

ESG 评级对上市公司财务绩效影响研究

严伟祥,赵 誉,孟德锋

(南京审计大学 金融学院,江苏 南京 211815)

[摘要]以 2011—2021 年我国 A 股上市公司为研究样本,实证分析了 ESG 评级对上市公司财务绩效的影响。研究发现:企业 ESG 表现对上市公司财务绩效具有显著正向促进作用;ESG 表现不仅减缓融资约束,而且提升企业效率,对上市公司盈利能力均产生积极贡献;ESG 表现对国有企业和非国有企业、大型企业和中小型企业、制造业与非制造业企业的财务绩效影响存在显著异质性,其中非国有企业、中小企业和制造型企业具有更强的正向促进效果。

[关键词]ESG 评级;财务绩效;融资约束;信息不对称;企业效率;企业创新

[中图分类号]F832.5;F276.6 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2023)06-0071-10

一、引言

随着“碳达峰”“碳中和”“共同富裕”战略的提出,践行 ESG 发展理念已成为企业、金融机构和投资者的共识。ESG 是从环境(Environmental)、社会责任(Social)、公司治理(Governance)三个维度衡量企业可持续发展能力的评价体系。党的二十大报告更是明确要求“协同推进降碳、减污、扩绿、增长,推进生态优先、节约集约、绿色低碳发展”以及“推进国有企业、金融企业在完善公司治理中加强党的领导”,为我国 ESG 发展奠定了重要的理论和政策基础,也为发展具有中国特色的 ESG 体系明确了方向。衡量一家企业是否具有投资价值,财务指标不再是唯一的考量标准,企业在环境、社会、治理层面的表现正越来越被看重。对企业的评价从财务绩效体系向 ESG 体系转变是商业文明的一次重大变革,企业作为 ESG 建设的微观主体,要顺应时代潮流,满足社会发展要求,积极践行 ESG 理念,重新审视公司商业模式和运营模式,做出相应调整和优化,以求达到股东价值和社会价值的最大化。

已有文献就 ESG 表现对企业经营、金融市场和风险管理等方面的影响展开了卓有成效的研究。有学者认为企业 ESG 表现有助于其积累社会资本、提高投资效率、增加竞争优势、降低代理成本等^[1-2]。同时,ESG 表现对金融市场产生了微观影响,包括提高分析师预测效果、降低信息不对称、增加投资者关注和机构持股意愿等^[3-4]。此外,良好的 ESG 表现对降低行政违规处罚、缓解信用风险压力、降低股价崩盘风险等有积极作用^[5]。目前,关于 ESG 表现对企业财务绩效的影响,学界尚存在很大分歧。第一类认为 ESG 表现对企业盈利能力具有正向促进作用^[6],如徐建中等认为企业在保护环境过程中加大研发创新,推动清洁制造,提升了企业产品竞争力和附加价值,对盈利水平有正向促进作用^[7]。企业积极承担社会责任不仅可以提升企业的声誉和形象,吸引更多消费者、投资者和合作伙^[8],还可以扩大生产规模,促进收益增长,提升企业价值^[9-10]。第二类观点认为 ESG 活动增加了企业开支,与企业价值呈

[收稿日期]2023-01-17

[基金项目]教育部人文社会科学规划基金项目(22YJA790043);江苏高校哲学社会科学研究一般项目(2023SJYB0355);江苏省金融工程重点实验室招标课题(NSK2021-10);江苏省研究生实践创新计划(SJCX-0975,SJCX23-0971)

[作者简介]严伟祥(1974—),男,安徽安庆人,南京审计大学金融学院副教授,硕士生导师,主要研究方向为金融科技与 ESG 投资,邮箱:ywx@nau.edu.cn;赵誉(2000—),女,辽宁本溪人,南京审计大学金融学院硕士生,主要研究方向为 ESG 投资;孟德锋(1979—),男,河南沁阳人,南京审计大学金融学院副教授,硕士生导师,主要研究方向为家庭金融。

负相关,即 ESG 表现好的企业财务绩效并不高^[11]。第三类研究认为 ESG 表现对企业价值没有任何影响^[12]。企业 ESG 表现对财务绩效究竟产生何种影响还未形成统一的定论,这势必影响企业积极践行 ESG 理念的内生动力。当前,我国正在努力实现“双碳”目标,厘清 ESG 表现对上市公司财务绩效影响机制,将有助于推动我国企业在环境保护、社会责任和公司治理方面的建设行动。

虽然政策指引不断加强以及社会效应日益凸显,但是我国上市公司主动披露 ESG 建设信息的意愿还不强。截至 2021 年,仅有近三成的上市公司主动披露了 ESG 报告。如果上市公司主动披露 ESG 信息会带来更多的正面效应,那么势必反向激励企业加大 ESG 建设。此外,国内外有多家机构对企业的 ESG 进行评级,ESG 评级的高低对该公司经营业绩有何影响呢? ESG 评级的发布增加了市场对上市公司的信息获取渠道,降低了信息不对称,能否缓解企业融资约束压力,从而提升企业财务绩效? 鉴于此,本文采用 2011—2021 年国内上市公司面板数据,探寻 ESG 评级对上市公司财务绩效影响逻辑,同时考察融资约束和企业效率等因素在 ESG 表现促进企业财务绩效的中介效应。

本文的边际贡献在于:(1)丰富上市公司财务绩效的非财务影响因素,考察 ESG 表现是否对企业盈利产生正向促进作用。厘清两者的关系将有助于企业推进环境保护、社会责任和公司治理建设的内生动力。(2)探讨 ESG 表现缓解融资约束和提高企业效率对财务绩效的作用机制,并分析企业产权、规模和行业的异质性影响程度和经济后果,为企业制定或完善 ESG 生态建设策略提供参考。

二、理论分析与研究假设

利益相关者理论和资源依赖理论对 ESG 表现和企业业绩之间的关系做出了较为有益的解释。利益相关者是与企业联系最为紧密的群体,其行为势必影响企业经营业绩。政府为 ESG 表现好的企业提供税收减免、研发资金、市场准入、绿色补偿等,这些政策将为企业盈利和可持续发展提供有力保障。金融机构对 ESG 表现好的企业提供低成本融资、发行绿色债券,有助于降低企业财务成本,提高盈利空间。利益相关者还能帮助企业改善公司的无形资产,优化投资和资本支出等^[13],从而提高财务绩效。企业通过 ESG 实践,建立积极的利益相关方关系,增强合作伙伴、投资者、员工和消费者的信任和忠诚度,为企业良性发展奠定基础。资源依赖理论指出,企业要想在市场中立足和发展,不能仅仅依靠内部力量,还需借助外部资源。良好的 ESG 表现有助于企业获取重要战略资源,增强竞争优势,有助于提升顾客信赖度,巩固商业合作关系^[14],吸引外部投资,实现生产经营规模不断扩大,增强盈利能力。

企业定期披露 ESG 信息以及第三方公布企业 ESG 评级均会向外界传递重要信号,这将降低市场信息不对称和金融机构信息搜寻成本^[15]。因此,企业 ESG 表现越好,融资成本越可能降低,有助于减少财务成本,从而提升经营业绩。同时,投资者更倾向于投资 ESG 表现好的企业,因为这些企业风险低,具有长期稳定价值。消费者也会倾向于购买品牌形象好、注重可持续性的产品,这增加了企业销售收入,提升企业收益。

竞争战略理论认为企业创新是获取市场竞争优势和增加超额经济利润的主要手段^[16]。企业提升 ESG 表现的过程是企业提高创新能力、优化组织结构和业务流程的过程,全要素生产率得到有效改善,从而促进财务绩效。ESG 建设能够为企业员工提供公平的薪酬和福利^[17],营造宽容的创新环境,增加员工创新积极性,进而实现超额收益。此外,有效的 ESG 管理有助于企业规避潜在的风险^[18]。ESG 体系要求企业系统性地评估和识别环境、社会和治理中存在的风险,建立防控风险机制。同时,ESG 实践涉及各方利益相关者的权益,形成了一套均衡的监督机制,规范企业行为,减少企业的经营风险,保障经济效益。根据以上分析,本文提出如下假设:

H:企业 ESG 评级表现对财务绩效具有正向促进作用。

三、研究设计

(一) 样本和变量选择

为了研究 ESG 评级对上市公司财务绩效影响,本文以 2011—2021 年国内 A 股上市公司为研究对象,公司财务数据和 ESG 评级均来自 Wind 数据库。考虑到公司性质、经营情况和保证结果的可靠性,剔除 ST 和 *ST 上市公司、金融行业上市公司、上市不足 2 年以及存在数据缺失的上市公司,最后共得到 21289 个数据样本。为了防止异常值影响实证结果的稳健性,本文对所有连续变量的 1% 和 99% 分位进行缩尾处理。

1. 被解释变量:资产收益率(*ROA*)

本文选用资产收益率 *ROA* 作为被解释变量,用来表示企业的财务绩效。该指标能够在一定程度上反映企业的盈利能力,是衡量企业财务水平的重要指标。该指标的数值越大,反映公司的资产管理水平越高,也能反映企业取得了良好的财务绩效。另外,在稳健性检验中,本文还采用了能够反映企业的盈利能力以及股东权益收益水平的股权收益率(*ROE*)来替换 *ROA* 进行稳健性检验。

2. 解释变量:ESG 评级(*ESG*)

华证指数最早对国内上市公司开展 ESG 评级服务,其构建了覆盖面广而全的 ESG 评级体系。本文选取华证指数发布的上市公司 ESG 评级,华证 ESG 评价等级由高到低依次为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C 共 9 个等级,为了便于实证分析,按照 ESG 评级进行赋分,即 AAA 等级赋值 9,AA 级别赋值 8,以此类推,等级为 C 时,赋值为 1。

3. 中介变量

(1) 融资约束

上市公司在经营过程中经常直面融资问题,企业融资约束越小越有利于企业的经营,对财务绩效产生正面影响。ESG 评级可以为出借方提供企业外部评价信息,从而减少信息不对称的成本。ESG 评级高的企业更容易获得出借方的资金,融资约束相对较小,这对企业提升财务绩效有正向促进作用。融资约束有多种衡量方法,本文参考 Hadlock 等的做法^[19],选择 *SA* 指数作为融资约束代理变量,计算公式为:

$$SA_{i,t} = -0.737Size_{i,t} + 0.043Size_{i,t}^2 - 0.04Age_{i,t} \quad (1)$$

其中 *Size* 为上市公司总资产规模的自然对数,*Age* 为企业上市年龄。*SA* 指数越大,企业融资约束越高,对企业财务绩效存在负向影响。

(2) 企业效率

企业在 ESG 建设过程中通过加大研发投入、增加人力资本、提升管理水平等来实现企业可持续发展,这势必影响全要素生产率,进而对财务绩效产生显著影响。因此,选择上市公司全要素生产率作为企业效率代理变量。借鉴以往的研究^[20],本文采用 OP 方法来测算上市公司全要素生产率(*TFP*)。

4. 控制变量

为了更加精确地考察省份、年份和行业固定效应,我们选取 10 个财务、董事会和大股东指标作为控制变量,分别为公司总市值(*Size*)、上市公司年龄(*Age*)、主营收入(*Sales*)、经营性现金流(*CFO*)、研发支出(*R&D*)、营业利润增长率(*Growth*)、公司资产负债率(*Lev*)、总资产周转率(*Tat*)、董事会规模(*Board*)和大股东持股比例(*Top1*)。

(二) 模型设计

理论上,ESG 评级对上市公司财务绩效的影响可能为线性或非线性,参照公司金融研究的多数实证方法,本文假定两者之间为线性关系,构建以下基准回归模型:

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t} + \sum \gamma_i Control_k + \delta Ind_i + \theta Year_t + \varphi Prov_i + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,ROA 为上市公司各年度资产收益率,ESG 为赋值后的 ESG 得分,Control 为控制变量,Ind、Year、Prov 分别代表行业、年份和省份固定效应, ϵ 为随机扰动。 i, t 分别表示上市公司和年份。

四、实证分析与解释

(一) 描述性统计与基本检验

各变量经缩尾处理后的描述性统计结果如表 1 所示。从 21289 个观察值来看,上市公司的资产收益率最大值为 22.23%,最小值为 -19.08%,均值为 4.627%,上市公司之间的财务业绩差异比较大。解释变量 ESG 均值为 4.178,标准差为 1.100,说明 ESG 整体差异不大,但最高值为 8,最低为 1,也反映出少部分上市公司在环境、社会和治理方面做出了巨大努力,也有少部分公司对此关注不够。

为了确保本文选择的解释变量合理,排除多重共线性的影响,本文还采取了方差膨胀因子(VIF)检验,各变量的 VIF 值均远小于 5,最大值仅为 2.54,VIF 均值为 1.40,说明变量间不存在多重共线性,相关变量的选取具有较高的可行性。另外豪斯曼检验结果显示,P 值小于 0.01,拒绝原假设,因此本文使用固定效应模型进行面板回归分析。

(二) 基准回归分析

为了检验 ESG 评级对财务绩效的影响关系,本文对 2011—2021 年 21289 个样本数据采用固定效应面板分析,基准回归结果如表 2 所示。由表 2 的列(1)、列(2)可知,在不控制行业、省份、时间固定效应和控制固定效应情况下,ESG 表现对资产收益率的影响系数分别为 1.082 和 1.150,都在 1% 水平上显著。另外,如列(3)所示,在加入控制变量和控制固定效应条件下,ESG 评级表现对上市公司财务绩效的影响系数为 0.671,同样具有正向促进效果,回归结果充分证明了假设 H。从经济意义来说,企业 ESG 评级高,表明该企业在环境、社会和治理方面具有较高的能力,该能力是公司经营和管理能力的体现,同时又反作用于上市公司的财务业绩。这也说明企业的社会效益与经济效应可以协调发展,相互促进。

(三) 稳健性检验

1. 替换被解释变量

为了保证回归结果的稳健性,本文将被解释变量替换为股权收益率 ROE。股权收益率作为股东考察上市公司重要的财务指标,同样能够反映企业的财务绩效。

表 1 描述性统计

变量	观察数	均值	标准差	最小值	中位值	最大值
ROA	21289	4.627	5.894	-19.08	4.263	22.23
ESG	21289	4.178	1.100	1	4	8
SA	21289	-3.793	0.264	-5.646	-3.796	-2.109
TFP	21289	8.909	0.975	7.136	8.811	11.21
Size	21289	22.21	1.271	20.09	22.01	26.38
Age	21289	9.092	6.806	1	7	26
Sales	21289	19.23	2.570	11.14	19.51	24.35
CFO	21289	21.06	64.96	-43.45	4.621	497.3
R&D	21289	4.707	4.640	0.0200	3.639	26.18
Growth	21289	-2.255	294.2	-1840	11.55	1126
Lev	21289	40.01	19.04	5.353	39.41	84.00
Tat	21289	0.662	0.410	0.116	0.571	2.493
Board	21289	8.504	1.644	5	9	15
Top1	21289	33.85	14.53	8.380	31.82	73.19

表 2 基准回归结果

	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROA
ESG	1.082*** (0.036)	1.150*** (0.036)	0.671*** (0.030)
Size			0.947*** (0.040)
Age			-0.102*** (0.005)
CFO			0.001 (0.001)
R&D			-0.012 (0.009)
Sales			0.078*** (0.013)
Growth			0.008*** (0.000)
Lev			-0.129*** (0.002)
Tat			2.927*** (0.087)
Board			0.016 (0.020)
Top1			0.024*** (0.002)
Constant	0.109 (0.155)	-0.179 (0.154)	-17.461*** (0.785)
行业固定效应	否	是	是
省份固定效应	否	是	是
时间固定效应	否	是	是
观测值	21289	21289	21289
R-squared	0.041	0.098	0.428

注:括号内标准误,*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。下同。

回归结果如表3的列(1)至列(3)所示。不难发现,即使将解释变量替换为ROE、控制和不控制固定效应、增加控制变量,所有的回归系数也均为正值且在1%的水平上显著,表明ESG表现对财务绩效具有正向促进作用,假设H的可靠性再次得到证明。

2. 替换解释变量

目前市场上有多家机构对上市公司进行了ESG评级,为了进一步验证ESG表现对上市公司财务的影响,本文选择Wind公司的ESG评级替换华证ESG评级数据。我们选用2018—2021年Wind的ESG指标,共10618个样本数据,采用同样的方法进行回归,结果如表3的列(4)至列(6)所示。与表2一样,Wind的ESG指标对资产收益率ROA都在1%的水平上有显著的正向促进作用,进一步支持了假设H。

(四) 内生性检验

本文采用解释变量滞后一期和解释变量行业均值作为工具变量,进一步检验ESG表现对企业财务绩效影响的内生性问题。为了缓解双向因果关系问题,我们采用解释变量滞后一期(LESG)和提前一期(FESG)进行回归,结果显示其系数为0.509和0.417,虽然比当期影响系数有所下降,但是结果是稳健且显著的(见表

4)。此外选取每家公司同年度同行业ESG表现的均值(ESG_IV)作为工具变量,采用两阶段最小二乘法(2SLS)进行工具变量回归。第一阶段回归系数1.088,第二阶段回归系数为1.898,均在1%的水平上显著,通过Wald检验,说明ESG表现正向促进企业财务绩效的可靠性。

表3 稳健性检验

	(1) ROE	(2) ROE	(3) ROE	(4) ROA	(5) ROA	(6) ROA
ESG	1.922 *** (0.064)	1.973 *** (0.064)	1.166 *** (0.055)			
WindESG				1.281 *** (0.091)	1.233 *** (0.092)	0.511 *** (0.072)
控制变量	否	否	是	否	否	是
Constant	-0.719 *** (0.277)	-0.932 *** (0.278)	-38.499 *** (1.444)	-3.560 *** (0.557)	-3.275 *** (0.563)	-25.181 *** (1.231)
行业固定	否	是	是	否	是	是
省份固定	否	是	是	否	是	是
时间固定	否	是	是	否	是	是
观测值	21289	21289	21289	10618	10618	10618
R-squared	0.041	0.074	0.391	0.018	0.067	0.486

表4 内生性检验结果

	双向因果关系		工具变量法	
	ROA	ROA	ESG 第一阶段	ROA 第二阶段
LESG	0.509 *** (0.033)			
FESG		0.417 *** (0.029)		
ESG				1.898 *** (0.351)
ESG_IV			1.088 *** (0.080)	
控制变量	是	是	是	是
Constant	-20.907 *** (0.865)	-12.653 *** (0.542)	-6.010 *** (0.521)	-32.183 *** (1.966)
行业固定效应	是	是	是	是
省份固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
观测值	18309	18309	21289	21289
R-squared	0.426	0.378	0.048	0.368
Wald chi2				47173

五、机制检验

(一) 融资约束作用机制

优序融资理论认为信息不对称程度与企业融资约束高度正相关。企业定期披露ESG信息有助于减少金融机构搜寻企业信息的成本,其ESG表现越好,融资成本越低,进而缓解融资约束压力^[21-22],金融机构更愿意为ESG表现好的企业进行融资。企业将有更多资金投资于创新项目,有利于提升企业创新绩效,在一定程度上增强企业核心竞争力,维持市场地位,增加盈利水平。因此,我们认为融资约束在ESG评级对企业财务绩效的正向促进作用中发挥中介作用。

为了检验融资约束在 ESG 评级促进财务绩效中的中介效应,本文构建如下模型:

$$SA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \sum \gamma_i Control_k + \delta Ind_i + \theta Year_t + \varphi Prov_i + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,SA 为融资约束代理变量。该模型能够反映 ESG 表现对融资约束的影响,若 $\beta_1 < 0$ 且显著,表示 ESG 表现越好,融资约束将越小,即 ESG 的外部信息对企业融资起到积极作用。

$$ROA_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 ESG_{i,t} + \lambda_2 SA_{i,t} + \sum \gamma_i Control_k + \delta Ind_i + \theta Year_t + \varphi Prov_i + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

模型(4)是在模型(2)的基础上加入融资约束变量,若 λ_1, λ_2 显著,则证明融资约束具有中介作用。

ESG 评级作为外部机构对上市公司评价信息之一,该信息将有助于缓解信息不对称,增加金融机构对企业融资的可信度。为了验证融资约束在 ESG 评级与财务绩效之间的中介效应,本文采用三步法^[23],检验结果如表 5 所示。

表 5 中列(2)显示 ESG 对融资约束 SA 的影响系数为 -0.114 且显著,表明 ESG 评级越高融资约束越低。列(3)中融资约束系数为 -1.518,且在 1% 的水平上显著,说明融资约束会对财务绩效存在负效应,ESG 评级的系数为 0.556,在 1% 的水平上显著为正,同不加入融资约束中介变量相比,其影响系数从 0.671 下降到 0.556,所有系数都显著。这一结果充分说明融资约束在 ESG 表现提升财务绩效中起到了一定的中介效应。进一步通过 Sobel 检验,本文发现 Z 值都大于 4,表明中介效应模型有效,其中,中介效应占比为 23.12%。因此,ESG 表现越好,融资约束越小,对上市公司的财务产生积极的贡献。

表 5 作用机制检验

	融资约束			企业效率		
	(1) ROA	(2) SA	(3) ROA	(4) ROA	(5) TFP	(6) ROA
ESG	0.671 *** (0.030)	-0.114 *** (0.001)	0.556 *** (0.030)	0.671 *** (0.030)	0.011 *** (0.002)	0.651 *** (0.029)
SA			-1.518 *** (0.156)			
TFP						1.858 *** (0.156)
控制变量	是	是	是	是	是	是
Constant	-17.461 *** (0.785)	-4.290 *** (0.034)	-23.972 *** (1.031)	-17.461 *** (0.785)	-5.432 *** (0.052)	-7.367 *** (0.961)
观测值	21289	21289	21289	21289	21289	21289
R ²	0.428	0.453	0.431	0.428	0.910	0.437
行业固定	是	是	是	是	是	是
省份固定	是	是	是	是	是	是
时间固定	是	是	是	是	是	是
Sobel Z			4.75			5.33
Goodman -1 Z			4.82			5.32
Goodman -2 Z			4.76			5.34
中介效应占比			23.12%			16.03%

(二) 企业效率作用机制

企业践行 ESG 过程中,将会加大研发投入,通过技术创新提升环境保护能力,增加人力资本,改善员工待遇,提高工作效率,完善公司治理机制,降低代理成本,提高企业效率。创新、成本和效率是影响企业盈利水平的重要因素。同时,ESG 表现好的企业会得到利益相关者的支持,比较容易获取外部所需资源,进而提升企业效率^[24]。企业效率提高会带来多方面的经济后果,如促进企业技术进步、增加产品附加价值、提高产品市场竞争力、增加企业经济效益、降低生产经营成本、提高企业盈利水平等。因此,我们认为企业效率在 ESG 评级对财务绩效的正向促进作用中发挥中介机制。

为了检验企业效率在 ESG 评级过程中促进财务绩效的中介效应,本文构建如下模型:

$$TFP_{i,t} = \xi_0 + \xi_1 ESG_{i,t} + \sum \gamma_i Control_k + \delta Ind_i + \theta Year_t + \varphi Prov_i + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中, TFP 为企业效率代理变量。该模型能够反映 ESG 表现对企业效率的影响, 若 $\xi_1 > 0$ 且显著, 表示 ESG 表现较好, 将会提升企业全要素生产率, 即 ESG 的外部信息对企业效率起到积极作用。

$$ROA_{i,t} = \kappa_0 + \kappa_1 ESG_{i,t} + \kappa_2 TFP_{i,t} + \sum \gamma_i Control_k + \delta Ind_i + \theta Year_t + \varphi Prov_i + \epsilon_{i,t} \quad (6)$$

模型(6)是在模型(2)的基础上加入企业效率变量, 若 κ_1, κ_2 显著, 则证明企业效率具有中介作用机制。回归结果如表5所示。表5的列(5)显示, ESG 表现对企业效率(TFP)的影响显著为正, 即 ESG 表现每增加1个单位会提升企业效率1.1%。表5的列(6)显示, 在加入企业效率后, ESG 表现对 ROA 的影响系数为0.651, 在1%水平上显著, 企业效率(TFP)对 ROA 的影响系数为1.858, 同样在1%水平上显著为正。另外, Sobel 检验 Z 值大于5, 中介效应占比16.03%, 从而证实了企业效率在 ESG 表现正向促进财务绩效关系中存在中介作用。

六、异质性分析

通过前面的分析, 本文证实了 ESG 表现对上市公司的财务绩效的正向提升效应, 还发现融资约束和企业效率在其正向促进过程中发挥了中介传导作用。这种影响是否因为上市公司的所有权性质、资产规模和所处行业的不同而存在差异呢? 因此, 有必要进一步分析 ESG 表现对财务绩效影响的异质性, 以便提出更有针对性的改善意见。

(一) 所有权异质性分析

产权性质不同的企业履行社会责任的动机和意愿不尽相同, 对 ESG 信息披露和评价的关注也不同。Li 等认为国有企业开展 ESG 建设会优先考虑贯彻国家制度的相关精神、顺应政策方向, 以促进经济平稳运行和社会持续发展^[25]。国有企业与政府存在天然的政治关联, 并且承担着国民经济支柱的角色, 在国民经济发展中居于主导地位, 政府对国有企业提供了较大的政策倾斜力度、较高的财政补贴以及资源支持。非国有企业有意识地提升 ESG 表现, 以便从外部获取相关资源, 促进企业经营业绩。由此可见, 国有企业与非国有企业在 ESG 建设方面存在一定的差异, 那么对其财务绩效是否产生异质性影响呢?

为了分析国有企业和非国有企业的 ESG 表现对财务绩效影响的差异, 我们引入所有权性质与 ESG 的交乘项, 模型如下:

$$ROA_{i,t} = \eta_0 + \eta_1 ESG_{i,t} + \eta_2 (ESG_{i,t} \times SOE_{i,t}) + \sum \gamma_i Control_k + \epsilon_{i,t} \quad (7)$$

其中, SOE 表示企业性质, 如果国有企业则为1, 非国有企业则为0。本文重点考察 η_1, η_2 的大小和符号方向。如果 η_2 大于0且显著, 则表示 ESG 表现对国有企业财务绩效正向促进效果更好。分析结果见表6。

由表6列(1)至列(3)回归结果可知, 国有企业与非国有企业在资产收益率、融资约束和企业效率方面存在显著差异, 三个指标国有企业分别低了65.7%、2.5%和1.3%。在列(4)的回归中加入 ESG 表现和国有企业虚拟变量的交互项之后, 系数为-0.532且在1%的水平上显著, 说明 ESG 表现对国有企业的财务绩效有负向影响。当上市公司的实际控制人为国有性质时, 掌握的资源比较多, 面临融资约束较小, 因此国有性质的上市公司对环境、社会治理方面的投入不如非国有

表6 企业所有权性质的异质性分析

	(1) ROA	(2) SA	(3) TFP	(4) ROA
ESG	0.698 *** (0.030)			0.832 *** (0.038)
SOE	-0.657 *** (0.076)	-0.025 *** (0.004)	-0.013 ** (0.006)	1.473 *** (0.272)
ESG × SOE				-0.532 *** (0.061)
控制变量	是	是	是	是
Constant	-18.277 *** (0.854)	4.144 *** (0.046)	-5.568 *** (0.064)	-16.940 *** (0.815)
观测值	21289	21289	21289	21289
R-squared	0.424	0.433	0.901	0.412

企业,非国有企业希望通过提升环境、社会和治理能力方面的表现,给市场和金融机构提供更多有益于自身形象的信息,主动降低融资约束,获取外部资金,提升企业效率,扩大经营生产,达到提升财务业绩的目的。

(二) 企业规模的异质性分析

与大规模企业相比,中小规模企业存在先天的竞争劣势,在资金融通、业务发展和资源获取等方面存在多种约束,因此需要通过改善环境表现、社会责任和治理结构获取相应的资源支持,为外界输出更多的正面信息,塑造良好的企业形象,进一步为企业融资、产品销售和服务扩大渠道。因此,ESG 表现对于小规模企业会产生更大的边际效用。

为了检验 ESG 对规模不同的企业的影响机制,我们根据上市公司营业收入是否超过当年所在行业营业收入中位数,将上市公司划分为大型企业(*Big*)和中小型企业。模型如下:

$$ROA_{i,t} = \phi_0 + \phi_1 ESG_{i,t} + \phi_2 (ESG_{i,t} \times Big_{i,t}) + \sum \gamma_i Control_k + \epsilon_{i,t} \quad (8)$$

其中,*Big* 表示企业规模,*Big* 取 1 表示大型企业,取 0 表示中小型企业。如果 ϕ_2 大于 0 且显著,则表示 ESG 表现对大型企业财务绩效正向促进效果更好。

回归结果显示大型企业的资产收益率和企业效率明显好于中小企业,平均幅度为 64.2% 和 8.8% (见表 7)。大型企业的融资约束系数为 -0.108,表明相对于中小型企业,大型企业的融资约束低,这与其资产规模大、营业收入高、信用等级高有一定的关系。同时,大型公司的企业效率显著高于中小型企业。在加入 ESG 表现和大型企业虚拟变量交互项后发现,大型公司的 ESG 表现对资产收益率呈现显著的负向影响。究其原因,可能大型公司中包括较多国有企业,如前所述,国有企业对于 ESG 表现关注度不够。与

表 7 企业规模的异质性分析

	(1) ROA	(2) SA	(3) TFP	(4) ROA
<i>ESG</i>	0.684 *** (0.030)			0.816 *** (0.047)
<i>Big</i>	0.642 *** (0.102)	-0.108 *** (0.005)	0.088 *** (0.007)	1.634 *** (0.273)
<i>ESG × Big</i>				-0.247 *** (0.061)
控制变量	是	是	是	是
<i>Constant</i>	-13.120 *** (1.068)	-4.834 *** (0.066)	-4.933 *** (0.089)	-13.913 *** (1.091)
观测值	21289	21289	21289	21289
R-squared	0.423	0.455	0.902	0.423

中小型企业相比,大型企业的融资约束低,企业效率高,因此,无需通过提升 ESG 表现来缓解融资约束,进而促进财务绩效。而中小型企业多数是民营企业,它们通过多种渠道主动提升公司形象和声誉,包括 ESG 评级,从而降低融资约束,达到提升财务绩效的目标。

(三) 行业异质性分析

由于制造业企业和非制造业企业的生产经营、服务模式等形式方面存在较大差异,它们对 ESG 建设的关心程度、资金投入等有所不同,这是否会对财务绩效产生不同影响? 为此,本文进一步将上市公司分为制造业企业和非制造业企业,考察其 ESG 表现对财务绩效影响差异,模型如下:

$$ROA_{i,t} = \omega_0 + \omega_1 ESG_{i,t} + \omega_2 (ESG_{i,t} \times Manufact_{i,t}) + \sum \gamma_i Control_k + \epsilon_{i,t} \quad (9)$$

其中,*Manufact* 取 1 表示上市公司为制造业,否则为非制造业企业。如果 ω_2 大于 0 且显著,则表示 ESG 表现对制造业上市公司财务绩效正向促进效果更好。回归结果见表 8。

表 8 的列(1)中制造业上市公司的回归系数显著为正(0.489),表明制造业的资产收益率显著好于非制造业上市公司。列(2)中融资约束系数为 -0.007,显著为负,列(3)制造业的企业效率影响系数为 -0.086,在 1% 水平上显著,均存在显著差异。由列(4)的回归结果可知,ESG 表现与制造业虚拟变量交互项的系数为 0.314,显著为正,表明与非制造业上市公司相比,制造业上市公司 ESG 表现对资产收益率的促进作用更显著。制造业比非制造业在改善环境和保护环境方面的压力更大,如果能够很好解

决此方面问题,将会获得比较高的 ESG 评级,对财务绩效的贡献也会高于非制造业。

七、结论性评述

在“双碳”目标推进和高质量发展指引下,企业需要在环境保护、社会责任承担和公司治理方面(ESG)投入更多的建设资源,提升企业价值。本文以 2011—2021 年上市公司为样本,采用华证 ESG 评级和上市公司财务数据,构建面板回归模型,分析了上市公司的 ESG 评级对其财务绩效的影响关系。研究发现:企业 ESG 评级越高对其资产收益率、股权收益率都具有显著的正向促进作用;发布 ESG 评级降低了信息不对称,缓解融资约束压力,增加了上市公司的债券和权益资金可获得性,进一步促进财务业绩;国有企业和非国有企业、大型企业和中小型企业、制造业和非制造企业之间,ESG 表现对上市公司业绩促进效果均存在显著异质性,其中非国有企业、中小企业和制造型企业具有更强的正向促进效果。

基于以上研究结论,本文提出以下三点政策性建议:第一,政府应加大引导企业 ESG 体系建设,推动上市公司践行 ESG 理念,以实际行动保护环境、承担社会责任和提升公司治理水平。同时将 ESG 表现纳入国有企业高管的考核指标,通过以考促建,发挥国有企业在环境保护、社会责任承担和公司治理的引领作用。第二,企业应做好 ESG 建设机制设计,积极将 ESG 理念融入产品开发、生产、销售和服务过程,主动披露 ESG 建设信息,减少信息不对称,发挥融资约束中介效应,提升公司财务绩效。第三,投资者应将 ESG 表现纳入投资组合决策框架。ESG 表现能够正向促进企业财务绩效,公司股价具有上升动力和空间,投资者将会获得稳定、可持续性收益。此外,投资者投资 ESG 表现好的企业,有助于提升在资本市场形象,有利于企业在资本市场融资,这将反向激励企业加大 ESG 建设,促进企业高质量发展。

参考文献:

参考文献:

- [1] Avramov D, Cheng S, Lioui A, et al. Sustainable investing with ESG rating uncertainty[J]. *Journal of Financial Economics*, 2022, 145(2): 642-664.
- [2] 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(3): 108-123.
- [3] Baker E D, Boulton T J, Braga-Alves M V, et al. ESG government risk and international IPO underpricing[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 67: doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101913.
- [4] 李瑾. 我国 A 股市场 ESG 风险溢价与额外收益研究[J]. *证券市场导报*, 2021(6): 24-33.
- [5] Jung J, Herbohn K, Clarkson P. Carbon risk, carbon risk awareness and the cost of debt financing[J]. *Journal of Business Ethics*, 2018, 150(4): 1-21.
- [6] 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.
- [7] 徐建中,贯君,林艳. 基于 Meta 分析的企业环境绩效与财务绩效关系研究[J]. *管理学报*, 2018(2): 246-254.
- [8] 贾兴平,刘益,廖勇海. 利益相关者压力,企业社会责任与企业价值[J]. *管理学报*, 2016(2): 267-274.
- [9] Servaes H, Tamayo A. The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness[J]. *Management Science*, 2013, 59(5): 1045-1061.
- [10] 田敏,李纯青,萧庆龙. 企业社会责任行为对消费者品牌评价的影响[J]. *南开管理评论*, 2014(6): 19-29.
- [11] 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(6): 78-84.

表 8 行业异质性分析

	(1) ROA	(2) SA	(3) TFP	(4) ROA
ESG	0.684 *** (0.031)			0.466 *** (0.058)
Manufact	0.489 *** (0.080)	-0.007 ** (0.003)	-0.086 *** (0.006)	-0.820 *** (0.305)
ESG × Manufact				0.314 *** (0.067)
控制变量	是	是	是	是
Constant	-18.298 *** (0.860)	-4.045 *** (0.049)	-5.401 *** (0.064)	-17.351 *** (0.886)
观测值	21289	21289	21289	21289
R-squared	0.423	0.440	0.903	0.424

- [12]Chen Y, Li T, Zeng Q, et al. Effect of ESG performance on the cost of equity capital: Evidence from China[J]. International Review of Economics & Finance, 2023, 83: 348 – 364.
- [13]Atan R, Alam M M, Said J. The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies[J]. Management of Environmental Quality, 2018, 29(2):182 – 194.
- [14]Fatemi A, Glaum M, Kaiser S. ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure[J]. Global Finance Journal, 2018,38:45 – 64.
- [15]Dhaliwal D S, Li O Z, Tsang A, et al. Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital: The case of corporate social responsibility reporting[J]. Accounting Review, 2011,86(1):59 – 100.
- [16]张雪, 韦鸿. 企业社会责任、技术创新与企业绩效[J]. 统计与决策, 2021(5):157 – 161.
- [17]方先明, 胡丁. 企业 ESG 表现与创新[J]. 经济研究, 2023(2):91 – 106.
- [18]Godfrey P C, Merrill C B, Hansen J M. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis [J]. Strategic Management Journal, 2009, 30(4): 425 – 445.
- [19]Hadlock C J, Pierce J. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index [J]. Review of Financial Studies, 2010, 23(5):1909 – 1940.
- [20]鲁晓东, 连玉君. 中国工业企业全要素生产率估计[J]. 经济学(季刊), 2011(2):541 – 558.
- [21]Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2–3): 159 – 189.
- [22]何贤杰, 肖土盛, 陈信元. 企业社会责任信息披露与公司融资约束[J]. 财经研究, 2012(8):60 – 71.
- [23]温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析:方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 2014(5):731 – 745.
- [24]高英杰, 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.
- [25]Li S, Song X, Wu H. Political connection, ownership structure, and corporate philanthropy in China: A strategic-political perspective [J]. Journal of Business Ethics, 2015, 129(2):399 – 411.

[责任编辑:黄 燕]

Study on the Influence of ESG Rating on the Financial Performance of Listed Companies

YAN Weixiang, ZHAO Yu, MENG Defeng

(School of Finance, Nanjing Audit University, Nanjing 211815, China)

Abstract: This paper selected A-share listed companies from 2011 to 2021 as the research sample, empirically analyzed the impact of ESG rating performance on the financial performance of listed companies, explored the mediating effect of financing constraints and enterprise efficiency in its influence process. The results show that: corporate ESG performance has a positive promoting effect on the financial performance of listed companies. ESG ratings not only alleviate financing constraints, but also improve enterprise efficiency and make positive contributions to the profitability of listed companies. The impact of ESG performance on the financial performance of state-owned enterprises and non-state-owned enterprises, large enterprises and small and medium-sized enterprises, and enterprises in eastern and central China is significantly heterogeneous, Among them, non-state-owned enterprises, small and medium-sized enterprises and manufacturing enterprises have stronger positive promotion effects.

Key Words: ESG rating; financial performance; financing constraints; information asymmetry; enterprise efficiency; enterprise innovation