“宽仁者慎微”：ESG 表现与过度负债企业的杠杆收敛

盛天翔　张　翼　曹　航

摘　要　过度负债是影响企业可持续发展的重要话题，但却鲜有研究关注 ESG 表现在抑制企业过度负债方面的影响及机理等问题。本文基于利益相关者理论和资本结构动态权衡理论，研究 ESG 表现如何影响过度负债企业的杠杆调整。结果表明：通过内部委托代理和外部信号传递渠道，提升 ESG 表现可以显著降低过度负债企业的杠杆水平，而金融市场化环境、企业产业性质和行业属性对该过程产生异质性影响；从调整方式来看，ESG 表现良好的企业倾向于采用增权而非减债的方式降低债务水平，并抑制“短债长用”。研究丰富了过度负债企业杠杆调整影响因素和 ESG 表现经济后果的相关研究，为企业全面推广 ESG 理念提供相应启示。

关键词　ESG　过度负债　资本结构优化　利益相关者　可持续发展

一、引言

实现可持续发展是中国全面贯彻新发展理念的重要目标。实体企业是国民经济的重要组成部分，如何推动企业可持续发展便成为关注的焦点。而企业债务风险以及杠杆调整问题很大程度上影响着企业发展的可持续性（朱武祥 等，2014）。过度负债可能导致企业提高过度投资倾向、降低生产效率、增加风险承担以及陷入财务危机等系列问题（马草原和朱玉飞，2020；Habib et al.，2017），甚至可能诱发系统性金融风险，与企业可持续发展理念背道而驰。针对过度负债企业的杠杆问题，学者们围绕宏观经济、制度环境和企业内部管理等方面展开了大量有意义的研究。特别地，在企业内部管理方面，尽管现有学者探讨了公司治理问题，但成果相对零散，对企业在环境和社会方面的责任和表现关注也较少。

近年来，ESG 作为一种关于环境（Environment）、社会（Social）和公司治理（Governance）如何协调发展的价值观，与企业可持续发展的方向高度一致。ESG 相关政策和标准逐步面向所有企业，将企业个体活动映射到整个社会网络，更加注重企业与社会价值的共同提升，带来的是企业经营理念改变，产生的影响也更具长远性。以往对于企业过度负债问题的研究主要集中在公司治理层面，而 ESG 综合考虑了企业在环境保护、社会责任和公司治理方面的表现，其评价体系更具全面性。那么，企业 ESG 表现能否影响过度负债企业的杠杆，相应的作用机理和调整方式为

盛天翔，南京农业大学金融学院副教授；张翼，南京农业大学金融学院；曹航（通讯作者），江苏银行股份有限公司南京分行。

何？本文以利益相关者理论为基础，围绕杠杆调整的收益和成本平衡问题，从内部委托 - 代理和外部信号传递两个角度，探究 ESG 表现与过度负债企业的杠杆调整问题，为企业全面推广 ESG 理念的重要性补充新理论依据，为企业优化杠杆结构、实现可持续发展提供实践指导。

本文可能的边际贡献在于以下两点。第一，现有文献在研究过度负债企业杠杆调整时，忽视了企业在环境和社会方面产生的影响，围绕内外部利益相关者，本文通过 ESG 表现来系统性考虑环境、社会和公司治理的影响，丰富了企业 ESG 表现的经济后果以及企业杠杆调整影响因素的相关研究。第二，本文探讨了 ESG 优化过度负债企业杠杆结构的方式，为防范化解企业债务风险等提供了新视角和实施路径，也为推广 ESG 理念的重要价值提供了新理论依据。

二、研究评述

（一）影响过度负债企业杠杆调整的经济、制度与管理因素

企业杠杆问题往往与资本结构调整密切相关。资本结构的动态权衡理论表明企业存在一个最优的目标资本结构，一些学者据此指出企业的过度负债问题及其可能产生的风险（Caskey et al.，2012；王国刚，2017）。现有文献主要从三个方面研究过度负债企业的杠杆问题。

一是宏观经济的影响。已有相关研究表明，经济周期显著影响企业资本结构调整，在面临经济下行压力时企业过度负债问题较为明显（Halling et al.，2016），且在宏观经济风险较高时，企业调整资本结构的速度更慢（Gan et al.，2021）。同时，由于同一地区的企业会相互模仿，企业过度负债还存在着一定的地区同群效应，但该效应在拥有较高市场化水平和金融发展程度的地区显著减弱（李志生 等，2018）。

二是制度环境的影响。放松利率管制能够显著降低过度负债企业的负债水平，加快其资本结构向下调整的速度（郑曼妮 等，2018；王红建 等，2018）；融资融券制度带来的“卖空压力”效应也会加快企业资本结构调整，并对过度负债企业的杠杆降低影响更强（黄俊威和龚光明，2019）；经济政策不确定性会降低过度负债企业的资本结构调整速度（Bajaj et al.，2021），但企业可通过提高自身财务价值柔性来优化资本结构（顾研和周强龙，2018）。

三是企业内部管理的影响。公司治理水平对过度负债企业杠杆调整有着明显影响，例如高管股权激励（盛明泉 等，2016）、管理者权力制衡（戴雨晴和李心合，2021）、管理者能力（Cho et al.，2021）、应计盈余管理和真实盈余管理等（邓路等，2019）。其他一些经营活动和企业特征也可能影响过度负债问题。从投资活动来看，企业的非效率投资引发的过度投资行为可能导致其过度负债（邓路 等，2017）；从产权性质来看，国有企业和非国有企业谁更容易过度负债存在着截然相反的结论（陆正飞 等，2015；邓路 等，2016）。企业内部管理角度研究的核心机理表明，内部委托代理问题是导致企业过度负债加剧的重要因素（Liu & Tian，2012），同时，较弱信息环境下存在的信息不对称问题也是导致企业杠杆过高的重要原因（Dang et al.，2021）。

（二）ESG 表现对企业融资约束、成本和渠道的影响

目前，鲜有文献直接研究 ESG 表现与企业杠杆调整的关系，但不少学者围绕 ESG 表现与企业融资行为展开，这些研究能够为讨论 ESG 表现对过度负债企业的杠杆调整提供良好基础。

一是 ESG 表现有助于缓解企业融资约束。较高的 ESG 评分能够提高企业创新能力（李哲和王文翰，2021），进而对企业的账面价值和市场价值均有显著的提升（李井林 等，2021；Friede et al.，2015），而企业绩效的提升有助于缓解融资约束；随着环保纳入政绩考核和绿色金融政策的推进，较好的环境表现使企业能够获取更多的银行借款（王波和杨茂佳，2022）；ESG 通过创造社会价值，可增强企业韧性，进而优化债务结构（Asimakopoulos et al.，2021）。二是 ESG 表现有助于降低融资成本。ESG 表现提升能够有效降低企业加权平均资本成本（Miyai & Sugiura，2018），不仅有助于企业降低权益融资成本（Pástor et al.，2020），而且可以显著降低债务融资成本（Díaz & Escribano，2021），其中对权益融资成本的降低作用更明显（王翌秋和谢萌，2022）。究其原因，从企业来看，良好的 ESG 绩效往往对应较低的企业特质风险，从而降低了企业风险溢价，推动融资成本降低（谢红军和吕雪，2022）；从金融机构来看，ESG 评分较低的银行出于改善自身社会形象的考虑，倾向于向具有 ESG 优势的企业发放利率较低的贷款（Shin，2021）。三是 ESG 表现有助于拓展企业融资渠道。当公司获得 ESG 评级后，其融资方式可以由公共债务（债券融资）转变为私人债务（银行贷款），且 ESG 评级越高，企业越容易从股票市场获得权益融资（Zahid et al.，2023）。此外，ESG 表现的提升可以显著降低企业风险（Nofsinger et al.，2019；谭劲松 等，2022），从而获得机构投资者的青睐（Sherwood & Pollard，2018）。

整体而言，学者们围绕企业过度负债问题形成了较为丰富的成果。除了宏观经济和制度环境等外部因素以外，在企业内部管理方面主要围绕公司治理、投资活动和产权性质等展开，但相关研究并没有涉及 ESG 表现这类可持续发展理念带来的系统性影响。值得注意的是，从 ESG 表现与企业融资行为的研究可以间接推断，ESG 可能会影响企业的杠杆调整，但目前尚未有文献直接探讨 ESG 对过度负债企业杠杆产生的影响及作用机制。因此，基于利益相关者理论，本文重点探讨 ESG 表现如何改变过度负债企业的杠杆结构，对于理解 ESG 表现对企业可持续发展的深层次价值、优化企业资本结构具有一定意义。

三、理论基础和研究假设

ESG 以利益相关者理论为基础，将企业价值创造由经济价值延展至社会价值和环境价值（黄世忠，2021）。对于过度负债企业而言，ESG 表现提升对于其杠杆的调整将产生深远影响。一方面，良好的 ESG 表现有助于企业增加股权融资。ESG 理念鼓励企业关注长期价值创造，实现环境可持续、社会公平和良好的公司治理。企业对于 ESG 表现的关注能够使其声誉和知名度得到提高（Flammer & Bansal，2017），进而吸引更多投资者关注，增加投资者对企业的股权投资，推动资产负债率降低。另一方面，良好的 ESG 表现有助于

企业改善债务期限结构。ESG 理念要求企业实施更严格的公司治理规范，包括透明度、责任和信息披露等，促使企业采用更稳健的财务策略，提升运营效率和盈利能力（Gregory et al.，2014），展现出更高的信用评级和财务实力（Jagannathan et al.，2018），有助于企业获取长期融资。同时，ESG 增加了多元化的融资方式，使得企业更容易获得长期贷款，有利于寻求与投资项目期限更加匹配的融资方式，降低不必要的短期债务。因此，总的来说，ESG 表现提升可以通过增加股权融资和调整债务期限结构的方式来优化过度负债企业的杠杆结构。据此，本文提出假设 1。

H_1：良好的 ESG 表现有利于推动过度负债企业降低杠杆水平。

资本结构的动态权衡理论指出，当实际资本结构与目标资本结构不一致时，企业为了追求价值最大化，有动机朝着目标资本结构调整，但是取决于调整收益和成本之间的比较。只有当调整收益超过调整成本时，企业才会对资本结构进行调整（Harford et al.，2008；Faulkender et al.，2012），而代理问题和信息不对称的存在是影响调整成本的重要因素（黄俊威和龚光明，2019）。结合利益相关者理论和动态权衡理论，ESG 影响过度负债企业杠杆调整时的成本主要可以从内部委托代理和外部信号传递两个角度讨论。

从企业内部委托代理角度来看，由于代理问题的存在，公司管理层会为了追求经营业绩或是自身利益做出损害股东利益的行为（Jensen & Meckling，1976），影响甚至扭曲公司的资本结构调整行为（Morellec et al.，2012），过度负债就是其中的典型表现之一（Chang et al.，2014）。当代理问题过于严重时，即使具备较高的调整收益，公司高管也可能不愿意对资本结构进行任何调整（盛明泉 等，2016）。根据委托代理理论，合理的薪酬结构与股权激励等是缓解股东与管理者之间代理问题的重要手段。ESG 理念强调健全管理制度体系，鼓励企业建立长期稳定的激励机制，从透明度、独立性、薪酬等多方面追求科学的公司治理。对于过度负债企业，良好的 ESG 表现有助于提升高管股权激励强度以及管理层权力制衡强度，股东和经理人之间的代理成本将进一步下降，有利于促进企业资本结构向下调整（盛明泉 等，2016；戴雨晴和李心合，2021），从而降低企业实际资本结构与目标资本结构的偏离程度。

从企业外部信号传递角度来看，信息不对称会影响过度负债企业进行杠杆调整时的成本。在信息不对称的市场环境下，企业不但需要支付交易成本，还将承担由于逆向选择和道德风险所带来的溢价补偿（林慧婷 等，2016），并且信息不对称程度越强，企业杠杆调整的成本越高（Byoun，2008）。ESG 理念注重信息披露的质量和透明度，有利于帮助企业赢得外部各利益相关方的信任和支持，可以有效降低企业内部管理人和外部利益相关者的信息不对称（Luo et al.，2015），从而建立起良好的社会声誉（冯丽艳 等，2016），并改善资本市场对于公司的价值评估（Wang & Li，2016）。随着 ESG 市场关注度的提升，企业的特质信息得到进一步挖掘，公开信息得以广泛传播，进一步缓解了企业和利益相关者之间的信息不对称问题（Friede et al.，2015）。因此，当企业 ESG 表现较好时，能够更有效缓解外部信息不对称，从而降

低杠杆调整的成本。

基于以上机理分析，ESG 表现降低了企业杠杆调整过程中的委托代理和信息不对称成本，有助于推动过度负债企业降低杠杆水平。据此，本文提出假设 2。

H_2：在影响机理方面，企业 ESG 表现提升通过缓解内部委托代理和外部信号传递问题来降低过度负债企业杠杆水平。

四、研究设计

（一）数据来源

本文选取 2011—2020 年沪深两市全部 A 股上市公司作为初选样本，并对样本进行如下筛选：①剔除金融类上市公司；②剔除样本期间内为 ST 及 *ST 的公司；③考虑到采用动态面板模型估算公司目标杠杆率至少需要连续两年的数据，因此剔除观测值不足两年的公司样本；④剔除资产负债率大于 1 或小于 0 的样本；⑤剔除关键变量缺失的样本。需要说明的是，本文重点考察的对象是过度负债企业，剖析 ESG 表现对于过度负债企业资本结构的影响及其内在机理。为此，将企业实际资本结构高于目标资本结构的样本视为过度负债企业，并将其从全样本中划分出来，最终得到 6 808 个观测值。

本文所用的 ESG 表现得分数据来自上海华证指数信息服务有限公司和彭博数据库，公司财务数据来自国泰安数据库和东方财富 Choice 数据库。为避免极端值对研究结果的影响，对所有连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。

（二）变量定义与模型设计

1. 被解释变量

动态权衡理论认为企业存在一个目标资本结构，当企业实际资本结构（即资产负债率）大于其目标资本结构时就会出现过度负债现象。为了识别过度负债企业并构建过度负债水平指标，本文首先估计企业的目标资本结构，并在此基础上测算过度负债水平[①]。

2. 解释变量

企业 ESG 表现（*ESG*）采用华证指数的 ESG 评级得分除以 100 进行衡量。该评级体系以 ESG 核心发展内涵为基础，结合国内市场实际情况，自上而下构建三级指标体系，系统测算全部 A 股上市公司 ESG 水平，给予“AAA-C”的九档评级，同时提供具体评级得分，分值越大表明企业 ESG 表现越好。

（三）描述性统计

主要变量定义和计算方法见表 1。表 2[②] 报告了主要变量的描述性统计结果。其中，Dis 的最大值为 0.798，说明企业过度负债较为严重的情况下实际资产负债率比目标资产负债率高出 79.8%；均值为 0.150，表明过度负债企业的实际资产负债率比目标资产负债率平均高 15%。同时，*Dis_dum* 均值为 38%，这说明全样本中有 38% 的企业面临着过度负债问题，是上市公司中较为普遍的一个问题。ESG 数据均值为 0.722，中位数为 0.729，说明我国企业 ESG 评级平均来看处于 BBB~A 级之间，该结果与现有文献保持一致。其余变量的统计结果分布情况均处于合理预期范围内，并与现

① 模型1~7，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。
② 表2~9，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

表 1　主要变量名称及变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	过度负债水平	*Dis*	当期实际资产负债率 - 目标资产负债率
	是否过度负债	*Dis_dum*	若 *Dis* 大于 0，该变量取值为 1，否则为 0
解释变量	企业 ESG 表现	*ESG*	华证 ESG 评级总得分除以 100
控制变量	企业规模	*Size*	总资产的自然对数
	抵押能力	*FA*	固定资产 / 总资产
	资产负债率行业中位数	*Indmed*	公司所在行业资产负债率的中位数
	产权性质	*SOE*	国有企业取值为 1，非国有取值为 0
	所得税率	*ETR*	所得税 / 利润总额
	现金流波动性	*VCF*	现金流 / 总资产的三年波动率
	成长性	*Growth*	总资产增长率

有文献较为接近，因此不再赘述。

表 3 展示了主要变量的相关系数，其中过度负债指标（*Dis*）与企业 ESG 表现（*ESG*）的相关系数显著为负，与前述研究假设的预期基本相符。方差膨胀因子 VIF 检验均值为 1.14，表明该回归模型的多重共线性问题较弱。

五、实证结果分析

（一）基准回归

表 4 列示了企业 ESG 表现对过度负债企业杠杆调整影响的回归结果。其中，（1）列和（2）列的被解释变量为过度负债企业的过度负债水平（*Dis*），（3）列和（4）列的被解释变量为企业是否过度负债（*Dis_dum*）；（1）列和（3）列控制年份和公司固定效应，（2）列和（4）列控制年份和行业固定效应。（1）列和（2）列的回归结果显示，*ESG* 的系数均在 1% 的水平上显著为负，说明随着 ESG 表现水平的提高，企业的过度负债程度显著下降，杠杆向下调整的效果明显。进一步，（3）列和（4）列采用全样本回归并将被解释变量替换为虚拟变量 *Dis_dum*，Logit 模型回归结果显示，*ESG* 系数仍在 1% 水平上显著为负，说明企业 ESG 表现越好，其出现过度负债的可能性越低。上述结论表明，企业 ESG 表现的提升能够有效降低过度负债企业杠杆水平，并有助于企业避免出现过度负债的现象，验证了假设 H_1。

（二）稳健性检验

1. 更换 ESG 表现度量方法

本文采用了两种方式重新度量企业的 ESG 表现。第一，参考谢红军和吕雪（2022）的做法，将评级 C~AAA 依次赋值 1~9，构建变量 *ESG_Rating*；第二，采用彭博（Bloomberg）数据库公布的 ESG 评级得分，构建变量 *ESG_Bloomberg*[①]。用上述 ESG 表现变量替换原有的华证 ESG 评级得分（*ESG*），并重新对模型（4）进行回归检验。回归结果见表 5 的（1）列和（2）列，结果与基准回归结论保持一致。需要说明的

① 参照邱牧远和殷红（2019）的做法，对于彭博ESG评级缺失的企业，以同行业同年度均值进行填补。

是，*ESG_Bloomberg* 的回归系数为负，虽然达不到显著性要求，但是 t 值为 –1.30，接近在 10% 水平显著。

2. 更换被解释变量

除了考虑企业过度负债的相对程度以外，本文也针对企业杠杆水平绝对值的变动进行稳健性检验。具体而言，采用资产负债率（*Lev*）作为被解释变量，以过度负债企业为研究对象，检验 ESG 表现的提升是否显著降低了其杠杆水平。具体回归结果如表 5 的（3）列所示，*ESG* 系数在 1% 水平上显著为负，说明企业 ESG 表现越好，其杠杆水平越低，与基准回归结果保持一致。同时，本文还更换目标资本结构估计方法，重新测算企业的过度负债水平。具体而言，参考陆正飞 等（2015）对于目标资本结构的估计方法，构建模型（6）。

3. 双向因果问题

针对内生性问题中的双向因果问题，采用同年度同地区上市企业 ESG 表现的均值（*ESG_mean*）和 ESG 表现滞后一期（*L.ESG*）作为工具变量进行 2SLS 回归。在工具变量的有效性检验中，不可识别检验结果拒绝了原假设，说明工具变量与解释变量相关；弱识别检验结果的 F 值大于 10% 偏误的临界值，即不存在弱工具变量问题；Hansen J 检验结果中 P 值为 0.7795，即不存在过度识别问题。同时，由于地区均值是地区层面变量，公司特征是公司微观层面变量，因此地区均值不太可能会对本文的被解释变量即企业过度负债水平产生直接的影响，故满足外生性原则。表 6 列示了回归结果，*ESG* 的系数依然显著为负，支持原结论。

4. 样本选择偏误

本文采用倾向得分匹配法（Propensity Score Matching，PSM）来减小样本选择性偏误问题带来的影响。具体地，将 ESG 行业均值作为临界值构造实验组和对照组，选取公司规模、抵押能力等前文使用的控制变量作为协变量，采用一对四近邻匹配，卡尺选择为 0.05，进行逐年匹配后得到最终样本。匹配后的样本中所有协变量的标准化偏差均小于 10%，并且控制前后均值没有明显差异，能够通过平衡性检验。同时，共同取值范围图显示大多数观测值均在共同取值范围内，因此满足“共同支撑”基本假定，可以认为匹配效果较好。最后，采用匹配后的样本对模型（4）进行重新检验，表 6 的结果显示，*ESG* 的系数依然显著为负，支持原结论。

（三）影响机理检验

前述理论假设部分指出，企业提高 ESG 表现可以缓解内部委托代理和外部信号传递问题，进而降低企业调整杠杆的成本，最终抑制企业过度负债水平。为检验假设 H_2，本文在模型（4）的基础上，分别增加代理成本指标、信息不对称指标以及它们各自与 ESG 评分的交互项来进行检验，具体模型如公式（7）所示。

①内部委托代理角度。参考黄俊威和龚光明（2019）的做法，采用管理费用率（*Mfee_ratio*）作为代理成本的度量指标，管理费用率越高，说明企业代理成本越高。在此基础上对模型（7）进行回归，具体回归结果见表 7 的（1）列。结果显示，交互项 *Mfee_ratio*×*ESG* 系数在 5% 水平上显著为负，说明在代理成本越高的情况下，ESG 表现提升对于抑制企业过度负债的作用越大，即 ESG 表现提升通过缓解委托代理问题推动过度负债企业降低杠杆水平。

②外部信号传递角度。借鉴现有文献

的做法（黄俊威和龚光明，2019；Lang et al.，2012），采用分析师跟踪人数的倒数（*Analyst*）作为外部信息不对称的衡量指标，该值越大说明信息不对称程度越大。在此基础上对模型（7）进行回归，具体回归结果如表 7 的（2）列所示。结果显示，交互项 *Analyst*×*ESG* 系数显著为负，说明在信息不对称程度越高的情况下，ESG 表现对于抑制企业过度负债的作用越大，即 ESG 表现提升通过解决外部信号传递问题推动过度负债企业降低杠杆水平。

（四）异质性分析

①金融市场化程度。金融市场化是指金融部门的运行从由政府管制转变为由市场力量决定的过程。在金融市场化程度较高的地区，提升 ESG 表现所带来的代理成本降低、信息不对称缓解的效果更好。因此，提升 ESG 表现对过度负债企业的资本结构优化效应在金融市场化程度较高的地区中可能更强。本文采用金融市场化指数作为度量地区金融市场化程度的指标，并将金融市场化指数的年度均值作为区分标准，将全样本分为金融市场化程度高和金融市场化程度低两个分样本分别进行检验。具体分组回归结果如表 8 中（1）和（2）列所示。金融市场化程度较高地区企业的 *ESG* 系数值显著高于金融市场化程度较低地区，说明在金融市场化程度较高的地区，企业提升 ESG 表现更有助于降低过度负债水平。

②国有与非国有产权性质。与非国有企业相比，国有企业在社会责任承担、预算约束和资源获取等方面都存在差异。一方面，国有企业进行 ESG 实践可能是出于政策因素和社会反响方面的考虑，并非企业自身内部因素驱动，因此 ESG 表现对于降低代理成本和缓解信息不对称的程度可能偏低；另一方面，国有企业具有天然的融资优势，在出现债务风险时往往会受到政府救助，因此 ESG 表现提升推动资本结构调整成本下降的效益也较低。综上，相较于国有企业，提升 ESG 表现对于过度负债的非国有企业资本结构优化效应更大。本文将企业实际控制人为国有性质的企业视为国有企业，否则为非国有企业，并分别对国有企业和非国有企业两个分样本进行回归。具体分组回归结果如表 8 的（3）和（4）列所示。结果显示，非国有企业 *ESG* 的系数绝对值显著大于国有企业，说明非国有企业改善 ESG 表现更能推动过度负债水平下降。

③重污染行业与非重污染行业。在强调绿色发展和生态文明建设的背景下，重污染行业受到的环境规制将更为严格，虽然会促进企业转型速度的加快，但也加剧其所面临的融资约束，导致资本结构调整成本上升。ESG 理念注重长远发展，在短期内可能无法带来实际收益，重污染企业在调整资本结构时，可能面临着更低的调整收益。综上，提升 ESG 表现对过度负债企业的资本结构优化效应可能在非重污染行业中更大。本文根据中国证券监督委员会 2012 年修订的《上市公司行业分类指引》、环境保护部 2008 年制定的《上市公司环保核查行业分类管理名录》及《上市公司环境信息披露指南》，将煤炭、采矿、纺织、制革、造纸、石化、制药、化工、冶金、火电等 16 个行业划分为重污染行业。表 8 的（5）和（6）列报告了重污染企业和非重污染企业的分组回归结果，非重污染企业组 *ESG* 系数的绝对值显著大于重污染企业组，说明非重污染企业提升 ESG 表

现更能推动过度负债水平下降。

六、进一步分析：过度负债企业的杠杆调整方式

（一）“增权”而非“减债”

过度负债企业在进行杠杆调整时，可以选择的方式有两种：减债和增权。良好的 ESG 表现能够显著提升企业自身价值与绩效，反映出企业具有较高的成长性。而采用偿还债务的方式降低杠杆率将会占用企业现金流，从而失去许多未来的投资机会（周茜等，2020）。同时，ESG 表现良好的企业具有债务融资优势，能有效降低债务融资成本，提高银行借款可得性。因此，ESG 表现好的企业采用减债方式调整杠杆的可能性较小。而从权益融资的角度来看，提升 ESG 表现能够有效降低股权融资成本，并在外部市场中受到更多投资者的青睐，可以获取更多的权益融资。因此，ESG 表现优异的企业在降低杠杆水平时，会优先考虑既能有效降低企业杠杆同时又能增强资本实力的方法，即更多地采用增权的方式进行杠杆结构调整。

为了研究 ESG 表现对于过度负债企业杠杆调整方式选择的影响，本文借鉴周茜 等（2020）的方法，采用企业当年的负债变化率和权益变化率分别度量“减债”方式和“增权”方式。其中，负债变化率（$\Delta Debt$）=（当期总负债 – 上期总负债）/ 上期总负债，该值为负且越小，说明公司越多地采用了“减债”方式向下调整杠杆；权益变化率（$\Delta Equity$）=（当期所有者权益 – 上期所有者权益）/ 所有者权益，该值为正且越大，说明公司越多地采用了“增权”方式去杠杆。解释变量采用企业 ESG 评级（*ESG*），控制变量在模型（4）的基础上额外增加了企业去杠杆程度（*DLEV*），*DLEV*=（当期资产负债率 – 上期资产负债率）/ 上期资产负债率。此外，对已有研究样本进一步筛选，在过度负债企业中剔除了负债程度相较于上年保持不变或上升的过度负债企业，即只保留当年 *Dis* 小于上一年 *Dis* 的过度负债样本[①]。

根据上述分析，被解释变量为权益变化率时，ESG 的回归系数预期显著为正，而被解释变量为负债变化率时，ESG 的回归系数显著为正或不显著。表 9 列示了具体回归结果。由表 9 回归结果可知，不管被解释变量为负债变化率（$\Delta Debt$）还是权益变化率（$\Delta Equity$），变量 ESG 的系数均显著为正。这说明 ESG 表现越好的企业，权益增加得越多，但是负债并未减少，说明具有 ESG 优势的过度负债企业通过“增权”而非“减债”的方式降低杠杆水平。

（二）优化债务期限结构

上述研究表明 ESG 表现好的企业更多地采用增权而不是减债的方式来降低过度负债，那么 ESG 优势带来的债务融资优势又会对企业债务内部结构有何影响呢？涉及中国企业的债务问题，一个较为常见的现象便是由于企业自身债务与资产的期限结构错配导致的“短债长用”现象。如果债务期限过短，短期借款所带来的偿债压力会增加企业的流动性风险，增加银行停贷可能，使得企业陷入财务困境并加剧经营风险（李小林等，2022）。该现象本质上

① 部分文献采用当年资产负债率小于上年资产负债率的样本来观测其杠杆优化效果，但该做法忽略了资本结构的动态调整，没有充分考虑企业的目标杠杆情况。

与银企之间信息不对称有很大关系。2022年8月组织召开的国务院常务会议强调，在信贷投放方面，要引导商业银行增加中长期贷款投放，巩固经济恢复基础，增强发展后劲。

良好的ESG表现作为财务信息的有效补充，缓解了企业与外部的信息不对称，有助于延长债务期限、缓解企业“短债长用”问题。从资金需求端来看，ESG评级较高的企业倾向于寻找更为“安全”的融资来源进行债务重组和债务结构优化；从资金供给端来看，银行为了降低监控成本，渴望与具有社会责任感的企业展开长期合作、延长贷款期限。因此，提升ESG表现可以抑制企业“短债长用”的情况，优化其债务期限结构。

参考现有文献（王红建 等，2018；刘晓光和刘元春，2019），选用短债长用（LS）和长期借款比例（*Maturity*）这两个指标作为企业债务期限结构的度量指标。其中，短债长用指标（*LS*）采用企业短期负债比例（即短期负债/总负债）与短期资产比例（即短期资产/总资产）之差来衡量，该变量值越大，说明企业短债长用的情况越严重；长期借款比例（*Maturity*）采用长期借款除以总借款来衡量，该变量值越大，说明企业长期借款越能够覆盖企业长期投资，出现“短债长用”的可能性越小。表9最后两列报告了实证回归结果。当被解释变量为短债长用指标（*LS*）时，*ESG*的系数显著为负，说明ESG表现越好，企业“短债长用”的概率越低；当被解释变量为长期借款比例（*Maturity*）时，*ESG*的系数均显著为正，说明ESG优势能够有助于企业增加长期借款融资，从而避免出现“短债长用”的情况。上述结论说明，提升ESG表现可以改善过度负债企业的“短债长用”现象，在降低杠杆水平的同时优化债务期限结构。

七、结论

本文以2011—2020年A股上市公司为研究样本，探讨了ESG表现影响过度负债企业杠杆调整的效果及作用机理等问题。研究结果表明：①提升ESG表现可以显著降低过度负债企业的杠杆水平，并且该结论在一系列稳健性检验后依然成立。②提升ESG表现能够降低内部委托代理和外部信号传递导致的调整成本，进而推动过度负债企业降低杠杆水平。③低金融市场化环境、国有企业性质和重污染行业显著削弱ESG表现对过度负债企业降低杠杆水平的效果。④在杠杆调整方式方面，具有ESG优势的企业倾向于采用增权而非减债的方式降低债务水平，同时能够增加长期借款占比，有效抑制“短债长用”的资金错配现象，优化过度负债企业杠杆结构。

本文结果具有如下政策启示。①企业要充分认识到ESG理念在优化资本结构方面的重要作用，过度负债企业应努力提升ESG表现，关注内外部利益相关者，从而不断优化杠杆结构，推动自身可持续发展。②对金融市场化程度较高地区的企业、非重污染行业的企业及非国有企业，可以更充分把握提升ESG表现所带来的机遇，缓解自身过度负债问题。③金融机构和投资者可以将企业ESG表现更多地纳入投融资决策中，有助于降低自身投资风险，并且通过价值投资促进企业可持续发展。

本文仍存在一些不足与局限。第一，本文基于利益相关者理论，从委托代理和信号传递视角探讨ESG表现促进过度负债

企业优化杠杆结构的内在机理，未来还可以考虑从其他基础理论和视角探索其中的作用机制。第二，关于 ESG 影响过度负债企业资本结构优化的研究，除了过度负债程度以外，还可以进一步探讨杠杆调整速度的变化，以及更多企业特征带来的异质性影响。N

学术编辑：韦燕春

参考文献

[1] 戴雨晴,李心合.管理层权力制衡强度与资本结构调整速度——基于债务约束效应视角[J].经济管理,2021,43(04):173-190.

[2] 邓路,刘瑞琪,江萍.公司超额银行借款会导致过度投资吗?[J].金融研究,2017(10):115-129.

[3] 邓路,刘瑞琪,廖明情.宏观环境、所有制与公司超额银行借款[J].管理世界,2016(09):149-160.

[4] 邓路,刘瑞琪,廖明情.盈余管理、金融市场化与公司超额银行借款[J].管理科学学报,2019,22(02):22-35.

[5] 冯丽艳,肖翔,程小可.社会责任对企业风险的影响效应——基于我国经济环境的分析[J].南开管理评论,2016,19(06):141-154.

[6] 顾研,周强龙.政策不确定性、财务柔性价值与资本结构动态调整[J].世界经济, 2018, 41(06): 102-126.

[7] 黄继承,姜付秀.产品市场竞争与资本结构调整速度[J].世界经济,2015,38(07):99-119.

[8] 黄俊威,龚光明.融资融券制度与公司资本结构动态调整——基于“准自然实验”的经验证据[J].管理世界,2019,35(10):64-81.

[9] 黄世忠.支撑ESG的三大理论支柱[J].财会月刊,2021(19):3-10.

[10] 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(09):71-89.

[11] 李小林,夏昌盛,司登奎.货币政策不确定性、债务期限结构与企业现金持有[J].经济评论,2022(06):114-131.

[12] 李哲,王文翰.“多言寡行”的环境责任表现能否影响银行信贷获取——基于“言”和“行”双维度的文本分析[J].金融研究,2021(12):116-132.

[13] 李志生,苏诚,李好,等.企业过度负债的地区同群效应[J].金融研究,2018(09):74-90.

[14] 林慧婷,何玉润,王茂林,等.媒体报道与企业资本结构动态调整[J].会计研究,2016(09):41-46.

[15] 刘晓光,刘元春.杠杆率、短债长用与企业表现[J].经济研究,2019,54(07):127-141.

[16] 陆正飞,何捷,窦欢.谁更过度负债:国有还是非国有企业?[J].经济研究,2015,50(12):54-67.

[17] 马草原,朱玉飞.去杠杆、最优资本结构与实体企业生产率[J].财贸经济,2020,41(07):99-113.

[18] 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(03):108-123.

[19] 盛明泉,张春强,王烨.高管股权激励与资本结构动态调整[J].会计研究,2016(02):44-50+95.

[20] 盛明泉,张敏,马黎珺,等.国有产权、预算软约束与资本结构动态调整[J].管理世界,2012(03):151-157.

[21] 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(05):3-18.

[22] 汪玉兰,窦笑晨,李井林.集团控制会导致企业过度负债吗[J].会计研究,2020(04):76-87.

[23] 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(06):78-84.

[24] 王国刚.“去杠杆”:范畴界定、操作重心和可选之策[J].经济学动态,2017(07):16-25.

[25] 王红建,杨筝,阮刚铭,等.放松利率管制、过度负债与债务期限结构[J].金融研究,2018(02):100-117.

[26] 王翌秋,谢萌.ESG信息披露对企业融资成本的影响——基于中国A股上市公司的经验证据[J].南开经济研究,2022(11):75-94.

[27] 巫岑,黎文飞,唐清泉.产业政策与企业资本结构调整速度[J].金融研究,2019(04):92-110.

[28] 谢红军,吕雪.负责任的国际投资: ESG与中国OFDI[J].经济研究,2022,57(03):83-99.

[29] 郑曼妮,黎文靖,柳建华.利率市场化与过度负债企业降杠杆:资本结构动态调整视角[J].世界经济,2018,41(08):149-170.

[30] 周茜,许晓芳,陆正飞.去杠杆, 究竟谁更积极与稳妥? [J].管理世界,2020,36(08):127-148.

[31] 朱武祥,魏炜,王正位.回归经典:资本结构研究60年思考[J].金融研究,2014(12):194-206.

[32] Asimakopoulos P, Asimakopoulos S, Li X.The role of Environmental, Social, and Governance rating on

corporate debt structure[J].Social Science Electronic Publishing.
[33] Bajaj Y, Kashiramka S, Singh S.Economic policy uncertainty and leverage dynamics: evidence from an emerging economy[J].International Review of Financial Analysis,2021,77.
[34] Byoun S.How and when do firms adjust their capital structures toward targets?[J].The Journal of Finance, 2008,63(6):3069-3096.
[35] Caskey J, Hughes J, Liu J.Leverage, excess leverage, and future returns[J].Review of Accounting Studies, 2012,17(2):443-471.
[36] Chang C, Chen X, Liao G M.What are the reliably important determinants of capital structure in china? [J]. Pacific-Basin Finance Journal,2014,30:87-113.
[37] Cho H, Choi G Y, Choi S.Is managerial ability associated with capital structure adjustment speed?[J]. Asia-Pacific Journal of Financial Studies,2021,50(3):308-333.
[38] Dang T L, Dang M, Le P D, et al.Does earnings management matter for firm leverage? An international analysis[J].Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics,2021,28(4):482-506.
[39] Díaz A, Escribano A.Sustainability premium in energy bonds[J].Energy Economics,2021,95.
[40] Faulkender M, Flannery M J, Hankins K W, et al.Cash flows and leverage adjustments[J].Journal of Financial Economics,2012,103(3):632-646.
[41] Flammer C, Bansal P. Does a long-term orientation create value? Evidence from a regression discontinuity [J].Strategic Management Journal,2017,38(9):1827-1847.
[42] Flannery M J, Rangan K P.Partial adjustment toward target capital structures[J].Journal of Financial Economics,2006,79(3):469-506.
[43] Friede G, Busch T, Bassen A.ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies[J].Journal of Sustainable Finance & Investment,2015,5(4):210-233.
[44] Gan L, Lv W, Chen Y.Capital structure adjustment speed over the business cycle[J].Finance Research Letters,2021,39:101574.
[45] Gregory A, Tharyan A, Whittaker J.Corporate social responsibility and firm value: disaggregating the effects on cash flow, risk and growth[J].Journal of Business Ethics,2014,124(4):633-657.
[46] Habib A, Hasan M M.Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk[J].Research in International Business and Finance,2017,42:262-274.
[47] Halling M, Yu J, Zechner J.Leverage dynamics over the business cycle[J].Journal of Financial Economics, 2016,122(1):21-41.
[48] Harford J, Klasa S, Walcott N.Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions[J].Journal of Financial Economics,2008,93(1):1-14.
[49] Jagannathan R, Ravikumar A, Sammon M.Environmental, social, and governance criteria: Why investors should care[J].Journal of Investment Management,2018,16:18-31.
[50] Jensen M C, Meckling W H.Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics,1976,3(4):305-360.
[51] Lang M, Lins K V, Maffett M.Transparency, liquidity, and valuation: International evidence on when transparency matters most[J].Journal of Accounting Research,2012,50(3):729-774.
[52] Liu Q G, Tian G.Controlling shareholder, expropriations and firm's leverage decision: Evidence from Chinese Non-tradable share reform[J].Journal of Corporate Finance,2012,18(4):782-803.
[53] Luo X M, Wang H L, Raithel S, et al.Corporate social performance, analyst stock recommendations, and firm future returns[J].Strategic Management Journal,2015,36(1):123-136.
[54] Miyai H, Sugiura Y.Environmental, Social, and Governance investment and material disclosure by companies[J].Available at SSRN 3109050,2018.
[55] Morellec E, Nikolov B, Schuithof N.Corporanfe Govemance and Capital Strnucture Dynamics[J].Journal of Finance,2012,67:803-848.
[56] Nofsinger J R, Sulaeman J, Varma A.Institutional investors and corporate social responsibility[J].Journal of Corporate Finance,2019,58:700-725.
[57] Pástor L, Stambaugh R F, Taylor L A.Sustainable investing in equilibrium[J].Journal of Financial

Economics,2020,142(2):550-571.
[58] Sherwood M W, Pollard J L.The risk-adjusted return potential of integrating ESG strategies into emerging market equities[J].Journal of Sustainable Finance & Investment,2018,8(1):26-44.
[59] Shin D. Corporate esg profiles, matching, and the cost of bank loans[M].University of Washington,2021.
[60] Wang K T, Li D J.Market reactions to the first-Time disclosure of corporate social responsibility reports: evidence from china[J].Journal of Business Ethics,2016,138(4):661-682.
[61] Zahid R M A, Saleem A, Maqsood U S.ESG performance, capital financing decisions, and audit quality: empirical evidence from Chinese state-owned enterprises[J].Environmental science and pollution research international,2023.

Mixing Leniency with Caution:ESG Performance and Over–indebted Enterprises

SHENG Tianxiang[1] ZHANG Yi[1] CAO Hang[2]
(1.School of Finance, Nanjing Agricultural University; 2.Nanjing Branch, Bank of Jiangsu)

Abstract Over-indebtedness is an important issue that affects the sustainable development of enterprises, but few studies have focused on the impact and mechanism of ESG performance in curbing excessive enterprise debt. Based on the stakeholder theory and the dynamic trade-off theory of capital structure, this paper examines how ESG performance affects the adjustment of leverage levels at over-indebted enterprises. The results show that enhancing ESG performance can significantly reduce the leverage level of over-indebted firms through internal principal-agent and external signaling channels, while the financial marketization environment, the nature of the firm's industry, and industry attributes have a heterogeneous impact on the process. Firms with a good ESG performance tend to reduce their debt level through shareholding adjustments rather than direct reduction of debt. This will also tend to inhibit the long-term use of short-term debt. The findings of this study enrich the related research on the leverage adjustment influencing factors and economic consequences of ESG performance of over-indebted enterprises, and provide corresponding insights for enterprises to comprehensively promote ESG concepts.

Keywords ESG, Over-indebtedness, Capital Structure Optimization, Stakeholders, Sustainable Development
JEL Classification G32 G34 M14