

ESG 表现对上市企业 绩效的影响研究

吴康民

摘要：在当前国内致力于实现低碳绿色发展转型的背景下，企业能否通过自身履行 ESG 实践获得企业绩效的提升，对于推动实现高质量发展具有重大现实意义。选取 2010—2020 年中国 A 股上市公司的面板数据，实证分析 ESG 表现对于企业绩效的影响，并根据区域市场化程度和企业产权性质的差异进行讨论。研究表明，整体上 ESG 表现对于企业自身的财务绩效具有促进作用。相较于西部地区，市场化程度较高的东部、中部地区企业的 ESG 表现能更有效促进企业绩效提升。相较于国有企业，ESG 表现对于非国有企业绩效有着更为明显的促进作用。最后，高于 ESG 评级中位数的企业，对于社会责任和公司治理有着更高的关注度，其财务绩效也因此获得了显著提升。

关键词：ESG 表现；企业绩效；企业产权性质；区域市场化

一、问题提出

近年来，上市公司不断被曝出财务造假、破坏环境等相关问题。2015—2018 年，康得新复合材料集团股份有限公司通过非法途径虚增收入和成本费用，累计虚增利润 115 亿。作为关系人民身体健康的医药企业，康美药业在 2016—2018 年，通过虚假开具和修改发票等方式，累计虚增货币资金 887 亿，虚增收入 275 亿，虚增利润 39 亿。环境问题方面，2018 年 4 月 17 日，山西三维集团违反排放要求，将大量工业废物未经处理便进行排放，严重危害周边生态环境，被媒体所曝光。依据商道融绿发布的《A 股 ESG 评级分析报告 2020》，2012—2020 年，共有 19 770 件事件有关 ESG 风险，涉及 1 293 家上市公司。2018—2020 年，上市公司 ESG 风险情况逐年上升，总体增长 7%。上市公司暴露出的 ESG 风险问题触目惊心，极大地破坏了市场诚信、生态环境及投资者信心，阻碍了社会的可持续发展。早在 1992 年联合国就提出在以后的企业业务决策中应该考虑到环境问题、社会责任问题和公司治理问题。并且，中国将

基金项目：国家社会科学基金一般项目“平台企业无序扩张中数字排斥行为的监管与治理研究”（21BJY207）

作者单位：吴康民，西北大学。

要在2030年实现碳达峰，2060年实现碳中和，促进经济社会发展全面绿色转型。因此，切合当前经济社会发展背景的ESG理念越来越受到社会各界的广泛关注，实现更为可持续发展已成为企业今后努力的目标与方向。企业应当采取何种措施才能在大背景之下从自身层面实现可持续发展，成为近年来学术界关注的主要议题之一。而企业履行ESG能否提高其企业绩效，则是困扰国内企业积极履行ESG责任的重要影响因素。

以往关于ESG对企业绩效影响的文献，研究视角大多过于单一，仅集中于ESG表现的某一个方面。比如，仅选取环境维度、社会责任维度、公司治理维度其中的一个维度。但仅从某一维度对企业绩效进行判断较为片面，越来越多的学者开始从以上三个维度综合评判其对企业绩效的影响。法特米等（Fatemi et al., 2015）认为，有关ESG信息的披露提高了企业信息的透明度，缓解了投资者和企业之间的信息不对称，降低了委托代理问题对企业融资的影响，树立了企业的良好形象，增强了投资者的信心，因而ESG表现对企业绩效存在促进作用。阿坦等（Atan et al., 2018）认为，企业ESG投资存在较强的外部性并且管理者很可能不顾企业利益而使得自身利益最大化，因而ESG表现与企业绩效存在负相关或无关。由此可以看出，现有研究结论存在两种明显对立的观点，尚无统一的结论。因此，厘清企业ESG表现对企业绩效的影响机制，对于推动经济社会转型和促进ESG理念深入发展有着重要作用。

本文选取共3499家中国A股上市公司2010—2020年的数据，利用回归法进行实证分析，研究ESG表现与企业绩效之间的关系。理论层面，厘清ESG表现对企业绩效的影响机制，加深对ESG与企业绩效关系的认识，为未来相关研究提供参考；实践层面，强调ESG实践在企业日常经营活动中的重要性，其不仅能够促进企业自身的发展，而且能够为经济社会转型提供动力。

二、文献综述与研究假设

（一）文献综述

ESG理念于2004年被首次提出，该理念强调企业的发展应考虑主要包含环境（environment）、社会责任（social）和治理（governance）三个方面的ESG表现，具体包括：企业在自身发展的同时要重视环境保护、社会责任、公司治理责任。近年来，中国政府在政策和法律法规上逐步加强ESG投资。2018年9月，中国证券监督管理委员会发布修订后的《上市公司治理准则》，确立了环境、社会责任和公司治理信息披露的基本框架。ESG理念在中国市场得到较快发展，各类机构不断推出各种有关ESG的产品和标准。并且ESG报告体现出企业在环境、社会责任及管理治理等方面实施的政策和表现，是上市公司信息披露的重要形式，有利于利益相关方了解企业的真实情况，为其做出合理决策提供参考。

有学者指出，企业追求高的ESG评级，势必会增加企业的成本。而较高的评级所能够带来的收益有多少，是否能够弥补和超过企业为此所付出的成本，即对于企业绩效有何种影响，是目前国内外学者研究的重点。国外的ESG发展较早，学者们也进行了大量相关研究，但并未得到统一结论。目前国内外对于企业

ESG 评级与企业绩效间的关系研究存在两种相反的结论：(1) ESG 评级对企业绩效存在正向影响。布拉默等 (Brammer et al., 2017) 分析了亚太地区、美国和欧洲企业的 ESG 表现与投资之间的关系, 研究发现在亚洲和美国, 投资者可以通过观察企业 ESG 表现进行投资, 并能获得较好的回报。克拉特等 (Chelawat et al., 2016) 研究了印度上市公司的 ESG 表现与财务业绩之间的相关性。回归结果表明, 公司拥有良好的 ESG 表现可以提高其企业绩效。国内学者张琳和赵海涛 (2019) 研究发现 ESG 表现对于企业价值具有明显的提升作用。对于私营企业、小微企业以及环保企业, ESG 表现对企业绩效的促进作用更显著。ESG 表现良好的企业更容易获得投资者的信赖, 有助于企业以较低的融资成本获得融资。(2) 企业 ESG 评级对于企业绩效存在负向影响。新古典主义学者认为, 股东是企业 ESG 实践成本的支付者, 由此可能导致机会成本大于收益、资源错配, 从而造成成本增加。秦颖等 (2004) 的研究表明, 从短期来看, 企业的环境绩效与经济绩效表现出负相关。王欣和徐岩 (2010) 认为企业当年的环境绩效对于企业当年度以及下一年度的企业绩效并没有直接的影响, 但却同企业第三年度的财务绩效表现出负相关关系。

综上所述, 国外学者关于企业 ESG 表现对企业绩效影响的关注较早, 但研究结论尚存在争议。大多数研究结果均支持企业 ESG 表现对于企业绩效起正向促进作用。国内研究大多集中于企业社会责任这一方面, 对于 ESG 表现的关注则较少, 而探明 ESG 表现及其对公司业绩的影响机制将是当前研究的重心。故本文将 ESG 表现作为核心解释变量, 探究中国 A 股上市公司的企业绩效是否会受 ESG 表现的影响。进一步地, 以公司产权性质和区域市场化程度为主要调节变量, 本文深入探究 ESG 表现与公司业绩之间的关联, 为中国企业可持续发展提供必要的理论依据。

(二) 研究假设

ESG 理念是一种将经济价值与社会价值结合起来的新型理念。该理念在国外发展较早, 在国内的发展则尚未成熟, 因而学术界对于企业 ESG 表现能否带来企业绩效的提升这一问题仍存有争议。有学者认为, 企业承担社会责任不仅会增加企业的经营成本, 而且还会降低企业的竞争力。张驰等 (2020) 认为, 企业主动承担环境责任意味着向利益相关者释放相应的信号。与此相伴的, 企业承担环境责任的行为传递并反映了其重视环境保护, 有利于获得各利益相关方的信任和支持。李维安等 (2019) 的研究表明, 良好的公司治理表现可以降低交易成本, 减少高层管理者的机会主义行为, 从而提升企业绩效。企业参与 ESG 实践的过程中, 不再仅仅以自身利益作为唯一的出发点, 而是考虑了利益相关者的利益, 实现企业与社会的双赢, 从而推动了社会的可持续发展。据此, 本文提出以下假设:

假设 H1: 企业 ESG 表现会促进企业绩效的提升。

中国上市公司依据产权性质的不同划分为国有企业和非国有企业。国有企业由于其与生俱来的特殊性质, 其履行社会责任具有内生性, 是维护国家经济平稳运行和进行宏观调控的主力军。邓等人 (Deng et al., 2019) 研究 ESG 表现对企业绩效的影响, 结果表明, 企业 ESG 表现对非国有企业绩效的影响大于其对国有企业绩效的影响。在目前国内致力于实现绿色经济转型的时期, 国有企业责无旁贷, 并不能因为 ESG

表现可能无法促进企业绩效提升而放弃提升其 ESG 表现。对非国有企业而言，依据制度理论和信号传递理论，其积极提高 ESG 表现，将会获得政府的关注与支持，不仅能够获得更多的资源，而且会带来税收政策的优惠，同时也向社会公众、投资者传递出良性信号，有利于企业提升市场竞争力，从而实现长久发展。据此，本文提出以下假设：

假设 H2：相较于国有企业，ESG 表现对于非国有企业绩效的提升有着更为明显的促进作用。

中国幅员辽阔，各个地区存在明显差异，依据行政区域划分和地理位置，可以划分为东部、中部、西部三个地区。由于历史与地理原因，东部地区发展早于中部和西部地区，这导致了这三个地区的市场化程度存在明显差异。市场化程度高的地区，其公司内部具有较为完善的制度规范，公司能够以相对较小的成本获取融资。梁等人（Leong et al., 2020）研究指出，融资约束较高的公司，其 ESG 表现较差；而融资约束较低的公司，其 ESG 表现则较好。海德等（Haider et al., 2018）对 81 个国家的企业样本进行了分组回归发现，融资约束较高的企业，其绩效较差；而融资约束较低的企业，其业绩则较好。据此，本文提出以下假设：

假设 H3：市场化程度较高的区域，ESG 表现对企业绩效有较大的提升作用。

企业的 ESG 评级之间也存在较大的差异，华证 ESG 评级根据赋值将 ESG 表现从低到高分 9 个等级。徐明瑜等（2021）发现，ESG 的良好表现对以托宾 Q（Tobin's Q）衡量的企业绩效有提升作用，而较差的 ESG 表现会对其产生显著的抑制作用。与此相对应的问题是：企业是否只要履行 ESG 并获得相应的评分就会对企业绩效产生相应的影响？不同的 ESG 表现对于企业绩效会不会产生同样的影响？据此，本文提出以下假设：

假设 H4：企业 ESG 表现对企业绩效的影响存在门槛，只有 ESG 表现达到一定程度才会促进企业绩效的提升。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

本文选取 2010—2020 年中国 A 股上市公司作为研究样本。ESG 评级数据来自华证 ESG 评级，其他数据来源于万得（Wind）数据库和国泰安（CSMAR）数据库。本文按照以下原则对数据进行了处理：（1）剔除金融行业的公司样本；（2）剔除 ST、*ST 或 PT 上市公司样本；（3）删除资产负债率（*Lev*）大于 1 的样本；（4）删除存在缺失值的样本。为减少异常值对于实证结果的影响，本文对连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。最终筛选获得了 28 487 个观测值。数据处理和模型分析采用软件 Stata 13 完成。

（二）模型设定

为进一步研究 ESG 表现对企业绩效的直接影响，本文构建模型（1）：

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t} + \sum_{j=2}^{11} \alpha_j Controls_{j,i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

对于被解释变量，本文选择总资产收益率（*ROA*）对企业绩效进行衡量。*ESG*代表*ESG*表现。根据相关文献研究，控制变量包含第一大股东持股比例（*Top1*）、资产负债率（*Lev*）、董事人数（*Board*）、上市年限（*ListAge*）、两职合一（*Dual*）、公司成立年限（*FirmAge*）、机构投资者持股比例（*INST*）、管理层持股比例（*Mshare*）等。此外，本文还控制了行业效应（*Industry*）和时间效应（*year*）。

为了研究企业产权性质可能会对公司业绩所产生的直接影响及其调节作用，本文将企业产权性质（*SOE*）作为解释变量，并引入*ESG*值与企业产权性质的相乘交互项建立了模型（2）：

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t} + \alpha_2 SOE_{i,t} + \alpha_3 ESG \times SOE_{i,t} + \sum_{j=4}^{13} \alpha_j Controls_{j,i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

为探究市场化程度差异对*ESG*表现与企业绩效之间关系的调节作用，本文依据行政区划和地理环境将样本企业划分为东部、中部、西部三个地区进行分组回归，并且对这三个地区的市场化程度取均值；同样地，将*ESG*表现划分为高低两组，并进行分组回归，以探究其对企业绩效的影响。

（三）变量定义

1. 被解释变量：总资产收益率（*ROA*）

市场指标受投机性影响较大，难以准确反映企业价值，因此本文选择更为客观的会计指标来衡量企业财务绩效。总资产收益率（*ROA*）具有较强的概括性，是反映企业总资产盈利的重要指标。通过之前的文献阅读和总结，本文选择*ROA*来衡量企业绩效。

2. 核心解释变量

（1）*ESG*表现。本文选择华证*ESG*评级所公布的*ESG*数据来衡量企业的*ESG*表现。华证*ESG*评级共分为九档，从低到高分别为C-AAA。借鉴高杰英等（2021）对评级采取赋值法，C-AAA依次赋值为1-9，即评级为AAA时，*ESG*=9；评级为AA时，*ESG*=8；评级为A时，*ESG*=7，依此类推。

（2）区域市场化程度。指标来自王小鲁等（2021）制作的中国分省份市场化指标数据。

（3）企业产权性质。数据来自国泰安数据库。处理方法为：若为国有企业取值为1，其他则取值为0。

3. 控制变量：参考白重恩等（2005）、张会丽和陆正飞（2012）以及邱牧远和殷红（2019）的研究，本文的控制变量包括公司规模（*Size*）、两职合一（*Dual*）、资产负债率（*Lev*）、董事人数（*Board*）、独立董事比例（*Indep*）、上市年限（*ListAge*）、公司成立年限（*FirmAge*）、机构投资者持股比例（*INST*）、管理层持股比例（*Mshare*）等。

以上变量的具体释义如表1所示。

表1 变量定义

变量类型	名称	符号	度量方式
被解释变量	企业绩效	<i>ROA</i>	净利润/总资产平均余额
	ESG评分	<i>ESG</i>	环境、社会和治理总得分
核心解释变量	市场化程度	<i>Market</i>	中国分省份市场化指数
	企业产权性质	<i>SOE</i>	国有企业取值为1，其他为0
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	年总资产的自然对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	年末总负债/年末总资产
	董事人数	<i>Board</i>	董事会人数取自然对数
	独立董事比例	<i>Indep</i>	独立董事/董事人数
	两职合一	<i>Dual</i>	董事长与总经理为同一人取1，否则为0
	上市年限	<i>ListAge</i>	$\ln(\text{当年年份}-\text{上市年份}+1)$
	公司成立年限	<i>FirmAge</i>	$\ln(\text{当年年份}-\text{公司成立年份}+1)$
	第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	第一大股东持股数/总股数
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	
	管理层持股比例	<i>Mshare</i>	管理层持股数/总股本

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计分析

表2为本文主要变量的描述性统计结果。可以看出，变量的均值与其中位数较为接近，表明样本呈正态分布。如表2所示，*ESG*的均值为6.477，标准差为1.058，最小值为4.000，最大值为9.000。这表明上市公司之间的*ESG*表现存在较大的差距，*ESG*活动的参与度处于较低水平，企业自身的*ESG*建设仍有待提高。各省份市场化程度（*Market*）均值为8.440，标准差为1.921，说明不同省份的市场化程度存在较大差异；企业绩效（*ROA*）的均值为0.044，标准差为0.062，表明上市公司间绩效存在明显差异。此外，控制变量的标准差均较大，表明样本公司之间的观测值也存在较大差异，进而可能会影响到企业绩效。相关性分析表明，企业绩效（*ROA*）与*ESG*的相关系数为0.125，并在1%的水平上显著为正，这在一定程度上表明，企业积极进行*ESG*建设有助于企业绩效的提升。

表2 主要变量的描述性统计

变量类型	中文名称	变量名称	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
被解释变量	企业绩效	<i>ROA</i>	28 487	0.044	0.041	0.062	-0.226	0.217
	ESG评分	<i>ESG</i>	28 487	6.477	6.000	1.058	4.000	9.000

表2(续)

变量类型	中文名称	变量名称	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
解释变量	企业产权性质	<i>SOE</i>	28 487	0.331	0.000	0.470	0.000	1.000
	市场化程度	<i>Market</i>	28 487	8.440	8.800	1.921	2.920	11.310
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	28 487	22.110	21.920	1.273	19.810	26.060
	资产负债率	<i>Lev</i>	28 487	0.416	0.408	0.207	0.049	0.882
	董事人数	<i>Board</i>	28 487	2.129	2.197	0.198	1.609	2.708
	独立董事比例	<i>Indep</i>	28 487	0.375	0.333	0.053	0.333	0.571
	两职合一	<i>Dual</i>	28 487	0.285	0.000	0.452	0.000	1.000
	上市年限	<i>ListAge</i>	28 487	2.023	2.197	0.916	0.000	3.296
	公司成立年限	<i>FirmAge</i>	28 487	2.836	2.890	0.363	1.609	3.497
	第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	28 487	0.344	0.322	0.148	0.0870	0.742
	机构投资者持股比例	<i>INST</i>	28 487	0.373	0.376	0.237	0.000	0.875
	管理层持股比例	<i>Mshare</i>	28 487	0.146	0.008	0.206	0.000	0.695

(二) 基准回归与第一项调节效应

表3列出了主效应回归和第一项调节效应回归的结果。列(1)展示的是企业ESG表现对企业绩效的直接影响。由表中可以看出,ESG的系数为0.003,在1%的显著性水平上显著,表明ESG表现对企业绩效存在正向促进作用。其经济学含义为企业ESG评级每上升1级,企业绩效相应提升6.8%(6.8%为基准回归ESG系数0.003除以企业绩效均值0.044)。假设H1由此得证,实验结果验证了张琳和赵海涛(2019)关于企业ESG表现会促进企业绩效提升的结论。

中国存在两类具有明显差异的企业类型,即国有企业与非国有企业,列(2)展示了企业产权性质差异的调节效应。模型(2)中引入了企业产权性质和ESG的交互项 $SOE \times ESG$,用于检测是否具有线性调节功能。检验结果表明,ESG对企业绩效的正向促进作用,在企业产权性质的调整下仍为正向显著,但交互项的系数却显著为负,这表明国有企业性质在ESG对企业绩效的促进作用中起负向调节功能,假设H2由此可证。与国有企业相比,民营企业有着更好的ESG表现,更能赢得资本市场和社会公众的信赖,并能够通过获得资本来促进企业成长,因此民营企业有更强的意愿和行动力去提升自身的ESG表现。该结论与李井林等(2021)提出的关于企业产权性质在企业ESG表现对企业绩效影响中的调节效应结论一致。

表3 基准回归与调节效应

变量类型	中文名称	变量名称	(1)	(2)
			ROA	ROA
解释变量	ESG评分	<i>ESG</i>	0.003*** (5.07)	0.005*** (6.11)

表3(续)

变量类型	中文名称	变量名称	(1)	(2)	
			ROA	ROA	
	企业产权性质	<i>SOE</i>		0.022 ** (2.54)	
调节变量	调节交互项	<i>SOE×ESG</i>		-0.005 *** (-4.02)	
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	0.021 *** (16.09)	0.021 *** (16.12)	
	资产负债率	<i>Lev</i>	-0.154 *** (-27.09)	-0.153 *** (-27.07)	
	董事人数	<i>Board</i>	0.005 (1.11)	0.006 (1.19)	
	独立董事比例	<i>Indep</i>	0.006 (0.43)	0.006 (0.43)	
	两职合一	<i>Dual</i>	0.000 (0.03)	-0.000 (-0.10)	
	上市年限	<i>ListAge</i>	-0.016 *** (-10.31)	-0.016 *** (-10.39)	
	公司成立年限	<i>FirmAge</i>	0.030 *** (3.77)	0.030 *** (3.87)	
	第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	0.059 *** (6.71)	0.058 *** (6.57)	
	机构投资者持股比例	<i>INST</i>	0.022 *** (7.95)	0.022 *** (8.07)	
	管理层持股比例	<i>Mshare</i>	0.027 *** (3.71)	0.025 *** (3.53)	
		样本量		28 487	28 487
		R^2		0.203	0.204
		行业固定效应		是	是
	年份固定效应		是	是	

注：***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著，后表同。

(三) 第二项调节效应

区域市场环境是影响企业行为和绩效的重要外部因素。公司所在地区市场化程度越高，经济发展越快，

市场拥有的信息和资源越丰富,而且企业受到的干预越少。由此可以看出,区域市场化程度是影响企业 ESG 表现与企业绩效之间关系的因素之一。因此,本文将上市公司按照地理位置和所在区域市场化程度划分为东部地区、中部地区和西部地区,并对每个地区的市场化程度取均值再进行分组对照检验。表 4 为三个地区主效应回归结果。结果显示,东部地区和中部地区企业 ESG 表现均对企业绩效有着显著正向的促进作用,而西部地区企业 ESG 表现与企业绩效间无显著关联。假设 H3 得证。东部地区作为中国最为发达的地区,其市场化程度高,制度体系规范完整,对企业整体的行为和发展要求严格,其 ESG 表现对企业绩效的促进作用稍弱于正处于平稳崛起、制度体系趋于完善的中部地区,而西部地区由于历史和地理位置等原因,发展迟滞,市场化程度较低,行业也较为单一,且集中于第一、第二产业,企业对于 ESG 表现缺乏重视。以上分析表明,区域市场化程度对企业 ESG 表现与企业绩效之间关系具有调节效应。该结论验证了袁业虎和熊笑涵(2021)提出的关于市场化程度会影响 ESG 表现与企业绩效之间关系的结论,由于本文增加了对地区的划分,进一步丰富了该结论。

表 4 分区域回归结果

变量类型	中文名称	变量名称	东部地区	中部地区	西部地区
			ROA	ROA	ROA
解释变量	ESG 评分	ESG	0.003***	0.004***	0.002
			(4.11)	(2.82)	(0.86)
控制变量	公司规模	Size	0.022***	0.016***	0.022***
			(13.62)	(5.43)	(6.82)
	资产负债率	Lev	-0.152***	-0.163***	-0.153***
			(-22.31)	(-13.72)	(-9.07)
	董事人数	Board	0.010*	-0.012	0.010
			(1.83)	(-1.07)	(0.67)
	独立董事比例	Indep	0.022	-0.034	-0.017
			(1.29)	(-1.10)	(-0.45)
	两职合一	Dual	0.001	0.003	-0.008
			(0.31)	(0.81)	(-1.59)
上市年限	ListAge	-0.017***	-0.007*	-0.022***	
		(-9.44)	(-1.89)	(-3.69)	
公司成立年限	FirmAge	0.030***	0.038**	0.015	
		(3.30)	(2.01)	(0.48)	
第一大股东持股比例	Top1	0.060***	0.094***	0.011	
		(5.55)	(4.83)	(0.49)	
机构投资者持股比例	INST	0.023***	0.014**	0.023**	
		(7.22)	(2.10)	(2.27)	

表4(续)

变量类型	中文名称	变量名称	东部地区	中部地区	西部地区
			ROA	ROA	ROA
解释变量	管理层持股比例	<i>Mshare</i>	0.025 ***	0.051 ***	-0.013
			(3.15)	(2.70)	(-0.55)
	区域市场化均值	<i>Market-mean</i>	9.280	6.770	4.612
			20 339	4 845	3 303
		<i>R</i> ²	0.212	0.205	0.178
		行业固定效应	是	是	是
		年份固定效应	是	是	是

(四) ESG 分组回归结果

由上述分析结果可以看出，ESG表现对企业绩效整体上具有促进作用，但不同水平的ESG表现是否对企业绩效存在着一致性的影响作用？为了回答这一问题，本文根据ESG表现水平的不同进行分组回归检验。在对华证ESG数据进行数据处理后，本文将高于中位数的ESG表现划分为高ESG组，将低于中位数的ESG表现划分为低ESG组，分组回归结果如表5所示。由表中可以看出，高ESG组中ESG系数为0.002，在1%的显著性水平上显著，而低ESG组其系数则不显著。这表明并非所有水平的ESG表现都能促进企业绩效的提升，ESG表现对企业绩效的影响存在一定的门槛，只有高于中位数水平的ESG表现才能对企业绩效有显著的促进作用。据此，假设H4得证。

表5 ESG 分组回归结果

变量类型	中文名称	变量名称	低ESG组	高ESG组
			ROA	ROA
解释变量	ESG评分	<i>ESG</i>	0.005	0.002 ***
			(0.69)	(3.49)
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	0.038 **	0.019 ***
			(1.97)	(15.38)
	资产负债率	<i>Lev</i>	-0.355 ***	-0.142 ***
			(-5.62)	(-25.48)
	董事人数	<i>Board</i>	0.011	0.005
		(0.21)	(1.01)	
独立董事比例	<i>Indep</i>	-0.065	0.008	
		(-0.48)	(0.57)	

表5(续)

变量类型	中文名称	变量名称	低 ESG 组	高 ESG 组
			ROA	ROA
	两职合一	<i>Dual</i>	-0.039** (-2.08)	0.000 (0.05)
	上市年限	<i>ListAge</i>	0.040 (1.24)	-0.018*** (-11.36)
	公司成立年限	<i>FirmAge</i>	0.078 (0.65)	0.031*** (4.11)
	第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	0.156 (1.20)	0.050*** (5.79)
	机构投资者持股比例	<i>INST</i>	-0.014 (-0.41)	0.021*** (7.73)
	管理层持股比例	<i>Mshare</i>	0.064 (0.90)	0.026*** (3.59)
		样本量	973	27 514
		R^2	0.233	0.190
		行业固定效应	是	是
		年份固定效应	是	是

五、稳健性检验

(一) 替换变量及滞后效应

本文借鉴李井林等(2021)的方法,选择净资产收益率(ROE)作为企业绩效的替代变量进行变量替换,探究企业ESG表现对企业绩效的影响。表6列(1)为替换被解释变量后的回归结果。由表中可以看出,企业ESG表现对企业绩效仍起到正向显著的促进作用。这表明基准回归结果具有稳健性。

进一步地,本文变换ESG的测度方法进行稳健性检验。选择彭博新闻社公布的中国上市公司ESG数据替代前文中使用的华证ESG数据。回归结果如表6列(3)所示。结果显示,ESG的回归系数为0.001,在5%的显著性水平上显著。这表明企业ESG表现对于企业绩效存在正向促进作用,说明主回归结果稳健。

此外,本文将ESG滞后一期作为解释变量进行稳健性检验。由于ESG表现对企业绩效的影响并不一定在当期得到体现,因而本文将滞后一期的ESG表现作为解释变量进行回归,结果如表6列(2)所示。从表中可以看出,滞后一期的ESG仍对企业绩效存在正向促进作用。由以上结果可知,本文所得结论较为稳健。

表6 替换变量和滞后效应回归结果

变量类型	中文名称	变量名称	(1)	(2)	(3)
			ROE	ROA	ROA
解释变量	ESG 评分	<i>ESG</i>	0.006*** (4.78)		0.001** (2.41)
	滞后一期 ESG	<i>L. ESG</i>		0.004*** (9.94)	
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	0.048*** (26.58)	0.010*** (12.50)	0.007***
	资产负债率	<i>Lev</i>	-0.283*** (-20.75)	-0.127*** (-60.35)	-0.144*** (-45.35)
	董事人数	<i>Board</i>	0.006 (0.58)	0.004* (1.95)	-0.009 (-0.82)
	独立董事比例	<i>Indep</i>	0.001 (0.02)	-0.022*** (-2.69)	-0.003 (-0.87)
	两职合一	<i>Dual</i>	-0.001 (-0.35)	-0.001 (-1.10)	0.006*** (4.18)
	上市年限	<i>ListAge</i>	-0.012*** (-3.80)	-0.011*** (-16.18)	-0.009*** (-7.48)
	公司成立年限	<i>FirmAge</i>	0.066*** (4.12)	0.007*** (5.66)	0.006*** (2.69)
	第一大股东持股比例		0.146*** (7.95)	0.019*** (7.13)	0.005 (1.29)
	机构投资者持股比例	<i>INST</i>	0.036*** (6.46)	0.046*** (22.18)	0.056*** (17.89)
	管理层持股比例	<i>Mshare</i>	0.049*** (3.67)	0.042*** (16.92)	0.059*** (13.51)
		0.145	0.217	0.269	
	行业固定效应	是	是	是	
	年份固定效应	是	是	是	

(二) 内生性检验

本文采用工具变量法进行内生性检验。由于企业 ESG 表现很容易受到同一地区的企业 ESG 表现的影响，而其他公司的 ESG 表现和该公司的企业绩效并不具有直接的关联。所以，借鉴高杰英等（2021）的研

究,选取同省份上市公司的 ESG 表现均值 (ESG_IV) 为主要工具变量。本文利用二阶段最小二乘 (2SLS) 回归进行工具变量回归,回归结果如表 7 所示。从表中可以看出,第一阶段中 *Anderson-Rubin Wald F* 值为 17.88,并通过了弱工具变量检验。在第二阶段回归中, ESG 的系数在 1% 的水平上显著为正,表明了 ESG 表现能够推动公司业绩改善的结果是相对稳定的。

表 7 工具变量法

变量名称	(1)	(2)
	第一阶段	第二阶段
	ESG	ROA
ESG_IV	0.8482*** (66.52)	
ESG		0.003*** (3.52)
行业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
<i>Cragg-Donald Wald F</i>		5 230.085 (16.38)
<i>Kleibergen-Paap rk Wald F</i>		5 801.307 (16.38)
<i>Kleibergen-Paap rk LM</i>		1 789.514 (0.000 0)
样本量	28 487	28 487
R^2	0.326	0.274

六、研究结论和政策建议

(一) 研究结论

企业 ESG 表现通过环境、社会责任和公司治理三个维度综合衡量企业的行为,是将经济价值与社会价值相统一的一种理论,是国际现行衡量企业综合表现的重要指标。从该标准诞生起,越来越多的学者开始研究企业履行 ESG 能否带来企业绩效的提升,但目前尚未得出一致结论。本文以 2010—2020 年 A 股上市公司作为研究样本,主要考察了企业 ESG 表现对企业绩效的影响,以及企业产权性质和区域市场化差异程度在其中的调节效应,得出如下结论:(1) ESG 的整体发展对公司业绩有着重要的促进作用。(2) 由于企业产权性质的不同,ESG 表现对企业绩效的影响存在一定的差异性。相比于国有企业,非国有企业 ESG 表

现对企业绩效的促进作用更大。(3) 由于中国地域幅员辽阔, 各地区的市场化程度也具有很大差别, 东中部地区的市场化水平明显优于西部区域, 其企业 ESG 表现对企业绩效具有明显的促进作用。反观西部地区, 企业 ESG 表现对于企业绩效无明显影响。(4) 对企业 ESG 表现划分高低组进行分组回归后, 高 ESG 表现对于企业绩效有明显的促进作用, 而低 ESG 表现对企业绩效无明显影响。

(二) 政策建议

根据研究结论, 本文提出如下政策建议:

(1) 企业应该在日常经营过程中重视 ESG 理念, 并对可持续发展有着清楚明确的认识, 将公司层战略与 ESG 理念相融合。如今, 中国经济处于转型时期, 迈向绿色低碳的高质量发展, 一方面企业要重视可持续发展, 跟上时代背景; 另一方面也要重视企业的经济绩效。ESG 理念既符合国家长期战略目标, 又符合企业的自身发展利益, 企业应当摒弃狭隘的负担论和唯成本论, 将目光放得更为长远。

(2) 非国有企业应当积极将 ESG 理念与自身企业实际相结合, 贯彻落实 ESG 发展理念。在实现自身可持续发展的同时, 进一步提升企业的市场竞争力, 同时积极进行 ESG 信息披露。政府可以基于 ESG 表现对企业进行奖励或处罚。对于 ESG 表现良好的企业, 政府可以提供一定的优惠政策, 例如在税收政策方面提供优惠; 贷款政策上提供一定的便利等。

(3) 相比于经济市场化程度较高的东部地区, 中西部地区企业对 ESG 理念的认知水平相对较低。因此, 需要进一步加强地方各级经济主管部门对于 ESG 理念的认识, 并以该理念为指引促进地方中小企业的发展。例如, 在招标项目中, 设定 ESG 备案登记门槛; 针对一些 ESG 表现较差的公司适当予以惩罚; 建立负面信息清单机制以助于改善融资环境等。此外, 还需要建立更加健全的上市公司 ESG 信息公开机制, 主动引导企业公开 ESG 信息, 同时对于伪造 ESG 信息的企业加大处罚力度。

(4) ESG 表现对于企业绩效的影响存在门槛, 只有突破门槛, 才能有效促进企业绩效提升。因此, 企业应当加强自身 ESG 建设, 突破门槛值, 在企业内部中设立 ESG 部门全面把控公司整体的 ESG 表现。政府应该建立完善的上市公司 ESG 披露制度, 积极引导企业披露 ESG 信息。

参考文献:

- [1] ATAN R, ALAM M M, SAID J, et al. The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance[J]. *Management of Environmental Quality An International Journal*, 2018; 182-194.
- [2] AUER B R, SCHUHMACHER F. Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data[J]. *Quarterly Review of Economics & Finance*, 2016, 59(2): 51-62.
- [3] BRAMMER S J, BROOKS C, PAVELIN S. Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures[J]. *Financial Management*, 2006, 35(3): 97-116.
- [4] CHELAWAT H, TRIVEDI I V. The business value of ESG performance: The Indian context[J]. *Asian J. Bus. Ethics* 2016, 5(2): 195-210.
- [5] DENG X, CHENG X. Can ESG Indices Improve the Enterprises' Stock Market Performance? — An Empirical Study from China[J]. *Sustainability*,

2019,11(7):47-65.

[6] FATEMI A , FOOLADI I , TEHRANIAN H . Valuation effects of corporate social responsibility[J]. Journal of Banking & Finance, 2015, 59(10) : 182-192.

[7] HAIDER Z A , LIU M , WANG Y , et al. Government ownership, financial constraint, corruption, and corporate performance: International evidence [J]. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 2018, 53(3) : 76-93.

[8] LEONG C K , YANG Y C . Constraints On " Doing Good" : Financial Constraints and Corporate Social Responsibility[J]. Finance Research Letters, 2020:101-121.

[9] 白重恩,刘俏,陆洲,等. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究, 2005(2) :81-91.

[10] 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.

[11] 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.

[12] 李维安,郝臣,崔光耀,等. 公司治理研究40年:脉络与展望 [J]. 外国经济与管理, 2019, 41(12) :162-186.

[13] 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(3) :108-123.

[14] 秦颖,武春友,翟鲁宁. 企业环境绩效与经济绩效关系的理论研究与模型构建[J]. 系统工程理论与实践, 2004(8) :111-117.

[15] 王化成,袁益政,黄磊. Tobin Q反映了公司价值吗? ——基于中国资本市场的经验证据[C]// 中国数量经济学会. 中国数量经济学会, 2006.

[16] 王小鲁,胡李鹏,樊纲. 中国分省份市场化指数报告[M]. 北京:社会科学文献出版社, 2021.

[17] 王欣,徐岩. 论北京地区上市公司环境绩效对经济绩效的影响[J]. 现代商贸工业, 2010(23) :110-111.

[18] 徐明瑜,刘灿灿,胡益翔,等. 上市公司 ESG表现对企业价值影响的实证研究——以 A股上市公司为例[J]. 中国资产评估, 2021(7) : 27-37.

[19] 袁业虎,熊笑涵. 上市公司 ESG表现与企业绩效关系研究——基于媒体关注的调节作用[J]. 江西社会科学, 2021, 41(10) :68-77.

[20] 张琳,赵海涛. 企业环境、社会和公司治理(ESG)表现影响企业价值吗? ——基于 A股上市公司的实证研究[J]. 武汉金融, 2019(10) :36-43.

[21] 张弛,张兆国,包莉丽. 企业环境责任与财务绩效的交互跨期影响及其作用机理研究[J]. 管理评论, 2020(2) :76-89.

[22] 张会丽,陆正飞. 现金分布、公司治理与过度投资——基于中国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察[J]. 管理世界, 2012(3) : 141-150.

Research on the Influence of ESG Performance on Corporate Performance of Listed Companies

WU Kangmin

Abstract: Under the background of the current domestic commitment to realize low-carbon and green development transformation, whether enterprises can improve enterprise performance through their own performance of ESG is of great practical significance to promote the realization of high-quality development. To select panel data of China's A-share listed companies from 2010 to 2020 to empirically analyze the impact of ESG performance on enterprise performance, and discuss it according to the degree of regional marketization and the differences in the nature

of enterprise property rights. The results show that ESG performance on the whole promotes the financial performance of enterprises. Afterwards, the data are divided into eastern, central and western regions according to geographical regionalization and degree of marketization. Compared with the western regions, the eastern and central regions with a higher degree of marketization have better ESG performance, which can effectively promote the improvement of enterprise performance. The analysis results according to the differences in the property rights of enterprises show that ESG performance has a more obvious promoting effect on the performance of non-state-owned enterprises compared with state-owned enterprises. Finally, companies above the median ESG rating pay more attention to social responsibility and corporate governance, and their financial performance is significantly improved as a result. In contrast, companies below the median rating show a lack of emphasis on ESG and weak corporate performance, which is significantly lower than those with high ESG performance.

Keywords: ESG performance; enterprise performance; the nature of the property right of the enterprise; regional marketization

(责任编辑：李 叶)