外部因素。

随着“双碳”战略目标的稳步推进，环境-社会-治理（ESG）在中国进入高速发展期。关注企业在 ESG 方面的非财务指标也成为衡量一家企业可持续发展和长期投资价值的重要标准。ESG 投资也开始成为一种主流的投资策略，有助于改善传统金融市场投资结构，推动经济低碳绿色转型。当前学术界关于企业 ESG 表现对企业发展的影响普遍持乐观态度，已有研究探讨了企业 ESG 表现的诸多经济效益。基于信息不对称理论，有研究认为企业 ESG 表现可以降低企业与利益相关者之间的信息不对称问题，进而帮助企业获

作者单位：焦雨情，首都经济贸易大学。

得更多的投资和资源；基于信号传递理论，有研究发现企业 ESG 表现是企业向外界传递的一种积极信号，可以帮助企业提高社会认可度和组织合法性，促进企业发展。企业 ESG 表现给企业带来的资源和赋予企业的合法性能否成为企业长期价值提升的基础，是否可以为企业带来额外的融资渠道、成为助力企业成长的新引擎尚未进行深入探讨，亟待研究。

针对上述问题，本文将研究内容聚焦于“企业 ESG 表现—商业信用融资—企业成长”这一具体路径，剖析企业 ESG 表现促进企业成长的内在机制，并进一步探析货币政策的调节效应。基于此，本文首先构建企业 ESG 表现影响企业成长的理论框架，丰富企业成长理论的影响因素研究，有助于提升企业对于 ESG 表现的关注度。其次，本文从商业信用融资的角度出发，进一步研究 ESG 的表现作用机制，探究企业 ESG 表现影响企业成长的路径，为探究中国市场中 ESG 表现与企业成长的内在机制提供经验依据。最后，以货币政策为出发点，探究货币政策对企业 ESG 表现与商业信用融资之间关系的调节作用，以期丰富企业 ESG 表现影响商业信用融资的情境因素。

二、理论分析与研究假设

（一）企业成长的影响因素

企业成长一直都是企业发展过程中的重要问题，也是研究者们关注的热点话题。现有文献从不同层面探究了影响企业成长的关键因素，主要包括企业层面、管理者层面和外部环境层面。

从企业层面来看，企业可以通过多种方式促进企业成长。例如，增强企业技术创新能力，提高企业的研发投入，帮助企业适应不断变化的市场竞争格局，提高核心竞争力，进而提升企业的盈利能力和营业收入，从而促进企业成长。又如企业本身的商业模式设计，以及企业之间商业模式设计的相互模仿也会促使企业重新协调自身的资源组合，进而促进企业成长。此外，在企业成长理论研究中，融资约束通常被认为是造成企业资金不足、进而限制企业成长的主要因素。因此，许多研究关注如何缓解企业的融资约束问题，例如利用金融科技的外部赋能改善企业的融资约束困境。

从管理者层面来看，管理者的能力、管理者及管理团队的不同特征也会影响企业成长。高阶梯队理论认为心理韧性较高的管理者能够在决策过程中保持冷静、客观，可以更好地应对企业的各种突发状况，有利于促进企业成长。存在异质性的高管团队可以提供具有差异化的知识、技术和经验，进而帮助企业构筑互补优势，对企业成长产生积极影响。

从企业外部层面来看，企业所处的外部环境也会影响企业成长过程，例如外部关系嵌入可以帮助企业与供应商和客户形成良好的互动关系，进而促进企业的业务发展，通过创业网络的构建也可以为企业成长提供所需的资金、人员、市场信息以及管理经验等资源，有助于推动企业成长。企业所处当地的金融发展水平和商业环境为企业成长提供资源，同时也会在无形中给企业带来压力，推动企业成长。

（二）企业 ESG 表现与企业成长

利益相关者理论认为，以合乎道德的方式进行决策会增加公司的价值和绩效。与传统的财务指标不同，ESG 表现衡量的是企业在环境保护、社会责任、公司治理三个方面的综合水平，体现了企业在可持续发展方面的投入与效果。根据资源基础观理论，企业为提高 ESG 表现所做的投入可以看作是对企业无形资产的一种投资，可以提高企业价值和竞争优势。通过践行可持续发展理念，提升企业在环境保护、社会责任和公司治理方面的能力水平。

一方面，对内可以优化董事会结构和管理实践，约束企业管理者的投机行为，缓解企业管理层的机会主义与不确定性，缓解企业代理成本问题，改善公司注重短期利益的运营模式与营收结构，提高运营效率，促使企业挖掘更多满足可持续发展的投资组合，提高投资效率和资产回报率。此外，良好的 ESG 表现可以帮助企业获得更多的核心资源与能力，帮助企业改善其在能源效率及环境绩效方面的表现，也可以通过促进企业创新以提高企业绩效，进而促进企业成长。

另一方面，ESG 表现较好的企业可以为利益相关者带来实质性的附加价值，并向外部利益相关者传递积极信号，降低企业与外部利益相关者之间的信息不对称问题，提升企业自身声誉和组织合法性，树立良好的企业形象，帮助企业获得利益相关者和社会公众的认可，促进企业与利益相关者之间的良好互动关系，为企业与利益相关者建立长期稳定友好的合作关系奠定基础，增强各利益相关者对企业的信任和认可，进而获得高质量的社会资本，进而为企业带来更多的资源，提升企业绩效并促进企业的持续成长。基于以上分析，本文提出以下假设：

H1：企业 ESG 表现正向促进企业成长。

（三）企业 ESG 表现与商业信用融资

基于合法性理论的视角认为投资 ESG 有利于提升企业的合法性。而作为企业的一项核心资源，合法性的提升又可以为企业带来更多的其他资源，例如企业的财务资源。除依靠企业内部运营获得资金资源外，外部融资是企业获得资金的重要渠道。其中，商业信用融资是企业所拥有的除银行之外的重要融资渠道，其作为一种被广泛使用的非正式融资方式，是供应商和客户向公司提供的无担保短期债务融资，在企业债务融资结构中占据重要地位，甚至在某些领域的规模已经超过银行信用融资。在难以获得银行贷款和其他正规信贷工具的情况下，商业信用融资成为企业融资的重要来源。

基于信息不对称理论，ESG 信息披露可以有效提高企业的透明度，进而降低信息不对称问题，帮助供应商与客户了解企业的经营状况，从而有利于双方的长期合作。由此，也可以降低企业商业信用融资所面临的不确定性，进而降低企业的融资决策成本，提高企业商业信用融资意愿与规模。降低企业的信息不对称还可以帮助投资者更好地发挥外部监督作用，有利于提高企业业绩。当企业业绩较佳时，可以提高供应商和客户提供商业信息融资的意愿。信号传递理论认为，良好的企业 ESG 表现可以视为企业向外界传递的

一种积极信号，其有利于供应商和客户获取企业的积极信息，提高企业与上下游之间的信任，从而促进企业商业信用融资。ESG 表现还可以帮助企业获得良好的声誉，赢得社会公众的支持，可以有效地帮助企业规避风险，为供应商和客户提供更好的心理预期，从而增强其提供商业信用融资的意愿。此外，企业积极参与 ESG 实践、提高 ESG 表现的过程，可以展示公司治理的正确理念，表明企业注重各利益相关者和合作伙伴的共同利益，能够树立和提升企业形象，满足供应商和客户的需求，使其可以为企业提供更多的商业信用融资。基于以上分析，本文提出以下假设：

H2：企业 ESG 表现会正向促进商业信用融资水平。

（四）商业信用融资的中介作用

企业成长不仅依赖于企业内部资源的积累，还依赖于企业外部资源的获取与组织整合能力。而财务资源是企业成长过程中对内外部资源进行整合利用时最为重要的支持性资源。当企业的资金匮乏时，企业的成长也会受到制约，故企业成长会受到融资约束的影响。商业信用融资被认为是银行贷款融资的重要替代渠道，其可以有效缓解企业的融资约束以及由融资约束解决上市企业投资不足的问题，帮助企业获得更多的投资回报，从而可以缓解企业的资金压力，促进企业成长。供应商和客户向企业提供商业信用融资，是对企业财务状况和经营成果的积极反应，这可以向外界传递积极信号，降低其他外部投资者的预期风险，从而可以有效帮助企业获得更多的融资，缓解资金压力。同时，提供商业信用融资的供应商和客户也能发挥债权人的监督和治理作用，通过影响企业的投资决策和资源配置有效改善企业的治理效果和经营绩效，进而促进企业成长。因此，商业信用融资是银行融资的一个重要替代渠道，其可以有效地降低企业面临的融资难度，帮助企业缓解融资约束，进而帮助企业解决资金不足的问题，为企业的经营发展提供资金保障。

然而，商业信用融资的基础是与供应商和客户之间建立良好的信任和合作关系，而建立信任的基础是向关联方提供足够多的企业相关信息。披露 ESG 信息，可以有效地帮助企业缓解其与供应商和客户之间的信息不对称问题。当企业具备较高的信息优势时，会获得更多的优惠条件，例如延期付款和预收款项。此外，披露企业 ESG 信息并获得良好的评级有利于帮助企业提升信用评级，降低企业的债务融资成本，从而降低企业的融资难度，提升企业价值。基于以上分析，本文提出以下假设：

H3：商业信用融资在企业 ESG 表现与企业成长之间起中介作用。

（五）货币政策的调节作用

企业成长受限于融资渠道及融资成本，目前中国的资本市场仍处于不完善状态，这导致了企业面临信息不对称问题和代理成本问题。由于这些问题的存在，银行信贷的获取难度相对较大，因此商业信用融资的替代作用也显著增强。ESG 表现较好的企业可以获得更多的商业信用融资以补充其从银行信贷渠道获得的融资资本，支持企业成长。然而货币政策对企业的融资规模、融资方式都有明显的影响作用。宏观经济周期波动会影响市场利率的变化，影响企业融资成本，进而对企业的融资行为和投资行为造成影响。当货

币政策较为宽松时，货币发行量较大，银行的信贷资源充足，银行在进行放贷时可能会降低对企业盈利状况、投资规模和企业投资机会的审核要求，企业获得信贷资源较为容易，企业通过银行信贷获取融资的难度相对较小且成本相对较低。此时，企业可能更加倾向于通过银行借款获取资金。然而替代性融资理论认为，当货币政策较为紧缩时，市场上货币供应量减少，银行信贷供给也随之减少，银行在对企业放贷时审核更加严格，银行信贷融资的难度会显著提升，且利率上升也会导致融资成本相对较高。此时，商业信用融资成为具有相对优势的融资渠道，企业会更加注重利用商业信用融资来缓解企业资金问题。因此，在紧缩的货币政策下，企业对商业信用融资的需求更大。为了降低商业信用融资的难度，企业需要向供应商和客户提供足够多的信息，以建立彼此之间的信任，从而提高企业获取商业信用融资的可能性。因此，在紧缩的货币政策下，企业的 ESG 表现所提供的信息更易受到供应商和客户的关注，其所披露的信息可以帮助客户和利益相关者对企业的经营状况做出更好的判断和评估，进而提高其为企业提供商业信用融资的意愿。基于以上分析，本文提出以下假设：

H4：货币政策对企业 ESG 表现与商业信用融资的关系具有调节作用。当货币政策紧缩时，企业 ESG 表现对商业信用融资的促进作用更强；当货币政策宽松时，企业 ESG 表现对商业信用融资的促进作用较弱。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

本文选取 2015—2020 年商道融绿评级的 A 股上市企业作为研究样本。数据来源主要有上市公司年报、国泰安中国经济金融（CSMAR）数据库、商道融绿 ESG 数据库、万得（Wind）数据库。对样本按以下标准进行了筛选：（1）剔除 ST、*ST 公司；（2）剔除金融行业上市公司；（3）剔除数据缺失的样本企业。最终获得 191 家企业共 1 152 个观测值。为避免极端值对实证结果造成影响，对连续变量在 1% 水平上进行缩尾处理。

（二）变量说明

1. 被解释变量

企业成长。托宾 Q 值将市场评价和财务绩效两个维度相结合，能够同时反映企业的短期绩效和长期绩效，从而较为准确地衡量企业成长。因此，本文参考以往研究，采用托宾 Q 值来衡量企业的成长性（*Growth*）。

2. 解释变量

企业 ESG 表现。参考已有研究，本文采用商道融绿 ESG 评级，该评级分为十级，由高到低分别是 A+、A、A-、B+、B、B-、C+、C、C-、D。本文将评级由低到高分别赋值为 1—10 分，用来衡量企业的 ESG

表现 (ESG)。

3. 中介变量

商业信用融资。企业的商业信用融资主要来源于供应商的应付账款、应付票据以及客户的预收账款，因此参考已有研究，采用应付账款、应付票据和预收账款占年末总资产的比例来衡量企业的商业信用融资 (CCF)。

4. 调节变量。

货币政策。参考已有研究，采用 M2 发行增长率-实际 GDP 增长率-CPI 增值率来估算货币政策 (MP)。将货币政策设为虚拟变量，当该值为正时，定义为货币政策宽松年度，定义虚拟变量 $MP=1$ ；反之，定义为货币政策紧缩年度，定义虚拟变量 $MP=0$ 。

5. 控制变量

对企业特征的相关指标进行控制，具体包括企业规模 (Size)、资产收益率 (Roa)、企业年龄 (Age)、资产负债率 (Lev)、机构投资者比例 (INST)、银行借款 (Bank)，同时控制年份 (Year) 和行业 (Industry) 固定效应。本文主要变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

类型	名称	符号	定义
被解释变量	企业成长	<i>Growth</i>	托宾 Q 值
解释变量	ESG 表现	<i>ESG</i>	对商道融绿 ESG 评级赋值 1—10 分
中介变量	商业信用融资	<i>CCF</i>	(应收账款+应收票据+预收账款)/年末总资产
调节变量	货币政策	<i>MP</i>	虚拟变量，货币政策宽松时， $MP=1$ ；货币政策紧缩时， $MP=0$
控制变量	企业规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
	资产收益率	<i>Roa</i>	总资产净利润率 = 净利润/总资产
	企业年龄	<i>Age</i>	企业上市年数的自然对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	企业总负债/企业总资产
	机构投资者持股比例	<i>INST</i>	机构投资者持股总数/流通股本
	银行借款	<i>Bank</i>	(短期借款+长期借款)/年末总资产
	年份	<i>Year</i>	年度虚拟变量
行业	<i>Industry</i>	行业虚拟变量	

(三) 模型设计

为检验企业 ESG 表现对企业成长的影响及其作用路径和调节情况，本文设定以下模型：

$$Growth = \beta_0 + \beta_1 ESG + \sum \alpha_i Controls + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$CCF = \beta_0 + \beta_1 ESG + \sum \alpha_i Controls + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Growth = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 CCF + \sum \alpha_i Controls + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$CCF = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 MP + \beta_3 ESG \times MP + \sum \alpha_i Controls + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

模型(1)用于检验假设H1,考察企业ESG表现(ESG)与企业成长(Growth)之间的关系;模型(2)用于检验假设H2,考察企业ESG表现(ESG)与商业信用融资(CCF)之间的关系;模型(3)用于检验假设H3,考察商业信用融资(CCF)的中介作用;模型(4)用于检验假设H4,考察货币政策(MP)对企业ESG表现(ESG)和商业信用融资(CCF)之间的调节作用。Controls为控制变量,采用个体固定效应模型,同时控制了年份固定效应(Year)和行业固定效应(Industry)。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计分析

表2展示了主要变量的描述性统计结果。ESG表现的最大评分为6,最小值为1,均值为3.962,标准差为1.329;企业成长的最大值为16.9,最小值为0.638,均值为1.879,标准差为1.476;商业信用融资的最大值为1.088,最小值为0.000,均值为0.198,标准差为0.142;货币政策最大值为1,最小值为0,均值为0.5,标准差为0.5。

表2 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
ESG	1 146	3.962	1.329	1.000	6.000
CCF	1 146	0.198	0.142	0.000	1.088
Growth	1 146	1.879	1.476	0.638	16.900
MP	1 146	0.500	0.500	0.000	1.000
Size	1 146	23.010	3.852	12.330	28.640
Roa	1 146	0.0535	0.0572	-0.393	0.399
Age	1 146	2.674	0.480	0.000	3.401
Lev	1 146	0.509	0.195	0.0143	0.948
INST	1 146	0.602	0.191	0.0481	0.987
Bank	1 146	0.139	0.124	0.000	0.661

(二) 相关性分析

在实证检验样本企业的ESG表现与企业成长关系之前,为了保证模型的有效性,对本文变量进行皮尔

逊 (Pearson) 相关性检验, 检验结果如表 3 所示。

表 3 相关性分析 (一)

变量	<i>Growth</i>	<i>ESG</i>	<i>CCF</i>	<i>MP</i>	<i>Size</i>
<i>Growth</i>	1				
<i>ESG</i>	0.148 ***	1			
<i>CCF</i>	0.107 ***	0.223 ***	1		
<i>MP</i>	0.094 ***	0.070 **	-0.051 *	1	
<i>Size</i>	-0.173 ***	0.125 ***	0.200 ***	-0.450 ***	1
<i>Roa</i>	0.494 ***	0.034	-0.104 ***	-0.011	-0.0120
<i>Age</i>	-0.121 ***	-0.083 ***	-0.001	-0.097 ***	-0.137 ***
<i>Lev</i>	-0.437 ***	-0.0460	0.369 ***	-0.00600	0.197 ***
<i>INST</i>	-0.0480	-0.123 ***	0.0220	-0.062 **	0.146 ***
<i>Bank</i>	-0.312 ***	-0.0380	-0.134 ***	-0.030 *	0.121 ***
	<i>Roa</i>	<i>Age</i>	<i>Lev</i>	<i>INST</i>	<i>Bank</i>
<i>Roa</i>	1				
<i>Age</i>	-0.025	1			
<i>Lev</i>	-0.466 ***	0.073 **	1		
<i>INST</i>	0.069 **	0.101 ***	0.143 ***	1	
<i>Bank</i>	-0.351 ***	-0.036	0.576 ***	-0.004 *	1

注: **、*、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

由表 3 可知, 在不控制其他变量的情况下, 被解释变量企业成长 (*Growth*) 与解释变量企业 ESG 表现 (*ESG*) 之间的相关系数为 0.148, 在 1% 的水平上显著为正, 即企业成长 (*Growth*) 与企业 ESG 表现 (*ESG*) 之间存在正相关关系, 初步说明企业 ESG 表现 (*ESG*) 越好, 越有利于推动企业成长 (*Growth*)。此外, 中介变量商业信用融资 (*CCF*) 与企业 ESG 表现 (*ESG*) 之间的相关系数为 0.223, 表明企业 ESG 表现 (*ESG*) 可以促进商业信用融资 (*CCF*)。经检验, 变量之间的 VIF 系数均小于 2, 不存在多重共线性问题。

(三) 回归结果分析

根据模型 (1) — 模型 (4), 本文进行回归分析, 分析结果如表 4 所示。

表 4 回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>ESG</i>		0.108 *** (4.49)	0.028 *** (9.28)	0.090 *** (3.60)	0.040 *** (11.55)
<i>CCF</i>				0.635 ** (2.45)	
<i>MP</i>					0.084 *** (4.96)
<i>ESG</i> × <i>MP</i>					-0.023 *** (-6.46)
<i>Size</i>	0.019 ** (2.35)	-0.033 *** (-5.55)	0.004 *** (5.49)	-0.036 *** (-5.91)	0.004 *** (3.33)
<i>Roa</i>	0.414 (0.43)	5.173 *** (7.28)	0.199 ** (2.24)	5.047 *** (7.10)	0.210 ** (2.40)
<i>Age</i>	-2.304 *** (-10.83)	-1.217 *** (-7.27)	0.000 (0.02)	-1.217 *** (-7.29)	-0.023 (-0.79)
<i>Lev</i>	0.564 (0.94)	0.851 * (1.91)	0.303 *** (5.42)	0.659 (1.46)	0.311 *** (5.69)
<i>INST</i>	-0.497 (-1.28)	1.486 *** (5.15)	0.013 (0.37)	1.478 *** (5.13)	0.009 * (0.24)
<i>Bank</i>	1.464 ** (2.14)	-0.607 (-1.19)	-0.224 *** (-3.52)	-0.465 (-0.91)	-0.228 *** (-3.66)
行业	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	9.488 *** (13.19)	3.929 *** (6.77)	-0.153 ** (-2.11)	4.026 *** (6.94)	-0.133 (-1.21)
R^2	0.193	0.168	0.190	0.174	0.227

注：列（1）、列（2）和列（4）的被解释变量为企业成长（*Growth*）；列（3）和列（5）的被解释变量为商业信用融资（*CCF*）。括号内为 *t* 值。***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

如表 4 所示，模型（1）检验了企业成长（*Growth*）与企业 ESG 表现（*ESG*）之间的关系，*ESG* 的回归系数显著为正，说明企业 ESG 表现（*ESG*）对企业成长（*Growth*）有推动作用，假设 H1 得到验证。模型（2）检验了企业 ESG 表现（*ESG*）与商业信用融资（*CCF*）之间的关系，*ESG* 的回归系数显著为正，说明企业 ESG 表现（*ESG*）可以提高商业信用融资（*CCF*），假设 H2 得到验证。模型（3）在模型（1）

的基础上加入商业信用融资 (*CCF*)，结果显示，*CCF* 的回归系数显著为正，*ESG* 的回归系数显著为正，加入商业信用融资 (*CCF*) 后，企业 *ESG* 表现 (*ESG*) 对企业成长 (*Growth*) 的影响依然显著，表明商业信用融资在企业 *ESG* 表现 (*ESG*) 与企业成长 (*Growth*) 之间起到部分中介作用，假设 H3 得到验证。模型 (4) 在模型 (3) 的基础上增加了货币政策 (*MP*) 以及货币政策 (*MP*) 与企业 *ESG* 表现 (*ESG*) 的交互项，结果表明 *ESG*×*MP* 的回归系数显著为负，说明货币政策 (*MP*) 为宽松时，其对企业 *ESG* 表现 (*ESG*) 与商业信用融资 (*CCF*) 之间的关系有负向调节作用；当货币政策 (*MP*) 为紧缩时，其对企业 *ESG* 表现 (*ESG*) 与商业信用融资 (*CCF*) 之间的关系有正向调节作用，假设 H4 得到验证。

(四) 稳健性检验

为了检验研究结论的准确性，通过替换变量和工具变量法进行稳健性检验，以进一步提高研究结论的可信度。

1. 关键变量替换

为进一步检验上述结果的稳健性，本文在研究过程中，借鉴已有研究，利用净利润增长率代替托宾 *Q* 值测量企业成长代入模型组，再次进行回归分析，回归结果如表 5 所示。

表 5 替换变量法

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>ESG</i>	0.022*** (5.04)	0.028*** (9.28)	0.019*** (4.09)	0.040*** (11.55)
<i>CCF</i>			0.123*** (2.59)	
<i>MP</i>				0.084*** (4.96)
<i>ESG</i> × <i>MP</i>				-0.023*** (-6.46)
<i>Size</i>	-0.002** (-1.99)	0.004*** (5.49)	-0.003** (-2.42)	0.004*** (3.33)
<i>Roa</i>	1.463*** (11.25)	0.199** (2.24)	1.439*** (11.07)	0.210** (2.40)
<i>Age</i>	-0.170*** (-5.55)	0.000 (0.02)	-0.170*** (-5.56)	-0.023 (-0.79)

表5(续)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Lev</i>	0.280 ^{***} (3.43)	0.303 ^{***} (5.42)	0.243 ^{***} (2.94)	0.311 ^{***} (5.69)
<i>INST</i>	0.051 [*] (0.96)	0.013 (0.37)	0.049 ^{**} (0.93)	0.009 [*] (0.24)
<i>Bank</i>	0.231 ^{**} (2.48)	-0.224 ^{***} (-3.52)	0.259 ^{***} (2.77)	-0.228 ^{***} (-3.66)
行业	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制
常数项	0.267 ^{**} (2.52)	-0.153 ^{**} (-2.11)	0.286 ^{***} (2.69)	-0.133 (-1.21)
R^2	0.212	0.190	0.218	0.227

注：列（1）和列（3）的被解释变量为企业成长（*Growth*）；列（2）和列（4）的被解释变量为商业信用融资（*CCF*）。括号内为 t 值；***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

如表 5 结果所示，使用企业净利润增长率代替前文的总资产增长率，回归结果表明企业成长与企业 ESG 表现之间存在显著的正相关关系，且中介效应与调节效应与前文结果一致。由此看来，研究结果稳健。

2. 内生性问题

此外，由于企业成长性更好的企业会更有意愿和能力从事 ESG 活动。因此，为消除企业成长与企业 ESG 表现之间可能存在的反向因果关系，参考已有研究，本文采用工具变量法缓解可能存在的内生性问题。采用企业所在行业当年的 ESG 评级均值（*IV industry*）作为企业 ESG 表现的工具变量。选择该工具变量的原因有以下两点：第一，企业所在行业的当年 ESG 评级均值反映了该行业在 ESG 实践活动的平均水平，如果行业 ESG 表现均值较好，则说明该行业中的企业更愿意参与 ESG 实践活动并提高 ESG 表现，但是行业整体的 ESG 表现均值与某一企业的成长性没有关系。第二，企业极有可能学习或效仿同行业中其他企业的 ESG 实践从而影响自身的 ESG 表现，但不会影响本企业的成长性，因此本文选取行业 ESG 表现均值作为工具变量，回归结果如表 6 所示。

表 6 工具变量法

变量	(1)	(2)
<i>IV industry</i>	1.390 ^{***} (1.62)	

表6(续)

变量	(1)	(2)
<i>ESG</i>		0.245*** (4.81)
<i>Size</i>	-0.003** (-0.40)	-0.054*** (-4.66)
<i>Roa</i>	-0.035* (-0.04)	11.293*** (9.76)
<i>Age</i>	-0.065 (-0.85)	-0.317*** (-4.79)
<i>Lev</i>	-0.194** (-0.89)	-1.325*** (-5.44)
<i>INST</i>	-0.430 (-2.18)	0.042* (0.23)
常数项	10.198*** (9.57)	3.011*** (8.35)
R^2	0.227	0.384

注：列（1）的被解释变量为企业 ESG 表现（*ESG*）；列（2）的被解释变量为企业成长（*Growth*）。括号内为 t 值。***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

由表 6 可知，企业所在行业当年的 ESG 表现均值与企业 ESG 表现具有显著的正相关关系，说明该变量对企业 ESG 表现有较好的解释作用。进一步检验发现，F 统计量为 310.51，F 统计量的 P 值为 0.000 0， R^2 为 0.227，调整后的 R^2 为 0.223，因此不存在弱工具变量问题。由于本文选取的工具变量数为 1，不会存在过度识别问题。由表 6 的回归结果可知，企业成长与企业 ESG 表现显著正相关，与上述研究结论一致，本文的研究结果具有稳健性。

五、结论与启示

本文探究了企业成长与企业 ESG 表现之间的关系，并研究了商业信用融资的中介作用以及货币政策的调节作用，得出的基本结论如下：

上市公司企业成长与良好的企业 ESG 表现之间存在显著的正相关关系。在商业信用融资中介效应检验中发现，企业良好的 ESG 表现可以帮助降低供应商、客户与企业之间的信息不对称问题，进而提高其为企

业提供商业信用融资的意愿。同时，商业信用融资可以帮助降低企业的资金压力，从而促进企业成长。在货币政策调节效应检验中发现，在货币政策较为紧缩时，良好的企业 ESG 表现可以向外界传递更多的信息，从而更有利于通过降低信息不对称提高商业信用融资；相反，当货币政策较为宽松时，企业通过银行贷款融资的难度较小，此时，良好的 ESG 表现对商业信用融资的提高作用有所降低。

本研究在以下几个方面具有边际贡献。

首先，从理论方面来说，本文丰富了企业 ESG 表现对企业成长影响作用的理论框架，丰富了 ESG 表现的影响范围和结果，进一步增加了企业成长影响因素相关研究的深度和广度，为后续研究提供了思路。

其次，本文理论分析和实证分析得出的结论能够为企业提供实践启示。第一，鼓励企业通过提高自身的 ESG 表现带动企业成长。企业应当关注 ESG 表现，根据企业 ESG 评级体系优化企业的环境、社会、治理三方面的发展方向，对于有可能降低企业 ESG 表现的行为予以改善或摒弃，以此提高自身的 ESG 表现；提升企业整体对 ESG 表现的重视程度，将其纳入到自身的发展战略之中。通过提高企业 ESG 表现提升商业信用融资，最终带动企业成长。第二，企业应当积极披露更多的公司相关信息，包括财务信息和非财务信息，降低企业与外界的信息不对称程度，从而可以帮助企业获得更多的商业信用融资，降低企业的资金压力，帮助企业成长。企业也应当根据货币政策的调整调整企业的发展方向，适时地披露更多的信息，提高商业信用融资，促进企业成长。第三，政府应当积极推进 ESG 评价体系的建立以及 ESG 信息的强制性披露政策，使得企业、投资者以及社会公众加大对企业 ESG 表现的重视程度，从而有利于上市公司企业成长。除此之外，政府可以通过税收减免、政府补贴等优惠政策鼓励企业提高 ESG 表现，推动社会的绿色和可持续发展。

本文也存在一定的不足：第一，由于企业 ESG 评级数据量限制了本文的研究样本容量，因此实证检验的结果存在一定的局限性，未来研究可以扩大样本数量进行进一步验证；第二，企业 ESG 表现与企业成长之间的关系可能会受到企业自身相关情况的限制和影响，未来研究可以区分不同的企业类型进行研究；第三，商业信用融资与企业 ESG 表现之间的关系可能会受到其他情境因素的影响，未来研究可以引入更多的调节变量进行探究，进而丰富和完善研究框架。

参考文献：

- ABBASSI P, BRÄUNING F, FECHT F, et al., 2022. Cross-border interbank liquidity, crises, and monetary policy[J]. *Journal of International Economics*, 139: 103657.
- AHMAD H, MOHAMMAD H Z, 2020. Audit quality, media coverage, environmental, social, and governance disclosure and firm investment efficiency: evidence from Canada[J]. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(1): 45-72.
- AROURI M, GOMES M, PUKTHUANThONG K, 2019. Corporate social responsibility and M&A uncertainty[J]. *Journal of Corporate Finance*, 56: 176-198.
- ARVIDSSON S, DUMAY J, 2022. Corporate ESG reporting quantity, quality and performance: Where to now for environmental policy and practice? [J]. *Business Strategy and the Environment*, 31(3): 1091-1110.

- ASANTE-APPIAH B, 2020. Does the severity of a client's negative environmental, social and governance reputation affect audit effort and audit quality? [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(3): 106713.
- ATTIG N, BOUBAKRI N, EL GHOUL S, et al., 2016. Firm internationalization and corporate social responsibility[J]. *Journal of Business Ethics*, 134: 171-197.
- BEHL A, KUMARI P S R, MAKHIJA M, et al., 2022. Exploring the relationship of ESG score and firm value using cross-lagged panel analyses: case of the Indian energy sector[J]. *Annals of Operations Research*, 313: 231-256.
- BEHL A, KUMARI P S, MAKHIJA H, et al., 2022. Exploring the relationship of ESG score and firm value using cross-lagged panel analyses: case of the Indian energy sector[J]. *Annals of Operations Research*, 313: 231-256.
- BROGI M, LAGASIO V, 2019. Environmental, social, and governance and company profitability: are financial intermediaries different? [J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(3): 576-587.
- CAO C F, CHAN K C, HOU W X, et al., 2019. Does religion matter to informal finance? Evidence from trade credit in China[J]. *Regional Studies*, 53(10): 1410-1420.
- COAD A, GRASSANO N, 2019. Firm growth and R&D investment: SVAR evidence from the world's top R&D investors[J]. *Industry and Innovation*, 26(5): 508-533.
- COHEN L, GÓMEZ-PUIG M, SOSVILLA-RIVERO S, 2019. Has the ECB's monetary policy prompted companies to invest, or pay dividends? [J]. *Applied Economics*, 51(45): 4920-4938.
- COSCI S, GUIDA R, MELICIANI V, 2020. Does trade credit really help relieving financial constraints? [J]. *European Financial Management*, 26(1): 198-215.
- COSCI S, GUIDA R, MELICIANI V, 2020. Does trade credit really help relieving financial constraints? [J]. *European Financial Management*, 26(1): 198-215.
- DESANTIS R A, ZAGHINI A, 2021. Unconventional monetary policy and corporate bond issuance[J]. *European Economic Review*, 135: 103727.
- DIDIER T, LEVINE R, MONTANES R L, et al., 2021. Capital market financing and firm growth[J]. *Journal of International Money and Finance*, 118: 102459.
- ELIWA Y, ABOUD A, SALEH A, 2021. ESG practices and the cost of debt: evidence from EU countries[J]. *Critical Perspectives on Accounting*, 79: 102097.
- FU T, 2021. What provides the micro-foundation of monetary policies in the absence of mature economic institutions? [J]. *International Review of Financial Analysis*, 73: 101615.
- HAIJ-SALEM I, HUSSAINEY K, 2021. Does risk disclosure matter for trade credit? [J]. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(3): 1-13.
- HASCHKA R E, HERWARTZ H, STRUTHMANN P, et al., 2022. The joint effects of financial development and the business environment on firm growth: evidence from Vietnam[J]. *Journal of Comparative Economics*, 50(2): 486-507.
- HILL M D, KELLY G W, PREVE L A, et al., 2017. Trade credit or financial credit? An international study of the choice and its influences[J]. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(10): 2318-2332.
- KIM J, LEE C Y, CHO Y, 2016. Technological diversification, core-technology competence, and firm growth[J]. *Research Policy*, 45(1): 113-124.
- LIN Q, QIAO B, 2021. The relationship between trade credit and bank loans under economic fluctuations-based on the perspective of the supply chain[J]. *Applied Economics*, 53(6): 688-702.
- MAALOUL A, ZÉGHAL D, BEN AMAR W, et al., 2023. The effect of environmental, social, and governance (ESG) performance and disclosure on cost of debt: the mediating effect of corporate reputation[J]. *Corporate Reputation Review*, 26: 1-18.

- MATEUT S, CHEVAPATRAKUL T, 2018. Customer financing, bargaining power and trade credit uptake[J]. *International Review of Financial Analysis*, 59: 147-162.
- MAWDSLEY J K, SOMAYA D, 2021. Relational embeddedness, breadth of added value opportunities, and business growth[J]. *Organization Science*, 32(4): 1009-1032.
- QURESHI M A, KIRKERUD S, THERESA K, et al., 2020. The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: the moderating role of industry sensitivity[J]. *Business Strategy and the Environment*, 29(3): 1199-1214.
- SALVI A, VITOLLA F, RUBINO M, et al., 2021. Online information on digitalisation processes and its impact on firm value[J]. *Journal of Business Research*, 124(3): 437-444.
- WU J, AN W, ZHENG X, et al., 2021. How business model designs influence firm growth in a transforming economy: a configurational perspective[J]. *Management and Organization Review*, 17(2): 226-253.
- WU S, GONG G, HUANG X, et al., 2022. The interaction between suppliers and fraudulent customer firms: evidence from trade credit financing of Chinese listed firms[J]. *Journal of Business Ethics*, 179(2): 531-550.
- XIE J, NOZAWA W, YAGI M, et al., 2019. Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? [J]. *Business Strategy and the Environment*, 28(2): 286-300.
- XU H, PHAM T H, DAO M, 2020. Annual report readability and trade credit[J]. *Review of Accounting and Finance*, 19(3): 363-385.
- YANG H, ZHUO W, SHAO L, et al., 2021. Mean-variance analysis of wholesale price contracts with a capital-constrained retailer: trade credit financing vs. bank credit financing[J]. *European Journal of Operational Research*, 294(2): 525-542.
- ZANIN L, 2022. Estimating the effects of ESG scores on corporate credit ratings using multivariate ordinal logit regression[J]. *Empirical Economics*, 62: 3087-3118.
- ZHANG Z, 2019. Bank interventions and trade credit: evidence from debt covenant violations[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(5): 2179-2207.
- 方红星, 楚有为, 2019. 公司战略与商业信用融资[J]. *南开管理评论*, 22(5): 142-154.
- 何涌, 刘思敏, 2022. 金融科技、经营风险与企业成长——“预防性储蓄”还是“投资效应”? [J]. *经济与管理研究*, 43(6): 48-67.
- 胡志亮, 郑明贵. 企业战略差异影响了商业信用融资吗? ——基于规模歧视、行业特征的调节效应分析[J]. *管理评论*, 2022, 34(6): 292-302.
- 雷卫, 2012. 民营企业能力与企业成长关系的实证[J]. *统计与决策*, (19): 183-185.
- 李红玉, 陆智强, 姚海鑫, 2009. 社会责任对公司绩效的作用机理——基于社会资本的一个理论解释[J]. *软科学*, 23(10): 133-137.
- 李鹏, 吴瑶, 彭华涛, 2022. 知识网络嵌入与国际创业企业成长关系研究[J]. *科学学研究*, 40(8): 1441-1451.
- 李维安, 郝臣, 崔光耀, 等, 2019. 公司治理研究 40 年: 脉络与展望[J]. *外国经济与管理*, 41(12): 161-185.
- 李园园, 柯迪, 段坤, 等, 2022. 技术创新是否能够促进老字号企业成长? ——传统文化和市场化水平的双重伦理格局视角[J]. *研究与发展管理*, 2022, 34(6): 145-156.
- 陆正飞, 杨德明, 2011. 商业信用: 替代性融资, 还是买方市场? [J]. *管理世界*(4): 6-14, 45.
- 苗文龙, 2021. 宽松货币政策、资产配置与企业创新[J]. *管理评论*, 33(12): 115-127.
- 彭爱武, 张新民, 2022. 企业资源配置战略对商业信用融资的影响研究[J]. *管理学报*, 19(7): 996-1005.
- 乔朋华, 张悦, 许为宾, 等, 2022. 管理者心理韧性、战略变革与企业成长——基于香港联合证券交易所中资上市公司的实证研究[J]. *管理评论*, 34(2): 269-280.
- 苏涛永, 毛宇飞, 单志汶, 2021. 高管团队异质性、二元创新与企业成长——行业竞争与冗余资源的调节效应[J]. *科学管理研究*, 39(6): 75-81.
- 王波, 杨茂佳, 2022. 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*, 36(6): 78-84.

- 王超发,蔡鑫,杨德林.制度资本能助力高科技企业成长吗?[J].科学学研究,2021,39(12):2223-2231.
- 王国红,黄昊,秦兰,2020.技术新创企业创业网络对企业成长的影响研究[J].科学学研究,38(11):2029-2039.
- 王晓红,栾翔宇,张少鹏,2023.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,41(5):896-904,915.
- 吴娜,于博,孙利军,2017.商业信用融资与银行信贷融资的多重结构突变——基于面板门限的非线性关系分析[J].南开管理评论,20(4):73-81.
- 修宗峰,刘然.企业财务重述、供应链关系与商业信用融资[J].管理工程学报,2022,36(4):86-107.
- 杨勇,黄曼丽,宋敏,2009.银行贷款、商业信用融资及我国上市公司的公司治理[J].南开管理评论,12(5):28-37.
- 余明桂,潘红波,2010.金融发展、商业信用与产品市场竞争[J].管理世界(8):117-129.
- 张冬阳,崔建军,2020.货币政策、企业投融资决策与非金融企业杠杆率[J].经济与管理研究,41(8):81-92.
- 张予合,韩逸轩,陈龙,2022.数字金融、企业创新与企业成长[J].科技与管理,24(3):29-39.
- 张正勇,邓博夫,2018.企业社会责任、货币政策与商业信用融资[J].科研管理,39(5):94-102.
- 赵瑞瑞,张玉明,徐凯歌,2020.创新券是否能给民营中小企业带来新成长动能?[J].科学学研究,38(10):1911-1920.

ESG Performance, Trade Credit Financing and Firm Growth

JIAO Yuqing

Abstract: In the context of “carbon peaking and carbon neutrality” strategy, firms’ performance in environmental, social, and governance (ESG) plays an essential role in promoting sustainable development and sustainable growth of firms. This paper discusses the relationship between corporate ESG performance and firm growth, as well as the mediating role of trade credit financing in the relationship between them. We further explore the moderating role of monetary policy between ESG performance and trade credit financing. The data were selected from SynTao Green Finance from 2015 to 2020. The results show that the ESG performance of firms promote the growth of enterprises, and trade credit financing plays a partial mediating role. In addition, tight monetary policy can positively moderate the relationship between ESG performance and trade credit financing.

Keywords: ESG; ESG performance; firm growth; trade credit financing; monetary policy

(责任编辑:宛恬伊)