

ESG表现对企业财务绩效的影响研究

杨睿博¹, 邓城涛², 侯晓舟³

(1. 澳门科技大学商学院, 澳门 999078; 2. 广西壮族自治区农村信用社联合社博士后站, 广西 南宁 530000;

3. 河北大学外国语学院, 河北 保定 071000)

摘要: ESG已成为衡量企业表现的重要指标。研究企业ESG评级对企业绩效的影响,有利于激发企业的ESG意识,使企业积极承担ESG披露责任,弥合投资者与企业的信息不对称。构建固定效应模型,以2010—2020年A股上市公司为研究样本,对企业污染程度的异质性、企业性质、区域发展程度等进行进一步测试,考察企业ESG评级与企业财务业绩的关系及信息透明的机制效应。实证表明:①良好的ESG性能对企业业绩有直接的促进作用;②企业信息透明度为其机制;③ESG表现与企业绩效的关系受企业污染程度、企业性质、区域经济发展水平的影响,低污染、非国有、东部地区及非省会城市企业ESG评级更能显著提升企业绩效。根据以上结论,本文同时提供决策可借鉴的经验。

关键词: ESG表现; 企业财务绩效; 信息透明度; 异质性

中图分类号: F275 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—980X(2023)8—0124—11

一、引言

上市公司的环境、社会与治理(ESG)信息已经在西方发展较为成熟的资本市场上得到了国际上普遍的重视。而伴随着明晟(MSCI)相关指数纳入A股股票及党的二十大“双碳”目标的驱动,国内对ESG也呈现出越来越关注的趋势(孟猛等,2023)。从政府开始出台监管法令和指南政策将ESG和企业社会责任作为重点工作,到各大上市公司开始关注企业环境和社会治理,投资者开始将ESG纳入构建投资组合的重要因素,各种ESG论坛和会议的相继召开,国内ESG研究成果的不断丰富和增长。自上而下,ESG逐渐被推向中国经济舞台的中心。

ESG要求企业管理层在重视企业经济效益的同时,还要兼顾企业在环境、社会、公司治理三大领域的具体表现,在企业运营的经济回报和社会影响之间找到平衡点。但目前国内企业在进行ESG相关信息披露时,由于缺乏统一的标准和严格的法令限制,在覆盖范围、颗粒度、信息披露质量等方面存在一定问题。不少企业在报告时通常会选择“报喜不报忧”而规避公司负面信息,各个公司发布的报告内容差异也比较明显。更多的上市公司连ESG都完全不懂或根本不重视,相关指标如何纳入信息披露更是扑朔迷离。因此,研究ESG评级对企业绩效的作用及其影响机制,有助于帮助上市公司深刻认识ESG及其对企业的贡献,从而让企业积极主动承担信息披露的责任。而从投资者角度,ESG评级的高低作为衡量企业绩效的新指标,有利于在一定程度上弥合投资者与企业的信息不对称,进一步帮助投资者理解一家企业潜在的、难以量化的风险。

基于此,本文实证分析企业ESG表现与企业绩效的关系及信息透明度是否作为其中介的路径。主要的边际贡献有:不同于以往文献聚焦于企业ESG表现对企业财务表现的直接后果,本文在已有研究的基础上,着重研究企业信息透明度的影响机制。现有文献在选择衡量信息透明度较多采用单一变量,并且主要以第三方对企业信息透明度的评级为标准。本文不同于以往文献,从公司透明度、分析师关注度、研报关注度等三个维度综合衡量企业的信息披露水平和透明度,对当前的研究进行了一定程度的扩展。

二、文献综述

目前,ESG表现对在公司金融领域的研究已经成为国内外重要研究方向,但学术界对于ESG表现对企业财务绩效的影响争论不一。从企业价值和绩效角度看,大多数学者认为ESG表现能提升企业价值和企业的绩

收稿日期:2023-07-21

基金项目:2018—2019年广东省哲学社会科学“十三五”规划资助项目“新时代中国特色社会主义乡村治理实践研究”(GD18CX04)

作者简介:杨睿博,澳门科技大学商学院博士研究生,研究方向:ESG,气候金融,公司治理;邓城涛,博士,广西壮族自治区农村信用社联合社博士后站,研究方向:ESG,能源金融,公司治理;(通讯作者)侯晓舟,博士,河北大学外国语学院副教授,硕士研究生导师,研究方向:ESG,心理语言学。

效,因为良好的ESG能在时间上延长企业的盈利能力(席龙胜和赵辉,2022),降低企业融资成本(王丽青和杨晓峰,2022)和企业风险(Verhetden et al,2016)。此外,ESG不仅能抬升股价(Pedersen et al,2020)、获得更多的长期债券回报(Tang and Zhang,2020)和基金收益(Henke and Maehlmann,2016),还能维护价格波动的稳定性(Kumar et al,2016),从而提高股东收益(Alexander和Arthur,2021)和资产收益率。少部分学者则认为企业社会责任本身是一种成本,ESG表现会抑制企业金融化(潘海英等,2022)和降低企业财务绩效(Duque-Grisales and Auguilera-Caracuel,2021)。从企业声誉角度,ESG良好的公司能明显促进和延续企业声誉(孙辉等,2023),从而更容易获得商业银行、机构投资者(王静然,2022)的投资青睐及享有更加宽松的银行信贷优惠(张会丽和张妮,2022),并且助于形成客户关系稳定度及其持续性(陈娇娇等,2023)。从企业生命周期角度看,ESG的实施对处于不同周期的企业都有不同程度的抑制成长作用(李思慧和郑素兰,2022)。综上所述,尽管学者们对于该方向研究得出过不同的结论,但大多数研究认为企业ESG表现的提升对企业有正向影响。

在研究企业的环境、社会、公司治理(ESG)性能与财务绩效之间的关系时,学者们的看法并不一致。有学者认为,企业ESG性能与财务表现呈正相关关系,并支持这一观点的占有相当大的比例。例如,Friede等(2015)在研究中发现,大约90%的研究显示ESG与公司绩效之间存在正相关关系。Velte(2017)从2010—2014年德国ESG指标中精选出412家公司,发现ESG业绩对企业财务表现有积极影响,对企业财务表现影响最大的是公司治理表现。李荣锦等(2023)也以A股上市公司为研究对象,证实了企业ESG表现对于财务绩效有显著提升作用,且该效果具有长期性;另外,也有学者对ESG表现与财务表现的负相关性进行研究。例如,Garcia等(2017)的研究中调查了巴西、俄罗斯、印度、中国和南非金砖五国2010—2012年365家敏感性行业上市公司的数据,发现敏感行业的公司表现出更优越的环境绩效,而ESG表现最佳的公司往往利润较低。此外,Lucia等(2020)运用机器学习和logistic回归模型,得出了一个结论,即企业的ESG实践与财务指标之间呈现正相关关系。当企业投资于环境创新、就业生产率、多样性和机会均等政策时,这种关系更加显著。Aboud等(2019)的研究结果也支持这一发现,显示ESG表现优异的企业通常具有较高水平的财务绩效。也有学者的研究结果认为,ESG业绩与金融业绩并无显著关联。例如,Al-Tuwaijri等(2004)采用结构方程模型进行研究,发现环境绩效对经济绩效的影响是正面的,而对环境绩效的影响则是不显著的。综上所述,对于企业的ESG性能与财务性能之间的关系,学者们的研究结论并不统一,有的认为两者正相关,有的认为两者负相关,有的则认为两者之间并无显著关系,因此,企业的ESG表现对于企业绩效的影响的结论差异可能是由于不同的研究方法、样本选择及行业和地区差异导致的。

尽管企业ESG表现对于企业经济后果尤其是财务绩效的影响已经较早被学者们所涉及,诸多学者认为积极践行ESG理念可以向外界展现积极信号,提升外界对公司认知,产生信号效应,从而提升企业的经济效益,也有学者从信号效应出发,认为外界通过企业的ESG表现加深对企业的认知,从而降低企业的风险,提高企业财务绩效。但整体来说,关于企业ESG表现对于财务绩效的影响仍然有较大的研究空间,对于已有机制的具体衡量标准有待进一步细化,对于不同异质性下的效用也仍待探索。

三、理论分析与研究假设

企业的ESG表现在当今商业环境中扮演着越来越重要的角色。越来越多的研究表明,企业提升其ESG表现不仅有助于塑造积极的企业形象,还能够直接促进企业的财务绩效的提升。

据此,本文提出假设1:

企业对其ESG性能的改善能够促进企业财务表现的提高(H1)。

提高企业信息透明度的关键工具是ESG报告和披露机制。随着投资者、消费者和监管机构对ESG因素的关注日益增加,越来越多的企业开始主动公开相关的ESG信息。这些信息涵盖了企业在环境、社会 and 治理方面的政策、实践和绩效数据,如碳排放量、员工福利、董事会结构等。通过向外界披露这些信息,企业展现了对社会和环境的责任承诺,同时也提供了更全面、准确的信息供投资者和利益相关者参考,帮助他们做出更明智的决策。此外,提升企业的ESG表现也带来了一系列实质性的益处,有助于提升企业的财务绩效。首先,环保和资源节约措施可以减少企业的能源和资源成本,提高效率。其次,关注员工福利和多元化促进员工满意度和忠诚度,提高生产力和创新能力。这些因素综合在一起,使得公司长期盈利能力增强的同时,竞争优势也更为明显。最终,ESG业绩的改善也为投资者所看好。越来越多的投资者将ESG因素纳入其投

资决策考量中,他们认识到,良好的 ESG 表现不仅能够降低投资风险,还能够提供长期稳健的回报。因此,ESG 表现优秀的企业更有可能吸引更多的投资资金,为企业的扩张和发展提供更多资金支持。

综上所述,本文提出假设 2:

企业通过提升其 ESG 性能、降低信息不对称性来提高财务表现,从而提高企业的信息透明度(H2)。

企业提升 ESG 表现对其绩效的影响也存在异质性,从企业自身对环境污染的角度出发,非高污染企业通常更注重环境保护,采取更多的绿色和可持续发展措施(李荣锦和刘佳乐,2023)。这些措施既有利于降低企业运营成本,如降低能源、资源的使用,又可以减少对环境造成的不良影响。相比之下,高污染企业往往面临着更多的环境污染治理和处罚成本,这会对其财务绩效产生负面影响。而非高污染企业通过优化生产流程、采用清洁能源等措施,既减少了环境风险,又树立了环保形象,为其财务绩效带来了积极的影响。其次,社会方面的 ESG 表现也影响着企业的财务绩效。非高污染企业通常更关注员工福利和社区责任,积极参与公益慈善活动,建立良好的企业形象。这些举措提高了员工的满意度和忠诚度,有利于提高企业的生产力和创新能力,进而增强企业的市场竞争力。另外,消费者对于社会责任感强的企业更加倾向于给予支持和信任,使得非高污染企业在市场上更易获得消费者的认可和回购,进而提高销售额和市场份额。最后,治理方面的 ESG 表现直接关系到企业的稳健经营和财务绩效。非高污染企业往往更注重内部治理和问责机制的建立,保持高度的透明度和独立性。这些措施都有助于预防腐败行为和不正当行为的发生,有助于降低企业运营中的风险。相比之下,高污染企业可能面临着治理混乱、内部失控等问题,增加了不确定性和投资风险。通过加强治理,非高污染企业能够更好地吸引投资者的信任,获得更多的资金支持,并保持长期稳健的经营。

综上所述,本文提出假设 3:

从污染程度角度出发,企业通过提升其 ESG 表现从而提升企业财务绩效在非高污染企业中更加显著(H3)。

此外,在企业性质上,对于 ESG,国营企业和非国营企业的态度也是有所区别的。首先,环境方面的 ESG 表现在非国有企业中更为突出。国有企业往往承担着社会稳定和国家战略的使命,这可能导致其在环境保护方面存在一定的宽松度。相比之下,非国有企业由于更受市场竞争压力,更需要注重企业形象和声誉,因此更加重视环境责任。非国有企业普遍倾向于采取更多的环保措施,降低碳排放,推动可持续发展,从而减少了环境风险和成本(王琳磷等,2022)。这些环保举措不仅有助于保护生态环境,还能降低企业运营风险,提高资源利用效率,为非国有企业带来更为显著的财务回报。其次,社会面的 ESG 性能也冲击着企业的金融业绩。非国有企业通常更注重员工的培养和激励,更好地向员工提供福利和晋升机会。这对提升员工的工作满意度和忠诚度、降低员工流失率、进而提升企业生产力和创新能力都是有益的,能够起到良好的推动作用。与此相比,国有企业在人才激励和流动性方面可能较为僵化,这可能导致人才流失和效率低下。此外,非国有企业更灵活、敏捷,为获得更多消费者信任 and 市场份额,与社区、消费者、利益相关方建立良好关系,树立积极向上的品牌形象,也更容易获得更大的发展空间。最后,对于企业财务表现来说,施政方面的 ESG 表现至关重要。非国有企业在治理方面往往更加注重公司内部的透明度和独立性。他们更容易建立科学合理的决策机制,避免内部腐败和权力滥用。相比较而言,在决策上可能显得不够自主和高效的政府干预和行政管理,可能更多的是国有企业。优秀的治理结构有助于提高企业的经营效率和稳健性,吸引更多投资者的信任,为非国有企业带来更大的投资和发展机会。

据此,本文提出假设 4:

在企业性质中,企业通过提升其 ESG 表现从而提升企业财务绩效在非国有企业中更加显著(H4)。

从区域的角度,ESG 的效用往往在经济发达的东部地区比中西部地区更为突出。首先,环境方面的 ESG 表现在东部地区较发达地区更加突出。经济较发达的东部地区通常面临着更高的环境压力和挑战,企业不得不采取更多的环保措施以满足环保法规 and 市场需求。东部地区企业普遍采用更先进的环保技术和清洁能源,以降低碳排放和减少污染物排放。这些环保举措不仅有助于减少企业的环境风险和处罚成本,还能提高企业形象,为企业带来更多的商业机会和市场份额。相比之下,中西部地区的经济发展水平相对较低,环保压力较小,因此一些企业可能对环保措施投入较少,环境表现可能不如东部地区突出。其次,社会方面的 ESG 表现也影响着企业的财务绩效。东部地区的企业普遍更加注重员工福利和多元化,提供更好的培训和晋升机会,吸引优秀人才加入。这些措施对员工的满意度和忠诚度有很大的帮助,对员工的工作积极性和创

造性也有很大的促进作用。与此相比,中西部地区的企业可能面临较为严峻的人才引进和留用问题,影响企业的创新能力和生产效率。另外,东部地区企业普遍与社区和利益相关者建立更紧密的关系,开展公益慈善活动,提升企业社会声誉,从而增加了消费者对企业的信任和认可。最后,对于企业财务表现来说,施政方面的 ESG 表现至关重要。东部地区的企业通常更加重视公司治理的规范和透明度,建立了相对完善的决策机制和问责机制。这有助于预防腐败和不当行为,增强了企业的稳健性和可持续发展。相比之下,中西部地区的企业可能存在治理缺失和决策滞后等问题,导致企业的经营效率不高。优秀的治理结构有助于吸引更多投资者的信任和资金支持,为东部地区企业提供更大的投资机会和融资渠道。

据此,本文提出假设 5:

在区域发展水平中,企业通过提升其 ESG 表现从而提升企业财务绩效在经济较发达的东部比中西部更加显著(H5)。

在不同城市的对比中,企业 ESG 表现能够提升企业财务绩效吸效应,在省会城市和非省会城市中影响有差异。首先,环境方面的 ESG 表现在非省会城市的企业中更为突出。相比于省会城市,非省会城市通常面临更少的环境压力,因此在环保方面,非省会城市的企业可能更加积极和主动。非省会城市的企业更容易采取环保措施,减少碳排放和污染物排放,推动可持续发展。这些环保举措不仅有助于降低企业的环境风险和处罚成本,还能树立良好的企业形象,吸引更多消费者和投资者的关注与支持。相比之下,省会城市的企业可能面临更复杂的市场环境和政策压力,其环境表现可能相对较低。其次,社会方面的 ESG 表现也影响着企业的财务绩效。非省会城市的企业通常更加注重员工福利和社会责任,提供更好的培训和发展机会,为员工创造更好的工作环境。这些举措有助于提升员工满意度和忠诚度,提高工作积极性和工作效率,从而促进企业生产力和创新能力的提高。另外,非省会城市的企业更加关注社区和利益相关者的需求,积极开展公益慈善活动,树立良好的企业形象,吸引更多消费者的信任和认可。相比之下,省会城市的企业可能更加注重市场竞争和效率,社会责任履行可能较为有限。最后,对于企业财务表现来说,施政方面的 ESG 表现至关重要。非省会城市的企业可能更加重视公司治理的规范和透明度,建立了较为完善的决策机制和问责机制。这有助于预防腐败和不当行为,增强了企业的稳健性和可持续发展。相比之下,省会城市的企业可能面临更复杂的政治和经济环境,企业治理可能较为复杂,治理缺失可能导致企业的经营风险增加。优秀的治理结构有助于吸引更多投资者的信任和资金支持,为非省会城市的企业提供更大的发展机会和融资渠道。

据此,本文提出假设 6:

在不同城市的对比中,企业通过提升其 ESG 表现从而提升企业财务绩效在非省会城市的企业中更加显著(H6)。

四、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文以中国 2010—2020 年 A 股上市公司作为研究样本考察企业 ESG 评级与企业绩效间的关系。尽管一些学者如王琳璘等(2022)认为 ESG 理念在中国起步较晚,强制性的信息披露制度尚未完全建立,本土的评级机构的结果缺乏足够的实用度,但随着国内各层面对 ESG 的关注,国内评级机构的评价体系也日趋完善。本文上市公司 ESG 评级数据来源于国内华证 ESG 评级机构——上海华证指数信息服务有限公司旗下的华证 ESG 评级,其他变量数据来源于国泰安(CSMAR)金融数据库的“公司研究系列”子数据库。选择华证 ESG 评级主要基于以下几点:第一,华证 ESG 评级在参考借鉴国际主流方法和实践的基础上结合了我国国情和资本市场特点构建,适于用于研究中国上市公司;第二,华证 ESG 评级覆盖范围广且时效性高,基本囊括了中国 A 股上市公司。为保证数据的可靠性,本文对样本进行如下处理:①剔除数据有缺失的企业;②剔除金融保险类企业;③剔除 special treatment(ST) 和 *ST 类上市公司;④上下 1% 缩尾处理样本中公司层面的连续变量数据。整理得到样本总容量为 31856 个、涵盖国内不同行业 4110 只股票的非平衡面板数据。

(二)变量定义

1. 被解释变量

企业绩效。企业绩效是对一种企业预期目标实现程度的量化衡量方式,通常通过以总资产回报率(ROA)、净资产回报率(ROE)等会计指标衡量的财务绩效表示。财务表现能够比较全面地反映企业的经营

能力,包括盈利能力、经营能力、偿债能力、抗风险能力等,因此,本文通过总资产回报率(ROA)和净资产回报率(ROE)作为企业业绩的代理变量。

2. 解释变量

企业 ESG 表现(ESG)。由前文分析可知,ESG 评级结果会对企业资本成本的确定、形象声誉等方面造成不同程度的影响。由于本文的 ESG 评级数据选自华证指数公司,与彭博、商道融绿、明晟等评级机构不同的是,华证公布的 ESG 结果并非数值形式,而是字母等级形式,共有 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C 9 个等级的评级,其中 BBB 及以上级别均为领先水平。因此,为了方便进行统计处理,本文将以上等级依次赋分为 1~9 分,分数越接近 9 分,代表企业 ESG 等级越高。

企业信息透明度。对于上市公司而言,公开企业活动和财务信息可以提升自身社会责任和市场关注度,便于投资者识别风险。但企业信息的公开不仅会带来资金成本的上升,还容易导致同行业竞争对手的模仿甚至是针对性的竞争策略。对于信息透明度很难直接衡量,本文通过国泰安数据库的三个指标,即上市公司透明度($Transparency$)、分析师关注度($AnaAttention$)、调研报告关注度($ReportAttention$),以及通过这三个指标与企业信息公开度和透明度之间的一定比例关系,间接描述了公司信息透明度的情况。其中,根据国泰安数据库,上市公司透明度以深圳证券交易所和上海证券交易所披露为准,并将企业分为 A、B、C、D 4 个等级,对应的是优秀、良好及格和不及格的企业信息披露程度。为了方便进行统计处理,将以上等级分别从 4 至 1 分赋分。被分析师关注指的是分析师团队一年内跟踪分析该公司的次数,被研报关注程度为该公司一年内有研究报告份数跟踪分析。

企业的污染程度。本文根据环保部发布的《上市公司环境信息公开指南(2010 年版)》,作为样本公司所处行业污染程度的划分依据,将高污染行业划定在其他研究中。为便于统计处理,将样本上市公司所处行业按照我国行业分类的国标代码,以代码的形式标注出来,选取 B6、B7、B8、B9、C17、C19、C22、C25、C26、C27、C28、C30、C31、C32、C33、D44 这 16 个行业作为高污染行业。对行业污染程度设置虚拟变量($ifhp$),若企业属于高污染行业,则虚拟变量 $ifhp=1$,否则 $ifhp=0$ 。

企业性质。上市公司产权属性即其企业所有制类型,主要根据其大股东或实际控制人进行判断。本文对企业性质设置虚拟变量(SOE),若企业属于国有企业,则虚拟变量 $SOE=1$,否则 $SOE=0$ 。

3. 控制变量

本文引进企业规模、资产负债率、现金流、账面市值比和公司成长性为控制变量,以消除无关变量的影响。一是利用企业总资产的自然对数($SIZE$),控制公司规模大小的影响;二是将通过资产负债率(LEV)来控制企业偿债能力的影响;三是反映企业成长性(成长)的企业资产变动情况;四是反映企业投资价值的账面市值比(BM);五是对企业现金流状况以现金流比例应对。本文将年份也作为控制变量,以期消除经济周期波动的影响。

具体变量名称、符号和定义见表 1。

五、模型构建

为了对假设 1 中 ESG 评级与企业绩效的相关性进行检验,设定模型(1)。

$$ROA/ROE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Cashflow_{i,t} + \alpha_5 BM_{i,t} + \alpha_6 Growth_{i,t} + \mu_i + \mu_{ind} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中:被解释变量为企业绩效(ROA/ROE);解释变量为 ESG 表现(ESG);控制变量分别为:企业规模($Size$)、资产负债率(Lev)、现金流($Cashflow$)、账面市值比(BM)以及公司成长性($Growth$);各变量的下标 i 为上市公司; t 为年度时间; μ_i 为时间固定效应,用于控制年度因素; μ_{ind} 为行业固定效应,用于控制行业因素; $\varepsilon_{i,t}$ 为误差项; α 为待估系数。

为了对假设 2 即企业信息透明度的机制,本文设定模型(2)。模型(2)中解释变量为 ESG 评级,被解释变量为企业信息透明度,包括上市公司透明度($Transcore$)、被分析师关注度($AnaAttention$)和被研报关注度($ReportAttention$)。

$$Transscore/AnaAttention/ReportAttention_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Cashflow_{i,t} + \alpha_5 BM_{i,t} + \alpha_6 Growth_{i,t} + \mu_i + \mu_{ind} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中: $Transcore$ 为透明度; $AnaAttention$ 为被分析师关注度; $ReportAttention$ 为被研报关注度;各变量的下标 i 为

表1 变量说明

变量	符号	定义说明
总资产收益率	<i>ROA</i>	净利润/总资产余额
净资产收益率	<i>ROE</i>	净利润/股东权益余额
ESG评级	<i>ESG</i>	根据华证ESG评价从AAA到C依次赋分为9分至1分
透明度	<i>Transcore</i>	根据深交所、沪交所披露从A到C依次赋分为4分至1分:4=优秀,3=良好,2=及格,1=不及格
被分析师关注度	<i>AnaAttention</i>	一年内有多少个分析师团队对该公司进行过跟踪分析
被研报关注度	<i>ReportAttention</i>	一年内有多少份研报该公司进行过跟踪分析
现金流	<i>Cashflow</i>	经营现金流净额/负债总额
账面市值比	<i>BM</i>	净资产/总市值
资产负债率	<i>Lev</i>	账面总负债/账面总资产
公司成长性	<i>Growth</i>	(年末资产总额-年初资产总额)/年初资产总额
企业规模	<i>Size</i>	Ln(年初总资产)
污染性质	<i>ifhp</i>	虚拟变量。高污染企业赋值为1,否则为0
企业性质	<i>ifsoe</i>	虚拟变量。国有企业赋值为1,否则为0

上市公司; t 为年度时间; μ_i 为时间固定效应,用于控制年度因素; μ_{ind} 为行业固定效应,用于控制行业因素; $\varepsilon_{i,t}$ 为误差项。

六、实证结果分析

(一)描述性统计分析

被解释变量、解释变量和控制变量相关数据的描述性统计结果见表2。代表被解释变量的 ROA 最小值为-0.27,最大值为0.23,标准差0.07, ROE 最小值为-0.71,最大值为0.36,标准差0.14,表明虽然部分企业经营不佳导致净资产收益率出现负数,但整体上不同企业盈利能力比较集中。

解释变量中, ESG 评级均值6.47,标准差1.12,但最大值9与最小值4差距较大,表明我国上市公司 ESG 评级总体表现一般,且不同上市公司间 ESG 表现差异明显。企业信息透明度 $Transcore$ 最大值为4,最小值为1,均值3.01,表明样本公司整体在公开信息方面的表现良好。被分析师关注度 $AnaAttention$ 和被研报关注度 $ReportAttention$ 的最小值和最大值之间都呈现较大的波动,表明分析师对不同上市公司的关注程度不同。

表2 描述性统计结果

变量	观测数	均值	标准差	P50	最小值	最大值
<i>ROA</i>	31855	0.04	0.07	0.04	-0.27	0.23
<i>ROE</i>	31639	0.07	0.14	0.08	-0.71	0.36
<i>ESG</i>	31401	6.47	1.12	6.00	3.00	9.00
<i>Size</i>	31856	22.16	1.43	21.93	19.51	27.15
<i>Lev</i>	31856	0.43	0.22	0.42	0.05	0.95
<i>Cashflow</i>	31856	0.04	0.07	0.04	-0.20	0.24
<i>BM</i>	31846	1.10	1.46	0.64	0.08	10.12
<i>Growth</i>	29776	0.19	0.52	0.10	-0.64	3.73
<i>ifhp</i>	31856	0.27	0.44	0.00	0.00	1.00
<i>Transcore</i>	23312	3.01	0.64	3.00	1.00	4.00
<i>Anaattention</i>	22826	10.09	10.05	7.00	1.00	46.00
<i>ReportAttention</i>	22936	20.07	24.02	11	1	116

(二)相关性分析

表3显示了各变量之间的相关性结果。 ESG 表现对 ROA 和 ROE 相关系数分别是0.151和0.186,即显著正相关。初步验证了 ESG 表现能够提升促进企业绩效,H1成立。

表3 相关性分析

变量	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>ESG</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>Cashflow</i>	<i>BM</i>	<i>Growth</i>
<i>ROA</i>	1	0.890*	0.110*	-0.067*	-0.416*	0.393*	-0.377*	0.341*
<i>ROE</i>	0.887*	1	0.181*	0.153*	-0.059*	0.349*	-0.151*	0.370*
<i>ESG</i>	0.151*	0.186*	1	0.350*	0.102*	0.076*	0.196*	0.020*
<i>Size</i>	-0.002	0.134*	0.370*	1	0.507*	0.053*	0.675*	0.034*
<i>Lev</i>	-0.353*	-0.173*	0.090*	0.514*	1	-0.160*	0.601*	0.006
<i>Cashflow</i>	0.365*	0.279*	0.066*	0.042*	-0.167*	1	-0.115*	0.055*
<i>BM</i>	-0.186*	-0.036*	0.215*	0.683*	0.554*	-0.085*	1	-0.106*
<i>Growth</i>	0.207*	0.219*	-0.015*	0.025*	0.038*	0.002	-0.030*	1

注:*,**,***分别表示在10%、5%、1%水平下显著。

(三)回归结果分析

本文以上述相关分析为基础,测试企业 ESG 性能对企业绩效的影响,采用多元线性回归方法。表4报告了模型检验结果。列(1)和列(2)分别回归企业 ESG 性能和企业绩效 ROA 和 ROE 针对企业 ESG 性能对企业绩效的影响有一个传导过程,本文对 ESG 性能进行了滞后一期的处理,从结果来看,在1%的置信水平上,

回归估计系数均显著为正。说明企业 ESG 越好。结果对 H1 进行了验证。

(四) 机制分析

过去有学者通过研究证实,信息不对称程度越低、信息透明度越高的公司业绩越好。从路径上探究企业 ESG 性能对企业信息透明度的影响。选择三个变量作为代理变量,分别是上市公司透明度、分析师关注程度和研究报告关注程度。回归结果见表 5。回归系数在 1% 的水平下显著为正,显示上市公司透明度每增加一档 ESG 评级,平均增加 0.11 档,平均每年增加 0.534 个团队,对 1.130 份公司研究报告进行跟踪分析。因此,企业 ESG 评级不但能够提升企业绩效,而且 ESG 表现是通过影响企业信息透明度从而影响到企业绩效的,H2 验证成立。

(五) 异质性分析

在评估企业的 ESG 表现时,通常需要考虑所处行业的污染程度作为一个重要的标准。重污染行业的企业由于其生产经营过程中固有的环境和社会危害性,因此其 ESG 表现往往较低。随着公众环保意识不断增强和 ESG 信息披露制度的日益完善,重污染行业的企业面临着越来越大的压力。相较于非重污染行业的企业,它们在保护环境和促进社会发展上所需承担的责任更为巨大。因此,本文将样本企业按照《上市公司环保核查行业分类管理名录》进行重点污染企业和非重污染企业的划分,并对其在 ESG 性能上的差异进行深入探讨。

表 6 是具体的回归结果。列(1)和列(2)的结果显示,在 1% 的水平上,ESG 性能对企业业绩的影响在两组样本中呈现明显的正数;不过,处于非高污染产业的公司,其效用就比较显著了。列(3)、列(4)用 ROE 再次给与验证。之所以如此,一方面,是因为相对于重污染企业而言,非重污染企业所面临的融资约束程度要低一些,因为它对环境的污染较小;另一方面,重污染行业受到政府更加严格的政策管制,必须进行节能技术改造以实现最小化的能源消耗和减少污染物排放。但这一改造将提高企业生产成本,从而带来业绩下滑。由此 H3 成立。

样本根据不同的企业所有制划分为两类,即国有控股上市公司和非国有控股上市公司,以探求因所有制性质不同而带来的冲击。表 7 是具体的回归结果。列(1)和列(2)的结果显示,在 1% 的水平上,ESG 性能对企业业绩的影响在两组样本中呈现明显的正数;但是对于非国企来说,它的作用是比较显著的。列(3)、列(4)用 ROE 再次给与验证。国有企业承担着经济社会发展的使命,并不是以追求短期利润最大化为自己的行为目标。在当前的政治背景下,由于国有企业和民营企业的实际控制人不同,它们在发展过程中受到政府干预的程度也有所不同,这导致了融资约束的差异。具体而言,由于国企承担着国家经济发展的责任,而不是国有企业,因此在融资时能够获得更多的支持。但从委托代理理论来看,国有企业牵涉的利益相关方更多,其内部存在的委托代理矛盾也比产权明晰的非国有企业更为复杂。非国有企业出于对公司经营和可持续发展的考虑,更看重 ESG 业绩所带来的真实经济价值,因而对企业 ESG 业绩信息的对外披露更为积极,从而推动其业绩提升。由此验证 H4。

按照中国地域划分及与之相伴随的经济发展速度的差异,可以将上市公司以地域氛围东部中部和西部企业。探究不同经济发展状况的地域带来的效用的差别,对研究 ESG 表现提升企业的绩效有重要意义。表 8 是具体的回归结果。列(1)~列(3)结果表明,在三组样本中,企业业绩正向影响显著的是 ESG 性能在 1% 的水平上;但对于位于东部省份的公司而言,相对于中西部公司而言,其效用仍然显著。列(4)~列(6)用

表 4 ESG 评级对企业绩效的多元回归

变量	(1)	(2)
	ROA	ROE
ESG _{t-1}	0.006*** (13.37)	0.012*** (12.20)
Size _{t-1}	0.007*** (14.39)	0.018*** (15.95)
Lev _{t-1}	-0.064*** (-21.17)	-0.063*** (-8.11)
Cashflow _{t-1}	0.248*** (36.26)	0.430*** (28.62)
BM _{t-1}	-0.009*** (-20.73)	-0.019*** (-14.51)
Growth _{t-1}	0.014*** (13.84)	0.027*** (11.58)
_cons	-0.130*** (-13.92)	-0.393*** (-17.92)
N	26009	25842
IndustryFE	Yes	Yes
YearFE	Yes	Yes
adj.R ²	0.206	0.134

注:括号内为 t 值;*、**、***分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著。

表 5 机制分析回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	Transcore	AnaAttention	ReportAttention
ESG _{t-1}	0.116*** (24.01)	0.534*** (7.89)	1.130*** (6.73)
Size _{t-1}	0.150*** (28.23)	4.734*** (55.71)	11.315*** (51.20)
Lev _{t-1}	-0.685*** (-24.64)	-5.067*** (-12.66)	-11.193*** (-11.41)
Cashflow _{t-1}	1.262*** (18.87)	24.412*** (25.17)	59.016*** (24.31)
BM _{t-1}	-0.038*** (-6.52)	-2.742*** (-28.05)	-6.621*** (-26.80)
Growth _{t-1}	0.046*** (4.54)	1.160*** (8.28)	2.873*** (8.41)
_cons	-0.776*** (-7.41)	-95.677*** (-55.51)	-231.198*** (-51.21)
N	19598	18156	18221
IndustryFE	Yes	Yes	Yes
YearFE	Yes	Yes	Yes
adj.R ²	0.186	0.318	0.298

注:括号内为 t 值;*、**、***分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著。

ROE再次给与验证。究其原因,东部地区作为经济发达地区,企业在该地区通过提升ESG表现能够更有效地获得市场认可、投资者青睐、政府支持和风险管理,从而显著提升企业的财务绩效。而在中西部地区,虽然ESG表现同样重要,但相对较低的市场规模和投资活动及较宽松的政府监管可能导致企业的ESG影响相对较小,财务绩效的提升也相对较为有限。由此验证H5。

表6 异质性分析(高污染企业与非高污染企业)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$ROA(ifhp=1)$	$ROA(ifhp=0)$	$ROE(ifhp=1)$	$ROE(ifhp=0)$
ESG_{t-1}	0.002*** (2.97)	0.007*** (13.64)	0.005*** (2.85)	0.014*** (12.49)
$Size_{t-1}$	0.007*** (8.69)	0.007*** (11.11)	0.019*** (9.41)	0.016*** (12.44)
Lev_{t-1}	-0.067*** (-12.04)	-0.062*** (-17.05)	-0.089*** (-5.80)	-0.048*** (-5.47)
$Cashflow_{t-1}$	0.266*** (20.16)	0.241*** (30.39)	0.468*** (15.46)	0.418*** (24.37)
BM_{t-1}	-0.010*** (-12.13)	-0.008*** (-16.29)	-0.023*** (-8.81)	-0.016*** (-10.90)
$Growth_{t-1}$	0.015*** (6.68)	0.013*** (11.92)	0.033*** (6.22)	0.025*** (9.58)
_cons	-0.115*** (-6.88)	-0.131*** (-11.63)	-0.377*** (-9.24)	-0.383*** (-14.85)
N	7089	18920	7025	18817
IndustryFE	Yes	Yes	Yes	Yes
YearFE	Yes	Yes	Yes	Yes
adj.R ²	0.229	0.204	0.151	0.137

注:括号内为t值;*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平下显著。

表7 异质性分析(企业性质)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$ROA(SOE=1)$	$ROA(SOE=0)$	$ROE(SOE=1)$	$ROE(SOE=0)$
ESG_{t-1}	0.001** (2.32)	0.009*** (13.60)	0.003** (2.57)	0.017*** (12.91)
$Size_{t-1}$	0.009*** (15.10)	0.007*** (10.01)	0.021*** (13.99)	0.019*** (11.27)
Lev_{t-1}	-0.070*** (-15.81)	-0.053*** (-12.64)	-0.074*** (-5.94)	-0.041*** (-4.08)
$Cashflow_{t-1}$	0.195*** (20.31)	0.268*** (29.26)	0.386*** (17.04)	0.436*** (22.03)
BM_{t-1}	-0.007*** (-14.31)	-0.016*** (-15.28)	-0.015*** (-9.69)	-0.031*** (-11.07)
$Growth_{t-1}$	0.010*** (9.11)	0.015*** (10.74)	0.025*** (8.43)	0.026*** (8.29)
_cons	-0.144*** (-12.31)	-0.158*** (-10.90)	-0.411*** (-13.78)	-0.447*** (-13.61)
N	9786	16220	9728	16111
IndustryFE	Yes	Yes	Yes	Yes
YearFE	Yes	Yes	Yes	Yes
adj.R ²	0.256	0.208	0.162	0.142

注:括号内为t值;*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平下显著。

表8 异质性分析(区域经济发展程度)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$ROA(东部)$	$ROA(中部)$	$ROA(西部)$	$ROE(东部)$	$ROE(中部)$	$ROE(西部)$
ESG_{t-1}	0.006*** (11.93)	0.005*** (5.01)	0.004*** (3.12)	0.013*** (11.32)	0.009*** (4.07)	0.008** (2.46)
$Size_{t-1}$	0.007*** (11.32)	0.008*** (6.62)	0.008*** (5.83)	0.017*** (12.99)	0.020*** (6.81)	0.019*** (5.32)
Lev_{t-1}	-0.065*** (-17.95)	-0.060*** (-7.74)	-0.064*** (-7.10)	-0.055*** (-6.07)	-0.071*** (-3.52)	-0.080*** (-3.50)
$Cashflow_{t-1}$	0.242*** (29.44)	0.242*** (15.40)	0.257*** (12.63)	0.419*** (23.22)	0.436*** (12.64)	0.435*** (9.55)
BM_{t-1}	-0.009*** (-16.71)	-0.009*** (-9.08)	-0.010*** (-8.19)	-0.017*** (-11.61)	-0.022*** (-7.07)	-0.024*** (-5.40)
$Growth_{t-1}$	0.015*** (11.52)	0.011*** (6.13)	0.009*** (4.29)	0.030*** (9.82)	0.026*** (6.02)	0.017*** (2.85)
_cons	-0.126*** (-11.20)	-0.149*** (-6.10)	-0.157*** (-5.40)	-0.388*** (-15.04)	-0.414*** (-7.21)	-0.384*** (-5.43)
N	18097	4679	3229	18014	4630	3194
IndustryFE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
YearFE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
adj.R ²	0.200	0.218	0.240	0.132	0.140	0.161

注:括号内为t值;*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平下显著。

按照中国城市发展程度划分,可以将上市公司分为省会或直辖市所在地上市公司和非省会上市公司。由于城市集聚效应,省会一般汇集了本省最重要的各类资源,因此,位于省会的企业往往在融资和运营等诸多方面相对于本省其他普通地级市的公司具有优势。表9是具体的回归结果。列(1)、列(2)结果表明,在两组样本中,企业业绩正向影响显著的是ESG性能在1%的水平上;但对于非省会城市的商户而言,则更值得

称道。列(3)~列(4)用 ROE 再次给与验证。在非省会城市的企业由于较为有利的竞争环境、较低的社会关注度及可能更强的内在动力,更容易通过提升 ESG 表现来显著提升企业的财务绩效。而在省会城市,尽管 ESG 表现同样重要,但由于面临更激烈的竞争和更复杂的社会环境,财务绩效的提升可能相对较为缓慢。由此验证 H6。

表 9 异质性分析(城市发展程度)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROA(省会)	ROA(非省会)	ROE(省会)	ROE(非省会)
ESG_{t-1}	0.005*** (8.63)	0.007*** (9.85)	0.009*** (7.63)	0.015*** (9.22)
$Size_{t-1}$	0.005*** (9.01)	0.009*** (11.48)	0.016*** (11.46)	0.021*** (10.93)
Lev_{t-1}	-0.059*** (-14.96)	-0.069*** (-14.36)	-0.044*** (-4.62)	-0.083*** (-6.38)
$Cashflow_{t-1}$	0.228*** (26.22)	0.264*** (23.74)	0.402*** (21.36)	0.452*** (17.92)
BM_{t-1}	-0.007*** (-14.89)	-0.013*** (-13.53)	-0.016*** (-10.52)	-0.026*** (-10.04)
$Growth_{t-1}$	0.012*** (9.85)	0.015*** (9.71)	0.025*** (8.19)	0.030*** (8.23)
_cons	-0.094*** (-8.08)	-0.188*** (-11.42)	-0.340*** (-12.61)	-0.473*** (-12.24)
N	15288	10717	15200	10638
IndustryFE	Yes	Yes	Yes	Yes
YearFE	Yes	Yes	Yes	Yes
adj. R^2	0.190	0.241	0.126	0.155

注:括号内为 t 值;*,**、***分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著。

(六)稳健性检验

本文采用事件研究法进行稳健性检验。以 2015 年新环保法颁布为事件冲击,构建新的变量 pre_post ,对于 2015 年之后的时间赋值为 1,否则为 0。以新环保法为重大事件冲击,探究事件前后 ESG 的效用。结果见表 10,尽管有重大事件冲击,结果仍然是显著,并且重大环境事件对于 ESG 对绩效的影响有显著促进作用,回归结果稳健。

对于可能出现的内生性问题,本题考查的是工具变量法。用行业平均的 ESG 表现 $ESGAVG$ 作为工具变量,替换企业 ESG 表现,并用两阶段最小二乘法(2SLS)进行回归。结果见表 11 所示,回归系数均出现了明显的正数。回归的结果还是稳健的。

表 10 稳健性检验

变量	(1)	(2)
	ROA	ROE
ESG_{t-1}	0.003*** (6.81)	0.008*** (6.88)
$ESG_{t-1} \times pre_post_{t-1}$	0.004*** (5.66)	0.006*** (3.89)
$Size_{t-1}$	0.007*** (14.63)	0.018*** (16.10)
Lev_{t-1}	-0.064*** (-21.13)	-0.062*** (-8.06)
$Cashflow_{t-1}$	0.247*** (36.26)	0.430*** (28.61)
BM_{t-1}	-0.009*** (-21.01)	-0.019*** (-14.65)
$Growth_{t-1}$	0.014*** (13.83)	0.027*** (11.57)
_cons	-0.130*** (-13.90)	-0.393*** (-17.89)
N	26009	25842
IndustryFE	Yes	Yes
YearFE	Yes	Yes
adj. R^2	0.207	0.135

注:1.表示滞后期,括号内为 t 值;*,**、***分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著。

表 11 内生性检验(工具变量)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	ESG_{t-1}	ROA	ESG_{t-1}	ROE
$ESGAVG_{t-1}$	0.829*** (51.825)	0.052*** (14.841)	0.829*** (51.825)	0.114*** (14.259)
$Size_{t-1}$	0.309*** (49.272)	0.005*** (10.500)	0.309*** (49.272)	0.013*** (12.265)
Lev_{t-1}	-0.574*** (-16.872)	-0.065*** (-22.453)	-0.574*** (-16.872)	-0.060*** (-8.198)
$Cashflow_{t-1}$	0.582*** (6.762)	0.266*** (39.331)	0.582*** (6.762)	0.456*** (30.983)
BM_{t-1}	-0.065*** (-9.957)	-0.009*** (-22.729)	-0.065*** (-9.957)	-0.015*** (-13.932)
$Growth_{t-1}$	-0.086*** (-7.577)	0.013*** (12.968)	-0.086*** (-7.577)	0.027*** (11.342)
_cons	-5.407*** (-34.248)	-0.384*** (-18.023)	-5.407*** (-34.248)	-0.946*** (-19.189)
N	26009	26009	26009	25842
adj. R^2	0.238	0.101	0.238	0.028

注:括号内为 t 值;*,**、***分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著。

七、结论与启示

本文以 2010—2020 年 A 股上市公司为研究对象,对上市公司的 ESG 表现与企业财务表现之间的关联关系进行实证测试。研究结果表明:①公司对其 ESG 性能的改善能够促进公司财务表现的提高;②企业通

过提升其ESG表现促进企业财务绩效的路径是提高了企业的信息透明度,降低了企业的信息不对称性;
③按企业性质、污染程度、区域经济发展程度的异质性检验结果发现,ESG表现对企业绩效的促进作用在非国有企业、非重污染企业及经济较发达的东部企业和非省会城市中表现更为明显。基于研究结论,本文提出以下建议:

第一,企业需要增强融入ESG的意识,将环境、社会和公司治理的考量纳入企业战略规划中,同时融入日常运营和决策过程中。同时,企业内部员工对ESG意识的培养和理解仍有待加强。组织内部教育和培训,加强对ESG的宣传和沟通,才能形成ESG文化的内生动力。另外,企业应进一步加强与各利益相关方在ESG领域的合作,共同促进ESG意识在整个产业链中的传导,形成更大的影响力。

第二,政府应加强引导,推进ESG制度框架建设。针对国有企业重污染企业及经济落后地区企业的效果不显著问题,政府应根据实际情况制定有效的激励机制和惩罚措施,进一步推动企业ESG表现与企业绩效实现深层次融合。

第三,强化利益相关方对企业ESG业绩的重视。增强投资者、消费者等外部群体对于企业ESG表现的重视,进一步加强外部监督力度,促使企业积极履行ESG责任。

参考文献

- [1] 陈娇娇,丁合煜,张雪梅,2023. ESG表现影响客户关系稳定度吗?[J]. 证券市场导报, (3): 13-23.
- [2] 李荣锦,刘佳乐,2023. ESG表现与企业财务绩效的影响研究——基于政府补贴的视角[J]. 经营与管理, (9): 1-12.
- [3] 李思慧,郑素兰,2022. ESG的实施抑制了企业成长吗?[J]. 经济问题, (12): 81-89.
- [4] 孟猛猛,谈湘雨,刘思蕊,等,2023. 企业ESG表现对绿色创新的影响研究[J]. 技术经济, 42(7): 13-24.
- [5] 潘海英,朱忆丹,新夫,2022. ESG表现与企业金融化——内外监管双“管”齐下的调节效应[J]. 南京审计大学学报, 19(2): 60-69.
- [6] 孙慧,祝树森,张贤峰,2022. ESG表现、公司透明度与企业声誉[J]. 软科学, (7): 1-10.
- [7] 王静然,2022. 企业ESG责任表现对机构投资者持股偏好的影响[D]. 太原: 山西财经大学.
- [8] 王丽青,杨晓峰,2022. ESG表现与企业融资成本的相关性研究[J]. 中国注册会计师, (9): 47-53.
- [9] 王琳璘,廉永辉,董捷,2022. ESG表现对企业价值的影响机制研究[J]. 证券市场导报, (5): 23-34.
- [10] 席龙胜,赵辉,2022. 企业ESG表现影响盈余持续性的作用机理和数据检验[J]. 管理评论, 34(9): 313-326.
- [11] 张会丽,张妮,2022. ESG表现影响企业债务契约吗?——来自我国A股上市公司的经验证据[J]. 财务研究, (6): 91-103.
- [12] ABOUD A, DIAB A, 2019. The financial and market consequences of environmental, social and governance ratings[J]. Sustainability Accounting, Management and Policy Journal, 10(3): 498-520.
- [13] ALEXANDRE G, ARTHUR P, 2021. Investor rewards to environmental responsibility: Evidence from the COVID-19 crisis[J]. Journal of Corporate Finance, (68): 204-216.
- [14] AL-TUWAIJRI S A, CHRISTENSEN T E, HUGHES II K E, 2004. The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: A simultaneous equations approach[J]. Accounting, Organizations and Society, 29(5/6): 447-471.
- [15] DUQUE-GRISALES E, AUGUILERA-CARACUEL J, 2021. Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multinationals: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack[J]. Journal of Business Ethics, 168(2): 315-334.
- [16] FRIEDE G, BUSCH T, BASSEN A, 2015. ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies[J]. Journal of Sustainable Finance & Investment, (5): 210-233.
- [17] GARCIA A S, MENDES-DA-SILVA W, ORSATO R J, 2017. Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets[J]. Journal of Cleaner Production, (150): 135-147.
- [18] HENKE H M, MAEHLMANN T, 2016. The effect of social screening on bond mutual fund performance[J]. Journal of Banking and Finance, (67): 69-84.
- [19] KUMAR N C A, SMITH C, BADIS L, et al, 2016. ESG factors and risk-adjusted performance: A new quantitative model[J]. Journal of Sustainable Finance & Investment, 6(4): 292-300.
- [20] LUCIA C D, PAZIENZA P, BARTLETT M, 2020. Does good ESG lead to better financial performances by firms? Machine learning and logistic regression models of public enterprises in Europe[J]. Sustainability, 12(13): 1-29.
- [21] PEDERSEN L H, FITZGIBBONS S, POMORSKI L, 2020. Responsible investing: The ESG-efficient frontier[J]. Journal of Financial Economics, 142(2): 572-597.
- [22] TANG D Y, ZHANG Y P, 2020. Do shareholders benefit from green bonds?[J]. Journal of Corporate Finance, (61): 1-18.
- [23] VELTE P, 2017. Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany[J]. Journal of

Global Responsibility, 80(2): 169-178.

- [24] VERHETDEN T, ECCLES R G, FEINER F, 2016. ESG for all? The impact of ESG screening on return, risk, and diversification[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 28(2): 47-55.

The Impact of ESG Performance on Firm Performance

Yang Ruibo¹, Deng Chengtao², Hou Xiaozhou³

(1. Macau University of Science and Technology, Macau 999078, China;

2. Postdoctoral Station of Rural Credit Cooperative Association of Guangxi Zhuang Autonomous Region, Nanning 530000, China;

3. College of Foreign Languages, Hebei University, Baoding 071000, Hebei, China)

Abstract: ESG has become an important indicator of corporate performance. Research on the impact of ESG rating on corporate performance is conducive to stimulating the ESG awareness of enterprises, enabling enterprises to actively assume the responsibility of ESG disclosure, and bridging the information asymmetry between investors and enterprises. A fixed-effect model was constructed, and A-share listed companies from 2010 to 2020 were taken as research samples to further test the heterogeneity, nature and regional development degree of enterprises' pollution degree, and investigate the relationship between enterprises' ESG rating and corporate financial performance as well as the mechanism effect of information transparency. The empirical results show that good ESG performance can directly improve enterprise performance. Corporate information transparency as its mechanism. The relationship between ESG performance and enterprise performance is affected by the degree of enterprise pollution, the nature of enterprise and the level of regional economic development, and the ESG rating of enterprises with low pollution, non-state-owned enterprises, eastern regions and non-provincial capital cities can significantly improve enterprise performance. According to the above conclusions, some experience for decision-making has been provided.

Keywords: ESG performance; enterprise financial performance; information transparency; heterogeneity