

上市公司 ESG 责任履行的经济效应研究

——基于长期和动态视角

谢萌¹, 王翌秋², 徐杨²

(1. 河南农业大学 经济与管理学院, 河南 郑州 450046; 2. 南京农业大学 金融学院, 江苏 南京 210095)

摘要: ESG 是基于长期主义的价值导向, 践行 ESG 理念如何影响企业长期价值是当前需要研究的重要课题。基于 2015—2022 年中国上市公司数据, 从短期和长期、静态和动态的视角考察企业履行 ESG 责任对企业绩效的影响。研究发现, 上市公司履行 ESG 责任在短期内不能提高企业财务绩效, 但能提高长期绩效, 企业在进行 ESG 实践的第三年左右能实现财务绩效的提升。企业履行 ESG 责任对企业绩效的影响具有时滞性和延续性, 促进企业创新和优化企业管理是企业履行 ESG 责任提高长期绩效的两条路径。异质性分析表明, 企业履行 ESG 责任对非国有企业、高管持股比例高和媒体关注度高的企业影响更大。本研究对深化洞察 ESG 价值创造机理具有重要意义。

关键词: ESG; 短期绩效; 长期绩效; 动态效应; 事件研究法

中图分类号: F275; X322 文献标志码: A 文章编号: 1008-2506(2024)06-0054-19

一、引言

在经济高质量发展新阶段, 探寻企业可持续发展实现路径是当前学界关注的重要议题。ESG 是兼顾经济、社会和环境协调发展的可持续发展理念(李井林等, 2021)^[1], 该理念于 2004 年由联合国环境规划署首次提出, 主张企业管理和金融投资不应仅考虑财务经济指标, 还应将企业活动和投资行为对环境、社会以及更广阔范围内利益相关者的影响考量在内, 核心是在企业经济效益和社会效益之间取得平衡, 进而创造长期价值和实现可持续发展。ESG 理念为企业和投资者构建了一个涵盖环境保护、社会责任及治理多维度综合性架构, 传递了追求经济价值和社会价值相统一的发展观。近年来, 上市公司屡屡因环境污染、财务舞弊等问题陷入危机。在此背景下, 与当下经济社会发展趋势相契合的 ESG 理念逐渐受到学术界和实务界的广泛关注, 成为保障企业可持续经营和推动经济高质量发展的有效抓手。

■收稿日期: 2024-09-21

■基金项目: 贵州省哲学社会科学规划重大课题(22GZZB07); 南京农业大学中央高校基本科研业务费人文社会科学研究基金(SKCX2023013)

■作者简介: 谢萌(1996-), 女, 河南商丘人, 河南农业大学经济与管理学院讲师; 王翌秋(1980-)(通讯作者), 女, 贵州赤水人, 南京农业大学金融学院教授, 博士生导师; 徐杨(1993-), 男, 江苏南京人, 南京农业大学金融学院博士研究生。

中国近十年来正逐渐加强对 ESG 的关注。自党的十八大将生态文明建设纳入中国特色社会主义“五位一体”的总体布局以来,绿色发展、可持续发展已成为当下经济发展新趋势。随后,中国陆续发布的多个顶层发展战略,如碳中和、反垄断和共同富裕等目标的提出,《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》也明确提出要推动绿色发展,促进人与自然和谐共生,强调社会各企业主体要积极践行 ESG 理念。党的二十大报告提出“坚持可持续发展”“积极稳妥推进碳达峰碳中和”“加快发展方式绿色转型”等一系列重要发展规划,均与 ESG 的核心理念高度契合。近年来,许多企业开展 ESG 实践、追求 ESG 评级,已然形成一股狂热的 ESG 浪潮。但 ESG 作为商业中的“慢变量”及 ESG 本身的复杂性,实践者往往纠结于责任、利润的“两难选择”(肖红军,2024)^[2]。

ESG 是基于长期主义的战略指导,需要平衡经济效益和社会价值之间的关系。企业以盈利为导向,然而在 ESG 实践过程中会涉及多种显性成本和隐性成本。具体而言,显性成本体现为企业购买废水废气处理设备、构建资源循环系统、使用清洁能源生产、社区捐赠等其他与 ESG 责任直接相关的支出;隐性成本则涵盖企业 ESG 战略规划制定、ESG 实践管理、核算及评估等过程中所衍生的各项间接成本。从短期来看,这些成本的增加均有可能降低企业财务绩效,削弱企业盈利水平。经济效益是企业立足的基础,没有经济效益而谈环境和社会价值,ESG 就成了无源之水。但履行环保和社会责任是企业可持续发展的关键,忽视这些因素会导致企业难以适应新发展阶段要求,也难以实现长期健康发展。基于以上分析,忽视企业社会属性的后果是企业经营与社会健康发展脱钩,企业成为不利于社会发展的“消极因素”,进而被利益相关者质疑。而不顾企业的经济属性同样会使企业经营失去价值依存,背离 ESG 理念的初衷。因此,如何正确认识 ESG 理念,明晰 ESG 责任履行与短期绩效、长期可持续发展之间的关系是当前学术界和业界共同重点关注的课题。

新古典经济学理论下的传统学派学者认为企业 ESG 投入存在较强的外部性,管理者可能将其作为自利工具。因此,企业 ESG 实践与企业绩效负相关或无关系(Ruhaya 等,2018; Duque-Grisales 和 Aguilera-Caracuel,2021)^[3-4],强制 ESG 实践不利于企业成长(李思慧和郑素兰,2022)^[5]。Buchanan 等(2018)^[6]研究发现 ESG 实践会将企业的一部分资金导向性价比较低领域,这些主营业务以外支出无法显著提高公司收入,甚至会削减公司核心竞争力。但修正主义学派的学者认为 ESG 实践能为企业带来积极作用。企业通过履行 ESG 责任树立良好形象,获得政府、投资者等利益相关者关注,进而获得更多资源,促进企业可持续发展(邱牧远和殷红,2019; 王波和杨茂佳,2022; 李思慧和徐保昌,2024)^[7-9]。当前文献关于企业 ESG 实践对绩效影响的研究已较为丰富,但主要集中于对企业短期、静态绩效影响方面,忽视了 ESG 作为长期战略对企业经营行为影响的可持续性。

本文以 2015—2022 年非金融上市公司为研究样本,从短期和长期、静态和动态视角分析企业履行 ESG 责任的经济效应。本研究的边际贡献主要体现在以下三方面,一是考察了企业履行 ESG 责任对短期和长期财务绩效的影响,重点分析了长期影响的动态特征和趋势,丰富了现有 ESG 绩效的相关研究。二是从企业异质性视角检验 ESG 责任履行的非对称效能,拓展了 ESG 实践对企业绩效差异化影响的研究。三是从促进企业创新和优化企业管理两条路径出发,探讨履行 ESG 责任影响企业绩效的内在作用机制,有助于深入理解 ESG 创造价值、提升绩效的途径和逻辑。在当前 ESG 浪潮席卷之下,本研究有助于企业冷静看待 ESG 实践的经济后果,平衡企业 ESG 实践在短期盈利与长期可持续发展之间的关系,以合理制定 ESG 发展战略,对推动 ESG 实践具有重要意义。

二、理论分析与研究假设

新古典经济学理论的传统学派认为,企业在 ESG 实践方面的投入,必然会增加企业经营成本,降低企业利润。同时在资源有限的情况下,挤占企业的生产性投入,对企业生产率及竞争力的提升产生负面影响(Friedman, 1970; Giannopoulos 等, 2022; Coelho 等, 2023; Rojo-Suárez 和 Alonso-Conde,

2023)^[10-13]。以波特为代表的修正主义学派则认为,企业履行 ESG 责任是提高自身竞争优势的潜在源泉。企业积极履行 ESG 责任可以为自身树立良好的社会形象,提高企业声誉和市场地位,增强消费者粘性,增加市场份额和产品销售;还有助于企业与利益相关方建立合作关系,提高企业的长期稳定性,实现可持续发展。此外,便利的外部融资也可以激发创新,企业通过寻找环保技术、改善供应链稳定性提高自身竞争优势,同时也对社会和环境产生深远的积极影响。而不合规的环境举措、社会争议或不良治理可能会导致企业面临法律诉讼,承担声誉损害和财务损失的风险。

基于传统学派和修正学派的争论,本研究认为从短期来看,上市公司践行 ESG 过程中在清洁生产、员工关怀和公司治理等方面的投入势必会增加企业的成本投入。Hart 和 Ahuja(1996)^[14]的研究也发现有环保意识的商业实践,如污染预防和减排,需要长达两年的时间来改善会计盈利能力指标。但从长期来看,上市公司践行 ESG 有利于提高企业的长期绩效,促进企业可持续发展。具体而言,重视 ESG 的企业为了履行责任会注重市场需求与 ESG 要求结合,如在设计产品时会考虑无障碍设计、考虑老年人和残疾人需求等,这些创新会提升企业长期竞争力。这种信号使利益相关者对企业未来发展的信心不断提高,有助于企业在资本市场吸引投资,缓解融资约束,使企业有充足的资金进行创新来增强竞争力、提升企业中长期财务绩效(朱琳等,2021;方先明和胡丁,2023;吴海风和朱晓满,2024)^[15-17]。从长期来看,随着企业在生产优化、人才培育、技术创新及管理提升等维度上持续加大经费投入的力度,将有助于强化企业开展生产经营活动的能力,提高企业可持续竞争力,进而提高企业长期绩效(林辉和李唐蓉,2023;林炳洪和李秉祥,2024)^[18-19]。

企业的可持续发展离不开资本、人力、技术等要素的投入。温素彬和方苑(2008)^[20]认为企业资本分为货币资本、人力资本、生态资本和社会资本,而利益相关者可以按照这些资本类型来进行划分,企业是不同利益相关者所联结成的一个多元共生体,企业要实现最大产出需要各要素协调配合。当企业内部缺乏有效监督时,委托代理问题就可能扰乱内部治理,使资本、劳动力和技术等要素无法有效配合,阻碍企业长期可持续发展。而积极进行 ESG 实践的企业,公司内部治理准则趋严,内部资金用途、项目筛选都会有较为严格的准则来进行规定,对管理者要求会更规范,代理成本问题降低,公司经营效率提高,进而促进其可持续发展,提高企业长期绩效(罗进辉等,2023)^[21]。

基于以上分析,提出研究假设:企业履行 ESG 责任会增加企业成本投入,难以在短期内提高企业财务绩效,但有利于企业长期绩效的提升。

三、研究设计

(一)样本选择与数据处理

本文选取 2015—2022 年中国 A 股非金融上市公司为研究样本,首先对样本进行以下处理:(1)剔除了 ST、*ST 等特别处理的股票;(2)剔除银行和保险等金融行业股票样本;(3)剔除财务数据缺失的观测值;(4)对所有连续变量在 1% 和 99% 分位处缩尾。文章主检验共得到 7932 条观测值。其中,本文所使用的公司层面特征变量数据均来自国泰安 CSMAR 数据库,企业 ESG 实践数据来源于 Wind 数据库。

(二)变量定义

1. 被解释变量

本文对短期绩效采用总资产收益率(ROA)和净资产收益率(ROE)进行衡量。长期绩效采用托宾 Q 值(Tobin' Q)和全要素生产率(TFP)进行衡量,选取这两个指标主要是考虑到,代表企业市场价值的托宾 Q 值是外界投资者对企业长期发展状况的预期,能够较好反映出企业长期绩效(乔朋华等,2022)^[22];采用全要素生产率衡量企业长期绩效主要是考虑长期绩效通常反应了企业的可持续发展能力,而全要素生产率衡量了在现有技术可能性和要素价格约束下,投入企业资本、劳动和技术等生产要素所能达到的最优产出效率。企业全要素生产率的提升依赖于生产性技术、管理、人才等生产要

素的长期投入和积累。因此,全要素生产率能够有效反映企业长期竞争优势和可持续发展的能力。当前,企业层面全要素生产率的估算方法中较常见的有 OP、LP、OLS 等方法。鲁晓东与连玉君(2012)^[23]研究发现,运用半参数估计法(如 OP、LP 法)可在一定程度上减轻同时性偏差^①及样本选择偏差^②,更适用于企业层面的全要素生产率估计。与 OP 法相比,LP 法采用企业中间投入变量衡量全要素生产率在一定程度上解决了 OP 法中以企业投资作为代理变量产生的样本损失问题。因此,本文选用 LP 法对企业全要素生产率进行衡量。

2. 解释变量

本文采用 Wind 对外披露的 ESG 评分数据衡量企业履行 ESG 责任情况。Wind 对外披露的企业 ESG 数据包括 ESG 评级和 ESG 评分两种形式。为了细致反映企业 ESG 实践变化带来的影响,本文在实证研究部分采用 Wind ESG 评分结果衡量企业的 ESG 责任履行情况。Wind ESG 评分包括 ESG 管理实践得分和 ESG 争议事件得分,总分为 10 分。企业越积极地投入 ESG 实践,ESG 得分越高。

3. 控制变量

参照已有研究^[8],本文控制了以下可能影响企业绩效的因素,包括企业规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、独立董事占比(*Indir*)、账面市值比(*BM*)、内部现金流(*CF*)、营业利润增长率(*Growth*)。同时还控制了个体和年份的固定效应。

表 1 变量定义

变量	变量名称	符号	变量定义
被解释变量	总资产收益率	<i>ROA</i>	利润总额/资产总额
	净资产收益率	<i>ROE</i>	净利润/平均股东权益
	托宾 Q 值	<i>Tobin' Q</i>	(权益市值 + 总负债)/总资产
	全要素生产率	<i>TFP</i>	采用 LP 法测算
解释变量	ESG 实践	<i>ESG</i>	环境、社会和治理得分
机制变量	研发投入	<i>R&D</i>	研发投入/净利润
	发明专利	<i>Patent</i>	发明专利授权量加 1 的自然对数
	管理费用率	<i>Exp1</i>	管理费用/主营业务收入
	高管超额在职消费	<i>Exp2</i>	高管实际在职消费与预期正常在职消费的差额
控制变量	企业规模	<i>Size</i>	企业总资产的自然对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	总负债/年末总资产
	独立董事占比	<i>Indir</i>	独立董事/董事会成员人数
	账面市值比	<i>BM</i>	账面价值/股东权益的流通市值
	内部现金流	<i>CF</i>	经营活动现金流量净额/年末总资产
	营业利润增长率	<i>Growth</i>	本年度营业利润增长额/上一年度营业利润总额

(三) 样本描述

表 2 为变量的描述性统计结果。从中可知,样本总资产收益率的均值为 0.022,标准差为 0.102;净资产收益率的均值为 0.021,标准差为 0.263;托宾 Q 值的均值为 1.930,标准差为 1.317;全要素生产率的均值为 9.150,标准差为 1.085。从整体来看,样本企业绩效存在差异,但总体处在一个合理的区间范围内。ESG 的均值为 5.878,标准差为 0.776。其余变量的取值范围与以往研究相一致,不再赘述。

^①Marschak and Andrews(1944)认为企业全要素生产率可能与要素投入存在互为因果的内生性问题,因为部分企业可能在当期观测到自身的生产效率并相应地发生调节要素投入的行为。

^②样本选择性偏差指仅考虑市场中现有企业,而不考虑因生产效率低而退出的企业,会高估全要素生产率。

表2 变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
总资产收益率	0.022	0.102	-0.781	0.033	0.279
净资产收益率	0.021	0.263	-3.096	0.062	0.474
托宾Q值	1.930	1.317	0.803	1.512	10.645
全要素生产率	9.150	1.085	6.974	9.031	12.287
ESG	5.878	0.776	3.964	5.836	8.323
研发投入	5.279	5.512	0.030	3.960	48.470
专利发明	3.831	1.284	0.693	3.738	8.233
管理费用率	0.080	0.076	0.007	0.060	0.609
高管在职消费	0.000	0.017	-0.052	-0.002	0.105
企业规模	22.449	1.340	18.780	22.280	26.426
资产负债率	0.440	0.207	0.052	0.431	0.990
独立董事占比	38.015	5.520	28.570	36.360	60.000
账面市值比	0.614	0.280	0.076	0.585	1.274
内部现金流	0.050	0.069	-0.179	0.048	0.273
营业利润增长率	-1.236	8.902	-71.468	-0.254	28.342

此外,本文还绘制了企业履行 ESG 责任与企业绩效的散点图。从图 1 中可以看出,企业履行 ESG 责任与总资产收益率和净资产收益率呈现负相关关系,与托宾 Q 值和全要素生产率呈现正相关关系,符合本文的假说预期。下面进一步使用固定效应模型实证检验企业履行 ESG 责任与企业绩效的关系。

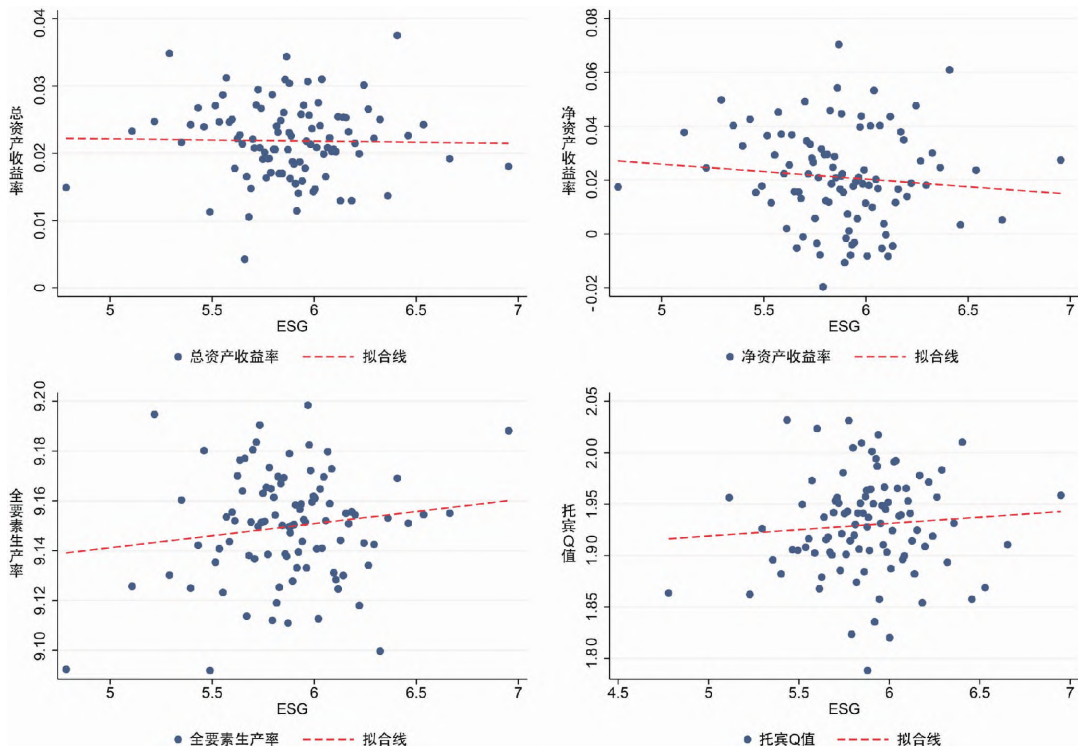


图1 企业履行 ESG 责任与企业绩效散点图

(四)模型设定

采用固定效应模型检验上市公司 ESG 责任履行对企业绩效的影响。具体模型如下所示:

$$Performance_{it} = \alpha + \beta_1 ESG_{it} + \sum \beta control_{it} + \varepsilon \tag{1}$$

其中, i 和 t 分别表示企业和年份, 被解释变量 $Performance_{it}$ 代表企业 i 第 t 年的短期财务绩效(总资产收益率、净资产收益率)或长期绩效(托宾 Q 值、全要素生产率); ESG_{it} 为企业 i 第 t 年的 ESG 得分, $Control_{it}$ 为控制变量, ε 为随机干扰项。在式(1)中, 系数 β_1 为本文关注的重点, 若其显著为正, 则表明企业积极的 ESG 实践能够提高企业绩效。

四、实证结果与分析

(一) ESG 责任履行对企业绩效的影响

表 3 报告了企业履行 ESG 责任对企业短期、长期绩效影响的回归结果。列(1)(2)报告了对短期财务绩效指标的回归结果。由列(1)(2)可知, 企业履行 ESG 责任对企业短期财务绩效的影响不显著, 表明企业积极的 ESG 实践并不能在短期内提高企业财务绩效。以上检验结果说明, 企业在增加 ESG 实践方面具有较强外部性项目的投入时, 会直接或间接的增加企业成本。在短期内, 投入成本的增加将直接降低企业的盈利能力。列(3)(4)报告了企业履行 ESG 责任对长期绩效指标的回归结果。由列(3)(4)可知, ESG 对托宾 Q 值和全要素生产率的影响分别在 1% 和 10% 的水平上正向显著, 即企业积极的 ESG 实践有利于提高企业长期绩效。良好的 ESG 表现能够缓解企业融资约束, 通过牺牲短期利润, 加大研发创新投入, 扩大企业规模, 从而增强企业竞争力, 进而提高企业长期绩效。以上检验结果均验证了假设 1。基于企业 ESG 实践对企业短期绩效和长期绩效的检验结果可知, 对于当前出现的 ESG 热潮和一些“反 ESG”声音应当理性看待, 企业 ESG 责任履行不能急功近利, ESG 是一种基于长期主义的理念。企业应当明确 ESG 在企业发展中的价值作用, 合理将 ESG 融入战略、业务发展规划和运营管理体系。

表 3 上市公司 ESG 责任履行对企业绩效的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	短期绩效		长期绩效	
	总资产收益率	净资产收益率	托宾 Q 值	全要素生产率
<i>ESG</i>	-0.048 (-0.166)	0.033 (0.541)	0.046*** (2.707)	0.047* (1.953)
<i>Size</i>	-0.005 (-1.197)	-0.014 (-1.555)	0.039 (1.562)	0.014 (0.418)
<i>Lev</i>	-0.105*** (-7.084)	0.037 (1.051)	-0.076 (-0.791)	0.392*** (2.839)
<i>Indir</i>	-0.003 (-0.917)	-0.001 (-0.198)	-0.002 (-1.154)	0.009*** (3.197)
<i>BM</i>	-0.013 (-1.468)	-0.013 (-0.694)	0.035 (0.665)	-3.554*** (-45.970)
<i>CF</i>	0.039** (2.134)	0.084** (2.183)	0.169 (1.591)	0.029 (0.182)
<i>Growth</i>	0.004*** (29.751)	0.002** (2.319)	0.001* (1.775)	0.002* (1.814)
常数项	0.213** (2.265)	0.401* (1.937)	8.002*** (14.080)	3.282*** (4.189)
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	7 932	7 932	7 932	7 932
R ²	0.260	0.024	0.091	0.372

注: ***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著水平, 括号内为 t 统计量。下表同。

(二)稳健性检验与内生性问题讨论

为保证研究结论的稳健,本文做了如下稳健性检验。

1. 敏感性分析

参照 Cinelli 和 Hazlett(2020)^[24]的研究,使用回归模型敏感性分析法进一步探究遗漏变量问题对原模型结论的影响。其核心为探讨遗漏变量需达到何种强度会推翻前文所得结论。若该强度要求极为苛刻,表明前文结论可信度较高。具体做法如下,设定用于潜在遗漏变量强度对比的变量。本文选取营业利润增长率这一在理论层面及回归结果中均与企业绩效关联度(即强度)较高的变量作为对比变量。表4报告了敏感性检验结果。以营业利润增长率为对比变量时, R_{EZ}^2 和 R_{PZ}^2 均小于稳健性值0.053,表明遗漏变量强度低于1倍、2倍、3倍对比变量强度情况下,估计结果均有效; R_{EZ}^2 小于 R_{PZ}^2 ,表明遗漏变量Z解释了因变量P企业绩效所有剩余方差最坏情况下,前面的估计结果也有效。

表4 稳健性检验:敏感性分析

被解释变量:全要素生产率	系数	标准误	t 值	R_{PE}^2	稳健性值
ESG	0.046	0.017	2.707	0.003	0.053
强度	系数	标准误	t 值	R_{EZ}^2	R_{PZ}^2
营业利润增长率1	0.046	0.017	2.693	0.000	0.000
营业利润增长率2	0.045	0.017	2.678	0.001	0.001
营业利润增长率3	0.045	0.017	2.664	0.001	0.001
被解释变量:托宾 Q 值	系数	标准误	t 值	R_{PE}^2	稳健性值
ESG	0.047	0.024	1.953	0.001	0.027
强度	系数	标准误	t 值	R_{EZ}^2	R_{PZ}^2
营业利润增长率1	0.047	0.024	1.938	0.000	0.000
营业利润增长率2	0.046	0.024	1.923	0.000	0.001
营业利润增长率3	0.046	0.024	1.908	0.000	0.001

注: R_{PE}^2 表示在控制其他变量的情况下,解释变量ESG对被解释变量企业绩效(全要素生产率、托宾Q值)的偏 R^2 ;稳健性值是使估计系数恰好为零的稳健值; R_{EZ}^2 和 R_{PZ}^2 分别表示在控制其他变量的情况下,遗漏变量Z对解释变量ESG的偏 R^2 和对企业绩效(全要素生产率、托宾Q值)的偏 R^2 。

2. 替换解释变量衡量方式

采用商道融绿数据库公开披露的ESG评级数据(2015—2022)进行稳健性检验,回归结果见表5列(1)至(4),结论与前文一致。同时考虑到目前文本分析技术已比较成熟,本文运用Python技术,抓取2011—2022年上市公司年报和社会责任报告中关于环境、社会和治理的关键词词频数。以关键词词频数占全部词频数的比例衡量企业的ESG责任履行情况。采取文本分析法衡量企业ESG责任履行情况的另一个原因主要是考虑到上市公司ESG实践做得好的企业更倾向于披露ESG相关信息。因此,本文基于“做得好就披露”这一原则,以ESG关键词词频占比作为衡量上市公司ESG责任履行的代理变量进行稳健性检验。关键词词典的构建方面,本文首先参照GRI标准、《环境、社会及管治报告指引》、ISO26000标准及多个ESG评级数据库的评级框架构建本文的文本检索词典框架。确立了从环境责任、社会责任和公司治理三个维度构建一级指标,每个一级指标下,又划分不同的二级指标。其中,环境责任维度下构建资源消耗、污染物排放和防治行为三个二级指标;社会责任维度下构建利益相关者权益保护、产品责任、商业道德、社会公益与慈善活动、扶贫五个二级指标;公司治理维度下构建治理结构、治理机制、治理效能三个二级指标。其次,编写爬虫程序从巨潮资讯网下载企业年报和社会责任报告,根据构建的关键词词典框架,通过随机阅读300份报告,最终确定327个关键词。最后,运用Jieba函数对年报文本进行分词处理,进而计算ESG信息披露词数占全文总词数的比值。表5列(5)至(8)报告了相关回归分析结果,结论与前文一致。

表 5 稳健性检验:替换解释变量衡量方式

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	商道融绿数据库				文本分析法			
	总资产 收益率	净资产 收益率	全要素 生产率	托宾 Q 值	总资产 收益率	净资产 收益率	全要素生 产率	托宾 Q 值
ESG	0.005 (0.281)	0.001 (0.312)	0.014 ** (2.005)	0.035 * (1.726)	-0.079 (-1.366)	-2.927 (-1.286)	0.645 * (1.703)	0.296 * (1.925)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.646 (1.443)	1.608 (1.293)	7.110 *** (3.656)	5.857 (1.039)	0.228 (1.623)	0.655 * (1.927)	8.686 *** (6.661)	14.743 *** (3.561)
样本量	4 050	4 050	4 050	4 050	12 094	12 094	12 094	12 094
R ²	0.146	0.104	0.191	0.419	0.177	0.197	0.245	0.235

3. 内生性检验:工具变量法

为缓解企业 ESG 实践与企业绩效之间因互为因果、遗漏变量等导致的内生性问题,本文还采取 2SLS 法进行检验。借鉴孟庆斌和侯粲然(2020)^[25]的研究,本文选择企业所在省份的空气质量(PM2.5 年均浓度)和剔除企业自身的行业年度 ESG 评分均值作为工具变量。从相关性来看,空气质量反映了地区在环境治理、城市建设方面做出的努力。可以预期,空气质量越好的地区,对管理者提出的道德要求越高,与企业履行 ESG 责任的相关性较强。企业所处行业同一年度的 ESG 评分均值越高,表明该行业更重视 ESG 管理。在此类行业环境的引领之下,更有可能激发企业践行 ESG 责任的积极性。从外生性来看,地区空气质量和年度行业 ESG 评分均值不会直接影响企业绩效,相关的统计检验结果也说明两个工具变量的选取是合理的。

由表 6 可知,列(1)(3)报告了第一阶段工具变量与自变量 ESG 显著相关,剔除企业自身的行业年度 ESG 评分均值与企业 ESG 实践显著为正,空气质量与企业 ESG 实践显著为负,满足相关性要求。F 值分别为 17.431 和 13.263,均大于 10,拒绝弱工具变量假设。过度识别检验的 P 值分别为 0.374 和 0.863,均大于 0.1,表明工具变量满足外生性要求。这说明,剔除企业自身的行业年度 ESG 评分均值以及将空气质量作为工具变量,无论在理论上还是统计上都是合理的。由列(2)(4)显示的第二阶段回归结果可知,控制内生性后,ESG 系数均在 10% 的水平显著为正,说明在克服模型内生性问题后,企业积极履行 ESG 责任能够提高企业长期绩效的结论依然成立。

表 6 稳健性检验:工具变量法

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	全要素生产率		托宾 Q 值	
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
ESG		1.967 * (1.803)		1.643 * (1.701)
行业年度 ESG 均值	0.977 *** (17.088)		0.833 *** (10.238)	
空气质量	-0.001 ** (-2.251)		-0.002 ** (-2.316)	
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
常数项	5.622 *** (8.232)	-3.492 (-0.588)	5.596 *** (25.351)	-4.014 (-0.736)

(续表)

变量	(1)		(2)		(3)		(4)	
	全要素生产率				托宾 Q 值			
	第一阶段		第二阶段		第一阶段		第二阶段	
F 值	17.431				13.263			
过度识别检验	0.598 (P=0.374)				0.237 (P=0.863)			
样本量	7 932				7 932			
R ²	0.152		0.958		0.155		0.495	

4. 选择偏误问题:PSM

考虑到样本可能存在自选择偏差问题,为降低样本企业特征差异对结论的影响,本文还采用倾向得分匹配法进行稳健性检验。借鉴已有研究做法,首先依据 ESG 评分对原始样本进行分组,ESG 评分高于平均值的企业归为处理组,低于平均值的企业则为控制组。其次以控制变量作为特征变量进行 Logit 回归,获得倾向得分匹配值,运用 1:1 近邻匹配法进行匹配处理。最后对匹配后的样本进行回归。

表 7 平衡性检验结果

变量	样本匹配前后	均值		标准偏误% 标准偏误	标准偏误 减少%	T 检验	
		处理组	控制组			T 值	P 值
Size	Unmatched	22.411	22.457	-3.5	35.3	-1.772	0.077
	Matched	22.411	22.381	2.3		1.155	0.251
Lev	Unmatched	0.413	0.420	-3.7	43.6	-1.861	0.063
	Matched	0.413	0.409	2.1		1.000	0.297
Indir	Unmatched	37.99	38.033	-0.8	-119.1	-0.394	0.694
	Matched	37.99	38.084	-1.7		-0.856	0.389
BM	Unmatched	0.586	0.624	-13.7	96.4	-6.921	0.000
	Matched	0.586	0.584	0.5		0.245	0.802
CF	Unmatched	0.050	0.053	-4.1	63.0	-2.062	0.039
	Matched	0.049	0.051	-1.5		-0.754	0.455
Growth	Unmatched	-1.288	-1.335	0.5	93.3	0.256	0.795
	Matched	-1.284	-1.281	-0.0		-0.021	0.986
统计量	Ps R ²	LR chi ²	P 值	Mean Bias	Med Bias	B	R
匹配前	0.003	51.420	0.000	4.400	4.200	13.700	1.010
匹配后	0.000	0.210	1.000	0.200	0.100	0.900	1.000

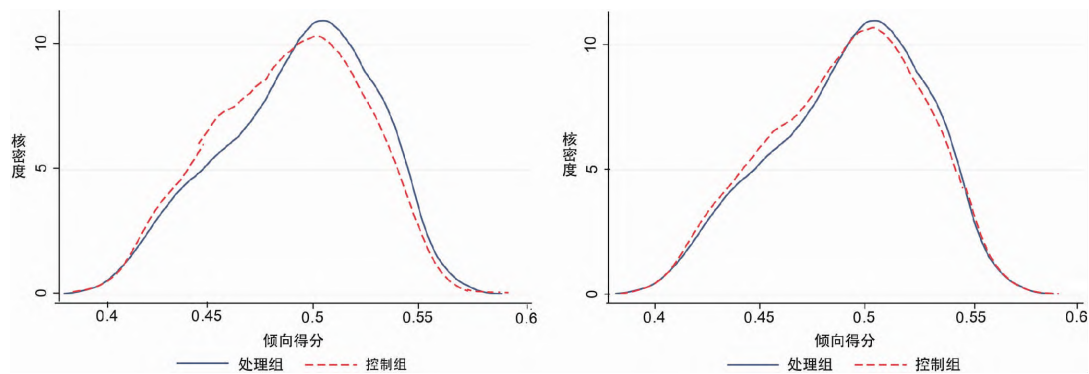


图 2 样本匹配前后倾向得分的核密度

匹配后样本重新回归的结果如表 8 所示。企业 ESG 实践对全要素生产率和托宾 Q 值的影响依然在 5% 的水平上显著为正,未改变原结论。

(三) 机制分析

前文实证分析已经验证了企业积极的 ESG 实践有利于提高企业的长期绩效,但具体影响机制仍需进一步检验。结合理论分析,本文认为企业履行 ESG 责任能够缓解企业面临的融资约束,进而通过促进企业创新的方式提高企业长期绩效。同时,积极履行 ESG 责任的企业拥有较为完善的内部管理制度,能够缓解代理冲突,优化企业管理,提高企业经营生产效率,进而提高企业长期绩效。即有“企业 ESG 实践→促进企业创新→提高企业全要素生产率”,“企业 ESG 实践→优化企业管理→提高企业全要素生产率”两条路径。本文沿着这两条路径进一

表 8 样本匹配后的回归

变量	(1)	(2)
	全要素生产率	托宾 Q 值
ESG	0.080 ** (2.382)	0.076 ** (2.236)
控制变量	控制	控制
个体固定效应	控制	控制
时间固定效应	控制	控制
常数项	3.555 *** (3.156)	3.506 *** (3.081)
样本量	7 316	7 316
R ²	0.380	0.377

步检验了企业 ESG 责任履行对企业创新和代理成本的影响。其中,企业创新借鉴顾夏铭等(2018)^[26]的研究,使用研发投入进行衡量,具体采用研发投入支出占营业收入百分比衡量企业创新。企业研发投入高低表示企业创新能力强弱。同时,本文还采用专利发明量衡量企业创新。代理成本指标分别采用管理费用占主营业务收入比例和管理层超额在职消费进行衡量。其中,超额在职消费借鉴权小锋等(2010)^[27]的研究,即由管理层实际在职消费与基于经济因素所确定的高管预期正常在职消费的差值表示。其中,预期高管正常在职消费水平借助如下模型估算:

$$\frac{Perks_{it}}{Asset_{it-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{1}{Asset_{it-1}} + \beta_2 \frac{\Delta sales_{it}}{Asset_{it-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{it}}{Asset_{it-1}} + \beta_4 \frac{Inventory_{it}}{Asset_{it-1}} + \beta_5 \ln Employee_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中, $Perks_{it}$ 代表高管在职消费,以年报披露的管理费用剔除董事、高管与监事会成员薪酬、无形资产摊销额、计提的坏账准备和存货跌价准备等不属于在职消费项目后的金额表示; $Asset_{it-1}$ 为企业上一年度期末总资产; $\Delta sales_{it}$ 为本年度主营业务收入变动额; PPE_{it} 为本年度厂房、设备等固定资产净值; $Inventory_{it}$ 为本年度存货总额; $\ln Employee_{it}$ 为本年度企业雇佣员工总数的自然对数。运用模型(2)对本企业分行业分年度进行回归,预测正常在职消费水平。最后,正常在职消费与实际在职消费的差额即为非正常在职消费。机制检验结果如表 9 所示。

表 9 上市公司 ESG 责任履行影响长期绩效的机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	企业创新		企业管理优化	
	研发投入	专利发明	管理费用率	高管超额在职消费
ESG	0.161 ** (2.037)	24.520 * (1.889)	-0.002 * (-1.711)	-0.013 *** (-3.604)
Size	-0.002 (-0.013)	8.451 (0.372)	-0.002 (-1.481)	-0.013 (-0.070)
Lev	0.390 (0.920)	-56.741 (-0.749)	-0.017 *** (-3.066)	0.021 (1.285)
Indir	-0.020 ** (-2.104)	0.280 (0.187)	-0.002 (-1.347)	0.029 (1.092)
BM	0.263 (1.015)	18.341 (0.446)	0.009 *** (2.724)	0.037 (0.331)
CF	0.375 (0.722)	28.893 (0.369)	-0.003 (-0.511)	-0.069 * (-1.189)
Growth	0.003 (0.782)	0.271 (0.241)	-0.001 (-0.527)	0.010 (0.523)

(续表)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	企业创新		企业管理优化	
	研发投入	专利发明	管理费用率	高管超额在职消费
常数项	-0.837 (-0.104)	253.300 (0.212)	0.126*** (3.981)	0.025 (0.204)
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	7 753	1 943	7 129	8 753
R ²	0.016	0.011	0.015	0.061

表9列(1)(2)报告了企业ESG实践对创新的影响。由列(1)(2)可知,企业ESG实践对企业创新的影响系数为0.161和24.520,分别在5%和10%的水平上显著。回归结果表明,积极履行ESG责任的企业能够促进企业创新,进而提高企业的可持续发展能力,提高企业长期绩效。企业积极地履行ESG责任更容易获得利益相关者的信任与支持,吸引投资者投资,缓解企业融资约束,促进企业创新投入。企业创新一方面会带来技术水平进步和技术效率提升,并最终促进生产率提高(陈琪,2020)^[28];另一方面,企业自主创新能力提升对降低生产成本,降低企业对劳动力、资本依赖程度有帮助,进而可以提高企业的全要素生产率和市场价值。同时企业进行流程创新还将优化企业各项制度,提升企业管理效能,进而降低生产及销售过程不必要费用开支,进一步降低企业成本,提高自身的全要素生产率和企业价值。

表9列(3)(4)报告了企业ESG实践对代理成本的影响。由列(3)(4)可知,企业ESG实践对代理成本的影响系数为-0.002和-0.013,分别在10%和1%的水平上显著。回归结果表明,积极履行ESG责任的企业代理问题更轻。企业积极地履行ESG责任可以通过规范内部治理的方式吸引利益相关者支持,得到较高外部关注,发挥协同治理作用的方式缓解代理问题。代理问题的缓解有利于减少管理层以权谋私,提升企业经营决策水平,减少资源错配,促使企业物尽其用、人尽其才,实现资源充分科学配置,优化投入产出,进而使得企业全要素生产率和市场价值稳步提升(杜勇和马文龙,2021)^[29]。

(四)异质性分析

尽管前文已经详细分析了企业ESG责任履行对企业长期绩效的影响及作用机制,但忽略了企业ESG实践对企业长期绩效的异质性影响。不同类型企业以及所处环境不同的企业践行ESG理念的经济后果可能存在差异。本文通过分样本回归方法进一步考察企业ESG责任履行影响企业绩效的异质性。

1. 基于高管持股比例的异质性检验

考虑到高管持股可以将股东利益与管理者利益联结起来,缓解代理冲突,形成“一荣俱荣,一损俱损”的关系,高管持股具有利益趋同效应。因此,对于高管持股比例相对较高的企业而言,企业履行ESG责任更有可能是为了企业长期可持续发展,而非以公谋私。本部分基于企业高管持股比例分组,检验不同高管持股比例下企业ESG责任履行对长期绩效的影响。按照样本企业高管持股比例中位数对样本企业进行分组。表10报告了不同高管持股比例的企业履行ESG责任对长期绩效的影响。由表10可知,高管持股比例低的企业ESG实践对托宾Q值和全要素生产率的影响不显著,而对高管持股比例高的企业影响显著为正。以上检验结果说明,相较于高管持股比例低的企业,高管持股比例高的企业践行ESG理念对企业的长期绩效影响更大。高管持股可以使管理层和企业所有者目标趋于一致化,企业践行ESG理念不太可能会是管理层出于以公谋私动机的做法,促使企业将积极ESG实践获得的资源全部投资于企业发展,因此对企业长期绩效的促进作用更显著。

表 10 上市公司 ESG 责任履行对长期绩效的影响: 高管持股水平差异

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	托宾 Q 值		全要素生产率	
	高管持股比例 低的企业组	高管持股比例 高的企业组	高管持股比例 低的企业组	高管持股比例 高的企业组
<i>ESG</i>	0.041 (1.284)	0.053* (1.677)	0.039 (1.535)	0.058** (2.264)
<i>Size</i>	-0.019 (-0.385)	0.079* (1.751)	0.024 (0.599)	0.033 (0.924)
<i>Lev</i>	0.136 (0.779)	0.288* (1.666)	-0.034 (-0.235)	-0.122 (-0.882)
<i>Indir</i>	0.006* (1.747)	0.007* (1.714)	-0.002 (-0.939)	-0.004 (-1.160)
<i>BM</i>	-3.502*** (-32.40)	-3.678*** (-37.45)	0.047 (0.596)	0.078 (1.027)
<i>CF</i>	-0.222 (-1.052)	0.035 (0.173)	0.206 (1.265)	0.198 (1.354)
<i>Growth</i>	-0.004 (-1.552)	-0.001 (-0.540)	-0.001 (-0.058)	0.002 (0.863)
常数项	1.702* (1.669)	4.469*** (4.009)	8.058*** (9.746)	8.454*** (9.374)
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	3 512	3 900	2 894	3 446
R ²	0.420	0.319	0.103	0.090

2. 基于产权性质的异质性检验

考虑到我国企业产权性质划分较为特殊, 信贷市场上长期存在偏好国有企业的信贷歧视现象, 产权性质这一因素可能会影响企业 ESG 责任履行对企业长期绩效的影响。因此, 本文根据样本企业的产权性质划分为国有企业和非国有企业两组进行重新回归。表 11 报告了不同所有制企业 ESG 责任履行对长期绩效的异质性影响。由列(1)(2)可知, 国有企业 ESG 实践对托宾 Q 值的影响不显著, 非国有企业对托宾 Q 值的影响在 5% 的水平上显著为正。由列(3)和列(4)可知, 国有企业和非国有企业对全要素生产率的影响在 10% 的水平上显著为正, 进一步对比两组系数差异发现, 经过标准化处理后的系数估计值分别为 0.025、0.026, 说明非国有企业 ESG 实践对全要素生产率的影响更大。

以上检验结果说明, 相较于国有企业, 非国有企业践行 ESG 理念对企业长期绩效的影响更大。这可能是因为我国的制度背景下, 国有企业和非国有企业在组织管理、社会责任、政策承担、高管晋升等方面存在明显差异。一方面, 国有企业与政府之间存在较强的政治关联, 需要站在国家层面作出履行社会责任表率, 因此国有企业的 ESG 履责行为往往具有政策性和强制性。而非国有企业经营目的就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, 更能表明企业具有可持续管理意识, 反而会引起社会公众更为强烈的反应。另一方面, 相较于国有企业, 非国有企业面临更大的融资约束问题, 企业积极的 ESG 实践为企业带来的各项资源更有利于促进企业开展创新和扩大规模, 而国有企业长期以来存在内部人控制、活力不足、效率低下等问题, 社会认同度受到影响, 这进一步制约了 ESG 责任履行对企业长期绩效的提升作用。

表 11 上市公司 ESG 责任履行对长期绩效的影响:所有制差异

变量	(1)		(2)		(3)		(4)	
	托宾 Q 值				全要素生产率			
	国有企业		非国有企业		国有企业		非国有企业	
<i>ESG</i>	-0.043 (-1.333)	0.063 ** (2.224)	0.035 * (1.764)	0.036 * (1.800)				
<i>Size</i>	0.019 (0.374)	0.020 (0.506)	0.039 (1.168)	0.004 (0.136)				
<i>Lev</i>	0.309 * (1.702)	0.193 (1.346)	0.354 *** (2.722)	-0.253 ** (-2.384)				
<i>Indir</i>	0.001 (0.249)	0.009 *** (2.953)	-0.003 (-1.158)	-0.003 (-1.332)				
<i>BM</i>	-3.412 *** (-29.751)	-3.689 *** (-41.993)	-0.078 (-1.082)	0.062 (1.042)				
<i>CF</i>	-0.095 (-0.430)	0.266 (1.486)	0.136 (0.963)	0.165 (1.401)				
<i>Growth</i>	-0.003 (-0.212)	-0.004 (-0.394)	-0.004 (-0.238)	0.020 (1.269)				
常数项	3.755 *** (3.178)	2.721 *** (3.032)	7.914 *** (10.201)	9.091 *** (14.257)				
个体固定效应	控制	控制	控制	控制				
时间固定效应	控制	控制	控制	控制				
样本量	2 480	4 644	2 575	4 426				
R ²	0.352	0.392	0.066	0.128				

3. 基于媒体关注的异质性检验

考虑到外部媒体关注作为企业信息传递的重要载体,可能会增强企业履行 ESG 责任的影响效应 (Gao 等,2022)^[30]。本文根据样本企业的媒体关注度中位数对企业进行分组验证。表 12 汇报了不同媒体关注度下企业 ESG 实践对企业长期绩效的异质性影响。由表 12 可知,低媒体关注度企业 ESG 实践对托宾 Q 值和全要素生产率的影响不显著,高媒体关注度企业 ESG 实践对托宾 Q 值和全要素生产率的影响更显著。以上检验结果说明,外部媒体关注能够强化 ESG 实践对企业长期绩效的影响。媒体具有较为庞大的舆情引导和动员能力,能够扩大企业 ESG 实践相关信息的传播度和影响力,帮助企业塑造良好市场声誉和公众形象,对企业 ESG 理念的影响力产生放大作用,有助于企业获得更多外部资源,进一步增强了企业 ESG 实践对企业长期绩效的提升作用。

表 12 上市公司 ESG 责任履行对长期绩效的影响:媒体关注度差异

变量	(1)		(2)		(3)		(4)	
	托宾 Q 值				全要素生产率			
	低媒体关注度企业		高媒体关注度企业		低媒体关注度企业		高媒体关注度企业	
<i>ESG</i>	-0.019 (-0.677)	0.115 *** (3.039)	0.015 (0.694)	0.058 ** (2.306)				
<i>Size</i>	0.014 (0.346)	0.027 (0.486)	0.033 (1.045)	0.032 (0.895)				
<i>Lev</i>	0.466 *** (2.991)	-0.114 (-0.592)	-0.041 (-0.329)	0.061 (0.496)				

<i>Indir</i>	0.007** (2.116)	0.005 (1.201)	-0.004 (-1.360)	-0.002 (-0.110)
<i>BM</i>	-3.383*** (-34.731)	-3.894*** (-33.062)	-0.075 (-1.019)	0.096 (1.279)
<i>CF</i>	0.256 (1.322)	0.263 (1.115)	0.191 (1.294)	0.229 (1.511)
<i>Growth</i>	0.001 (1.071)	-0.001 (-0.756)	0.001 (0.532)	0.001 (0.869)
常数项	3.187*** (3.342)	2.781** (2.178)	8.340*** (11.280)	7.827*** (9.584)
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	4 030	3 011	3 425	3 025
R ²	0.376	0.395	0.132	0.051

五、拓展性分析——企业 ESG 责任履行影响企业绩效的动态效应

前文从静态视角探究了上市公司 ESG 责任履行对企业短期财务绩效和长期绩效的影响,这里进一步思考,企业履行 ESG 责任对企业绩效的影响会随着时间的推移而变化吗?为回答这一问题,进一步从跨期、动态视角,采用加入滞后项的方式和事件研究法分析企业 ESG 责任履行对企业绩效的动态趋势影响。

(一) 滞后项检验

本文首先采用加入滞后项的方式检验上市公司 ESG 责任履行对企业绩效的动态影响。加入滞后项的回归模型如下:

$$Performance_{it} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t-n} + \sum \beta controls_{it} + \varepsilon \quad (3)$$

其中,变量定义与式(1)中一致;t代表当期,t-1代表滞后1期,t-2代表滞后2期,n=1、2、3。

表13报告了上市公司 ESG 实践对企业绩效的动态影响。由列(1)至(6)可知,上市公司履行 ESG 责任不能在短期内提高企业财务指标,而是逐渐在第三年左右对企业总资产收益率和净资产收益率产生正向显著影响。说明企业 ESG 实践在短期内不能提高企业财务绩效,但是能够提高企业长期财务绩效。从中长期来看,企业 ESG 责任履行对于财务绩效正向影响可以体现在对现有业务的价值增加以及对潜在机会和新业务的价值创造。其中对于现有业务,ESG 责任履行能够树立企业声誉,提升管理能力,降低企业风险,增加产品价值,并最终提升财务绩效。对于公司潜在机会,ESG 责任履行能够助力企业更高效地研发新产品、开拓新市场。如企业提供绿色产品、节能降耗产品,不仅能够展现企业可持续发展的经营理念,更能够在新兴领域开拓市场,帮助其在蓝海市场获得更多份额以提升财务绩效。此外,企业声誉的提升还可以促进企业与金融机构和投资者的关系,以获得更多资金来源。

由列(7)至(9)可知,滞后1期、2期的上市公司 ESG 实践得分对托宾 Q 值的影响显著为正,但滞后三期的上市公司 ESG 实践得分对托宾 Q 值的影响不显著。产生这一结论的原因可能是,上市公司 ESG 实践对市场的影响具有时效性。由列(10)至(12)可知,滞后1期、2期和3期的上市公司 ESG 实践对全要素生产率的影响始终显著为正,表明企业积极履行 ESG 责任能够持续提高企业的长期绩效。

表 13 上市公司 ESG 责任履行对企业绩效的动态影响:滞后项检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	总资产收益率			净资产收益率		
L. ESG	-0.039 (-1.150)			-0.094 (-1.199)		
L2. ESG		0.001 (0.286)			-0.038 (-0.004)	
L3. ESG			0.092* (1.706)			0.031** (2.227)
常数项	-0.164 (-1.420)	-0.030 (-0.204)	-0.127 (-0.530)	0.017 (0.061)	-0.405 (-1.120)	-0.753 (-1.199)
个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	6 099	4 651	1 149	6 026	4 357	1 133
R ²	0.007	0.004	0.016	0.003	0.004	0.017
变量	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	托宾 Q 值			全要素生产率		
L. ESG	0.039* (1.655)			0.037* (1.922)		
L2. ESG		0.095* (1.939)			0.032* (1.657)	
L3. ESG			-0.107 (-1.376)			0.064* (1.922)
常数项	6.695*** (8.245)	7.858*** (4.466)	3.878 (1.269)	7.133*** (9.943)	8.193*** (11.040)	12.037*** (9.389)
个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	7 027	4 656	2 108	7 027	4 656	2 108
R ²	0.374	0.066	0.416	0.078	0.085	0.225

(二)事件研究法检验

同时,本文还借鉴 Fama 等(1969)^[31]、Binder(1998)^[32]的研究,采用事件研究法考察企业绩效在企业履行 ESG 责任前后的动态变化。本文将 2018 年视为事件冲击年,主要原因是 2018 年修订的《上市公司治理准则》首次明确要求上市公司对环境、社会和公司治理方面的信息进行披露。同年 11 月,基金业协会正式发布了《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》和《绿色投资指引(试行)》,提出了衡量上市公司 ESG 绩效的核心指标体系。这一年无论是企业还是投资者都对 ESG 这一指标提高重视。且 Wind 于 2018 年公开披露上市公司 ESG 评级评分,方便企业、投资者等利益相关者量化评估企业 ESG 实践,也为学者评估企业 ESG 实践的经济效应提供一个契机^①。事件研究法的优势在于能灵活地估计每个细分时间段的变化量,并将变化过程清晰地用图展示出来。近年来,越来越多的实证研究使用这一方法来检验特定事件的动态后果(Dobkin 等,2016;黄炜等,2023)^[33-34]。事件分析法的操作步骤为,通过趋势图展示关键变量随时间的变化;然后控制其他变量,用被解释变量直接对各时间段

①2015 年商道融绿公开披露的 ESG 评级所覆盖的样本企业较少,且当时国内对 ESG 问题的重视程度较低。因此,本文将 2018 年视为事件冲击年。

(组)虚拟变量进行回归。本文中使用的回归方程具体如下:

$$Performance_{it} = \alpha + \sum_{-3}^3 \beta_1 \cdot u + controls_{it} + \varepsilon \quad (4)$$

其中, $Performance_{it}$ 代表企业绩效, 在本文中具体包括总资产收益率、净资产收益率、托宾 Q 值和全要素生产率, 关键解释变量 u 表示相对于 2018 年 ESG 评级的时间间隔, 以年度为单位, 负值表示在 2018 年公布 ESG 评分数据之前, 正值表示在之后。样本截取的最早一期为 -3 期, 即距离 2018 年 Wind 披露 ESG 评分数据还有三年时间的 2015 年。每个 u 的估计系数所展示的是被解释变量在特定年度相对参照组的变化程度。本文的回归主要是估计事件后三年内的变化情况。 $controls_{it}$ 包含年份 t 时个体 i 等控制变量, 同时控制了个体固定效应和时间效应。检验结果如图 3 和表 14 所示。

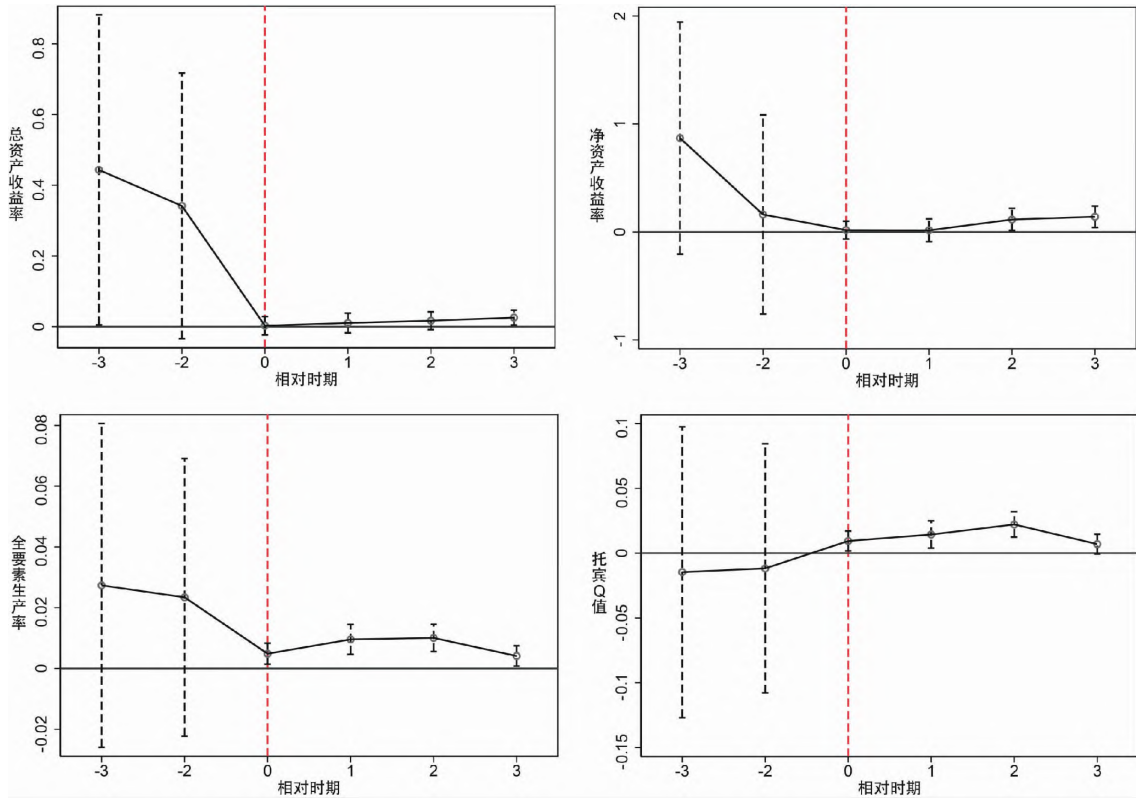


图 3 上市公司 ESG 责任履行影响企业绩效的变化趋势

图 3 展示了上市公司履行 ESG 责任对企业绩效的长期动态影响。由图 3 可以直观地发现, 在 2018 年企业履行 ESG 责任及 Wind 披露 ESG 评分后, 代表企业盈利能力的财务指标回归系数逐渐呈现上升趋势, 代表企业长期可持续发展能力的绩效指标回归系数呈现先上升后降低趋势。表 14 展示的是与图 3 相对应的回归估计结果。核心解释变量为各年度的时间虚拟变量。列(1)(2)是基于企业短期财务绩效的估计结果, 显示总资产收益率和净资产收益率在履行 ESG 责任的当年回归系数不显著, 而在履行 ESG 责任的第三年左右开始逐渐显著, 表明上市公司履行 ESG 责任对企业财务绩效具有滞后影响。列(3)是基于企业托宾 Q 值的估计结果, 显示托宾 Q 值在前三年和前两年的回归系数均不显著, 而在履行 ESG 责任的当年、第二年、第三年显著为正, 且影响效应呈现先逐年递增再降低的趋势。列(4)是基于企业全要素生产率的估计结果, 显示全要素生产率在前三年和前两年的回归系数均不显著, 而在履行 ESG 责任的当年、第二年、第三年和第四年显著为正。以上检验结果说明, 企业履行 ESG 责任对企业绩效的影响具有时滞性和延续性。企业在初期履行 ESG 责任时, 因企业在环境、社会责任、企业管理等方面的投入成本增加无法直接带来企业财务绩效增长, 但能够提高企业长

期可持续发展能力,且随着企业资源的不断积累,能实现拉动企业绩效的持续增长。

表 14 上市公司 ESG 责任履行对企业绩效的动态影响:事件研究法检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	总资产收益率	净资产收益率	托宾 Q 值	全要素生产率
事件前 3 年	0.444 (1.564)	0.869 (1.329)	-0.015 (-0.214)	0.027 (0.844)
事件前 2 年	0.342 (1.495)	0.161 (0.287)	-0.012 (-0.201)	0.023 (0.843)
事件当年	0.003 (0.172)	0.017 (0.338)	0.009** (2.025)	0.005** (2.323)
事件后 1 年	0.010 (0.614)	0.015 (0.232)	0.014** (2.259)	0.010*** (3.190)
事件后 2 年	0.017 (1.109)	0.115* (1.832)	0.022*** (3.742)	0.010*** (3.687)
事件后 3 年	0.026** (2.008)	0.140** (2.333)	0.007 (1.517)	0.004** (2.011)
控制变量	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	20 190	20 190	20 190	16 937
R ²	0.203	0.161	0.204	0.454

六、结论与启示

自 2004 年联合国发布《Who Cares Wins》报告正式提出 ESG 概念以来,ESG 从备受追捧到质疑不断。一些学者认为 ESG 是改善企业声誉,吸引利益相关者支持,提高企业绩效“灵丹妙药”,也有学者质疑 ESG 是吃力不讨好的“面子工程”。在新冠疫情负面影响、人口红利加快消失、新技术加速更新叠加经济下行的背景下,企业面临更大的经营压力,新增的 ESG 支出会给进一步增加企业成本。那么 ESG 能否为企业创造价值,实现可持续发展?如何理性、正确地看待 ESG 并制定合理的 ESG 战略?基于此,本文按照从短期绩效到长期可持续发展的基本思路构建 ESG 责任履行经济效应的理论分析框架,利用 2015 - 2022 年中国沪深 A 股非金融上市企业数据,实证检验企业履行 ESG 责任对企业绩效的影响。实证研究发现,一是企业履行 ESG 责任不能提高短期财务绩效,但能提高企业长期绩效。二是机制分析发现,企业履行 ESG 责任通过促进创新和优化管理两条路径提高企业长期绩效。三是异质性分析发现,非国有企业、高管持股比例高的企业和媒体关注度高的企业履行 ESG 责任对企业长期绩效的影响更显著。四是拓展性研究发现,企业履行 ESG 责任对企业绩效的影响具有时滞性和延续性。

基于以上研究结论,本文提出如下建议,第一,基于长期绩效导向制定 ESG 战略规划。企业管理层需具备长远战略眼光,结合自身发展情况将 ESG 理念融入企业核心战略规划中,避免因短期利益而忽视 ESG 相关投入。在制定年度预算和长期发展规划时,为 ESG 实践项目预留充足资源,如环保技术研发资金、公司治理结构优化成本等,确保 ESG 战略得以持续推进。在 ESG 实施初期,政府在督促企业履行 ESG 责任的同时还应给予一定的政策支持,缓解企业初期 ESG 投入成本增加对企业经营性投入的负面影响。第二,结合自身特征制定差异化 ESG 策略。非国有企业可通过积极履行 ESG 责任,在市场中树立独特品牌形象,与国有企业形成差异化竞争优势,吸引更多注重社会责任的投资者

和消费者。高管持股比例高的企业,应激励高管将个人利益与企业长期 ESG 绩效紧密结合,推动企业在 ESG 项目决策和执行上更加积极主动。媒体关注度高的企业,则要善于借助媒体平台宣传自身 ESG 成果,提升企业社会声誉,同时接受公众监督,进一步倒逼企业提升 ESG 实践水平。第三,构建动态评估体系。鉴于 ESG 责任履行对企业绩效的影响具有时滞性和延续性,企业应建立动态的 ESG 实践绩效评估体系。定期对 ESG 实践进行阶段性评估,分析投入与产出的时间差规律,以便合理调整资源配置。例如,在环境项目投资初期,虽可能看不到财务绩效的明显改善,但可通过评估环境指标的改善情况、潜在的政策风险降低等非财务指标来判断项目进展的合理性。同时,利用延续性影响的特点,持续投入和优化 ESG 实践,使企业长期受益于前期 ESG 实践积累的声誉、技术和管理等优势,拉动企业绩效持续增长,实现可持续的高质量发展。本文研究为 ESG 在中国的实施效果给出了初步经验证据,但限于仍处于实践初期,有待进一步探究更多问题,如 ESG 信息披露、评级改进策略和表演式 ESG 的治理策略等问题。

参考文献

- [1] 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(9): 19.
- [2] 肖红军. 解构与重构: 重新认识 ESG[J]. 暨南学报(哲学社会科学版), 2024(5): 84-107.
- [3] RUHAYA A, ALAM M M, JAMALIAH S, et al. The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance[J]. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 2018, 29(2): 182-194.
- [4] DUQUE-GRISALES E, AGUILERA-CARACUEL J. 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*, 2021, 168(2): 315-334.
- [5] 李思慧, 郑素兰. ESG 的实施抑制了企业成长吗? [J]. 经济问题, 2022(12): 81-89.
- [6] BUCHANAN B, CAO C, CHEN C. Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2018(52): 73-95.
- [7] 邱牧远, 殷红. 生态文明建设背景下企业 ESG 表现与融资成本[J]. 数量经济技术经济研究, 2019(3): 108-123.
- [8] 王波, 杨茂佳. ESG 表现对企业价值的影响机制研究——来自我国 A 股上市公司的经验证据[J]. 软科学, 2022(6): 78-84.
- [9] 李思慧, 徐保昌. 实体突围: ESG 表现与企业实业投资[J]. 现代经济探讨, 2024(10): 76-90.
- [10] FRIEDMAN M. The social responsibility of business is to increase its profits[J]. *New York Times Magazine*, 1970, 13(9): 122-126.
- [11] GIANOPOULOS G, FAGERNES R V K, ELMARZOOKY M, et al. The ESG disclosure and the financial performance of Norwegian listed firms[J]. *Journal of Risk Financial Management*, 2022, 15(6): 237.
- [12] COELHO R, JAYANTILAL S, FERREIRA J J, et al. The impact of social responsibility on corporate financial performance: a systematic literature review[J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2023, 30(4): 1535-1560.
- [13] ROJO-SUÁREZ J, ALONSO-CONDE A B. Short-run and long-run effects of ESG policies on value creation and the cost of equity of firms [J]. *Economic Analysis and Policy*, 2023(77): 599-616.
- [14] HART S L, AHUJA G. Does it pay to be green? an empirical examination of the relationship between emission reduction and firm performance[J]. *Business Strategy and the Environment*, 1996, 5(1): 30-37.
- [15] 朱琳, 江轩宇, 伊志宏, 等. 经营杠杆影响企业创新吗[J]. 南开管理评论, 2021(6): 163-175.
- [16] 方先明, 胡丁. 企业 ESG 表现与创新——来自 A 股上市公司的证据[J]. 经济研究, 2023(2): 91-106.
- [17] 吴海风, 朱晓满. ESG 与能源技术创新: 负担还是赋能? [J]. 经济与管理研究, 2024(10): 18-35.
- [18] 林辉, 李唐蓉. 绿色发展、金融支持与企业价值——基于上市公司 ESG 的实证检验[J]. 现代经济探讨, 2023(2): 28-44.
- [19] 林炳洪, 李秉祥. ESG 责任履行对企业研发投入的影响——基于资源获取与资源配置视角[J]. 软科学, 2024(1): 61-66.
- [20] 温素彬, 方苑. 企业社会责任与财务绩效关系的实证研究——利益相关者视角的面板数据分析[J]. 中国工业经济, 2008(10): 150-160.
- [21] 罗进辉, 王雨婷, 刘海潮. ESG 表现与家族企业长期导向[J]. 财贸研究, 2023(2): 78-96.
- [22] 乔朋华, 张悦, 许为宾, 等. 管理者心理韧性、战略变革与企业成长——基于香港联合证券交易所中资上市公司的实证研究[J]. 管理评论, 2022(2): 269-280.
- [23] 鲁晓东, 连玉君. 中国工业企业全要素生产率估计: 1999—2007[J]. 经济学(季刊), 2012(2): 541-558.
- [24] CINELLI C, HAZLETT C. Making sense of sensitivity: extending omitted variable bias[J]. *Journal of the Royal Statistical Society Series B*, 2020, 82(1): 39-67.

- [25]孟庆斌,侯黎然. 社会责任履行与企业金融化——信息监督还是声誉保险[J]. 经济学动态,2020(2):45-58.
- [26]顾夏铭,陈勇民,潘士远. 经济政策不确定性与创新——基于我国上市公司的实证分析[J]. 经济研究,2018(2):109-123.
- [27]权小锋,吴世农,文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 经济研究,2010(11):73-87.
- [28]陈琪. 环保投入能提高企业生产率吗——基于企业创新中介效应的实证分析[J]. 南开经济研究,2020(6):80-100.
- [29]杜勇,马文龙. 机构共同持股与企业全要素生产率[J]. 上海财经大学学报,2021(5):81-95.
- [30]GAO H, HE J, LI Y. Media spotlight, corporate sustainability and the cost of debt[J]. Applied Economics,2022,54(34):1-17.
- [31]FAMA E F, FISHER L, JENSEN M C, et al. The adjustment of stock prices to new information[J]. International Economic Review, 1969,10(1):1-21.
- [32]BINDER J. The event study methodology since 1969[J]. Review of Quantitative Finance and Accounting,1998,11:111-137.
- [33]DOBKIN C, FINKELSTEIN A, KLUENDER R, et al. The economic consequences of hospital admissions[J]. Social Science Electronic Publishing,2016,108(2):308-352.
- [34]黄炜,任昶宇,周羿. 退休制度、劳动供给与收入消费动态[J]. 经济研究,2023(1):141-157.

(责任编辑:冯小亮)

Research on the Economic Effects of ESG Responsibility Fulfillment of Listed Companies: Based on Long Term and Dynamic Perspectives

XIE Meng¹, WANG Yiqiu², XU Yang²

(1. College of Economics and Management, Henan Agricultural University, Zhengzhou 450046;

2. College of Finance, Nanjing Agricultural University, Nanjing 210095, China)

Abstract: ESG is based on a long-term value orientation, and how the implementation of ESG concepts affects the long-term value of enterprises is an important topic that needs to be studied at present. Based on the data of Chinese listed companies from 2015 to 2022, this study examines the impact of ESG performance on corporate performance from short-term and long-term, static and dynamic perspectives. Research has found that fulfilling ESG responsibilities by listed companies cannot improve corporate financial performance in the short term, but can improve long-term performance that represents the company's sustainable development ability. Companies can achieve financial performance improvement around the third year of ESG practice. The impact of fulfilling ESG responsibilities on corporate performance has a time lag and continuity. Enterprises fulfilling their ESG responsibilities mainly improve their long-term performance through two channels: promoting enterprise innovation and optimizing enterprise management. Heterogeneity analysis shows that compared to state-owned enterprises, enterprises with low executive shareholding and high media attention, fulfilling ESG responsibilities has a greater impact on non-state-owned enterprises, enterprises with high executive shareholding and high media attention. This article is of great significance for deepening insights into the ESG value creation mechanism.

Keywords: ESG; short-term performance; long-term performance; dynamic effects; event research method