

企业ESG表现、信息透明度与财务绩效

江 伟

西安邮电大学经济与管理学院, 陕西 西安

收稿日期: 2024年2月21日; 录用日期: 2024年3月7日; 发布日期: 2024年5月11日

摘 要

本文以2010~2020年中国A股上市公司为研究对象, 采用双向固定效应模型实证检验了企业ESG表现、信息透明度和财务绩效的关系, 以及内部控制水平、产权异质性和行业异质性在ESG表现与财务绩效中的调节作用。研究发现: (1) 企业ESG表现能显著促进财务绩效的增长; (2) 信息透明度在ESG表现对财务绩效影响当中起到了部分中介作用; (3) 对于非国有企业或非高能耗企业, ESG表现的绩效促进效应更强; 相对于低内部控制水平的企业, 高内部控制水平企业的ESG表现对财务绩效的促进作用更大。研究揭示了企业ESG表现对财务绩效的影响机制, 为企业如何提升财务绩效和参与ESG实践提供了一定启示。

关键词

ESG表现, 信息透明度, 财务绩效, 内部控制

Corporate ESG Performance, Information Transparency and Financial Performance

Wei Jiang

College of Economics and Management, Xi'an University of Posts and Telecommunications, Xi'an Shaanxi

Received: Feb. 21st, 2024; accepted: Mar. 7th, 2024; published: May 11th, 2024

Abstract

Taking China's A-share listed companies from 2010 to 2020 as the research object, this paper uses a two-way fixed-effect model to empirically test the relationship between ESG performance, information transparency and financial performance, as well as the moderating effects of internal

control level, property rights heterogeneity and industry heterogeneity on ESG performance and financial performance. The results show that: (1) Enterprise ESG performance can significantly improve financial performance; (2) Information transparency plays a partial mediating role in the impact of ESG performance on financial performance; (3) The performance promotion effect of ESG performance is stronger for non-state-owned enterprises or non-high energy consumption enterprises; Compared with enterprises with low internal control level, ESG performance of enterprises with high internal control level has a greater promoting effect on financial performance. The research reveals the mechanism of the influence of ESG performance on financial performance, and provides some enlightenment for enterprises to improve financial performance and participate in ESG practice.

Keywords

ESG Performance, Information Transparency, Financial Performance, Internal Control

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

自联合国责任投资原则组织(UN PRI)于 2006 年提出 Environment、Social and Governance (ESG)投资理念以来,ESG 评价体系逐渐成为发达国家企业和金融机构广泛使用的评价企业可持续发展绩效的方法。近年来,ESG 在促进企业长期发展中的重要性已在全球范围内得到普遍认同。在我国双碳目标和新发展理念的驱使下,政府部门积极促进上市公司的 ESG 建设,其目的是敦促企业积极调整经营理念和方式方法,维持环境、社会、企业间的良性互动关系,实现企业的可持续发展,这也符合社会公众的期待。在面临此种较大外部压力的情况下,企业参与 ESG 实践成为大势所趋,且与传统的企业社会责任(CSR)带有明显的伦理和慈善色彩不同,ESG 更加关注义利并举[1],基于此,研究企业 ESG 表现对财务绩效的影响是应当且必要的。

目前学术界对 ESG 表现的研究正在不断完善,近期有些学者从企业 ESG 表现的影响因素角度展开研究,并指出国有资本参股[2]、共同机构持股[3]和城市数字经济发展[4]等对 ESG 表现有不同程度的影响。ESG 表现作为衡量企业环境、社会和公司治理三方面表现的综合指标,受到国际社会的大力追捧,那么企业积极投入资金进行 ESG 建设会产生怎样的经济后果呢?其会对企业的财务绩效产生何种影响?信息透明度在 ESG 表现与财务绩效的关系之间又充当了什么角色呢?

为探寻上述问题的答案,本文从合法性理论、资源基础理论以及信号传递理论出发,以我国上市公司为样本,考察企业 ESG 表现对财务绩效的影响,以及信息透明度在两者关系中的作用,并在进一步分析中研究了行业异质性和所有权异质性的影响,讨论了内部控制在 ESG 表现促进财务绩效过程中所起的作用。本文的主要贡献如下:(1)目前有关企业 ESG 表现如何影响财务绩效的研究还有待深入,本文验证了企业信息透明度在两者关系中的中介作用,丰富了企业 ESG 表现对财务绩效的影响机制研究;(2)以往研究发现了内部控制对于企业财务绩效的积极作用[5],却少有人研究内部控制、ESG 表现和财务绩效三者的关系,本文从企业内部控制水平角度出发,探讨了企业内部控制在 ESG 实践过程中促进企业财务绩效增长过程中的有利作用;(3)已有关于企业 ESG 表现的研究多采用固定时间效应和行业效应的方式,本文则采用双向固定效应模型展开研究,结论更加稳健,更有说服力。

2. 理论基础与假设提出

2.1. ESG 表现对企业财务绩效的影响

企业 ESG 表现包括环境(E)、社会(S)和公司治理(G)三个方面,下面从 E、S、G 和 ESG 表现四个角度分别进行论述。首先,在企业的环境表现层面,从组织合法角度来看,生态文明建设已被放置于国家发展战略的高度,节能减排已成为社会共识,在微观层面企业积极承担环境责任来响应政府呼吁,能够获得环境规制合法性以及行业规范合法性地位,缓解外部利益相关方对企业环境规制的压力。企业积极承担环境责任也意味着企业向政府、投资者以及社会公众释放相应信号,表明企业愿意承担环境责任并重视环境保护,将有助于赢得各利益相关方的信任和支持,增强企业合法性[6]。从资源基础理论来看,企业在环境管理和环保技术方面的投入将成为企业取得竞争优势的重要战略性资源,有助于实现企业可持续发展和提高企业财务绩效[7]。因此,企业承担环境责任有助于提升企业财务绩效。

其次,在企业社会责任表现层面,根据利益相关者理论,企业对股东、债权人、员工、供应商等利益相关方承担相应社会责任,不仅有助于增强企业社会资本和组织合法性,而且有助于减少企业未来潜在风险,促进财务绩效的提高。因此,企业主动承担社会责任有助于提升企业财务绩效[8]。

同时,在企业治理层面,基于委托代理理论,良好的公司治理表现有助于降低企业的交易成本,缓解企业高管的机会主义与不确定性,提升企业财务绩效[9]。具体来看,公司治理是企业可持续发展的基石,良好的公司治理可以有效解决企业发展中的代理问题和信息不对称问题,强化企业的长期导向,具有良好公司治理表现的企业在制定发展战略时能够更加重视利益相关方的利益,有助于长远发展。因此,企业良好的治理表现可以提高企业财务绩效。

最后,从企业 ESG 表现层面,根据利益相关者理论和信号传递理论,企业积极履行环保义务承担社会责任能树立企业负责任的形象,传递出企业值得信赖的信号,帮助提高企业曝光度,取得利益相关者的信任,从而降低融资成本[10]和财务风险[11],提高财务绩效[12][13][14]。

综上所述,企业提高 ESG 三个方面的表现可以提升企业合法性,更好地应对外部压力,通过对环境、社会和治理活动的贡献,满足不同利益相关者群体对企业的期望,能够提升企业形象,带动利益相关者投入资源为公司的发展做贡献。因此,良好的企业 ESG 表现有助于企业建立起良好的企业形象、牢固的利益相关者关系和行业竞争优势,最终提升企业的经济效益。基于以上理论分析,本研究提出假设:

H₀: 企业 ESG 表现正向促进财务绩效。

2.2. 企业信息透明度的中介效应

上文论述了企业 ESG 表现有助于提升企业财务绩效,那么信息透明度在企业 ESG 表现和财务绩效两者关系中发挥着何种作用呢?根据信号传递理论,企业积极承担环境和社会责任有利于缓解企业与各利益相关者的信息不对称程度[15],提高企业信息透明度,使各利益相关方对企业的运营与未来发展更为了解,进而降低逆向选择风险,降低盈余管理水平[16],增强企业与各利益相关方之间的长期合作关系,从而实现企业可持续发展。已有研究发现,企业环境信息披露质量的提高能够有效提升企业的信息透明度,进而降低企业的权益资本成本[17],促进企业发展;ESG 能有效减少信息不对称[18]。李英利和谭梦卓[19]以总资产收益率为代理变量,发现提高会计信息透明度可以显著提高企业会计价值,相较于信息透明度低的企业,信息透明度高的企业的总资产收益率越高[20]。同时,高信息透明度有利于企业资源的有效配置,提高企业的营业收入和利润[21];环境信息规制政策的实施提高了企业信息透明度,进而提升了企业的总资产收益率[22]。基于此,本文提出以下假设:

H₁: 企业提高自身 ESG 表现会提升企业信息透明度,进而促进财务绩效的增长。

3. 研究设计

3.1. 样本选择与数据来源

由于 CSMAR 数据库的官方更新延迟, 数据只发布到 2020 年, 考虑到可用性和稳定性, 本文以 2010~2020 年全部 A 股上市公司为研究对象, 探索分析企业 ESG 表现与财务绩效的关系。并对获取的数据作了处理: (1) 剔除了 ST 公司的样本; (2) 剔除了房地产行业 and 银行、保险等金融类公司的样本; (3) 剔除了数据缺失样本; (4) 对所有连续变量进行上下 1% 的缩尾处理。最终, 获得 16,961 个公司年度观测值。本文 ESG 得分数据来自华证 ESG 评级数据库, 其他上市公司数据均来自国泰安数据库和迪博内部控制数据库。

3.2. 变量选取与测度

3.2.1. 核心被解释变量

企业财务绩效一般用两类指标衡量: 第一类, 会计基础的财务绩效指标, 如: 总资产收益率 ROA、每股收益 EPS; 第二类, 市场基础的财务绩效指标, 如托宾 Q 和市盈率等。本文借鉴维京华和赵博雅[14]和李慧等人[23]的研究采用总资产收益率 ROA 来表示企业财务绩效。

3.2.2. 核心解释变量

使用华证 ESG 评级作为 ESG 表现的衡量指标, 该评级在业界和学术界得到广泛认可和使用[11]。根据 AAA-CCC 的 9 级评分标准从高到低用数字 9~1 来衡量企业的 ESG 表现, 评分越高表明企业 ESG 表现越好。

3.2.3. 中介变量

借鉴辛清泉等[24]的做法, 以盈余质量、信息披露考评指数、分析师盈余预测和审计师角度构建企业信息透明度综合指标。

3.2.4. 控制变量

本文借鉴冯锋和张燕南[25]与王双进等[26]的研究在模型中控制了如下变量: 企业规模、资产负债率、营业收入增长率、总资产周转率和企业年龄。

上述变量具体含义见表 1。

Table 1. Definition of variables

表 1. 变量定义

变量	名称	变量符号	衡量方式
被解释变量	企业财务绩效	ROA	用总资产收益率表示, 公式为: 净利润/总资产平均余额
解释变量	企业 ESG 表现	ESG	华证 ESG 评分, 用数字 1~9 由低到高表示企业 ESG 表现
中介变量	企业信息透明度	TRANS	借鉴辛清泉(2014)研究构建信息透明度综合指标
	资产负债率	Lev	负债合计/资产总计
控制变量	营业收入增长率	Growth	营业收入增长率 = (当年营业收入 - 上年营业收入)/上年营业收入, 是衡量企业成长性的指标
	企业规模	Size	总资产取自然对数
	总资产周转率	Turnover	营业收入/平均资产总额, 反映企业经营能力
	企业年龄	Age	上市公司上市年龄

3.3. 模型设定

为消除传统模型中的估计偏差问题，本文采用双向固定效应模型，同时加入公司层面固定效应和时间固定效应。本文构建模型(1)来检验企业 ESG 表现与财务绩效之间关系的假设：

$$ROA = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \Sigma controls_{it} + year_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

借助温忠麟等[27]提出的中介效应检验三步法，构建模型(2)和(3)来检验企业信息透明度的中介效应：

$$TRANS = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \Sigma controls_{it} + year_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$ROA = \gamma_0 + \gamma_1 ESG_{it} + \gamma_2 TRANS_{it} + \Sigma controls_{it} + year_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中 α 、 β 和 γ 为系数，ESG 表示企业 ESG 水平，ROA 表示企业财务绩效，TRANS 表示企业信息透明度，Controls 表示控制变量，year 表示不随个体异质性变化的时间效应， μ 表示不随时间变化的个体效应， ε 表示随机扰动项，下标 i 表示不同企业， t 表示不同年份。

4. 实证结果与分析

4.1. 描述性统计

各变量的描述性统计结果如表 2 所示，样本数量为 16,961，总体来看，各变量的标准差较小，中位数和平均值较为接近，数据的整体波动性小，数据选取较为合理。样本企业总资产收益率 ROA 的平均值为 0.05，且标准差仅为 0.06，说明相关企业财务表现比较稳定，而 ESG 评分的均值和中位数仅有 4.07 和 4，说明样本企业的整体 ESG 评级不高。

Table 2. Descriptive statistics of main variables

表 2. 主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
ROA	16,961	0.05	0.06	0.04	-0.18	0.21
ESG	16,961	4.07	1.05	4	1	6
TRANS	16,961	0.34	0.17	0.34	0	0.79
Lev	16,961	0.40	0.19	0.39	0.05	0.84
Growth	16,961	0.18	0.37	0.12	-0.49	2.28
Size	16,961	22.03	1.11	21.89	20.02	25.33
Age	16,961	9.29	6.73	8	1	25
Turnover	16,961	0.66	0.43	0.57	0.10	2.57

4.2. 回归结果分析

4.2.1. 主效应检验

本文选用双向固定效应模型对假设 H_0 进行估计，回归结果如表 3。第(1)和第(2)列所示。其中第(1)没有添加控制变量，第(2)加入了相关控制变量，从结果可知，ESG 对 ROA 的回归系数分别为 0.004 和 0.002，均在 1% 水平上显著为正，这表明良好的 ESG 表现对总资产收益率有明显的提升作用，与理论分析一致，假设 H_0 得到验证。

Table 3. Main effect test
表 3. 企业 ESG 表现与财务绩效

	(1)	(2)
	ROA	ROA
ESG	0.004 ^{***} (6.87)	0.002 ^{***} (4.14)
Lev		-0.156 ^{***} (-25.15)
Growth		0.028 ^{***} (21.06)
Size		0.016 ^{***} (9.43)
Turnover		0.050 ^{***} (12.48)
Age		-0.001 (-0.20)
Cons	0.050 ^{***} (16.32)	-0.278 ^{***} (-7.26)
时间效应	控制	控制
个体效应	控制	控制
N	16,961	16,961
R ²	0.055	0.258
F	38.833	100.910

注：***、**和*分别表示对应系数在 0.01、0.05 和 0.1 的显著性水平上显著。括号内报告了稳健标准误的统计值。N 为样本量。下文同。

4.2.2. 企业信息透明度的中介效应检验

以上的研究表明，良好的 ESG 表现能促进企业财务绩效的提升，为了验证这种影响的作用渠道，以下从企业信息透明度的视角进行深入研究。回归结果见下表 4，从第(2)列可以看出 ESG 对 TRANS 的回归系数显著为正，第(3)ESG 和 TRANS 对 ROA 的回归系数分别为 0.001 和 0.114，分别在 10%和 1%的水平上显著，说明 ESG 表现的改善促进了企业信息透明度的提升，进而提高了企业财务绩效，即企业信息透明度起到了部分中介作用，假设 H₁ 得到验证。

Table 4. Mediated effect test results
表 4. 企业 ESG 表现、信息透明度和财务绩效

	(1)	(2)	(3)
	ROA	TRANS	ROA
ESG	0.002 ^{***} (4.14)	0.013 ^{***} (8.64)	0.001 [*] (1.67)
TRANS			0.114 ^{***} (30.55)

续表

Lev	-0.156 ^{***} (-25.15)	-0.158 ^{***} (-11.26)	-0.138 ^{***} (-23.66)
Growth	0.028 ^{***} (21.06)	0.035 ^{***} (9.92)	0.024 ^{***} (19.97)
Size	0.016 ^{***} (9.43)	0.068 ^{***} (15.09)	0.009 ^{***} (5.34)
Turnover	0.050 ^{***} (12.48)	0.075 ^{***} (8.12)	0.041 ^{***} (11.55)
Age	-0.001 (-0.20)	0.007 (0.73)	-0.001 (-0.50)
Cons	-0.278 ^{***} (-7.26)	-1.175 ^{***} (-11.61)	-0.145 ^{***} (-4.05)
时间效应	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制
N	16,961	16,961	16,961
R ²	0.258	0.119	0.339
F	100.910	68.929	151.503

4.3. 稳健性检验

为了保证以上研究结论的准确性和稳健性，采取以下措施。首先，通过替换核心被解释变量和核心解释变量的方式对原模型进行回归检验，其次，为了解决可能存在双向因果导致的内生性问题，采用工具变量法进行验证。

4.3.1. 替换核心被解释变量

上述研究均控制了时间固定效应和个体固定效应，在此基础上更换企业财务绩效的衡量方式，用每股收益 EPS 代替总资产收益率 ROA 对假设 H₀ 和 H₁ 进行回归，结论依然成立，回归结果如表 5 所示。

Table 5. Result of replacing core explained variables

表 5. 替换核心被解释变量

	(1) EPS	(2) EPS	(3) TRANS	(4) EPS
ESG	0.040 ^{***} (7.98)	0.023 ^{***} (4.99)	0.013 ^{***} (8.64)	0.011 ^{**} (2.55)
TRANS				0.905 ^{***} (30.36)
Lev		-1.018 ^{***} (-20.86)	-0.158 ^{***} (-11.26)	-0.875 ^{***} (-18.88)
Growth		0.206 ^{***} (16.27)	0.035 ^{***} (9.92)	0.174 ^{***} (14.69)

续表

Size		0.197 ^{***} (15.04)	0.068 ^{***} (15.09)	0.136 ^{***} (11.12)
Turnover		0.351 ^{***} (11.67)	0.075 ^{***} (8.12)	0.282 ^{***} (10.61)
Age		-0.034 (-1.40)	0.007 (0.73)	-0.041 [*] (-1.79)
_cons	0.336 ^{***} (13.71)	-3.629 ^{***} (-12.34)	-1.175 ^{***} (-11.61)	-2.566 ^{***} (-9.40)
时间效应	控制	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制	控制
N	16,961	16,961	16,961	16,961
R ²	0.030	0.204	0.119	0.285
F	25.704	75.657	68.929	130.702

4.3.2. 替换核心解释变量

结合借鉴已有研究[28], 采取自行构建 ESG 指标的方式开展研究。环境层面和社会层面, 采用和讯网企业社会责任报告评级的环境责任得分和社会责任得分来衡量; 公司治理层面, 选用高管薪酬、高管持股比例、独立董事比例、董事会规模、机构持股比例、股权制衡度(二至五大股东持股比例之和/控股股东持股比例)、董事长与总经理是否两职合一这 7 个指标, 运用主成分分析法构建公司治理指数, 并将主成分分析法中得到的第一主成分作为反映公司治理水平的综合指标。最终对三个指标等权重加权平均获得表示核心解释变量的新代理指标 ESG'。回归结果见表 6, 核心解释变量的系数和显著性没有明显改变, 再次印证了上述研究结论的稳健性。

Table 6. Result of replacing core explanatory variables

表 6. 替换核心解释变量

变量	(1) ROA	(2) ROA	(3) TRANS	(4) ROA
ESG'	0.004 ^{***} (11.78)	0.003 ^{***} (10.56)	0.002 ^{***} (3.08)	0.003 ^{***} (10.36)
TRANS				0.113 ^{***} (30.94)
Lev		-0.156 ^{***} (-25.60)	-0.169 ^{***} (-12.03)	-0.137 ^{***} (-23.81)
Growth		0.028 ^{***} (21.12)	0.035 ^{***} (9.71)	0.024 ^{***} (20.05)
Size		0.016 ^{***} (9.09)	0.070 ^{***} (15.70)	0.008 ^{***} (4.82)
Turnover		0.049 ^{***} (12.23)	0.075 ^{***} (7.99)	0.040 ^{***} (11.31)

续表

Age		-0.001 (-0.43)	0.007 (0.68)	-0.002 (-0.74)
Cons	0.058*** (33.52)	-0.258*** (-6.82)	-1.167*** (-11.54)	-0.126*** (-3.56)
时间效应	控制	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制	控制
N	16,961	16,961	16,961	16,961
R ²	0.066	0.266	0.114	0.347
F	43.982	104.526	63.266	154.922

4.3.3. 工具变量法

将同年份同行业企业 ESG 水平均值 ESG_1 作为其自身的工具变量,采用 2SLS 方法进行验证。首先, ESG 的内生性检验统计值为 6.614, P 值为 0.01, 说明 ESG 确实为内生变量, 可以进行接下来的检验程序。在 Stata16 中使用 xtivreg2 代码得到以下结果, 识别不足的 Kleibergen-Paap rk LM 检验和弱工具变量 Kleibergen-Paap rk Wald F 检验统计量分别为 204.04 和 191.26, 均在 1% 的显著水平上证明了工具变量的合理性, 估计结果如表 7 所示。可以发现, 使用工具变量法所得到的结果与前文一致。

Table 7. Result of instrumental variable method

表 7. 工具变量法

	(1) First stage	(2) Second stage
变量	ESG	ROA
ESG_1	0.321*** (13.83)	
ESG		0.011*** (3.17)
lev	-0.979*** (-12.47)	-0.146*** (-23.15)
growth	-0.044** (-2.14)	0.029*** (22.35)
size	0.239*** (11.70)	0.014*** (9.19)
turnover	0.067* (1.67)	0.049*** (17.54)
Age	0.006 (0.15)	-0.000 (-0.15)
时间效应	控制	控制
个体效应	控制	控制
N	16,477	16,477
R ²		0.235
Number of id	2603	2603

综上可知，通过替换被解释变量、替换被解释变量和工具变量法进行稳健性检验，解决了样本选择偏误和双向因果导致的内生性问题后，回归结果仍支持假设 H_0 和 H_1 ，说明本文研究结论具有较高的稳健性。

5. 进一步分析

5.1. 产权异质性

在我国特有的经济体制下，国有企业和非国有企业在履行社会责任和响应国家政策等方面存在一定差异。一方面，国有企业与政府之间存在着较强的政治联系，因此国有企业的组织行为往往具有一定政策性和强制性。而非国有企业的经营目的更多的是提高企业经济效益，当非国有企业愿意主动承担 ESG 责任时，更能表明该企业和其管理层具有可持续管理意识，会引起社会公众更为强烈的反响。据此本文推断，提高 ESG 表现的经济效益促进效应在非国有企业中更为明显。表 8 的(1)和(2)列的回归结果支持了这一推断。

Table 8. Result of further regression analysis

表 8. 进一步分析回归结果

变量	(1) 非国企	(2) 国企	(3) 非高能耗行业组	(4) 高能耗行业组	(5) 低内部控制水平组	(6) 高内部控制水平组
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
ESG	0.003*** (3.94)	-0.000 (-0.30)	0.003*** (4.23)	0.001 (0.73)	-0.000 (-0.43)	0.002*** (2.79)
lev	-0.160*** (-20.17)	-0.126*** (-12.67)	-0.151*** (-21.92)	-0.150*** (-10.10)	-0.205*** (-22.06)	-0.091*** (-13.55)
growth	0.031*** (17.67)	0.018*** (10.97)	0.028*** (19.06)	0.022*** (7.59)	0.035*** (13.85)	0.012*** (9.20)
size	0.021*** (8.77)	0.010*** (4.39)	0.017*** (8.47)	0.016*** (4.14)	0.024*** (8.81)	0.009*** (4.77)
turnover	0.058*** (9.95)	0.037*** (7.61)	0.051*** (10.60)	0.050*** (7.08)	0.052*** (6.61)	0.039*** (10.22)
Age	0.002 (0.28)	0.000 (0.06)	-0.001 (-0.44)	0.002 (0.29)	-0.006 (-0.88)	0.008*** (2.67)
_cons	-0.372*** (-7.50)	-0.141** (-2.44)	-0.285*** (-6.59)	-0.288*** (-3.24)	-0.412*** (-6.65)	-0.145*** (-3.57)
时间效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	11,314	5647	14,208	2753	7086	9875
R ²	0.280	0.212	0.265	0.258	0.280	0.161
F	79.287	28.391	85.191	24.517	60.548	40.167

5.2. 行业异质性

我国从 2010 年就已开展低碳产业建设工作，在推行节能低碳发展和可持续发展过程中，高能耗行业面临着更大的监管压力。为了应对外部压力，高能耗企业不得不增加技术和设备升级的投入，以此达到监管要求和公众期待，减少环境风险和社会风险。因此，高能耗行业积极参与节能减排和 ESG 建设更多会被认为是理所当然的。本文预期，相对于高能耗行业，非高能耗行业 ESG 表现对财务绩效的促进作用更为明显。以《2010 国民经济和社会发展公报》公布的高能耗行业为依据将样本企业所处行业划分为高能耗行业和非高能耗行业，进行分组回归。结果如表 8 的(3)和(4)列所示，非高能耗组的 ESG 回归系数显著，而高能耗组的 ESG 回归系数不显著，这符合前述预期。

5.3. 内部控制水平

企业 ESG 表现对财务绩效的积极影响与企业资源的恰当投入和高效转换有着密切相关，这正是内部控制所着眼的环节，因此有必要研究内部控制在企业 ESG 表现促进财务绩效提升过程中的重要作用。内部控制早期以内部牵制的形式出现，经过长期发展和完善，内部控制已经形成了集控制环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、监督为一体的制度性体系，其作用领域涵盖了报告的可靠性、经营合规性，以及经营的效率和效果，并逐步发展至对企业利益相关者的保护，成为了企业管理中不可或缺的一部分，为企业的可持续发展提供坚实的保障。具体来说，一方面，良好的内部控制可以保障企业决策的合理性，有效防范管理层为了个人声誉盲目进行 ESG 项目投资的弊端，另一方面，内部控制能够规范企业员工的行为，加强企业内部各个环节的协调与管理，从而能够提高企业的生产效率和业务运营效率，确保投入资金的高效合理运用，提高 ESG 相关投资项目的经济效益。因此，本文推断，ESG 表现的绩效促进效应在内部控制水平较高的企业中更加明显。以内部控制水平均值为界将样本企业分为高、低内部控制水平组，并进行回归验证，回归结果见表 8。根据表 8 的第(5)列和第(6)列结果可知，低内部控制水平组的 ESG 回归系数不显著，高内部控制水平组的 ESG 回归系数显著，验证了前述推断。

6. 结论、启示和不足

6.1. 研究结论

尽管 21 世纪以来，投资者以及社会大众愈来愈关注企业环境绩效的提升以及各种社会责任的履行。财务绩效作为企业生产经营最直观的成果，仍然是评价一个企业发展好坏的重要指标。当下，随着将 ESG 纳入企业发展战略以及投资者决策依据的呼声愈来愈高，有必要积极探索企业 ESG 表现与财务绩效的内在关联。本文通过对 ESG 表现、企业信息透明度和财务绩效三者关系的探讨，揭示了企业通过提升 ESG 表现来提高企业信息透明度，最终促进财务绩效的提升，为企业参与 ESG 实践提供了依据。研究发现如下：

(1) 企业 ESG 表现对财务绩效有显著促进作用；(2) 信息透明度在 ESG 表现对财务绩效影响当中起到了部分中介作用；(3) 进一步分析表明，对于非国有企业或非高能耗企业，ESG 表现的绩效促进效应更强；相对于低内部控制水平的企业，高内部控制水平企业的 ESG 表现对财务绩效的促进作用更大。

6.2. 理论贡献与实践启示

6.2.1. 理论贡献

第一，在已有研究基础上，选用不同样本，采用双向固定效应模型，再次验证了企业 ESG 表现促进财务绩效提升的重要作用。

第二，验证了信息透明度在 ESG 表现与财务绩效中的中介作用，丰富了有关 ESG 表现对企业财务绩效的影响机制的研究。

第三，企业的所有权异质性和行业异质性会对自身 ESG 表现的财务绩效促进作用产生不同影响；并从内部控制视角展开对 ESG 表现和财务绩效的研究，拓宽了企业 ESG 表现有关研究的深度。

6.2.2. 实践启示

(1) 企业角度

企业需要重视 ESG 理念，尽早将 ESG 理念纳入企业的发展战略当中，认识到 ESG 表现是一种价值投资，而不是简单的成本投入，具体来讲：

第一，在履行动机方面，在当前经济社会转型的关键时期，企业应当具备长远的战略眼光，以可持续的视角来审视自身的发展和经营。企业提高自身 ESG 表现是重塑企业竞争力的过程，不仅要关注短期的成本效益，更要思考如何维护与政府、供应商、客户及员工等关键利益相关者之间的稳定关系，实现企业更好的发展。

第二，在企业 ESG 表现促进财务绩效的实现路径方面，应遵从“ESG 表现 - 信息透明度 - 财务绩效 - ESG 表现”的良性循环机制。基于信号传递理论，企业应积极承担 ESG 责任，提高 ESG 表现，向外界传递积极信息，不断提升企业声誉和品牌形象，来获取更多外部利益相关方的信任，从而缓解可能的限制技术研发、扩大生产的资金约束问题，促进企业财务绩效的提升。

第三，企业自身特征方面，非国有企业应利用 ESG 表现的财务绩效提升效应优势，发挥市场信息传导的有效性，主动承担 ESG 责任，积极向外界传递利好信号，在维持与现有利益相关者密切关系的基础上，吸引更多潜在的利益相关者；非高能耗企业无须面临高昂的环境治理成本，应积极践行 ESG 理念，加强信息披露水平，以更低的 ESG 治理成本实现更高质量的治理效能；低内部控制水平的企业需要不断完善企业的内部控制制度，助力 ESG 表现促进财务绩效的提升。

(2) 投资者角度

投资者可以从 ESG 角度对拟投资标的展开评价，ESG 表现更好的企业信息透明度更高，市场声誉更好，风险更低。投资 ESG 表现更好的企业，更易获得长效投资收益，对于大型投资机构来说，积极参与 ESG 投资实践有益于社会 ESG 投资风气的形成，引导商业向善和资本向善，具体来讲：

第一，坚定信心，保持耐心。企业 ESG 表现的改善促进财务绩效的提升并非数月之功，有些情况下可能需要较长的一段时间才能发挥效果。因此，投资者应要对企业 ESG 表现对财务绩效正向影响的充分认识，给予企业足够的时间和耐心。

第二，在投资中践行 ESG 理念，加强交流和沟通。投资者在投资考察时将企业的 ESG 表现纳入决策框架中，对企业的经营管理行为做到宏观把控，打造并畅通与企业股东和管理层的对话渠道，从而指导鼓励各公司完善自身的 ESG 战略发展体系。

(3) 政府和监管部门角度

作为政策制定者和市场监管者，政府要及早建立强制的 ESG 信息披露制度，鼓励支持本土 ESG 评级机构的发展，在此基础上实施优惠贷款和行政罚款等奖惩措施，积极推动市场参与者进行 ESG 实践。

第一，建立完善的 ESG 评价体系。一方面，是要尽早发布符合国情的 ESG 信息披露准则，明确企业应强制披露的内容；另一方面是要支持国内 ESG 评级机构的发展，提高不同评级结果的适用性和针对性，降低评级分歧带来的模棱两可现象，才能提高践行 ESG 理念的严肃性和权威性。

第二，建立针对企业 ESG 表现的奖惩制度。监管部门可以考虑将企业的 ESG 表现作为评估的一部分，对 ESG 表现较高和 ESG 表现改善较多的企业给予一定的税收优惠。特别是对处于高能耗行业、在

ESG 方面投入较多但难以立即转化为经济效益的企业，政府可以考虑增加财政补贴，以减轻其资源配置的压力，进一步推动 ESG 的全面发展。

6.3. 研究局限和展望

本文基于合法性理论、资源基础理论和信号传递理论，探讨了企业 ESG 表现、信息透明度和财务绩效的关系，并强调了内部控制的重要性。但受到时间、数据、篇幅和个人认知的限制，对 ESG 表现对财务绩效的研究还存在不足，有待在未来的研究中去不断完善。首先，ESG 表现对财务绩效的影响会因为企业所处行业的不同而不同，文中仅仅从能耗不同角度展开研究，存在研究不足；其次，企业 ESG 表现是衡量企业非财务方面实力的综合指标，绝不是企业在环境、社会责任和公司治理三个维度的简单加总，且具有很强的地域特点，未来的研究可以基于我国 ESG 相关政策和实践，立足于我国国情，构建更加合理的企业 ESG 表现指标，探讨其如何影响企业的财务绩效，进一步增加研究的实践意义。

基金项目

国家社会科学基金资助项目“数据赋能制造企业价值创造的机理与路径研究”(22BGL010)；2022 年陕西省人大财经委高质量发展专题调研课题研究项目“数字技术驱动下陕西省审计高质量发展的传导机制与实现路径研究”(2022HZ1532)。

参考文献

- [1] 李诗, 黄世忠. 从 CSR 到 ESG 的演进——文献回顾与未来展望[J]. 财务研究, 2022(4): 13-25.
- [2] 魏延鹏, 毛志宏, 王浩宇. 国有资本参股对民营企业 ESG 表现的影响研究[J]. 管理学报, 2023, 20(7): 984-993.
- [3] 雷雷, 张大永, 姬强. 共同机构持股与企业 ESG 表现[J]. 经济研究, 2023, 58(4): 133-151.
- [4] 毕达天, 黄伟鑫, 王璐, 等. 城市数字经济发展如何影响企业 ESG 表现?——绿色高质量发展的城企协同路径[J]. 科学学研究, 2024, 42(3): 594-604.
- [5] 陈利军, 李延喜. 企业内部控制、资本成本与 EVA 绩效评价[J]. 江汉论坛, 2022(1): 58-64.
- [6] 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, 32(2): 76-89.
- [7] 胡曲应. 上市公司环境绩效与财务绩效的相关性研究[J]. 中国人口·资源与环境, 2012, 22(6): 23-32.
- [8] 崔也光, 李博. 企业社会责任履行、R&D 投入与财务绩效——基于我国主板上市公司的经验证据[J]. 贵州财经大学学报, 2018(2): 60-69.
- [9] 李维安, 郝臣, 崔光耀, 郑敏娜, 孟乾坤. 公司治理研究 40 年: 脉络与展望[J]. 外国经济与管理, 2019, 41(12): 161-185.
- [10] 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.
- [11] 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.
- [12] Friede, G., Busch, T. and Bassen, A. (2015) ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5, 210-233.
<https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- [13] Ionescu, G.H., Firoiu, D., Pirvu, R. and Vilag, R.D. (2019) The Impact of ESG Factors on Market Value of Companies from Travel and Tourism Industry. *Technological and Economic Development of Economy*, 25, 820-849.
<https://doi.org/10.3846/tede.2019.10294>
- [14] 雒京华, 赵博雅. ESG 表现与企业短期财务绩效——基于制度环境的调节效应检验[J]. 武汉金融, 2022(7): 20-28.
- [15] 张兆国, 靳小翠, 李庚秦. 企业社会责任与财务绩效之间交互跨期影响实证研究[J]. 会计研究, 2013(8): 32-39, 96.
- [16] 高彦彦, 黄建博. ESG 评级表现与企业真实盈余管理——来自中国 A 股上市公司的证据[J]. 金融发展研究, 2023(1): 3-12.
- [17] 佟孟华, 许东彦, 郑添文. 企业环境信息披露与权益资本成本——基于信息透明度和社会责任的中介效应分析[J].

财经问题研究, 2020(2): 63-71.

- [18] Tan, Y. and Zhu, Z. (2022) The Effect of ESG Rating Events on Corporate Green Innovation in China: The Mediating Role of Financial Constraints and Managers' Environmental Awareness. *Technology in Society*, **68**, Article ID: 101906. <https://doi.org/10.1016/j.techsoc.2022.101906>
- [19] 李英利, 谭梦卓. 会计信息透明度与企业价值——基于生命周期理论的再检验[J]. 会计研究, 2019(10): 27-33.
- [20] 林有志, 张雅芬. 信息透明度与企业经营绩效的关系[J]. 会计研究, 2007(9): 26-34, 95.
- [21] 董斌, 吴巧. 资源依赖、信息透明度与经营绩效——资源诅咒的微观解释[J]. 投资研究, 2020, 39(5): 13-36.
- [22] 许东彦, 佟孟华, 林婷. 环境信息规制与企业绩效——来自重点排污单位的准自然实验[J]. 浙江社会科学, 2020(5): 4-14, 156.
- [23] 李慧, 温素彬, 焦然. 企业环境文化、环境管理与财务绩效: 言而行, 行有报吗? [J]. 管理评论, 2022, 34(9): 297-312.
- [24] 辛清泉, 孔东民, 郝颖. 公司透明度与股价波动性[J]. 金融研究, 2014(10): 193-206.
- [25] 冯锋, 张燕南. 企业社会责任与公司绩效关系再讨论——基于上市公司企业社会责任评级数据的实证分析[J]. 吉林大学社会科学学报, 2020, 60(6): 154-166, 235.
- [26] 王双进, 田原, 党莉莉. 工业企业 ESG 责任履行、竞争战略与财务绩效[J]. 会计研究, 2022(3): 77-92.
- [27] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 刘红云. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报, 2004, 36(5): 614-620.
- [28] 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.