

# ESG 信息披露透明度对并购绩效的影响研究

## ——基于中国 A 股上市公司的实证分析

### THE IMPACT OF ESG DISCLOSURE TRANSPARENCY ON M&A PERFORMANCE: AN EMPIRICAL STUDY BASED ON CHINESE A-SHARE LISTED COMPANIES

钟星源\*

Xingyuan Zhong\*

泰国正大管理学院泰华国际学院，中国广西财经学院

International Chinese College, Panyapiwat Institute of Management, Thailand

Guangxi University of Finance and Economics, China

Received: July 31, 2025 / Revised: October 6, 2025 / Accepted: October 20, 2025

#### 摘要

在全球气候治理紧迫性凸显的背景下，企业环境、社会和治理（ESG）责任备受关注。中国 A 股市场的 ESG 信息披露存在碎片化、定性多、结构化不足等问题，导致并购活动中信息不对称风险突出。现有研究多聚焦 ESG 评级，尚未系统揭示其信息披露透明度对并购绩效的作用机制，尤其缺乏对融资约束中介效应的实证检验。本文基于委托代理等理论，综合运用文献研究与实证分析法，以 2010-2021 年 A 股上市公司为样本，选取彭博 ESG 披露评分，结合 CSMAR 数据库，经筛选获 870 个有效并购样本，探究 ESG 信息披露透明度如何通过缓解信息不对称提升并购绩效，并验证融资约束的中介作用。通过构建多元线性回归模型并控制相关变量，研究发现：第一，ESG 信息披露透明度显著提升并购绩效（长期并购绩效回归系数为 0.010，在 1% 水平显著）；第二，ESG 透明度显著缓解企业融资约束（系数为 -0.014，在 1% 水平显著）；第三，融资约束对并购绩效存在显著负向作用（系数为 -0.199,  $p < 0.05$ ），且中介效应检验表明，融资约束在“ESG 透明度——并购绩效”路径中发挥部分中介作用。结论证实，ESG 信息透明度不仅直接改善并购绩效，还通过缓解融资约束间接促进并购表现。本研究创新性地将信息披露透明度与并购绩效关联，揭示了其作用机制，并首次验证了融资约束的关键中介角色。实践层面，

\*Corresponding Author: Xingyuan Zhong  
E-mail: 2938705557@qq.com

建议监管机构加快构建强制性 ESG 披露框架，并通过绿色信贷、税收优惠等政策引导资源向高透明度企业配置。

**关键词：**ESG 信息披露 并购绩效 融资约束

### Abstract

Against the backdrop of increasing urgency in global climate governance, corporate ESG (Environmental, Social, and Governance) responsibilities have drawn significant attention. In China's A-share market, issues such as fragmented information, excessive qualitative content, and insufficient structure in ESG transparency level have led to prominent information asymmetry risks in M&A activities. Existing research focuses predominantly on ESG ratings and has yet to systematically reveal the mechanisms through which ESG transparency level influences M&A performance, particularly lacking empirical examination of the mediating effect of financing constraints. Based on the principal-agent theory and other theoretical frameworks, this study combines literature review and empirical analysis, using A-share listed companies from 2010 to 2021 as the sample. By selecting Bloomberg ESG disclosure scores and integrating data from the CSMAR database, 870 valid M&A samples are obtained after screening. The study investigates how ESG transparency level enhances M&A performance by mitigating information asymmetry and verifies the mediating role of financing constraints. Through the construction of multiple linear regression models with control variables, the findings indicate that (1) ESG transparency level significantly improves M&A performance (the regression coefficient for long-term M&A performance is 0.010, significant at the 1% level), (2) ESG transparency level significantly alleviates financing constraints (coefficient of -0.014, significant at the 1% level), and (3) financing constraints have a significant negative impact on M&A performance (coefficient of -0.199,  $p < 0.05$ ), with mediation tests confirming that financing constraints plays a partial mediating role in the “ESG transparency level–M&A performance” pathway. The conclusions demonstrate that ESG transparency level not only directly enhances M&A performance but also indirectly improves M&A outcomes by alleviating financing constraints. This research innovatively links disclosure transparency with M&A performance, reveals its underlying mechanism, and is the first to validate the critical mediating role of financing constraints. On a practical level, it is recommended that regulatory authorities accelerate the establishment of a mandatory ESG disclosure framework and guide resource allocation toward enterprises with higher transparency through policies such as green credit and tax incentives.

**Keywords:** ESG Transparency Level, M&A Performance, Financing Constraint

## 引言

全球气候变化已成为影响经济与社会发展的重大挑战。极端天气频发、冰盖消融和海平面上升不仅改变自然生态系统，也加剧了经济与社会运行的不确定性。科学界普遍认为，即使全球平均气温出现  $0.1^{\circ}\text{C}$  的微小升高，也可能对生态环境和社会系统带来深远影响，并造成不可忽视的经济与生命损失。这一现实促使国际社会在《巴黎协定》等制度框架下形成共识，即必须通过碳减排与碳中和战略来应对气候变化。中国作为最大的发展中国家和温室气体排放大国，提出了“2030 年前碳达峰、2060 年前碳中和”的目标，体现了国家在全球治理中的战略担当。

在全球可持续发展的背景下，企业 ESG 责任逐渐成为衡量企业长期价值和社会贡献的重要维度。理论上，企业履行 ESG 责任不仅能够缓解信息不对称和降低代理成本（委托代理理论），也能满足多元利益相关者的期望（利益相关者理论），并通过传递积极信号提升外部投资者与市场信任（信号传递理论）。因此，良好的 ESG 实践不仅关乎企业声誉与合法性，更被视为企业持续竞争优势的重要来源。随着资本市场对非财务绩效的重视程度不断提升，ESG 信息披露逐渐演变为全球范围内的制度化要求。例如，欧盟的《非财务报告指令》、中国证监会的《上市公司投资者关系管理指导意见》均推动企业将 ESG 信息纳入规范披露体系，凸显其在资本配置与价值评估中的核心地位。

并购作为企业实现外延式扩张和战略转型的重要途径，往往伴随高度的信息不对称和潜在的整合风险。现有研究主要从财务视角探讨影响并购绩效的因素，而对非财务维度，尤其是 ESG 信息披露透明度的作用关注不足。事实上，从理论逻辑看，ESG 信息透明度能够缓解并购双方的逆向选择与道德风险，减少潜在的文化冲突与整合障碍，从而提升并购交易的成功率和长期绩效。此外，ESG 透明度还能帮助外部投资者更有效识别并购标的的潜在价值与风险，进而增强市场对收购方的信任。

本研究的理论基础为委托代理、利益相关者及信号传递等理论。委托代理理论是现代公司治理的理论基石，源于企业所有权与经营权的分离。该理论指出，作为所有者的股东（委托人）与作为管理者的经理人（代理人）之间存在利益冲突。由于契约不完备和信息不对称，追求自身效用最大化的代理人可能不会始终以委托人利益最大化为目标行事，从而产生道德风险与逆向选择等代理问题。例如，管理层可能为了扩大企业规模或个人声誉而进行非效率投资，损害股东利益。为解决这些问题，理论提出需要通过激励相容的契约设计、监督机制以及市场约束（如公司控制权市场）来约束和激励代理人，缓解利益冲突，降低代理成本。利益相关者理论是对传统“股东至上”理念的修正与拓展。该理论认为，企业的生存与发展不仅依赖于股东，还依赖于所有与企业活动并受其影响的利益相关者，包括员工、客户、供应商、社区及债权人等。企业的目标不应仅是股东财富最大化，而是要为所有利益相关者创造价值。这一观点将企业视为一系列契约的联结，强调平衡并满足各利益相关者的合法权益，是企业获得长期

可持续竞争优势的关键。该理论为企业社会责任 (CSR) 研究提供了核心的理论支撑，指出积极管理利益相关者关系、履行社会责任，能够赢得广泛支持，最终实现企业与社会的共同发展。信号传递理论旨在解决市场中的信息不对称问题。该理论认为，在信息劣势方（如外部投资者）无法直接了解信息优势方（如企业内部）真实状况的情况下，信息优势方有动机通过主动释放可观察的“信号”来传递其私有信息，以区别于劣质主体，从而影响市场决策。例如，在资本市场中，高质量公司可以通过披露详尽的 ESG 信息、支付高额股利或进行高声誉的审计等方式，向市场传递其经营稳健和前景良好的积极信号。信号的效力取决于其传递成本，必须是低质量企业难以模仿的。有效的信号传递能够减少误判，引导资源更有效地配置，进而提升市场效率。

基于上述背景与理论动因，本研究以 2010-2021 年中国 A 股市场中具有彭博 ESG 披露数据的并购事件为研究对象，经过严格筛选，最终获得 870 个有效并购样本，考察收购方在并购当年的 ESG 信息披露透明度对并购绩效的影响。研究的核心问题在于：ESG 透明度是否能够成为收购方的竞争优势，并通过缓解信息不对称与协调利益相关者关系而改善并购绩效？

与现有文献相比，本文的研究贡献主要体现在三个方面：1. 从理论层面深化了 ESG 与并购绩效之间的机制，结合委托代理、利益相关者与信号传递等理论系统揭示 ESG 透明度的作用路径；2. 从研究视角上突破了以财务指标为主的并购绩效分析框架，将 ESG 透明度作为非财务维度引入并购研究，拓展了企业战略管理与可持续发展领域的研究边界；3. 从实践意义上为企业并购提供了新的战略工具与治理启示，即通过提升 ESG 信息披露透明度，不仅能够增强利益相关者信任，降低并购风险，还能助力企业实现长期价值创造与可持续增长。

## 研究目的

本研究旨在系统探究中国 A 股上市公司 ESG 信息披露透明度对其并购绩效的影响及其内在作用机制。核心目的在于，不仅实证检验 ESG 信息披露对并购绩效的直接影响，更重点剖析融资约束在其中所扮演的中介角色，即 ESG 信息透明是否通过缓解企业融资困境来提升并购绩效。研究将通过考量长期财务表现来全面评估并购绩效，以期为企业优化 ESG 实践与并购战略、以及相关政策制定提供坚实的实证依据与理论支持。

## 文献综述

企业并购作为资源配置与价值创造的重要方式，其绩效影响因素一直是学术研究的核心议题。传统研究多从交易特征、支付方式等经济因素切入，近年来，非财务因素，尤其是环境、社会和治理（ESG）表现对企业战略行为的影响日益受到关注。现有文献为理解 ESG、融资约束与并购绩效三者间的复杂关系提供了丰富的理论基础与实证线索。

现有研究基于多维度理论探讨了 ESG 信息披露对并购绩效的影响机制。依据委托代理理论

(Jensen, 1986)，企业管理层在并购决策中可能因追求私人利益而损害公司价值，尤其在持有超额自由现金流时，其规模扩张动机易引发低效率收购行为，导致市场价值折价。研究表明，提升 ESG 信息披露质量可通过降低信息不对称，强化股东对管理层的监督，从而抑制道德风险，促使并购决策更符合长期战略利益 (Wang & Li, 2017)。此外，良好的 ESG 披露体现了企业对员工等利益相关者权益的重视，有助于增强管理层对发展目标的认同，减少盲目扩张行为。基于利益相关者理论，并购交易涉及多元主体（如员工、客户和债权人），其支持度对并购成效至关重要。文献指出，高透明度 ESG 信息披露能增强利益相关者信任，缓解其对并购的抵触情绪，并通过促进并购后整合提升绩效 (Qian et al., 2016)。信号传递理论进一步表明，ESG 信息披露能缓解收购方与目标公司之间的信息不对称，拉近情感距离，降低交易成本 (Gorton et al., 2009; Lang et al., 1991)。同时，ESG 披露程度高的企业更易获得投资者青睐，降低融资成本，从而优化并购绩效 (He & Ismail, 2024; Abraham et al., 2024)。

学者们从理论和实证角度分析了 ESG 信息披露对融资约束的缓解作用。委托代理理论指出，信息不对称会加剧投资者对道德风险和逆向选择的担忧，而 ESG 信息披露通过提供非财务信息（如长期发展潜力和治理机制），帮助投资者全面评估企业风险，增强资金供给意愿 (Wang & Xie, 2022)。利益相关者理论强调，ESG 披露有助于构建企业声誉，获得政府、银行等利益相关者的支持，从而改善融资条件 (Qian et al., 2018; Jing et al., 2018)。资源效应研究显示，ESG 信息披露能吸引可持续偏好投资者，降低风险补偿要求，并简化债权人对信用风险的评估流程 (Wang, 2023; Fang & Hu, 2023)。Xie 和 Lyu (2022)、Alatawi et al. (2023) 指出，ESG 实践承诺有助于企业获取长期资本与政策资源。信号传递理论进一步证实，ESG 信息可向政府和银行传递合规经营信号，在政策导向下获得低成本贷款 (Li et al., 2015)，显著缓解融资约束。

融资约束作为企业投资决策的关键因素，对并购绩效具有显著影响。文献表明，并购行为本身是向市场传递价值信号的重要载体，但其绩效受企业特征和融资状况调节 (Baker & Wurgler, 2004; Yang & Pang, 2017)。实证研究发现，融资约束企业常因信息不对称被迫选择短期导向并购，导致长期绩效受损 (Harford, 1999)。Liu et al. (2015)、Chen et al. (2013)、Yu (2020) 指出，融资约束可能掩盖高溢价并购的掏空动机，加剧代理问题；而缓解融资约束能增强企业议价能力，提升并购溢价与标的质量的匹配度，最终改善并购绩效。此外，市场对并购公告的反应（如累计异常回报 CAR）存在异质性，主并方与目标方规模比、托宾 Q 比值等指标均影响绩效表现 (Gorton et al., 2009; Lang et al., 1991; Wang & Li, 2017)。

综上所述，现有文献分别构建了 ESG 信息披露与并购绩效、ESG 信息披露与融资约束、以及融资约束与并购绩效之间的理论链条，为本研究奠定了坚实的基础。然而，将这三条线索整合到一个分析框架中，深入探讨融资约束在 ESG 信息披露影响并购绩效过程中的中介路径的研究尚显薄弱。本文正是在此研究缺口上，试图构建一个被调节的中介效应模型，以期更系统地揭示 ESG 信息披露影响企业并购绩效的内在机制。

## 研究方法

文献研究法。通过梳理国内外关于并购及 ESG 信息披露的文献, 结合 ESG 在海外的发展历程及国内相关政策和实践, 深化对 ESG 内涵的理解。在总结企业并购影响因素的基础上, 选取控制变量, 从 ESG 信息披露透明度这一较新视角, 探讨其对企业并购绩效的影响, 为研究提供理论支撑。

归纳演绎法。基于委托代理、利益相关者及信号传递等理论, 运用逻辑推理与归纳方法, 分析企业并购绩效的内在机制, 探讨 ESG 信息披露对其影响路径, 进而构建包含理论基础与研究假设的完整研究框架。

实证分析法。采用 CSMAR 数据库获取上市公司数据, 运用 STATA 进行清理, 并通过描述性统计、相关性分析及多元回归检验 ESG 信息披露透明度与并购绩效的关系。使用固定效应模型处理内生性问题, 验证结果的稳健性, 进而分析影响机制, 提出政策建议。

### 1. 研究假设

本研究基于委托代理理论、利益相关者理论及信号传递理论, 围绕企业 ESG 信息披露透明度、融资约束及并购绩效的关系, 构建了一系列研究假设。具体如下:

H1: ESG 信息披露透明程度越高的企业, 并购绩效越高

H2: ESG 信息披露透明度越高的企业, 融资约束水平越低

H3: 融资约束越高的企业, 并购绩效越低

### 2. 研究设计

#### 2.1 数据来源与样本选择

本研究所使用数据主要来源于深圳市国泰安教育技术有限公司开发的 CSMAR 系列研究数据库系统和由彭博社开发的彭博数据库系统。本文根据 2010 年 1 月 1 日到 2021 年 12 月 31 日期间的全部 A 股上市企业发布了并购相关公告, 并成功完成的事件作为原始研究样本。之所以以 2010 年 1 月 1 日为样本起点, 主要是因为彭博咨询 ESG 信息披露评级数据从 2010 年开始发布, 而且还可以规避 2008 年金融危机的影响。另外, 在并购实务中, 从并购首次公告日宣告, 到并购真正完成通常还需要 1 至 2 年的时间, 故选择 2021 年作为并购首次公告日的截止年份。

对并购样本进行筛选后, 得到 870 个并购样本, 具体筛选处理如下:

- 1) 剔除交易未完成、交易失败的并购事件。
- 2) 上市公司的参与角色为买方。
- 3) 保留吸收合并、要约收购、资产收购和股权收购的样本。
- 4) 剔除财务数据、并购交易特征数据和 ESG 信息披露透明度数据等重要信息缺失或异常的样本。

5) 剔除交易金额小于 100 万元的并购样本, 交易金额一定程度上可以确保此项交易是主并方的重要决策。

6) 剔除金融业的并购公司, 因金融、保险类公司的财务报表具有特殊性。

7) 剔除经过特殊处理 (ST\*、ST) 的主并方, 该类公司的财务数据和股价变化可能与实际情况不符。

8) 剔除上市未满一年的主并方, 这类公司刚获得了大量股权融资, 其融资约束程度不具可比性。

9) 若一家企业在一年内公布多笔并购交易, 选取该企业当年公布的交易额最大的并购交易; 若一家企业在同一天公布多笔同一并购标的的并购交易, 将它们合并成一起并购事件。

10) 剔除股票停牌期间的数据, 估计样本的窗口期向前面的交易日顺移。

## 2.2 模型构建

为了验证企业 ESG 信息披露透明程度对于并购绩效的影响及其作用机制, 本文参照 Wen et al. (2004) 的做法, 构建如下方程进行回归。

$$BHAR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG\_dis_{i,t} + \alpha_2 Age_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 Rel_{i,t} + \alpha_6 Growth_{i,t} + \alpha_7 PayStock_{i,t} + \alpha_8 CR10_{i,t} + \Sigma Year_{i,t} + \Sigma Industry_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

模型 4-1

$$FC_{i,t} = \chi_0 + \chi_1 ESG\_dis_{i,t} + \chi_2 Age_{i,t} + \chi_3 Lev_{i,t} + \chi_4 Size_{i,t} + \chi_5 Rel_{i,t} + \chi_6 Growth_{i,t} + \chi_7 PayStock_{i,t} + \chi_8 CR10_{i,t} + \Sigma Year_{i,t} + \Sigma Industry_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

模型 4-2

$$BHAR_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 ESG\_dis_{i,t} + \lambda_2 Age_{i,t} + \lambda_3 Lev_{i,t} + \lambda_4 Size_{i,t} + \lambda_5 Rel_{i,t} + \lambda_6 Growth_{i,t} + \lambda_7 PayStock_{i,t} + \lambda_8 CR10_{i,t} + \Sigma Year_{i,t} + \Sigma Industry_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

模型 4-3

模型 (4-1) 用于检验假设 1, 探究 ESG 信息披露透明程度与并购绩效之间的关系。模型 (4-2) 用于检验假设 2, 探究 ESG 信息披露透明程度与融资约束之间的关系。模型 (4-3) 用于检验假设 3, 探究融资约束与并购绩效之间的关系。模型 (4-1) 主要关注 ESG 信息披露透明程度 (ESG) 的系数, 模型 (4-2) 主要关注 ESG\_dis 的系数。之后再关注模型 (4-3) 中中介变量的系数。显著则证明假设 H1 成立, 即主并方良好的 ESG 信息披露透明程度可以提升其并购绩效;  $\alpha_1$ 、 $\chi_1$ 、 $\lambda_2$  均显著则融资约束的中介效应显著, 在此前提下,  $\chi_1$  显著为部分中介, 否则为完全中介。

核心解释变量 ESG 信息披露透明程度采用彭博咨询数据库收集 ESG 信息披露评分数来衡量。鉴于中国 ESG 信息披露政策尚不完善, 上市公司披露内容多为定性化、非结构化表述, 导致信息碎片化问题突出, 外部利益相关者难以有效评估企业可持续表现。因此, 本研

究借鉴 Yu et al. (2018)、Huang et al. (2022) 方法, 采用彭博 ESG 信息披露评分作为透明度的代理变量。该指标基于第三方专业机构对公开信息的量化整合, 客观反映企业 ESG 信息披露的完整性与可获取性。

解释变量为并购方的买入并持有的超额收益率, 参考 Li (2022) 的做法, 计算模型如下:

$$BHAR_{A,t} = \prod_{t=t_1}^{t_2} [1 + R_{A,t}] - \sum_{B=1}^{n_b} \frac{\prod_{t=t_1}^{t_2} (1 + R_{B,t})}{n_b}$$

其中,  $B$  代表控制企业,  $R_{B,t}$  为控制企业  $B$  在并购后第  $t$  个月 (从  $t_1$  到  $t_2$ ) 的简单月收益率。 $n_b$  为控制企业数量。

我们依据反映主并方特征的变量构建融资约束指数。借鉴 Kuang et al. (2010) 的研究, 综合考虑了反映公司盈利能力、偿债能力等各项特征的财务指标, 使用流动比率 (FR)、资产负债率 (Lev)、净资产收益率 (ROE)、股利支付率 (DIV)、市净率 (MB), 建立 Logistic 回归模型估计主并方的融资约束指数  $Z$ 。

$$P(QFC = 1|Z) = e^Z / (1 + e^Z)$$

$$Z = \rho_0 + \rho_1 FR + \rho_2 Lev + \rho_3 ROE + \rho_4 DIV + \rho_5 MB + \varepsilon$$

本文控制一系列公司特征和交易特征, 包括企业年龄 (Age)、资产负债率 (Lev)、公司规模 (Size)、关联属性 (Rel)、成长性 (Growth)、支付方式 (PayStock) 和股权集中度 (CR10) 等。

## 研究结果

表 1 列示了描述性统计。企业的长期并购绩效最小值为 -1.3160, 最大值为 2.445, 均值为 0.00275。ESG 信息披露透明程度的最大值为 67.640, 最小值为 10.7000, 平均值为 28.65000。说明总体来说 ESG 信息披露透明程度比较低。

表 1 全样本的描述性统计结果

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	N	Mean	S.D.	Min	Max
CAR	1,123	0.03660	0.1190	-0.2530	0.353
BHAR	1,123	0.00275	0.6730	-1.3160	2.445
ESG	1,123	28.65000	8.7510	10.7000	67.640
E	1,123	8.82100	12.3600	0	73.810
S	1,123	13.89000	7.7380	0	53.990
G	1,123	63.83000	13.5300	28.5700	89.860
FC	1,123	0.30200	0.2390	7.40e-05	0.938

表1 全样本的描述性统计结果 (续表)

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	N	Mean	S.D.	Min	Max
GW_excess	1,123	0.01160	0.0771	-0.1720	0.356
SOE	1,123	0.46400	0.4990	0	1
Age	1,123	12.10000	7.2770	1	29
Lev	1,123	0.46600	0.1920	0.0156	1.698
Size	1,123	22.96000	1.2060	19.5600	27.570
Rel	1,123	0.44600	0.4970	0	1
Growth	1,123	0.42400	2.5310	-0.9150	58.840
PayStock	1,123	0.77600	0.3790	0	1
CR10	1,123	60.25000	15.1300	13.9900	95.090

表2中, 模型(1)为长期并购绩效对ESG信息披露透明程度的多元回归模型。对模型(1)回归结果进行分析, 模型的F检验的P值为0, 表明整体回归模型在统计上是显著的, 具有较强的解释力, 模型有效。在BHAR(长期并购绩效)衡量并购绩效的指标中, ESG信息披露透明程度变量的系数为0.010, 系数均为正值, 且在1%水平上显著( $p < 0.01$ ), 表明ESG信息披露透明度的提高能够有效提升企业的并购绩效。这一结果支持了本文的研究假设H1, 即ESG信息披露透明程度越高的企业, 长期并购绩效越高。

表2 全样本的长期并购绩效回归模型

VARIABLES	(1)
	BHAR
ESG	0.010*** (3.92)
Age	-0.010*** (-3.18)
Lev	0.170 (1.35)
Size	-0.118*** (-5.17)
Rel	-0.025 (-0.56)
Growth	0.126*** (3.87)
PayStock	-0.080* (-1.69)
SOE	-0.132*** (-2.60)

表2 全样本的长期并购绩效回归模型（续表）

VARIABLES	(1) BHAR
CR10	0.031 (0.22)
Constant	2.482*** (5.50)
Observations	870
R-squared	0.069
F test	0
r2_a	0.0590
F	7.052

注: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

表3中, 模型(1)为长期并购绩效对ESG信息披露透明程度的多元回归模型, 模型(2)为融资约束对ESG信息披露透明程度的多元回归模型, 模型(3)为长期并购绩效对ESG信息披露透明程度和中介变量的多元回归模型。对模型(1)、模型(2)和模型(3)回归结果进行分析, 三个模型的F检验的P值均为0, 表明整体回归模型在统计上是显著的, 具有较强的解释力, 模型有效。

在模型(1)中, ESG信息披露透明程度变量的系数为0.010, 并在1%水平上显著, 表明ESG信息披露透明度的提高能够有效提升企业的长期并购绩效。在模型(2)中, ESG变量对融资约束(FC)的回归系数为-0.014, 且在1%水平上显著, 说明ESG信息披露透明度的提高能够显著降低企业的融资约束。研究结果支持本文的假设H2, 即ESG信息披露透明程度越高的企业, 企业融资约束越少。

在模型(3)中, 加入融资约束(FC)作为中介变量后, ESG信息披露透明程度的系数降低至0.007, 且仍在5%水平上显著( $p < 0.05$ ), 而融资约束(FC)的系数为-0.199, 并在5%水平上显著, 表明融资约束对长期并购绩效具有显著的负向影响。相比于模型(1), ESG信息披露透明程度的系数下降, 说明融资约束在ESG透明度对长期并购绩效的影响中起到了部分中介作用。

从具体的数据来看, 长期并购绩效对ESG信息披露透明程度的多元回归中, 总效应系数为0.0103, 直接效应的系数为模型(3)中ESG信息披露透明程度的系数0.00746, 中介效应的系数为模型(2)中ESG信息披露透明程度的系数与模型(3)中融资约束的系数的乘积0.00279, 说明融资约束在ESG透明度对长期并购绩效的影响中起到了部分中介作用。

此外, 从拟合度来看, 模型(3)的拟合度略高于模型(1)的拟合度, 说明加入融资约束变量后, 模型对长期并购绩效的解释力有所增强。

假设 H2 和 H3 分别预测 ESG 信息透明度对融资约束有显著的负向影响, 以及融资约束对长期并购绩效有显著的负向影响。研究结果支持了这两条假设, 表明融资约束在 ESG 信息透明度对长期并购绩效的影响中起到了部分中介效应。

表 3 包含融资约束的全样本长期并购绩效回归模型

VARIABLES	(1) BHAR	(2) FC	(3) BHAR
FC			-0.199** (-2.01)
ESG	0.010*** (3.92)	-0.014*** (-17.79)	0.007** (2.52)
Age	-0.010*** (-3.18)	-0.011*** (-12.06)	-0.008** (-2.31)
Lev	0.170 (1.35)	-0.138*** (-3.61)	0.197 (1.56)
Size	-0.118*** (-5.17)	-0.008 (-1.17)	-0.120*** (-5.25)
Rel	-0.025 (-0.56)	0.076*** (5.61)	-0.010 (-0.22)
Growth	0.126*** (3.87)	-0.032*** (-3.29)	0.119*** (3.66)
PayStock	-0.080* (-1.69)	0.011 (0.78)	-0.082* (-1.74)
SOE	-0.132*** (-2.60)	-0.175*** (-11.81)	-0.123** (-2.25)
CR10	0.031 (0.22)	-0.446*** (-10.40)	0.120 (0.81)
Constant	2.482*** (5.50)	2.240 (1.64)	2.438*** (5.41)
Observations	870	870	870
R-squared	0.069	0.439	0.069
F test	0	0	1.78e-09
r2_a	0.0590	0.433	0.0581
F	7.052	74.80	6.359

注: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

## 讨论

本研究对现有理论观点进行了重要的补充与发展。首先，现有研究多聚焦于 ESG 评级结果的经济后果，而本研究将视角深入至“信息披露透明度”这一更为基础的维度，这深化了对 ESG 信息本质作用的理解。其次，本研究通过验证“融资约束”的中介作用，首次系统揭示了 ESG 透明度影响并购绩效的关键中间路径，弥补了以往研究对其中介机制探讨不足的缺陷，为“ESG 如何影响企业具体战略行为（如并购）”的黑箱提供了新的解释视角。最后，研究发现 ESG 透明度对非国有企业融资约束的缓解作用更为显著，这补充了关于 ESG 价值在异质性产权结构中具有差异化效应的经验证据。

本研究主要存在两方面局限，为未来研究指明了方向。其一，受限于 ESG 理念在中国兴起较晚，相关数据起始时间短、上市公司覆盖率有限，导致研究样本量相对较小，且可能因早期自愿披露 ESG 信息的公司本身资质较好而产生样本选择偏差，使得结论对整体 A 股市场，尤其是对市场表现较差及非上市公司的普适性有待进一步验证。其二，中国独特的制度环境可能使得本文关于 ESG 透明度缓解融资约束的结论在制度环境成熟的发达国家适用性存疑。未来研究可尝试采用问卷调查等方法将研究拓展至非上市公司，并待中国 ESG 信息披露制度完善、数据更充分后进行更全面的追踪分析；同时，利用发达国家数据进行比较研究，将有助于深化对制度背景如何调节 ESG 经济后果的理解。

## 总结

本文融合委托代理、利益相关者、信号传递及协同效应理论，实证检验 ESG 信息披露透明度对企业并购绩效的影响机制，发现：1. ESG 信息披露透明度显著提升并购绩效。高透明度 ESG 信息通过缓解股东——管理层代理冲突、增强利益相关者信任，优化并购决策与整合效率，并间接降低融资成本与超额商誉风险。2. ESG 透明度有效缓解企业融资约束，尤其对非国有企业作用显著。其通过降低信息不对称、提升企业声誉，增强投资者信心与融资可获得性。3. 融资约束对并购绩效存在显著负向影响，其迫使企业倾向短期收益导向的并购行为，导致长期绩效折损。研究表明，ESG 透明度既直接赋能并购价值创造，又通过缓解融资约束间接优化并购成效，为企业通过 ESG 战略实践提升可持续竞争力提供理论依据与实践路径。

## 建议

实证分析表明，ESG 信息披露透明度显著降低企业融资约束，并正向提升并购绩效。基于此，本文提出以下建议：1. 完善 ESG 制度设计，构建中国特色披露框架。政府需加快建立强制或半强制 ESG 披露机制，制定符合国情的标准化报告规范，降低企业披露成本并压缩投机空间。借鉴国际经验，通过绿色信贷、绿色债券等政策引导金融资源向绿色领域倾斜，

借助 ESG 合理定价纠正“市场失灵”，实现经济、环境与社会“三重红利”。2. 优化资源配置效率，赋能高质量发展。通过税收优惠、专项补贴等激励措施降低高透明度企业的 ESG 投入成本；推进注册制改革与多层次资本市场建设，提升直接融资比例、降低社会杠杆率；加强金融科技与数字普惠金融基础设施，为优质 ESG 企业融资“赋能”。3. 强化外部监管与激励相容机制。采取“树典型、惩落后”的差异化监管：对 ESG 高风险企业实施停产整治、高额罚款（如高盛因 ESG 误导被罚案例），形成警示效应；同时建立奖惩并行的激励体系，表彰高透明度企业。此外，需激活分析师、媒体及机构投资者的监督力量，抑制 ESG 政策下的管理者机会主义行为，降低代理成本，形成市场倒逼企业提升透明度的长效机制。综上，ESG 信息披露透明度的提升需政策规制、市场激励与监管协同并举，从而推动企业将可持续发展纳入核心战略，助力中国经济绿色转型。

## References

- Abraham, J., Olbert, M., & Vasvari, F. (2024). ESG disclosures in the private equity industry. *Journal of Accounting Research*, 62(5), 1611-1660.
- Alatawi, I. A., Ntim, C. G., Zras, A., & Elmagrhi, M. H. (2023). CSR, financial and non-financial performance in the tourism sector: A systematic literature review and future research agenda. *International Review of Financial Analysis*, 89, 102734.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165.
- Chen, S., Jiang, G., & Lu, C. (2013). Director interlocks, target selection, and M&A performance: A perspective on information asymmetry between merging entities. *Management World*, (12), 117-188. [in Chinese]
- Fang, X. M., & Hu, D. (2023). Corporate ESG performance and innovation: Evidence from Chinese A-share listed companies. *Economic Research Journal*, 58(2), 91-106. [in Chinese]
- Gorton, G., Kahl, M., & Rosen, R. J. (2009). Eat or be eaten: A theory of mergers and firm size. *The Journal of Finance*, 64(3), 1291-1344.
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997.
- He, L., & Ismail, K. (2024). ESG information disclosure, industrial policy support, debt financing costs. *Finance Research Letters*, 66, 105630.
- Huang, Q., Li, Y., Lin, M., & McBrayer, G. A. (2022). Natural disasters, risk salience, and corporate ESG disclosure. *Journal of Corporate Finance*, 72, 102152.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jing, L. D., Li, J. C., & Gu, G. D. (2018). Credit discrimination by ownership: Political connection effect and information release effect. *Economic Issues in China*, (3), 80.

- Kuang, X., Shi, Z., & He, E. (2010). Design and evaluation of financing constraints index for Chinese listed companies. *Journal of Shanxi University of Finance and Economics*, (5), 110-117. [in Chinese]
- Lang, L. H., Stulz, R., & Walkling, R. A. (1991). A test of the free cash flow hypothesis: The case of bidder returns. *Journal of Financial Economics*, 29(2), 315-335.
- Li, G. (2022). *Research on the impact of market bubble timing on corporate merger and acquisition performance* [Doctoral dissertation]. University of Science and Technology Beijing. [in Chinese]
- Li, W. A., Wang, P. C., & Xu, Y. K. (2015). Charitable donation, political connection and debt financing: Resource exchange behavior between private enterprises and government. *Nankai Business Review*, 18(1), 4-14. [in Chinese]
- Liu, C., Li, S., & Sun, L. (2015). Do independent directors serve an advisory function? An empirical study on the role of nonlocal independent directors in cross-regional mergers and acquisitions. *Management World*, (3), 124-188. [in Chinese]
- Qian, M., Xu, G., & Kong, F. (2018). Corporate heterogeneous information disclosure and financing constraints: Empirical evidence from private enterprises. *Friends of Accounting*, (23), 60-65. [in Chinese]
- Qian, M., Xu, G. H., & Shen, Y. (2016). Corporate social responsibility disclosure, accounting conservatism and financing constraints: Based on the perspective of property right heterogeneity. *Accounting Research*, (5), 9-17. [in Chinese]
- Wang, L. L. (2023). Transmission effects of ESG disclosure regulations through bank lending networks. *Journal of Accounting Research*, 61(3), 935-978.
- Wang, Y., & Li, S. M. (2017). Does social trust improve corporate M&A performance? *Management World*, (12), 125-140. [in Chinese]
- Wang, Y. Q., & Xie, M. (2022). The impact of ESG information disclosure on corporate financing costs: Empirical evidence from China's A-share listed companies. *Nankai Economic Studies*, (11), 75-94. [in Chinese]
- Wen, Z., Chang, L., Hau, K. -T., & Liu, H. (2004). Testing and application of the mediating effects. *Acta Psychologica Sinica*, 36(5), 614-620.
- Xie, H. J., & Lyu, X. (2022). Responsible international investment: ESG and China's OFDI. *Economic Research Journal*, 57(3), 83-99. [in Chinese]
- Yang, C., & Pang, R. Z. (2017). Contract environment, financing constraints and "signal weakening" effect: Empirical research based on Chinese manufacturing enterprises. *Management World*, (4), 60-69. [in Chinese]
- Yu, E. P., Guo, C. Q., & Luu, B. V. (2018). Environmental, social and governance transparency and firm value. *Business Strategy and the Environment*, 27(7), 987-1004.
- Yu, H. (2020). Merger motivation and merger performance: An examination based on the perspective of transaction cost savings and further investment needs. *Commercial Research*, (6), 75-84. [in Chinese]



**Name and Surname:** Xingyuan Zhong

**Highest Education:** Doctoral Candidate

**Affiliation:** International Chinese College, Panyapiwat Institute of Management, Thailand / Guangxi University of Finance and Economics, China

**Filed of Expertise:** Business Administration