

摘要

近年来，随着各国不断地推进和实施可持续发展、绿色发展战略，企业在环境责任、社会责任、公司治理方面的表现（ESG）备受社会公众关注，ESG 责任投资也逐渐兴起，与此同时各国政府及监管部门也在不断地引导企业进行 ESG 实践。目前学者们对于企业承担 ESG 责任是否能够提升财务绩效有争议。在此背景下，本文立足于我国基本国情，尝试围绕企业 ESG 表现是否影响财务绩效这一议题展开研究分析。

本文首先梳理了过往有关环境责任、社会责任、公司治理三个细分维度和 ESG 表现总体维度对财务绩效影响的文献等，并进行文献述评，找出了现有文献的不足，并在此基础上提出了具体的研究方向。接着本文梳理了有关企业环境责任、社会责任和公司治理表现影响财务绩效的基础理论，即利益相关者理论、资源依赖理论、委托代理理论，并基于这些理论展开基础理论分析和中介机制分析，提出了研究假设。最后本文基于 A 股 3819 家上市公司 2009 年至 2021 年的财务数据以及国内评级机构所做出的 ESG 评级数据，通过实证检验了企业 ESG 表现对财务绩效的影响及中介机制等。

研究表明：企业 ESG 细分维度表现和总体维度表现均对财务绩效有显著的正向影响，但细分维度 E、S、G 表现对于 ESG 表现影响财务绩效的贡献不尽相同，公司治理 G 表现贡献最大，社会责任 S 表现次之，环境责任 E 表现最小；中介机制检验表明企业 ESG 表现可以通过缓解融资约束、降低代理成本、提高研发创新水平来提升财务绩效。进一步地发现，企业 ESG 表现对财务绩效的影响存在产权异质性和行业污染属性异质性，相比较国有企业，非国有企业 ESG 表现对财务绩效的影响更大，相比较重污染行业企业，非重污染行业企业对 ESG 表现财务绩效的影响更大。本文研究结论为我国企业进行 ESG 实践、为投资者注重 ESG 责任投资、为政府及监管部门加快完善 ESG 相关政策制度提供了证据支持。

关键词：ESG 表现、财务绩效、中介机制

Abstract

In recent years, as countries continue to promote and implement sustainable development and green development strategies, corporate performance in environmental responsibility, social responsibility and corporate governance (ESG) has attracted public attention and ESG responsible investment has gradually emerged, while governments and regulators in various countries have been guiding companies to engage in ESG practices. At present, scholars have debated whether ESG responsibility can improve financial performance. In this context, based on China's basic conditions, this paper attempts to analyze the issue of whether ESG performance affects financial performance.

Firstly, this paper reviews the previous literature about the impact of the three sub-dimensions of environmental responsibility, social responsibility and corporate governance and the overall dimension of ESG performance on financial performance, and then reviews the literature to find out the shortcomings of the existing literature, and proposes specific research directions on this basis. Then this paper conducts basic theoretical analysis and intermediary mechanism analysis based on stakeholder theory, resource dependence theory, and principal-agent theory, and proposes the research hypothesis. Finally, based on the financial data of 3819 A-share listed companies from 2009 to 2021 and ESG rating data made by domestic rating agencies, this paper tests the impact of corporate ESG performance on financial performance and intermediary mechanism through empirical analysis.

The result shows that both the sub-dimension performance and the overall dimension performance of corporate ESG have a significant positive impact on the financial performance, but the contribution of E, S and G to the financial performance is not the same. The contribution of G performance is the largest, followed by S performance and E performance is the least. Intermediary mechanism test shows that corporate ESG performance can improve financial performance by alleviating financing constraints, reducing agency costs, and improving R&D level. Further, it is found that there is heterogeneity in property rights and industry heterogeneity in the impact of corporate ESG performance on financial performance. Compared with state-owned enterprises, ESG performance of non-state-owned enterprises has a greater impact on the financial performance of ESG, and compared

with enterprises in heavily polluting industries, enterprises in non-polluting industries have a greater impact on the financial performance of ESG. The conclusions of this paper provide evidence support for Chinese enterprises to conduct ESG practices, for investors to focus on ESG responsible investment, and for the government and regulatory authorities to accelerate the improvement of ESG related policies.

Key words: ESG performance, financial performance, intermediary mechanism

目录

| | |
|----------------------------|-----------|
| 1. 绪论 | 1 |
| 1.1 研究背景..... | 1 |
| 1.2 研究意义..... | 2 |
| 1.3 研究内容及研究方法..... | 3 |
| 1.3.1 研究内容..... | 3 |
| 1.3.2 研究方法..... | 5 |
| 1.4 创新与不足..... | 5 |
| 1.4.1 可能的创新点..... | 5 |
| 1.4.2 不足之处..... | 5 |
| 2. 文献综述 | 7 |
| 2.1 环境责任与财务绩效..... | 7 |
| 2.2 社会责任与财务绩效..... | 9 |
| 2.3 公司治理与财务绩效..... | 11 |
| 2.4 ESG 表现与财务绩效..... | 13 |
| 2.5 ESG 表现影响财务绩效的中介机制..... | 15 |
| 2.6 文献总结述评..... | 16 |
| 3. 理论分析与研究假设 | 18 |
| 3.1 基础理论分析与研究假设..... | 18 |
| 3.2 中介机制分析与研究假设..... | 22 |
| 4. 实证研究 | 26 |
| 4.1 数据来源与变量设定..... | 26 |
| 4.1.1 数据来源..... | 26 |
| 4.1.2 变量设定..... | 26 |
| 4.2 模型设定..... | 31 |
| 4.2.1 基准模型..... | 31 |
| 4.2.2 中介机制模型..... | 32 |
| 4.3 实证结果分析..... | 33 |

| | |
|---------------------------|-----------|
| 4.3.1 描述性统计 | 33 |
| 4.3.2 基础回归结果与分析 | 35 |
| 4.3.3 中介机制回归结果与分析 | 38 |
| 4.3.4 异质性分析 | 42 |
| 4.3.5 稳健性检验 | 45 |
| 4.4 本章小结 | 52 |
| 5. 研究结论与政策建议 | 54 |
| 5.1 研究结论 | 54 |
| 5.2 政策建议 | 54 |
| 参考文献 | 56 |
| 后记 | 66 |
| 致谢 | 68 |

1. 绪论

1.1 研究背景

进入二十世纪以来，全球经济高速发展，与此同时由于经济高速发展所带来的负面影响也越来越严重，全球面临着环境污染、气候变暖、资源枯竭等严峻挑战。另一方面，许多企业过度追求股东利益最大化，损害了与企业利益相关方的利益，造成了许多社会负面影响。经济发展与环境、社会之间的矛盾愈发凸显。社会各界逐渐开始关注企业在社会责任上的表现（CSR），逐渐形成了“责任投资”，即投资者在选择企业时不仅会考虑企业财务绩效也会关注企业社会责任表现。

ESG 是环境(Environment)、社会 (Social)、公司治理(Governance)三个维度的缩写，ESG 理念起源于企业社会责任（CSR），是对 CSR 的进一步延伸，是一种新的可持续发展理念，两者不同之处在于 CSR 更注重对企业在社会和环境责任上的评价，而 ESG 在此基础上融入了对公司治理的评价（Gillan et al., 2021）。对应的 ESG 责任投资理念是一种关注企业在环境责任、社会责任和公司治理上的表现，强调企业环境效益、社会效益和经济效益协同性的投资理念，由此便产生了 ESG 评级，不同于传统意义上对于企业财务绩效的评价，它是一种关注企业在环境责任、社会责任和公司治理表现上的综合评价标准。在二十一世纪，ESG 责任投资理念进入了快速发展的阶段。在 2005 年，联合国将 ESG 责任投资理念纳入到投资管理和委托责任的范畴，并在 2006 年建立了联合国责任投资原则组织（UN-PRI），进一步地促进投资者 ESG 责任投资。截止到 2021 年，全球已有 3800 多家机构签约加入到 UN-PRI，签署方管理资产达到了 120 万亿美元以上¹。根据《中国责任投资年度报告 2020》，截止到 2020 年 10 月末，A 股共有 52 只泛 ESG 指数在沪深交易所发布，49 家基金管理公司累计发布泛 ESG 公募基金 127 只，基金管理规模达到 1209 亿元。在上述所说 52 只泛 ESG 指数中，大部分优选类 ESG 指数近三年年化

¹ UN-PRI, <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>

收益率和波动率优于其他对标的指数和主题类 ESG 指数，也体现出 ESG 责任投资策略的稳定性较好。

ESG 责任投资在资本市场上取得了良好的表现，这也直接地助推了监管部门将 ESG 因素纳入到公司监管范畴的进程。如 2018 年 9 月，由证监会发布的《上市公司治理准则》修订版一文中明确要求国内上市公司要对环境、社会和公司治理方面的信息进行披露。2019 年 12 月，港交所发布《ESG 报告指引咨询总结》和《发行人披露 ESG 常规情况的审阅报告》，并且还发布了新版的《ESG 报告指引》。2020 年 9 月，由深交所发布的《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法（2020 年修订）》一文中首次将 ESG 相关信息披露与企业评级联系在一起。

为什么政府要提倡 ESG 理念？为什么监管部门要求上市公司披露 ESG 信息？一方面是为了规范且丰富上市公司信息披露，减少企业与投资者之间的信息不对称，另一方面究其本质是政府和监管部门通过提倡 ESG 理念和规范 ESG 信息披露来带动 ESG 责任投资，试图让企业自发地进行 ESG 实践，以致于将企业负的外部效应转化为内部成本，从而达到运用市场手段促使经济可持续发展的作用，而这也与国家可持续发展、绿色发展等战略高度契合。在 ESG 责任投资理念的兴起的背景下，企业良好的 ESG 表现或许会吸引投资者进而提升了企业的市场价值，然而本文的出发点是从企业经营层面去探究企业良好的 ESG 表现是否对财务绩效有影响，如果有影响则更进一步地挖掘这种影响是通过什么中介机制来实现的。

1.2 研究意义

本文所做研究的理论意义在于：（1）在企业 ESG 表现和财务绩效的关系研究中做了一些边际贡献。ESG 理念是一个新兴的概念，它是对企业社会责任（CSR）的进一步拓展，目前国内外过往的文献主要集中在企业社会责任（CSR）对财务绩效的影响，而对于 ESG 的研究相对较少，而本文实证检验了企业 ESG 表现细分维度和总体维度对财务绩效的影响，为这一领域做出了边际贡献。（2）在企业 ESG 表现影响财务绩效的中介机制研究中做了一些边际贡献。目前国内外过往文献对于 ESG 表现影响财务绩效的中介机制研究少

之又少，本文实证检验发现了三个可能有效的中介变量，为这一领域做出了边际贡献。

本文所作研究的现实意义在于：（1）对于企业而言，本文研究结论支持企业在 ESG 上积极表现，为企业推进 ESG 实践提供了内在动力。即企业积极推进 ESG 实践是可以对企业财务绩效起到正向影响，进而实现各方互利共赢、经济发展的可持续。（2）对于投资者而言，本文研究结论可以给与投资者一定的启示。ESG 表现良好的企业会有内在的价值创造源动力，进而投资 ESG 表现良好的企业将可能获得更高的投资回报。投资者主动地将 ESG 责任投资理念纳入到投资体系框架中也会间接引导企业在 ESG 上做出良好的表现。（3）政府以及监管部门应当为企业提升 ESG 表现上营造良好的制度环境。政府应积极地倡导 ESG 理念，监管部门应当制定统一的 ESG 信息披露标准，并逐渐地强制企业披露 ESG 信息，以此来规范企业 ESG 信息披露范围和提升企业 ESG 信息披露质量。

1.3 研究内容及研究方法

1.3.1 研究内容

本文内容分为五个部分：

第一部分为绪论。绪论部分是对整篇文章的一个简要概括，主要从研究背景、研究意义、研究内容和方法、可能的创新点与不足之处四部分对本文进行介绍。

第二部分为文献综述。文献综述部分主要梳理了有关环境责任、社会责任、公司治理三个子维度和 ESG 表现总体维度对财务绩效影响以及中介机制的文献，并进行文献述评，提出本文主要研究内容。

第三部分为理论分析与研究假设。基础理论分析部分梳理了有关企业 ESG 表现细分维度 E、S、G 影响财务绩效的基础理论，包括利益相关者理论、资源依赖理论、委托代理理论，中介机制分析部分论述了企业 ESG 表现影响财务绩效的三个可能的渠道，并且基于以上分析提出了研究假设。

1.3.2 研究方法

(1)文献研究。本文围绕企业 ESG 表现与财务绩效进行文献梳理,总结现有文献局限性和不足,从而提出要研究的相关问题,接着梳理了有关企业环境责任、社会责任和公司治理表现影响财务绩效的基础理论等,为后续的研究假设、实证研究做铺垫。

(2)实证研究。本文在基础理论与中介机制分析基础上,提出研究假设,并利用公开数据,构建固定效应模型和中介机制模型,实证分析检验企业 ESG 表现对财务绩效的影响以及中介机制等,从而得出研究结论。

1.4 创新与不足

1.4.1 可能的创新点

第一,本文分别实证检验了 ESG 表现细分维度和总体维度对财务绩效的影响,在发现企业 ESG 表现细分维度和总体维度对财务绩效有显著正向影响的基础上,进一步去研究企业 ESG 表现对财务绩效的影响主要是由哪个细分维度贡献的。结果表明:公司治理 G 表现对这种影响的贡献较大,而环境责任 E 表现和社会责任 S 表现对这种影响的贡献较小,并给出了合理的解释。

第二,本文尝试从理论上挖掘企业 ESG 表现是通过何种中介机制来影响财务绩效,并基于现有样本实证检验发现了几个可能的作用于 ESG 表现与财务绩效关系之间的中介变量。结果表明:企业 ESG 表现可以通过缓解融资约束、降低代理成本、提高研发创新水平来提升财务绩效。

1.4.2 不足之处

第一,本文研究重点放在企业 ESG 表现是通过何种中介机制来影响财务绩效,对于中介变量的推论与选取具有很强的主观性,同时也存在客观上的不足,即是企业 ESG 表现与财务绩效之间可能存在很多条中介传导路径,而本文只检验了几条可能的中介传导路径,研究不够全面。

第二,模型设定可能存在遗漏变量的问题,例如模型可能没有考虑到其他对财务绩效有影响的变量,因而没有加以控制,此外由于模型设定和估计

方式的问题，模型也可能忽略了一些不可观测的个体异质性，进而可能会导致出现内生性相关的问题。

2. 文献综述

2.1 环境责任与财务绩效

环境责任是企业需要履行的一种社会责任（CSR），而在 ESG 理念框架下，环境责任（E）被分离出来与狭义的社会责任（S）以及公司治理（G）组成 ESG 的细分维度。企业社会责任（CSR）中的环境责任较早就已经被很多学者关注，并且就企业是否应当承担环境责任这一问题存在争议，而国内外学者研究所得结论也不尽相同。

有文献研究结论支持企业环境责任表现对财务绩效有正向影响。如陈春莲（2015）以国内钢铁行业上市公司为样本，实证分析了企业环境信息披露、环境责任表现对于财务绩效的影响。结果表明：环境信息披露与企业财务绩效不相关，而环境责任表现与财务绩效正相关。杨霞等（2017）基于组织生态学理论、公司治理理论和产权理论，通过实证分析验证了农业企业环境责任表现对财务绩效有显著的正相关性，并且这种关系有产权异质性，即是国有企业的环境责任表现对财务绩效的影响小于非国有企业。吴昊洲和刘琦（2018）基于利益相关者理论，通过实证研究发现我国化工行业企业环境责任表现对财务绩效有显著的正向影响，并且媒体关注度起到了中介作用。同样的，许慧和张悦（2020）基于利益相关者理论和生命周期理论，实证研究发现企业环境责任表现对财务绩效有显著的正向影响，这种正向影响在不同阶段的企业表现有所不同，处于成熟期的企业环境责任表现对财务绩效影响效应显著大于处于成长期的企业。谢运生（2022）基于竞争优势理论和信号传递理论，实证研究发现我国煤炭行业企业环境责任表现对财务绩效有显著的正向影响，并且企业规模起到了负向调节效应，企业规模越大，这种正向影响越弱。Dalina et al.（2015）以罗马尼亚布加勒斯特证券交易所上市的企业为样本，实证研究发现环境责任表现越好的企业财务绩效水平越高。Shahzad and Okere（2020）以尼日利亚制造企业为样本，实证研究发现环境责任表现越好的企业会有更高的盈利水平。Zhang and Ouyang（2021）基于自然资源基础观，实证研究发

现企业环境责任表现对财务绩效有正向影响，且企业声誉起到了部分中介作用。

也有文献研究结论发现企业环境责任表现与财务绩效之间存在着相互影响的情况。张长江等（2016）基于可持续发展理论、“波特假说”等，实证研究发现我国重污染行业企业环境责任表现与财务绩效之间存在着交互影响，即是当期财务绩效对环境责任表现有正向影响，当期环境责任表现也会对当期财务绩效有正向影响，且这种影响有滞后正向效应，但不显著。不同的是张弛等（2020）基于利益相关者理论和信号传递理论等，实证研究发现企业环境责任表现对当期财务绩效影响不显著，但对滞后一期、两期财务绩效的影响更为显著，而企业当期财务绩效对环境责任表现有显著的正向影响，但这种影响不具有滞后效应。

还有文献基于动态视角，研究企业环境责任表现与财务绩效之间的关系。短期来看，企业承担环境责任可能对财务绩效呈负向影响或者影响不显著，长期来看，企业坚持承担环境责任对财务绩效有明显的促进作用。如吕靖焯和韩珂（2020）以国内煤炭上市企业为样本，运用 DID 模型实证检验了不同的环境约束下企业环境责任表现对财务绩效的短期和长期影响。研究表明：在较强的环境约束下，企业环境责任表现对短期的财务绩效有显著的负向影响，而对长期的财务绩效有显著的正向影响。段俊宇和邝嫦娥（2021）基于利益相关者理论、信息不对称理论，实证研究发现企业当期的环境责任表现对当期的财务绩效有显著的负向影响，但滞后一期的环境责任表现对当期财务绩效有显著的正向影响，企业提高环境责任表现有利于长期的发展。类似的，张玉和王世进（2021）研究结果也表明企业环境责任表现对财务绩效有长期的正向影响。

不乏有文献研究结论表明企业环境责任表现与财务绩效之间不相关或负相关。如陈晶璞和李艳萍（2014）通过实证研究发现企业环境责任表现与财务绩效之间的关系不显著，但他们认为这不能说明环境管理投资会恶化财务绩效，相反这是因为目前传统的环境末端治理在环境管理中仍占据主导，从而导致企业环境责任表现对财务绩效影响不显著。Han et al.（2016）以韩国上市企业 2008-2014 年的财务数据和 ESG 评分为样本，考察了企业社会责任（广

义上的企业社会责任包含环境责任)与企业利润之间的关系。研究发现:环境责任表现与财务绩效呈负相关。

2.2 社会责任与财务绩效

企业社会责任观念最初萌发于上世纪初的美国,倡导企业不仅要为股东利益承担责任,还要兼顾企业其他的利益相关者。有关企业是否应当承担社会责任的争论持续了很长时间,而国内外学者关于企业承担社会责任(S)对于财务绩效影响的研究结论呈现多样化,但大部分研究结论均支持企业社会责任表现与财务绩效之间呈正相关关系,少部分结论支持负相关或不相关(Allouche and Laroche, 2005; Margolis and Elfenbein, 2007; Beurden and Gssling, 2008)。

有文献研究结论支持企业社会责任表现对财务绩效有正向影响。如杨海治(2019)、查德文(2021)均通过实证研究发现了企业社会责任表现对财务绩效有显著的正向影响,产权性质起到了调节效应。陈承等(2019)基于信号传递理论,实证研究发现企业社会责任的产出信息披露水平对财务绩效有显著的正向影响,但地区制度环境会产生负向调节效应。杨威(2020)基于高层梯队理论,实证研究发现企业社会责任表现对财务绩效有良好的促进作用,并且管理层特征起到了调节效应。杨姗姗(2020)研究表明企业社会责任表现对财务绩效有显著的正向影响,并且从公司治理层面分析了对这种影响的调节效应。黄振林和唐伟(2022)基于资源稀缺性假设,实证研究检验了社会责任履行效率和财务绩效之间的关系,结果表明:企业社会责任履行效率越高,财务绩效越好。Surroca et al.(2010)以28个国家599家公司数据为样本,实证研究发现企业社会责任表现对财务绩效有显著影响,但这种影响是完全依赖企业无形资源,即是企业无形资源起到全部的中介效应。Ali et al.(2020)以在巴基斯坦证券交易所上市的200多家企业为样本,实证研究发现企业承担社会责任对财务绩效有促进作用,并且企业形象和客户满意度起到了部分中介效应。

也有文献研究结论支持企业社会责任表现与财务绩效之间是交互影响的关系。如周佳(2008)基于利益相关者理论,通过实证检验发现了企业社会责

任表现对财务绩效有显著的正向影响，并且两者互为因果，交互影响。同样的，陶文杰和金占明（2012）研究发现企业社会责任表现与财务绩效之间互相影响，此外媒体关注度在社会责任表现对财务绩效影响中起到部分中介效应，在财务绩效对社会责任表现影响中起到完全中介效应。类似的有张兆国等（2013）研究结果表明当期的社会责任表现对后期的财务绩效有显著的促进作用，且当期财务绩效对当期的社会责任表现也有显著的促进作用。尹开国等（2014）表明当期社会责任表现与当期财务绩效互相影响，在考虑了内生性的情况下依然成立，此外滞后一期社会责任表现也对当期财务绩效呈正向且显著的影响。

还有文献基于动态视角，研究企业社会责任表现与财务绩效之间的关系。短期来看，企业承担社会责任可能会对财务绩效起到负向的影响或者影响不显著，长期来看，企业承担社会责任对财务绩效有良好的促进作用。如温素彬和方苑（2008）基于利益相关者理论，实证研究表明企业承担对大多数利益相关者的社会责任会对当期财务绩效产生负面影响，但长期来看，企业坚持承担社会责任对财务绩效有显著的正向影响。而张兰霞等（2011）则表明企业财务绩效既受到当期的社会责任表现影响，也受到滞后的社会责任表现影响，并且存在行业、企业规模异质性。李百兴等（2018）基于“波特假说”，实证检验了重污染行业企业承担社会责任对财务绩效的影响。结果表明：企业的社会责任表现对当期和近期的财务绩效无明显的影响，但会显著提高长期的财务绩效。Maqbool and Bakr（2019）以印度企业上市公司为样本，实证检验了企业社会责任表现与财务绩效之间的曲线关系。研究表明：企业社会责任表现与财务绩效之间存在 U 形关系。短期内企业承担社会责任对财务绩效不会有促进作用，而企业长期承担社会责任会对财务绩效有显著的促进作用，因此企业应当长期投入资源承担社会责任。郑培等（2020）实证研究发现企业当期的社会责任表现对当期财务绩效有正向影响但不显著，滞后一期社会责任表现对财务绩效有显著的正向影响。进一步，企业信息披露意愿、所处经济周期、股权性质起到了调节效应。

不乏有文献研究结论支持企业社会责任表现与财务绩效之间不相关或呈负相关关系。Friedman（1970）认为企业承担社会责任会占用和消耗企业的资源，增加了企业的成本，从而对财务绩效产生负向的影响。李建升和林巧燕

(2007)指出企业承担社会责任不一定会促进财务绩效, 承担社会责任转化为财务绩效需要一定的条件, 如社会责任市场、公平的竞争环境以及承担社会责任的方式。Han et al. (2016)以韩国上市企业 2008- 2014 年的财务数据和 ESG 评分为样本, 考察了企业社会责任表现与财务绩效之间的关系。研究发现: 企业社会责任表现与财务绩效之间呈不相关关系。

除此之外, 有文献对企业社会责任进行拆分, 在子维度探讨企业社会责任表现与财务绩效之间的关系。如朱金凤和杨鹏鹏(2009)以国内上市企业为样本, 通过实证研究表明企业承担对政府和债权人的责任能够显著地提高财务绩效, 而承担对员工、供应商的责任则会对财务绩效产生负向影响。不同的是, 唐方圆和陈秋霞(2021)基于利益相关者理论, 以国内药企为样本实证检验对各利益相关者承担责任影响财务绩效的情况。研究发现: 承担对股东、环境的社会责任能够提升财务绩效, 承担对政府、债权人和消费者的社会责任会对财务绩效产生负向影响, 而承担对员工的社会责任不会影响财务绩效。

2.3 公司治理与财务绩效

目前国内外学者普遍将公司治理分为内部公司治理和外部公司治理两方面。内部治理主要由内部治理机制来实现, 内部公司治理机制主要包括: 董事会层面如董事会结构、董事会独立性和两职兼任、独立董事比例; 监事会层面如监事会规模; 股权结构层面如股权集中度、机构投资者持股等; 高级管理人员层面如高管持股、高级管理人员薪酬、股权激励等。外部的公司治理则是通过外部治理机制来实现, 包括外部竞争市场、外部并购市场、法律制度、对中小股东保护机制等。根据委托代理理论, 良好的公司治理表现可以缓解代理问题, 从而对企业财务绩效有良好的促进作用。回顾过往有关文献, 发现大多数文献是从内部治理角度来探究公司治理对财务绩效的影响, 而对于公司治理表现的考察角度不同、度量方式不同, 得出的结论也不尽相同。

有文献从单个或多个公司治理因素来分析公司治理表现与财务绩效的关系。如于东智和池国华(2004)认为企业董事会规模和财务绩效之间存在着倒 U 关系, 即董事会规模超过某个临界值之前, 董事会规模与财务绩效之间是正相关关系, 超过临界值之后, 董事会规模与财务绩效之间是负相关关系。江

永众和熊平（2006）以沪深上市企业为样本，实证检验了公司内部治理与财务绩效之间的关系。结果表明：较大的董事会规模、较高的高管薪酬、较高的股权集中度对财务绩效有显著的提升作用，而独立董事比例和监事会规模对财务绩效影响不显著。Cornett et al.（2007）研究表明企业的机构投资者持股比例和机构投资者数量与财务绩效之间存在显著的正相关关系。谢芳（2011）实证分析检验了公司治理主要因素对中小企业财务绩效的影响。结果表明：公司股权结构对财务绩效有显著的正向影响，董事会独立性对财务绩效影响不显著，对管理层的股权激励对财务绩效有显著的正向影响。王云平（2011）以港口和航运上市公司为样本，实证研究发现较好的治理结构能对财务绩效有促进作用，具体来说较高的董事会规模、股权集中度、高管薪酬能显著地提高财务绩效水平，其中股权集中度影响效应最大。王雪等（2017）以沪市上市企业为样本，实证检验了公司治理的三个细分维度对于企业财务绩效的影响。结果表明：较高的独立董事比例和管理层持股比例能显著地促进财务绩效，而董事会独立性与财务绩效之间呈显著的不相关。孙锐（2018）以沪深上市公司为样本，实证研究得出较高的董事会独立性、股权集中度、高管薪酬能显著地提高财务绩效，此外公司内控制度的质量与财务绩效也呈现显著的正相关关系。张劲松和张含笑（2021），杨雪丹（2021）均从高管薪酬激励角度来研究公司治理对企业财务绩效的影响，结果表明提高高管薪酬或对其进行股权激励均有助于提高企业财务绩效。

也有文献通过构建公司治理指数，全面地去考察公司治理表现与财务绩效的关系。如南开大学课题组（2004）通过构建公司治理指数，实证研究发现股权结构是影响公司治理水平的重要因素，良好的公司治理水平会带来更高的财务绩效。同样的，叶陈刚等（2016）也通过构建公司治理指数来反映企业的治理水平，实证研究表明公司治理水平对财务绩效有显著的正向影响，此外内控制度的质量也会对财务绩效有显著的促进作用，但这种促进作用存在产权异质性。

2.4 ESG 表现与财务绩效

ESG 表现是对企业环境责任、社会责任、公司治理表现的综合考量，基于前文所述企业环境责任、社会责任、公司治理表现与财务绩效之间的关系，可以推出 ESG 表现与企业财务绩效之间也应该存在关系。对于这一点，Friede et al. (2015) 汇总了 2200 项独立的实证研究的结果，其中 90% 的实证结果为企业 ESG 表现和财务绩效之间呈非负的相关关系，并且绝大部分研究表明两者之间呈较强的正相关关系，并且随着时间推移，企业 ESG 表现对财务绩效的正向影响越明显。

有文献研究结论支持企业 ESG 表现对财务绩效有正向影响。国内的如张琳和赵海涛 (2019) 以 A 股上市公司为研究对象，实证考察了企业 ESG 表现与企业价值之间的关系。研究结果显示：企业良好的 ESG 表现能够显著地提高公司价值；并且产权性质、企业规模、行业性质起到了调节作用，相比较国有企业，非国有企业 ESG 表现提升企业价值的效应更明显，相比较规模较大的企业，规模较小的企业 ESG 表现对于企业价值的提升效应更明显，相比较污染行业的企业，非污染行业的企业 ESG 表现对于企业价值的提升效应更明显。任紫娴等 (2021) 以 a 股重污染行业上市公司为样本，分别从环境责任、社会责任、公司治理三个维度检验对财务绩效的影响。研究结果显示：环境责任、社会责任、公司治理均对企业财务绩效代理变量 EVA (经济增加值) 有显著的影响，从而说明企业 ESG 对财务绩效有显著的正向影响。刘云波和唐仁娜 (2021) 指出 ESG 表现好的企业会面临更少的因环境责任、社会责任、公司治理问题导致的诉讼和监管风险事件，从而会具有更低的系统性风险。所以企业 ESG 表现可以通过降低系统性风险 (CAPM 模型中 β 降低) 和非系统性风险的改善 (企业盈利能力提升) 来影响企业价值。国外的如 Chelawat and Trivedi (2016) 以印度上市企业为样本，实证检验了企业环境责任、社会责任和公司治理表现 (ESG) 对财务绩效的影响。结果显示：企业良好的 ESG 表现对财务绩效有明显的促进作用。Velte (2017) 以德国上市公司为样本，实证研究发现企业 ESG 表现对 ROA 有显著的正向影响，而企业 ESG 表现对托宾 Q 的影响不显著。此外 ESG 细分维度中，公司治理 (G) 对财务绩效影响最大。Lucia et al. (2020) 以欧洲企业为样本，实证研究发现企业 ESG 表现与

ROA 和 ROE 之间存在显著的正相关关系，即是企业良好的 ESG 表现能显著提高财务绩效。Nisar et al. (2021) 以英国富时 350 指数成分企业为样本，实证研究发现企业 ESG 表现对财务绩效有显著的正向影响，而 ESG 分维度表现对财务绩效影响不相同，此外企业规模在 ESG 绩效与公司财务绩效之间起到了调节作用。Michał et al. (2022) 以波兰的企业为研究对象，实证检验波兰能源部门企业的环境责任、社会责任和公司治理表现 (ESG) 对财务绩效的影响。结果表明企业 ESG 表现能显著提高 ROA、ROE 等财务绩效指标。

也有文献研究结论表明企业 ESG 表现与财务绩效之间存在着交互影响。如李晚秋 (2022) 以国内上市公司为研究对象，实证检验了企业 ESG 表现与财务绩效之间互为的因果关系。研究结果表明：当期和滞后一期的 ESG 表现均对财务绩效有显著的正向影响，而且企业财务绩效水平也会促进企业 ESG 表现，但存在滞后性。

还有文献基于动态视角，研究企业 ESG 表现与财务绩效的关系。如 Kuo et al. (2021) 跟踪了全球 30 家航空公司 5 年的环境、社会和治理 (ESG) 表现指标和财务绩效，研究得出：企业 ESG 表现短期内会使航空公司的资产收益率呈现下降趋势，长期则对财务绩效有明显的促进作用。崔京华和赵博雅 (2022) 以 A 股非金融类企业为样本，实证研究发现企业当期 ESG 表现总体维度和细分维度均对当期财务绩效有显著的正向影响，并且企业 ESG 表现对财务绩效有滞后影响，即当期 ESG 表现对超前两期的财务绩效也有正向影响。不同的是伊凌雪等 (2022) 以 A 股上市公式为样本，实证检验企业 ESG 表现与企业价值之间的相关关系。实证结果显示：当期企业 ESG 表现对企业价值有显著的负向影响，而滞后三期的 ESG 表现对企业价值有显著的正向影响。因此长期来看，企业 ESG 表现对企业价值有滞后的促进作用。

此外，也有文献支持企业 ESG 表现与财务绩效之间不相关或负相关。如 Saxena and Singh (2016) 对印度 NIFTY 50 成分企业为样本，实证研究发现企业 ESG 表现与财务绩效无显著的相关关系。Atan et al. (2018) 以马来西亚 54 家公司为样本，研究发现企业 ESG 表现与盈利能力 ROE 和公司价值托宾 Q 无显著的相关关系。Eduardo and Javier (2019) 以拉丁美洲 (巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁) 的 104 家跨国公司的数据为样本，研究发现企业 ESG 表现总体维度和细分维度均与财务绩效呈显著负相关。Frank et al. (2021) 实

证检验了日本企业 ESG 表现与财务绩效的关系，结果微弱地表明了 ESG 表现（合并维度或者细分维度）对财务绩效的几个会计指标均产生负面的影响。

2.5 ESG 表现影响财务绩效的中介机制

国内外学者在研究发现企业 ESG 表现对财务绩效有正向影响之后，也开始进一步地研究这种影响背后的机制，研究这种中介机制可以更好地将相关理论整合串联起来，从而可以使得企业 ESG 表现与财务绩效之间的关系更突出、更为清晰明了。目前国内外已有相关文献研究表明了企业 ESG 表现影响财务绩效的相关中介机制。

多数文献单是基于一个角度去研究企业 ESG 表现对财务绩效（会计绩效如 ROE、ROA 等）影响的中介机制。例如有文献研究结论支持企业创新在企业 ESG 表现对财务绩效的影响中发挥了中介作用。如李井林等（2021）以沪深 A 股上市企业为样本，实证检验企业 ESG 表现对财务绩效的影响以及企业创新的中介效应。结果表明：企业 ESG 对财务绩效有显著的正向影响，并且企业创新在 ESG 表现总体维度和细分维度对财务绩效的影响中都起到了中介效应。同样的，唐玮等（2022）以 A 股上市企业为样本，实证检验了企业 ESG 表现与财务绩效之间的相关关系及中介机制。实证结果显示：企业 ESG 表现对财务绩效有显著的正向影响，而企业研发创新投入在企业 ESG 表现影响财务绩效中发挥了部分中介效应。Salim et al.（2021）以 2005-2019 年 115 家英国和 90 家德国企业为样本，研究发现，绿色创新在企业 ESG 表现对财务绩效的影响中起到了完全中介效应。也有文献研究结论支持企业经营风险在企业 ESG 表现对财务绩效的影响中发挥了中介作用。如李钢（2020）以沪深 300 成分股为样本，实证检验了企业 ESG 表现与财务绩效之间的关系以及中介机制。结果表明：企业 ESG 表现对财务绩效有显著的正向影响，中介机制检验表明企业 ESG 能够通过降低企业经营风险来提升财务绩效。此外，有文献研究结论支持媒体关注度在企业 ESG 表现对财务绩效的影响中发挥了中介作用。如李江涛和潘移江（2022）以 A 股医药行业企业为样本，实证检验企业 ESG 表现对财务绩效的影响以及媒体关注度的中介效应。实证结果显示：企业 ESG

表现对财务绩效有显著的提升作用，企业 ESG 表现能够通过提高媒体的关注度来提升财务绩效。

有文献基于现金流贴现模型，从估值的角度去研究企业 ESG 表现对财务绩效（市场指标如企业价值、托宾 Q 等）影响的中介机制。Guido et al. (2019) 基于标准贴现现金流模型中的三种传输渠道（现金流渠道、特质风险渠道和估值渠道），实证检验了企业 ESG 表现与企业价值和业绩之间的联系。结果表明：企业 ESG 表现是通过系统风险（降低资本成本、提高估值水平）和特殊风险（提升盈利能力、减少风险暴露来提升）来提高企业估值和业绩。类似的，王琳璘等（2022）以 A 股 3096 家上市公司为样本，基于现金流贴现模型实证检验了企业 ESG 表现与企业价值之间的相关关系。实证结果显示：企业 ESG 表现对企业价值有显著的正向影响。中介机制检验表明，融资约束、经营效率和财务风险起到了中介效应，企业 ESG 表现通过缓解融资约束、提高经营效率、降低财务风险三个途径来提升企业价值。

2.6 文献总结述评

本章节梳理了过往国内外有关企业 ESG 表现影响财务绩效的文献，总结来看，现有文献主要从环境责任、社会责任、公司治理三个细分维度或整体 ESG 表现来研究对企业财务绩效的影响。至于企业环境责任与财务绩效的关系，研究结果呈现为大部分正相关、少部分负相关或不相关等。至于企业社会责任与财务绩效的关系，研究结果也多呈现为大部分正相关、少部分负相关或不相关等。至于公司治理与财务绩效的关系，由于公司治理因素有许多，研究切入点不同，结论也不尽相同。至于总体维度 ESG 表现与财务绩效的关系，研究结果多以正相关为主。这些文献研究所得结论出现分歧的原因可能是对变量衡量方式的不同、样本所处市场环境和法制环境的不同等。

但少有文献研究企业 ESG 表现对财务绩效影响的中介机制，目前搜集的文献有的单是从一个角度去检验中介机制，有的文献所研究的中介机制处在企业经营层面之外，又或中介机制传导路径不太明显，还有文献基于现金流贴现视角去检验企业 ESG 表现对企业价值影响的中介机制。而本文目的是研究企业 ESG 表现是否能够影响财务绩效，如果有影响，这种影响主要由哪个

细分维度贡献的以及企业 ESG 表现是通过哪些途径来影响财务绩效。因此本文首先将检验企业 ESG 表现与财务绩效的关系，并尝试从理论上挖掘和从实证上检验更全面的中介机制。

3. 理论分析与研究假设

本章节主要梳理了有关企业环境责任、社会责任和公司治理表现影响财务绩效的基础理论，并对内在逻辑进行分析，进一步地分析企业 ESG 影响财务绩效的中介机制，接着以此为铺垫，根据本文所要研究的内容提出了研究假设。

3.1 基础理论分析与研究假设

(1) 利益相关者理论

传统的公司治理理念宗旨是“股东至上”，即认为增加股东的财富，使股东利益最大化是公司治理的最终目标。从这种观点来看，公司经营管理者决策和行为可能只考虑股东的经济利益而牺牲了与公司有经济利益来往的社会各方的利益，即是在社会利益最优化和股东利益最大化之间选择了后者。随着社会的发展，人力资本的作用和地位也在不断地提升，逐渐开始松动了“股东至上”以物质资本所有者的利益最大化的普遍现象。在西方国家的人权运动的背景下，美国各州修改公司法，要求企业管理者不仅要承担对股东的责任，也要承担对企业各利益相关者的责任（崔之元，1996）。公司治理理念开始从“股东至上”理念向利益相关者理念发生转变。

1959年由Penrose撰写的《企业成长理论》一书中将企业定义成人力资本和人际关系的集合体，这也为后来的利益相关者理论奠定了基础。Freeman（1984）在其战略管理研究中将利益相关者定义为“能够影响组织目标实现，或在组织实现目标的过程中，能够被影响的个体或者是群体”，其利益相关者理论明确表示企业管理者应当综合地去平衡和满足各个利益相关者的利益诉求。与传统的“股东至上”理念相比，利益相关者理论则认为任何一家企业都离不开各个利益相关者的投入与参与，企业管理者应当追求利益相关者的整体利益最大化而不仅仅是单一的股东主体。

显然Freeman界定的是广义上的利益相关者，过于宽泛而且没有对利益相关者重要程度进行区分，将所有利益相关者笼统地放到同一层面上进行研究。目前学术上对利益相关者的界定和区分主要有两种，一种是以Clarkson

(1994)为代表的多维细分法,一种是 Mitchell 评分法(Mitchell, 1997)。Clarkson 提出了两种分类方法,一种是依据相关群体在企业生产经营活动中是否主动地承担风险,划分为自愿型利益相关者和非自愿型利益相关者,前者指的是主动投入物质资本和人力资本的群体,后者指的是由于企业生产经营活动而被动地发生联系进而承担风险的群体;一种是依据与企业关联的紧密性,划分为主要的和次要的利益相关者,前者指的是股东、投资者、员工、供应商、客户、政府、社区等,离开这些群体公司将不可存续,后者指的是对企业运作、存续没有直接影响或者起不到决定性作用的群体,例如媒体、利益集团等。Mitchell 评分法从对利益相关者的认定和特征出发,按照群体在三个属性上的评分即合法性、权力性和紧迫性划分为确定型利益相关者、预期型利益相关者、潜在的利益相关者。确定型利益相关者一般指股东、员工和客户。预期型利益相关者一般指投资者、政府部门、媒体等。潜在的利益相关者只具有一种属性。不同类型的利益相关者对于公司管理决策、生产经营的影响和被公司行为活动影响程度不同,“分类治理”是当今企业可持续发展的必然战略选择(贾生华和陈宏辉, 2002)。

另外从契约关系去理解企业与利益相关者的关系,企业是在显性契约和隐形契约的约束下所形成的实体(Jensen and Meckling, 1976),而契约主体即是各利益相关者,企业社会责任(广义上的社会责任包含环境责任)即是与利益相关者的隐性契约体现。企业承担社会责任是对利益相关者的利益诉求做出回应,利益相关者也会继续高效地履行契约,因此企业才能得以良好地发展,若企业忽视其社会责任,没有对利益相关者的利益做出回应,则会对企业发展造成危害(Donaldson and Dunfee, 1994; Donaldson and Dunfee, 2002)。

至此,利益相关者理论解释了企业为谁承担、为何承担相关利益责任,为本文探究企业承担环境责任、社会责任对财务绩效影响奠定了理论基础。

(2) 资源依赖理论

资源依赖理论主要研究组织与外部环境之间的关系,该理论对于组织的定义是不同利益群体组成的联合体。不同的利益群体有着不同的目标,各利益群体尝试从组织内的互动和组织与外部环境互动中完成自己的目标,并获取利益。资源依赖理论主要思想认为组织是一个动态的、开放的系统,组织不可能掌握着用于生存和发展的全部资源,即实现自我供给似的动态平衡。大

量的稀缺资源包含在组织之外，所以组织必须依赖外部环境，无时无刻不在与外部环境进行着物质交换，以获取那些用于生存和发展的资源，这些资源主要包括：物质资本、人力资本；信息；社会公众和政治层面的支持。所以组织需要与外部环境中掌握着资源的群体或组织互动交往，组织生存和发展的状况很大程度由自身与外部环境的交往谈判能力所决定。为了提高获取资源的效率，妥善处理对外部环境的依赖以及交互的不确定性，组织必须与外部群体或组织，如客户、供应商、竞争对手、政府部门等妥善处理资源流（费显政，2005）。

从资源依赖理论来看待企业与利益相关者的关系，企业由股东、管理层、员工等群体组成，各群体参与企业活动达到自身的目的并获取利益。企业生存和发展需要和利益相关者交换资源，例如股东和债权人向企业投入资金供企业生产经营，员工为企业提供劳动力，管理层为企业提供管理职能，供应商为企业提供原材料，客户与企业进行物质金钱交换、政府相关部门制定的相关准入政策和扶持政策等为企业带来的机会和便利等等，各利益相关者与企业进行资源交换，各自获取利益。因此企业要想获取关键资源并且提高获取资源的效率以此更好地发展则需要与各利益相关者处理好权力和义务。这也为探究企业承担环境责任、社会责任对财务绩效影响奠定了理论基础。

企业承担环境责任，即是减少和治理污染、或进一步地通过研发创新改进生产技术，提高资源利用效率、实现绿色生产等。企业承担社会责任，是承担对利益相关者即股东、员工、债权人、供应商、客户（消费者）、政府等的责任，例如企业经营者为股东创造财富、企业保障员工福利待遇，提升员工工作满意度、企业及时向债权人或供应商偿还欠款、企业保客户证消费者的利益、企业自觉遵守法规、承担纳税义务等等。根据利益相关者理论，企业承担对利益相关者的责任即环境责任和社会责任，向利益相关者传达了企业值得信任的信息，降低了双方之间的交易成本，从而提高利益相关者创造价值的效率，也就提高了企业价值（Freeman and Evan, 1990）。此外根据资源依赖理论，企业承担环境责任、社会责任可以更容易地从利益相关者获生存和发展的关键资源，进而提升自身的竞争优势（Pfeffer and Salancik, 1978）。由此可见，企业承担环境责任（E）和社会责任（S）对财务绩效有积极的影响。基于以上论述提出研究假设：

H1: 企业环境责任表现 (E) 对财务绩效有显著的正向影响。

H2: 企业社会责任表现 (S) 对财务绩效有显著的正向影响。

(3) 委托代理理论

上世纪 30 年代, 美国经济学家 Berle 和 Means 提出了“两权分离”, 即公司所有权和经营权分离, 这为委托代理理论发展奠定了基础。Ross 最早提出了现代意义上的委托代理概念, 他指出“如果双方当事人中的一方代表另外一方的利益而去行使某些决策权力时, 委托代理关系就产生了”。至此便形成了委托—代理关系的概念, 这也是契约关系的一种。

在委托代理关系中, 委托人要求代理人为自己创造最大化的财富, 而代理人则追求自身薪酬、消费和闲暇的最大化, 两者在根本上存在利益冲突, 这也就产生了代理问题。常见的代理问题有逆向选择和道德风险问题。逆向选择是指委托人和代理人签订契约时, 代理人利用自身信息优势, 隐瞒了有损自身利益的信息, 在信息不对称的情况下, 委托方而与代理方完成契约签订。道德风险问题指的是代理人不作为、为自身谋取私利等消极行为。因此委托人应当采取某些措施来约束代理人的行为, 使其能够尽责。委托代理理论研究的即是在信息不对称和利益冲突的情况下, 委托方如何制定一套最优的契约来约束和激励代理方, 使得自身利益最大化。

在现代公司治理中, 代理关系主要表现在股东与管理层之间、大股东和小股东之间。前一种代理关系产生的代理问题称为第一类代理问题, 后一种代理关系产生的代理问题称为第二类代理问题。第一类代理问题指的是股东和管理层之间存在利益冲突, 导致管理层做出为自己谋私利、不作为等消极行为, 而不是为了股东利益最大化, 这也就产生了第一类代理成本 (Michael and William, 1976)。第二类代理问题指的是在一些存在控股股东或者股权集中度较高的公司中, 小股东由于股权分散对公司日常生产经营等决策无太多话语权, 进而给了大股东侵占小股东利益的机会, 这也就产生了第二类代理成本 (Porta et al., 1998)。管理层的消极行为和大股东掏空公司的行为产生的代理成本会对公司价值和股东利益产生不利的影响, 因此良好的公司治理显得十分重要。这也为本文探究公司治理表现对企业财务绩效奠定了理论基础。

公司治理指的是通过一套完整的制度来协调和约束各个利益相关者之间的关系，以此来达到公司正常且高效的运转、保证公司内部决策的科学有效性，最终保证各利益相关者的切身利益。公司治理主要包括公司治理结构、对股东权益的保护、信息披露等等。根据委托代理理论，良好的公司治理可以缓解由于利益冲突和信息不对称带来的代理问题，使得经营管理者减少消极行为，提高公司经营效率，以及避免大股东对小股东的利益侵占等，进而影响公司的财务绩效（甄红线等，2015；马红梅，2022）。由此可见，良好的公司治理表现（G）对财务绩效有积极的影响。基于以上论述提出研究假设：

H3：公司治理表现（G）对财务绩效有显著的正向影响。

企业 ESG 表现是对企业环境责任表现、社会责任表现和公司治理表现三个方面的综合考量。企业在环境责任（E）、社会责任（S）、公司治理（G）方面表现越好，意味着企业 ESG 表现也就越好，因此基于以上假设，可以认为企业良好的 ESG 表现能够提高自身的财务绩效。但细分维度 E、S、G 表现对于 ESG 表现影响财务绩效的贡献可能不尽相同。企业承担环境责任需要投入资金来治理环境污染，创新研发改进生产技术，直观上占用原用于生产经营的资金，企业承担社会责任直观上亦会占用企业的资源，两者对财务绩效均存在直接的负向影响，而公司治理直接关系到公司日常生产经营效率，良好的公司治理对财务绩效的正向影响已经不存在争议，因此企业治理表现对财务绩效的影响比企业承担环境责任和社会责任带来的影响大。基于以上论述提出研究假设：

H4：企业 ESG 表现对财务绩效有显著的正向影响，但 G 对这种影响的贡献要大于 E 和 S 的贡献。

3.2 中介机制分析与研究假设

根据前文理论分析，可知企业良好的 ESG 表现有助于提升财务绩效，但这种影响背后的机制也就是所谓的影响渠道到底是什么？因此本节继续展开对中介机制的分析。

（1）ESG 的融资约束缓解效应

企业发展离不开资金的支持，外源性融资对于任何一家企业来说都是重要的融资渠道。特别是在成长和成熟期，企业的业务规模逐渐增大并持续稳定增长，此时资金需求量大，仅靠内源性融资不能满足业务的拓展需要，外源性融资便显得极为重要。然而从我国企业融资现状来看，不乏存在着“融资难、融资贵”等融资约束的问题，特别是中小企业、非国有企业面临着更严重的融资约束，严重地影响及限制了中小企业、非国有企业的发展（赵驰等，2012；梅冬州等，2022）。

而企业良好的 ESG 表现可以缓解融资约束。究其原因，一方面是企业良好的 ESG 表现消除了信息不对称。企业披露的信息分为财务信息和非财务信息，ESG 信息则提供了更多的非财务信息，企业披露的信息越全面，则会让投资者更了解企业的相关状况，这也有利于消除投资者与企业之间的信息不对称，此外企业良好的 ESG 表现也会吸引分析师的关注度，进一步地提高企业信息的透明度，从而降低投资者在投资决策时面临的不确定性（Dhaliwal et al., 2011）。另一方面，企业良好的 ESG 表现意味着企业积极承担环境责任和社会责任。根据利益相关者理论，企业承担环境责任和社会责任，可以降低企业与利益相关者例如投资者、债权人之间的交易成本。从融资角度来理解交易成本，即是说良好的 ESG 表现会降低企业的融资成本。根据资源依赖理论，企业积极承担环境责任和社会责任，可以更容易地从利益相关者获取生存和发展的关键资源。从融资角度来理解资源获取，即是说良好的 ESG 表现会使得企业更容易获得资金支持。特别是近年来随着绿色金融政策推进，环境责任表现越好的企业更容易获得银行优惠贷款，更有利于企业的发展（沈洪涛和马正彪，2014；邱牧远和殷红，2019）。因此本文提出研究假设：

H5：企业 ESG 表现可以通过缓解企业融资约束来提高财务绩效。

（2）ESG 的代理成本降低效应

根据委托代理理论，由于利益冲突和信息不对称，公司治理中充斥着代理问题。管理层消极不作为、贪污腐败等问题使得企业经营效率低下，股东权益保护制度薄弱，造成大股东占用企业营运资金，对企业利益和小股东利益造成了损失等。这些代理问题产生的代理成本严重影响了企业的经营状况和财务绩效。

企业 ESG 表现越好，意味着公司治理水平越好。良好的公司治理可以通过对管理层施加约束和激励措施，缓解管理层和股东之间的利益冲突问题，减少管理层消极行为、贪污腐败现象等，从而降低第一类代理成本，也可以通过制定规章制度限制大股东的掏空行为，从而降低第二类代理成本。完善的信息披露制度也可以缓解利益相关者之间的信息不对称，进一步地约束了管理层行为和股东行为。此外在环境责任、社会责任层面表现好的企业会受到更多的媒体报道，这使得企业受到更强的外部监督和约束(高杰英等, 2021)。因此本文提出研究假设：

H6：企业 ESG 表现通过降低企业代理成本来提高财务绩效。

(3) ESG 的研发创新提高效率

企业是研发创新活动的承载主体，自主研发创新是企业内生增长的源动力，也是企业核心竞争力。只有提高研发创新水平，企业才能实现更快更好地发展，才能在激烈的竞争格局中脱颖而出(王利军和陈梦冬, 2021；陶园, 2022)。也有由此可见，企业研发创新水平对于财务绩效有着积极的影响。

企业良好的 ESG 有助于提高研发创新水平。一是因为企业承担环境责任、社会责任有助于提高研发创新水平。面对政府的环境管制硬约束和社会公众的环境要求软约束，企业为了提高其合法性，通过治理环境污染来提高环境责任表现。“波特假说”从环境管制和公司研发创新的关系论证支持了企业承担环境责任。Porter and Linde (1995) 认为环境管制能激励公司创新，进而提高了公司的产品质量，由此带来的收益可以对冲因环境管制而引发的成本，从而增强了公司的核心竞争力。原因在于：(1) 环境管制可以让公司认识到资源利用的效率低下，并且可能指明了公司技术改进的方向；(2) 环境管制带来的压力可以促使公司不断地创新和进步；(3) 环境管制可以提高对环境改善有价值的投资的确定性；(4) 环境管制可以改变传统的竞争格局，使得公司不再规避环境投资而是通过技术创新带来产品质量的提高，从而获得竞争优势。另外，根据前文所述 ESG 的融资约束缓解效应，企业承担环境责任和社会责任能够缓解融资约束，进而会有更多的资金投入创新研发上去。二是因为良好的公司治理有助于提高研发创新水平(朱德胜等, 2016)。研发创新项目周期长、风险大，管理层往往为了自身在位业绩表现而忽视对研发创新的投入，而良好的公司治理通过对管理层施加约束和激励措施缓解代理

问题，使得管理者注重研发创新投入（李井林等，2021）。因此本文提出研究假设：

H7：企业 ESG 表现可以通过提高企业研发创新水平来提高财务绩效。

4. 实证研究

4.1 数据来源与变量设定

4.1.1 数据来源

本文研究所涉及的财务数据均来源于 CSMAR（国泰安数据库），数据选取标准为 2009-2021 年度全部 A 股，但剔除掉 ST、金融、地产企业。剔除掉 ST 企业是因为此类企业财务数据失去了一般性，剔除掉金融、地产企业是因为此类企业的财务数据较其他行业而言相对离群，这样处理是为了确保实证结果的准确性及有效性。ESG 相关数据来源于华证 ESG 评级 2009-2021 年的季度评级数据，既包含 ESG 总维度评级，也包括分 E、S、G 分维度的评级。为了避免连续变量的离群值影响，本文对连续变量做了 1%和 99%分位的双侧缩尾，最终获得截面数 3819，时间区间为 2009-2021 年，时间频率为年度的非平衡面板数据，共有观测值 30399 个。数据处理及实证分析过程所使用软件为 Stata16-SE。

4.1.2 变量设定

（1）被解释变量

财务绩效。目前过往文献常见的企业财务绩效衡量方法可以大致两类。一类是单一指标法，包括盈利能力指标如净资产收益率（ROE）、总资产收益率（ROA），偿债能力指标如资产负债率等，发展能力指标如营业收入增长率等，营运能力指标如总资产周转率、应收账款周转率，市场指标如 Tobin-q、EPS 等。另一类是对单一指标构成的体系进行主成分分析，提出公因子，并进行因子综合得分，得到财务绩效综合指标。本文主要关注点在于企业 ESG 表现对企业盈利能力是否有影响以及如何影响，而且 ROE 指标可以很好地衡量企业盈利能力，这也是企业股东、管理者或投资者尤为关注的财务指标之一，因此采用 ROE 作为被解释变量。基于此，文章后续会用 ROA 替换 ROE 来做稳健性检验。

（2）解释变量

企业 ESG 表现。目前国内主流的 ESG 评级体系有华证 ESG 评级、中证 ESG 评级、商道融绿 ESG 评级、彭博 ESG 评级、万得 ESG 评级、盟浪 ESG 评级等。各评级体系包含的公司范畴、细分指标、评价方法各有不同。鉴于数据的可获得性及难易程度，本文选取华证 ESG 评级作为企业在 ESG 上的表现得分，评级体系详见下表 4-1。为便于实证分析，本文将 AAA-C 九档评级赋值为 9~1，此外为了匹配年度财务数据，将年内四季度的评分取均值作为年度 ESG 评分，分项 E、S、G 同理。在后续，本文将分别采用彭博 ESG 评级、盟浪 ESG 评级来替换华证 ESG 评级做稳健性检验。

表 4-1 华证 ESG 评级体系

| 评级 | 3 大支柱 | 16 个主题 | 40+关键指标 |
|--|----------|------------------|--------------------|
| ESG 评级 分为九档评级 (AAA、AA、 A、BBB、BB、 B、CCC、CC、 C) | 环境 (E) | 资源利用 | 水资源消耗、土地利用等 |
| | | 气候变化 | 温室气体排放等 |
| | | 环境污染 | 工业排放、电子垃圾等 |
| | | 环境友好 | 可再生能源、绿色工厂等 |
| | | 环境管理与处罚 | 可持续认证等 |
| | 社会 (S) | 人力资本 | 员工健康与安全等 |
| | | 产品责任 | 质量认证、产品召回与投诉等 |
| | | 供应商 | 供应商管理、供应链关系 |
| | | 社会贡献 | 普惠、就业等 |
| | | 数据安全和隐私 | 数据安全与隐私制度等 |
| | 公司治理 (G) | 股东权益 | 股东权益保护等 |
| | | 治理结构 | ESG 治理、风险控制、董事会结构等 |
| | | 信披质量 | 信息披露质量等 |
| | | 治理风险 | 大股东行为、法律诉讼等 |
| | | 外部处分 | 交易所处分、证监会处罚、高管违规等 |
| | 商业道德 | 商业道德与行为规范、反贪污和贿赂 | |

(3) 中介变量

融资约束。目前学术界对于融资约束的衡量方式包括以下两类：一类是单一指标来衡量，例如股利支付率、利息保障倍数等；另一类是构建定量测度融资约束的指数，例如 SA 指数(Hadlock and Pierce, 2010)、KZ 指数 (Kaplan and Zingales,1997; Lamont et al., 2001)、WW 指数 (Whited and Wu, 2006) 等。单一指标不能全面的衡量企业的融资约束，较为片面。KZ 指数和 WW 指数构建过程中包含了很多内生性的财务数据变量，例如现金流量、杠杆等；而 SA 指数构建仅包含企业规模和企业年龄两个外生变量。因此本文参照鞠晓生等 (2013) 构建 SA 指数来测度企业面临的融资约束大小，SA 指数越大，企业融资约束越小。

代理成本。过往文献对第一类代理成本衡量方式有两种：一种是采用管理费用率，即是管理费用/营业收入，管理层的在职消费反映在管理费用中，因此管理费用率越高则表示管理层与股东之间代理成本越高；另一种是采用资产周转率，即是营业收入/总资产，管理层越尽责，则管理效率越高，企业的资产周转率越高，则表示代理成本越低。本文参照李世辉和雷新途(2008)、徐宁和任天龙(2014)、马红梅(2022)等采用管理费用率来第一类代理成本，并使用 AC1 作为变量符号。第二类代理成本是大股东对于小股东的利益侵占，一般通过借款或者关联交易形成应收款项，通常可以用其他应收款/总资产来衡量 (姜国华和岳衡，2005；甄红线等，2015)。因此本文也采取其他应收款占总资产的比率来衡量第二类代理成本，并使用 AC2 作为变量符号。

研发创新水平。根据已有文献可以总结出对研发创新水平的衡量方式有以下几种：一种是研发投入强度，研发费用占营业收入的比率 (戴小勇和成力为，2013；张俭和张玲红，2014；潘越等，2015；权小锋和尹洪英，2017；崔秀梅等，2021；唐玮和杜宜萱，2022)，研发费用占总资产的比率 (Adhikari et al., 2016；权小锋和尹洪英，2017)；一种是研发投入产出例如专利申请数量，包括发明专利、实用新型专利与外观设计专利 (Bereskin et al., 2016，黎文靖和郑曼妮，2016；李井林等，2021)。不同行业企业的专利申请数量可能差距较大，会导致专利申请水平不能真实的反应企业研发创新水平。因为本文采取研发投入强度-研发费用占总资产的比率来衡量企业的研发创新水平，并使用 Innovate 作为变量符号。

(4) 控制变量

企业的财务绩效受到多种因素的影响，为了使实证结果能真实地反应解释变量与被解释变量的因果关系及相关性，本文参照李井林等（2021）、王琳璘等（2022）等做法在模型中加入企业规模、资产负债率、经营性现金流量净额、资产有形率表、企业成长性、股权集中度。

企业的规模表明企业所处生命周期，不同生命周期企业财务绩效不同，且从规模效应来看，不同的业务规模带来的业绩影响也不相同。本文使用总资产对数形式来表示企业规模，变量符号为 *Size*。

资本结构表明企业的债务资本与股权资本结构，根据 MM 理论可知企业资本结构对企业财务绩效有影响，本文用资产负债率来衡量资本结构，变量符号为 *Debt*。

经营性现金流量净额表明企业的现金创造能力，这亦在一定程度上可以影响企业的财务绩效，本文使用总资产对经营性现金流量净额做标准化处理，变量符号为 *CF*。

资产有形率表明企业资产中有形资产占比，一般指固定资产等，资产有形比率越高则意味着企业面临的固定资产折旧越高，进而会影响企业财务绩效，本文使用固定资产占比总资产的比率来衡量资产有形率，变量符号为 *FA*。

企业成长性表明企业发展与成长能力，成长性越好的企业财务绩效水平一般越好，本文使用营业收入增长率来衡量企业的成长性，变量符号为 *Growth*。

股权集中度表明企业股权的集中程度，相比较股权分散的企业，股权集中度越高的企业公司治理层面表现得越好，进而影响企业的财务绩效，本文使用第一大股东持股比例来衡量股权集中度，变量符号为 *LHR*。

(5) 分组变量

产权性质虚拟变量表明企业是否属于国企，国有企业取值为 1，非国有企业取值为 0，变量符号为 *SOE*。

行业污染属性虚拟变量表明企业的环境污染程度，重污染行业取值为 1，非重污染行业取值为 0，变量符号为 *Pollution*。本文重污染行业认定标准参照证监会 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》。表 4-2 列出了具体的重污染行业代码。

表 4-2 重污染行业代码

| 行业代码 | 行业名称 |
|------|------------------|
| B06 | 煤炭开采和洗选业 |
| B07 | 石油和天然气开采业 |
| B08 | 黑色金属矿采选业 |
| B09 | 有色金属矿采选业 |
| C17 | 纺织业 |
| C19 | 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业 |
| C22 | 造纸及纸制品业 |
| C25 | 石油加工、炼焦及核燃料加工业 |
| C26 | 化学原料及化学制品制造业 |
| C27 | 医药制造业 |
| C28 | 化学纤维制造业 |
| C30 | 非金属矿物制品业 |
| C31 | 黑色金属冶炼及压延加工业 |
| C32 | 有色金属冶炼及压延加工业 |
| C33 | 金属制品业 |
| D44 | 电力、热力生产和供应业 |

上述变量的描述和具体测度如下表 4-3 所示。

表 4-3 变量说明表

| 变量类型 | | 变量符号 | 度量方式 |
|-------|--------|------|-----------------------------|
| 被解释变量 | 净资产收益率 | ROE | 净利润/所有者权益 |
| | 总资产收益率 | ROA | 净利润/总资产 |
| 解释变量 | ESG 表现 | ESG | 评级从 AAA-C, 评分为 9~1, 年度 ESG= |

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/405131034110011101>