

企业 ESG 表现对企业绩效的影响——基于 A 股上市公司的实证研究

张治栋, 秦潇丹*

内容提要: ESG 是一个包含环境保护、社会责任履行和公司治理状况的新理念, 关乎企业的可持续发展, 其如何影响企业绩效值得关注。本文以 2011—2021 年中国 A 股上市公司为研究对象, 检验经济政策的不确定性对企业绩效的调节作用, 并进一步从企业融资约束和企业风险的角度, 探究企业 ESG 表现对企业绩效的影响效应。研究发现, 良好的企业 ESG 表现能显著提升企业绩效, 并且经济政策不确定性能够发挥调节作用, 增强企业 ESG 表现对企业绩效的促进作用。内在机制检验表明, 企业通过降低企业融资约束和企业风险来提高企业绩效。异质性分析表明, 非国有企业、碳排放较少企业、新《环保法》实施后企业的 ESG 表现对企业绩效的影响效应更明显。

关键词: 企业 ESG 表现 企业绩效 经济政策的不确定性 融资约束 企业风险

一、引言与文献综述

党的十九大报告提出“坚持人与自然和谐共生, 建设生态文明是中华民族永续发展的千年大计”。党的二十大报告提出“必须树立绿水青山就是金山银山的发展理念, 站在人与自然和谐共生的高度谋发展”。这两次全国代表大会均展示了党和政府对绿色环保和可持续发展的高度重视。且随着全球一体化进程的加快和市场经济的崛起, 世界各地对可持续发展的重视程度达到了前所未有的高度, 可持续发展和企业社会责任的概念得到了广泛的关注和认可(周方召等, 2020)。而 ESG(Environment, Social and Governance)理念所强调的企业要注重生态环境保护、履行社会责任、提高治理水平恰好与可持续发展理念高度契合, 它为经济社会转型和国家“碳达峰、碳中和”战略的实施提供了一个新的思路和框架, 是实现经济高质量发展的有效抓手(席龙胜和赵辉, 2022)。

在中国, ESG 系统起步较晚, 首次提出是在 2018 年 9 月的证监会上。证监会在修订《上市公司治理准则》时规定, 上市公司必须按照法律法规和有关部门的要求披露环境信息(E)、扶贫等社会责任(S)和公司治理(G), 建立了 ESG 披露的基本框架。2022 年 3 月 10 日国务院国资委成立科技创新局和社会责任局, 鼓励企业积极运用 ESG 理念, 更好地促进可持续发展。2022 年 5 月 27 日国务院国资委制定并发布了《中央企业上市公司质量提升工作方案》, 提出了“贯彻新发展理念, 探索建立健全 ESG 体系”的新要求。企业 ESG 表现得到了公众的广泛关注和认可, ESG 表现在企业绩效中也变得越来越重要。企业 ESG 表现对企业绩效具体有何影响, 其作用途径又如何展现? 对这一问题的研究, 不仅有助于鼓励企业更加关注 ESG 表现, 也将为中国 ESG 框架的发展提供更有针对性的建议。

* 张治栋, 安徽大学经济学院, 邮政编码: 230601, 电子信箱: Ahu_zhang_work@163.com; 秦潇丹(通讯作者), 安徽大学经济学院, 邮政编码: 230601, 电子信箱: qinxiaodan2022@163.com。本研究得到安徽省科学编制计划重大项目: 推动长三角一体化经济高质量发展的实施评估与政策优化研究(2022AH040005)的资助。

随着 ESG 的理念逐渐被嵌入到企业发展和运营管理过程中,学者们对 ESG 与企业绩效之间的关系进行了一定的理论和实证研究,但目前关于 ESG 与企业绩效关系的结果尚无定论。大部分学者认为企业 ESG 表现对企业绩效存在正向影响。例如, Friede et.al (2015) 认为,大约 90%的研究发现 ESG 表现与公司绩效的关系为非负性。Brooks & Oikonomou(2018) 认为,许多研究发现 ESG 与公司绩效之间存在正相关关系。利益相关者理论认为 CSR/ESG 可用于解决利益相关者的担忧并与不同的利益相关者建立信任关系,这对公司的财务成功非常重要 (El Ghoual et.al, 201;Maqbool & Zameer, 2018)。ESG 活动树立了企业社会责任的良好形象,加强了企业与利益相关者的关系,有助于解决信息不对称和代理问题提高企业的透明度 (张会丽和陆正飞, 2012),还有助于增强企业的竞争优势 (Porter & Kramer, 2006),由此提升企业绩效。也有学者认为企业 ESG 表现对企业绩效存在负面影响。例如,美国诺贝尔奖获得者米尔顿·弗里德曼就是以企业社会责任行为为代表的 ESG 活动最著名的反对者之一 (Bissoondoyal-Bheenick et al., 2023)。事实上,以企业社会责任行为为代表的 ESG 活动被许多早期研究者认为是对股东权益的消耗 (Barnea & Rubin,2010),其表现为实施社会责任活动所需的投资增加,这与股东坚持的经济利益最大化相悖,不利于企业绩效的提高。还有学者认为,ESG 表现与企业绩效之间的关系是模糊与不确定的,并且 ESG 在不同的行业部门和不同的财务变量之间差异很大 (Garcia et al., 2020)。由于 ESG 活动通常由一系列因素驱动,其中许多因素可能无法观察到,因此 ESG 与企业绩效的整体关系可能为零 (Benabou & Tirole,2010)。更有学者关注企业的长期和短期业绩,由此确定 ESG 和企业绩效之间关系。例如, Chen et.al (2021) 认为 ESG 表现对财务绩效有短期负面影响,称为“替代效应”,且这种负面影响将逐渐减弱;ESG 表现对财务绩效有长期正向影响,称为“促进效应”,最终实现 ESG 与企业绩效的双向效应和闭环效应,两者均受益。

本文基于现有学者的研究,使用 2011—2021 年中国 A 股主板上市公司的数据,探究经济政策不确定性对企业 ESG 表现和企业绩效的调节作用。同时,还针对企业融资约束和企业风险这两个方面建立了中介效应模型,探究它们对企业 ESG 表现和企业绩效之间的中介作用影响。本文在以下领域为现有文献做出贡献:第一,国内学者更多地关注 ESG 对企业投资效率、企业价值的影响,而很少有研究 ESG 表现与企业绩效之间关系和机制的文献,本文通过探索 ESG 表现对企业绩效的经济后果来增加文献。第二,不同于部分学者从 ESG 的单个维度审视其造成的经济后果,本文将 ESG 作为一个整体进行研究,研究结果不仅表明良好的企业 ESG 表现对企业绩效的提升有积极作用,并进一步厘清了经济政策的不确定性发挥的调节作用以及融资约束和企业风险发挥的中介效应。第三,本文通过对产权性质不同、碳排放程度不同以及新《环保法》实施前后的企业进行异质性分析,明确了 ESG 提升企业绩效所依赖的内外部条件,从而为政府、企业、投资者做出明智决策提供了经验。

二、研究假设与理论分析

(一) 企业 ESG 表现与企业绩效

中国深受儒家思想的影响，一直倡导“天人合一”的理念。这一理念为企业的 ESG 实践提供深刻的指导意义，促进企业向可持续方向转型发展。ESG 从根本上意味着利益相关者不仅要追求自身商业利益，还要在创造利润的同时促进社会的持续稳定进步，最终实现公司、环境和社会的三方共赢。针对企业 ESG 的环境表现而言，主动承担环境责任的企业能够提高企业绩效。根据信号传递理论，企业主动承担环境责任意味着向投资者释放企业重视环境保护的信号，更容易获得投资者的支持和信任（Hahn & Kuehnen, 2013），并且会对管理决策产生一定的影响，使其有利于提升企业的长期价值。针对企业 ESG 的社会表现而言，主动承担社会责任的企业能够提高企业绩效。这与声誉理论相符合，因为企业主动承担社会责任可以树立良好的声誉与形象，强化企业与外部投资者之间的联系（Clarkson et al., 2008），有利于企业与投资者建立长时间稳定的合作关系，对企业绩效产生积极影响。针对企业 ESG 的治理表现而言，主动承担治理责任的企业能够提高企业绩效。根据经济外部性理论，企业主动承担治理责任不仅可以大幅降低行政干预和管制的交易成本，还可以减少企业与投资者之间信息不对称所带来的负面影响，从而降低企业运营中的交易成本和代理成本，为股东创造价值（Phillips et al., 2003）。基于以上理论，本文提出假设：

H1:企业 ESG 表现对企业绩效有促进作用。

（二）企业 ESG 表现、经济政策不确定性、企业绩效

经济政策不确定性是指政府未明确经济政策预期、政策执行和政策立场变更的指向和强度引致的不确定性。近年来中国经济进入转型发展的特殊阶段，加剧了金融市场和经济政策的不确定性，对企业治理产生了重大影响。从利益相关者的角度来看，在经济政策不确定的大环境下，投资者不能确定其未来的收入现金流，会对未来的经济政策前景更加担忧（宋科等，2022），在投资时会更加谨慎和保守，倾向于选择 ESG 表现相对良好的企业。因此，经济政策的不确定性可以通过加强利益相关者对 ESG 表现良好的企业的信心来强化 ESG 表现对企业绩效的积极作用。此外，经济政策的不确定性还可以通过影响微观主体的行为来放大 ESG 表现的声誉溢出效应。更具体地说，在日益不确定的经营环境中，ESG 表现积累的声誉资本可能会发挥更大的声誉保险作用，减轻外部经济波动带来的负面冲击，提高企业的风险承受能力（曾辉祥等，2018），减少运营的不确定性，从而提高企业绩效。因此，本文推测经济政策的不确定性对 ESG 与企业绩效间的关系具有调节作用。基于以上理论，本文提出假设：

H2:经济政策不确定性能够增强企业 ESG 表现对企业绩效的促进作用。

（三）企业 ESG 表现、融资约束与企业绩效

融资约束是指企业的外部融资受到约束的程度，它受金融市场的完善程度、资本市场环境以及企业自身财务状况的影响（葛鹏等，2017）。针对企业 ESG 的环境表现而言，根据合法性理论和制度理论，企业在组织或制度施加特定压力的情况下会对企业环境信息进行精准披露，提高企业披露信息的可靠性，能更好更全面的展示企业内部信息，企业信息展示的越

全面，信息不对称程度越低，企业融资约束程度越小（Cheng et al., 2014）。针对企业 ESG 的社会表现而言，根据信号理论，尽管企业内部管理层与外部投资者之间存在天然的信息不对称，但良好的 ESG 表现能够向外界传递企业具有社会责任感的信号，提升外部投资者对企业的信任和支持，降低企业的信贷风险，从而获得更多的银行贷款，降低企业融资约束水平（于连超等，2021）。针对企业 ESG 的治理表现而言，根据委托代理理论，提高企业治理水平有助于减少企业代理成本，企业将面临较低的融资约束（Cheng et al., 2014）。而融资约束的缓解可以使企业有能力进行本来无法进行的大型投资或通过调整资本结构获得资金支持和增加未来现金流，这有利于企业实现可持续发展，推进企业绩效的提高。因此，本研究推测企业融资约束在 ESG 与企业绩效之间起到了中介作用。基于以上理论，本文提出假设：

H3：企业 ESG 表现通过缓解企业融资提高企业绩效。

（四）企业 ESG 表现、企业风险与企业绩效

企业风险又称为经营风险，指未来的不确定性对企业实现其经营目标的影响。一般情况下，良好的 ESG 表现可以及时识别和应对与其活动相关的环境、社会和治理风险，降低企业总风险和特异性风险，从而增加企业价值（席龙胜和赵辉，2022）。针对企业 ESG 的环境表现而言，积极承担环境责任的企业能够向外界提供更加详实可靠的环境信息，从而提升企业信息透明度，降低信息不对称程度，使企业面临的信息风险更小（于连超等，2021）。针对企业 ESG 的社会表现而言，根据声誉理论，积极承担社会风险的企业有助于企业积累道德资本和声誉资本，规避潜在的市场风险，减少声誉危机，并引起声誉溢出效应，提高企业的风险承担能力（曾辉祥等，2018）。具有良好声誉的公司因为与利益相关者建立了强大的合作和信任关系，进而为企业绩效的提高提供保障。针对企业 ESG 的治理表现而言，公司的风险承担能力取决于其内部管理制度、外部环境的不确定性以及公司所有者和管理者的个人特征（黄大禹等，2023）。积极承担治理责任的企业能通过优化企业风险管理标准，降低企业的法律风险和监管风险，影响管理者的行为和改善外部制约，进而提高企业的绩效与财务状况。这意味着在 ESG 活动中表现良好的企业可以降低整体风险和特异性风险，提高企业价值，加强公司与利益相关者间的关系，减少运营的不确定性，从而提高公司绩效。因此，本文推测企业风险对 ESG 与企业绩效的关系具有中介作用，即良好的 ESG 表现通过降低企业风险进而提高企业绩效。基于以上理论，本文提出假设：

H4：企业 ESG 表现通过降低企业风险提高企业绩效。

三、研究设计与变量说明

（一）模型构建

首先，建立如下模型以验证假设 H1，即 ESG 表现对企业绩效的影响：

$$CFP_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \sum \lambda \times Controls_{i,t} + \mu_t + \eta_{ind} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其次，建立如下模型验证假设 H2，即经济政策不确定性对 ESG 表现与企业绩效的调节

作用:

$$CFP_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 EPU_{i,t} + \beta_3 ESG_{i,t} * EPU_{i,t} + \sum \lambda \times Controls_{i,t} + \mu_t + \eta_{ind} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

最后, 为了验证假设 H3 和 H4, 即企业融资约束和企业风险在 ESG 表现与企业绩效之间发挥的中介作用, 建立如下模型:

$$FC_{i,t} = \alpha_0^* + \beta_1^* ESG_{i,t} + \sum \lambda \times Controls_{i,t} + \mu_t + \eta_{ind} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$CFP_{i,t} = \tilde{\alpha}_0 + \tilde{\beta}_1 ESG_{i,t} + \tilde{\beta}_2 FC_{i,t} + \sum \lambda \times Controls_{i,t} + \mu_t + \eta_{ind} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$Sdc_{i,t} = \alpha_0^* + \beta_1^* ESG_{i,t} + \sum \lambda \times Controls_{i,t} + \mu_t + \eta_{ind} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$CFP_{i,t} = \tilde{\alpha}_0 + \tilde{\beta}_1 ESG_{i,t} + \tilde{\beta}_2 Sdc_{i,t} + \sum \lambda \times Controls_{i,t} + \mu_t + \eta_{ind} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中 CFP 代表企业绩效, ESG 代表企业 ESG 表现, EPU 代表经济政策不确定性上升时期的虚拟变量, FC 代表企业融资约束程度, Sdc 代表企业风险, i 和 t 分别代表不同的企业和年份, Controls 为控制变量, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项, μ_t 为时间固定效应, η_{ind} 为行业固定效应。

(二) 变量定义

1.被解释变量: 企业绩效 (CFP)

企业绩效是指一定经营期间的企业经营效益和经营者业绩。在前人研究的基础上, 将盈利能力作为绩效指标是非常普遍的。因此本文借鉴李井林等(2021)、Maqbool & Zameer(2018)采用总资产净利润率 (ROA) 来衡量企业绩效。

2.解释变量: 企业 ESG 表现(ESG)

目前国内外文献中采用的 ESG 数据大多来自 Thomson Reuters/Refinitiv Asset4 (Bissoondoyal-Bheenick et al., 2023;Cheng et al., 2014)、Bloomberg (Tamimi N&R Sebastianelli, 2017;Chen et al., 2021)、华证 (王瑶等, 2022;王波和杨茂佳, 2022)、商道融绿 (陈若鸿等, 2022)、中国研究数据服务平台(CNRDS)(伊凌雪等, 2022)等机构。本文参考王琳璘等(2022)采用华证 ESG 评级第四季度数据衡量企业 ESG 表现, 将 C~AAA 九档评级分别赋值 1~9, 以此作为企业 ESG 表现的衡量。

3.调节变量: 经济政策不确定 (EPU)

本文对 Davis et al (2019) 等人基于人民日报和光明日报量化的中国经济政策不确定性指数进行处理, 赋予月度指数相同权重, 计算得到算术平均值作为年度经济政策不确定性指数。如果企业所属年度经济政策不确定指数大于 2011-2021 年的年度均值, 则认为企业处于经济政策不确定性的上升时期, 变量 EPU 取值为 1, 否则取值为 0。

4.中介变量: 融资约束 (FC)、企业风险 (Sdc)

在企业融资约束衡量方面, 由于 K Z 指数的理论方法比较完善, 是学者们使用最广泛的衡量方法 (于连超等, 2021)。因此, 本文选用 Kaplan & Zingales (1997) 构建的 K Z 指数

来评估企业的融资约束程度。KZ 指数的值越高，表示企业面临的融资约束越大。

在企业风险衡量方面,本文参考席龙胜和赵辉（2022）,以 3 年(t-1 年、t 年、t+1 年)的滚动周期作为观测时间窗口计算相应上市公司经行业调整后的资产收益率（ROA）的标准差,以此作为企业风险指标。其中，Sdc 的值越大，代表企业的风险越高。

5.控制变量

参考已有文献，本文对可能会影响企业绩效的其他因素进行控制，具体包括偿债能力(Lev)、公司规模(Size)、现金水平(Cash)、资产固定性(Fixed)、资产无形性(Intang)、成长性(Growth)、托宾 Q 值 (TobinQ)、独立董事比例(Indep)、股权集中度(First)。此外，模型中加入了时间固定效应(μ_t)和行业固定效应(η_{ind})用于控制不随时间和行业变化的其他不可观测因素。主要变量定义如表 1 所示。

变量类型	变量名称	变量符号	变量度量
被解释变量	企业绩效	CFP	净利润/总资产
解释变量	企业 ESG 表现	ESG	华证第四季度 ESG 综合得分
调节变量	经济政策不确定性	EPU	企业处于经济政策不确定性上升期时 EPU 取值为 1，否则为 0。
中介变量	融资约束	FC	KZ 指数
	企业风险	Sdc	三年内经行业调整 ROA 的标准差
控制变量	偿债能力	Lev	资产负债率
	企业规模	Size	总资产的自然对数
	现金水平	Cash	经营活动现金流量净额/总资产
	资产固定性	Fixed	固定资产/总资产
	资产无形性	Intang	无形资产/总资产
	托宾 Q 值	TobinQ	市值/总资产
	成长性	Growth	(本期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
	独立董事比例	Indep	独立董事占董事会人数的比值
	股权集中度	First	第一大股东持股比例

（三）数据来源和描述性统计

本文的初始研究样本为 2011 年至 2021 年的 A 股上市公司，对样本进行如下处理：排除数据库中未给予 ESG 评级的公司；剔除发生 ST、*ST 或 PT 的公司；删除金融类和暂停上市的公司；对连续变量进行了 1%上下的缩尾处理。最终获得了 949 家有效样本公司，共有 9559 个样本数据，这些数据来自 Wind 数据库和 CSMAR 数据库。

主要变量的描述性统计如表 2 所示，可以看出企业绩效(CFP)的最大值为 0.1950，最小值为-0.2610，标准差为 0.0638，这说明不同公司之间的企业绩效还存在较大差异；企业 ESG 表现 (ESG) 的最大值为 8.0000，最小值为 1.0000，说明企业 ESG 评级最高为 AA 级，最低为 C 级，且不同公司之间的企业 ESG 表现还存在较大差异；融资约束 (FC) 的最大值为 6.5120，最小值为-4.2890，标准差为 2.0220；企业风险 (Sdc) 的最大值为 0.1770，最小值

为 0.0004，标准差为 0.0352；说明不同类型企业之间面临的融资约束程度和企业风险有较大差别。

表 2 变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	四分之一位 数	中位数	四分之三位 数	最大值
CFP	9559	0.0307	0.0638	-0.2610	0.0101	0.0308	0.0596	0.1950
ESG	9559	3.9690	1.1480	1.0000	3.0000	4.0000	5.0000	8.0000
EPU	9559	0.3619	0.4806	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
FC	9559	1.7100	2.0220	-4.2890	0.5180	1.8450	2.9980	6.5120
Sdc	9559	0.0279	0.0352	0.0004	0.00654	0.0146	0.0336	0.1770
Lev	9559	0.4530	0.2040	0.0603	0.2960	0.4500	0.6080	0.8960
Size	9559	22.3600	1.2170	19.7100	21.5100	22.2500	23.0700	25.8900
Cash	9559	0.1680	0.1170	0.0131	0.0862	0.1370	0.2170	0.5850
Fixed	9559	0.2210	0.1630	0.0013	0.0899	0.1890	0.3170	0.6950
Intang	9559	0.0471	0.0499	0.0000	0.0175	0.0345	0.0586	0.3110
TobinQ	9559	2.0360	1.4200	0.8520	1.2060	1.5630	2.2910	9.5480
Growth	9559	0.4490	1.4630	-0.7500	-0.0386	0.1240	0.4140	11.4400
Indep	9559	0.3740	0.0550	0.3330	0.3330	0.3330	0.4290	0.5710
First	9559	0.3270	0.1630	0.0787	0.2170	0.3250	0.4210	0.6380

四、实证检验与结果

（一）基准回归统计分析

首先由于 Hausman 检验显示 P 值为 0.0000，拒绝了扰动项和个体特征无关的原假设，所以本文选择固定效应模型进行回归分析。然后，对 ESG 表现与企业绩效的关系进行了实证检验。表 3（1）列引入年份固定效应、（2）列引入行业固定效应、（3）列引入年份和行业固定效应，其结果分别为 0.0038、0.0059、0.0039，均在 1%的水平上显著为正，说明企业的 ESG 表现能提高企业的绩效，证实了假设H1。此外，在基于控制年份和行业固定效应的假设上，本文在全样本回归中额外控制了年份×行业效应，结果见表 3（4）列，系数为 0.0037，在 1%的水平上仍显著为正，证实了本文结果的稳健性，这也进一步支持了假设H1。

表 3 企业 ESG 表现与企业绩效回归结果

变量	(1) CFP	(2) CFP	(3) CFP	(4) CFP
ESG	0.0038*** (4.58)	0.0059*** (7.02)	0.0039*** (4.77)	0.0037*** (4.47)
Lev	-0.1553*** (-23.35)	-0.1425*** (-20.25)	-0.1562*** (-22.67)	-0.1469*** (-22.45)
Size	0.0224*** (17.62)	0.0112*** (10.21)	0.0224*** (16.83)	0.0211*** (15.76)
Cash	0.0394*** (4.83)	0.0631*** (7.82)	0.0384*** (4.73)	0.0270*** (3.18)
Fixed	-0.0246***	-0.0310***	-0.0438***	-0.0456***

	(-3.49)	(-3.74)	(-5.33)	(-5.56)
Intang	-0.0633***	-0.0839***	-0.0899***	-0.0823***
	(-3.26)	(-4.13)	(-4.46)	(-4.10)
TobinQ	0.0072***	0.0044***	0.0078***	0.0067***
	(7.33)	(5.03)	(8.11)	(6.62)
Growth	0.0029***	0.0032***	0.0031***	0.0030***
	(6.66)	(6.37)	(6.56)	(6.34)
Indep	-0.0475***	-0.0607***	-0.0463***	-0.0422**
	(-2.80)	(-3.45)	(-2.71)	(-2.52)
First	0.0203***	0.0275***	0.0183***	0.0196***
	(3.01)	(4.13)	(2.77)	(2.99)
Constant	-0.3911***	-0.1783***	-0.3954***	-0.3688***
	(-13.99)	(-6.93)	(-13.29)	(-12.17)
N	9,559	9,559	9,559	9,559
Adjusted R ²	0.2565	0.2499	0.2887	0.3664
Year FE	YES		YES	YES
Industry FE		YES	YES	YES
Year*Industry FE				YES

注：括号内为 Z 值，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的置信水平上显著。

（二）经济政策不确定性对企业绩效的调节作用

在基准回归中，本文引入了经济政策不确定性上升时期的虚拟变量 EPU 和其与企业 ESG 表现的交叉项 ESG*EPU。回归结果如表 2 列（1）至列（4）所示，在分别控制时间、行业、时间和行业、时间×行业的固定效应下，EPU 系数分别为-0.0587、-0.0310、-0.0576、-0.0806，均在 1% 的水平上显著为负，这表明经济政策不确定性上升对企业绩效具有一定的抑制作用。然而，ESG 与 EPU 的交叉项系数 ESG*EPU 在列（1）、列（3）的系数分别为 0.0038、0.0036，均在 1% 的显著水平上为正。这意味着在经济政策不确定性的上升时期，企业的 ESG 表现更加显著地促进了企业绩效，验证了假设 H2。

表 4 经济政策不确定性对企业绩效的调节

变量	(1) CFP	(2) CFP	(3) CFP	(4) CFP
ESG	0.0020**	0.0036***	0.0023***	0.0022**
	(2.28)	(4.14)	(2.61)	(2.48)
EPU	-0.0587***	-0.0310***	-0.0576***	-0.0806***
	(-9.05)	(-5.17)	(-8.92)	(-7.05)
ESG*EPU	0.0038***	0.0033**	0.0036***	0.0034**
	(2.80)	(2.41)	(2.64)	(2.46)
Lev	-0.1554***	-0.1471***	-0.1561***	-0.1469***
	(-23.45)	(-21.37)	(-22.73)	(-22.56)
Size	0.0223***	0.0153***	0.0223***	0.0211***
	(17.58)	(12.92)	(16.74)	(15.71)
Cash	0.0388***	0.0541***	0.0377***	0.0263***
	(4.77)	(6.81)	(4.66)	(3.11)

Fixed	-0.0250*** (-3.57)	-0.0404*** (-4.95)	-0.0443*** (-5.40)	-0.0462*** (-5.65)
Intang	-0.0638*** (-3.28)	-0.0878*** (-4.41)	-0.0911*** (-4.52)	-0.0836*** (-4.17)
TobinQ	0.0071*** (7.12)	0.0036*** (4.16)	0.0076*** (7.89)	0.0065*** (6.45)
Growth	0.0029*** (6.61)	0.0029*** (6.00)	0.0031*** (6.55)	0.0030*** (6.31)
Indep	-0.0460*** (-2.72)	-0.0505*** (-2.90)	-0.0447*** (-2.62)	-0.0408** (-2.45)
First	0.0202*** (3.00)	0.0218*** (3.34)	0.0183*** (2.77)	0.0196*** (3.00)
Constant	-0.3814*** (-13.63)	-0.2521*** (-9.16)	-0.3862*** (-12.92)	-0.3600*** (-11.82)
N	9,559	9,559	9,559	9,559
Adjusted R ²	0.2579	0.2707	0.2897	0.3672
Year FE	YES		YES	YES
Industry FE		YES	YES	YES
Year*Industry FE				YES

注：括号内为 Z 值，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的置信水平上显著。

（三）稳健性检验与内生性检验

1. 稳健性检验

第一，本文首先参考李井林等（2021）的做法，采用净资产收益率（ROE）作为企业绩效的替代变量，表 5 列（1）的系数为 0.0123，在 1% 的水平上显著为正，表明企业 ESG 表现与企业绩效显著正相关，再次验证了假说 H1。然后，参考袁业虎和熊笑涵（2021）的做法，采用每股收益（EPS）作为企业绩效的替代变量。表 5 列（2）的系数为 0.0367，在 1% 的水平上显著为正，表明企业 ESG 表现与企业绩效显著正相关，再次验证了假说 H1。

第二，参考高杰英等（2021）等的做法，采取更直接的赋值方法构造解释变量 ESG1，依据 ESG 评级的大类（C 类、B 类、A 类）构建，当评级为 C~CCC 时，ESG1=1；当评级为 B~BBB 时，ESG1=2；当评级为 A~AA 时，ESG1=3。表 5 列（3）ESG1 的系数为 0.0058，在 1% 的水平上显著为正，表明企业 ESG 表现与企业绩效显著正相关，再次验证了假说 H1。此外，采用 Wind 数据库中的 ESG 综合得分 ESG2 来衡量 ESG 表现。表 5 列（4）ESG2 的系数为 0.0009，在 1% 的水平上显著为正，表明企业 ESG 表现与企业绩效显著正相关，再次验证了假说 H1。

表 5 稳健性检验结果

变量	(1) ROE	(2) EPS	(3) CFP	(4) CFP
ESG	0.0123*** (4.82)	0.0367*** (5.17)		
ESG1			0.0058*** (3.84)	

ESG2				0.0009*** (5.24)
Constant	-1.0755*** (-13.47)	-5.5546*** (-18.17)	-0.4050*** (-13.72)	-0.4348*** (-14.66)
N	9,559	9,559	9,559	9,364
Adjusted R ²	0.1987	0.2966	0.2853	0.2975
Controls	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES

注：括号内为 Z 值，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的置信水平上显著。

2. 内生性检验

第一，为了减少遗漏其他不可直接观察和不随时间变化的影响公司绩效的变量的可能性，本文使用固定效应模型来控制遗漏变量。不同于基准回归中控制“时间效应”和“行业效应”，本文控制了单个企业的个体固定效应。表 6 列（1）使用“时间效应+个体效应”的双向固定效应，其 ESG 系数为 0.0027，在 1% 的水平上显著为正；表 6 列（2）使用“时间效应+行业效应+个体效应”的三向固定效应，其 ESG 系数为 0.0025，在 1% 的水平上显著为正。以上结果表明，在控制遗漏变量的问题后，研究结果依然稳健。

第二，本文借鉴陈娇娇等（2023），按照 ESG 评级的高低对原始样本进行分组，将同一行业、同一年度中 ESG 评分高于中位数的企业定义为处理组，评分低于中位数的企业定义为控制组。以控制变量作为特征变量，在进行 Logit 回归计算倾向得分匹配值的基础上，采用 1:1 近邻匹配方法进行样本配对，然后对配对后的样本进行回归，表 6 列（3）ESG 的系数为 6.6999，在 1% 水平下呈现正相关。此外，采用核密度匹配进行配对，将配对之后的样本重新进行回归，表 6 列（4）ESG 的系数为 3.2685，在 1% 水平下仍然呈现正相关。因此，在控制可能存在的内生性与自选择问题后，本文的研究结论仍然具有稳健性。

表 6 固定效应回归与倾向得分匹配结果

变量	(1) CFP	(2) CFP	(3) CFP	(4) CFP
ESG	0.0027*** (3.00)	0.0025*** (2.86)	6.6999*** (35.74)	3.2685*** (47.00)
Constant	-0.4075*** (-7.64)	-0.4009*** (-7.44)	-30.5439*** (-16.55)	-15.3181*** (-17.56)
N	9,559	9,559	9,503	9,503
Adjusted R ²	0.2355	0.1411	0.7877	0.7729
Controls	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Industry FE		YES	YES	YES
FE	YES	YES		

注：括号内为 Z 值，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的置信水平上显著。

第三，一般情况下同行业同一时期其他上市企业的 ESG 表现会影响到某家企业的 ESG 表现，但却不会对企业绩效直接产生影响。因此，本文借鉴周方召等（2020）、王琳璘等（2022）

的做法，通过引入同行业同一时期其他公司 ESG 表现的均值作为工具变量进行两阶段最小二乘法（2SLS）检验。首先，对变量 ESG 进行内生性检验，表 7 中 Endogeneity 的系数为 13.205，在 1% 的显著性水平上拒绝了变量是外生的原假设，说明解释变量确实存在内生性问题。表 7 列（1）汇报了第一阶段回归结果，IV 的系数为 0.8514，在 1% 的水平上显著；表 7 列（2）汇报了第二阶段回归结果，企业 ESG 系数为 0.0114，在 1% 水平上显著，说明在考虑内生性的条件下，ESG 表现对企业绩效仍有正向影响。同时，表 7 中 Kleibergen-Paaprk LM 检验在 1% 的显著性水平上拒绝了工具变量不可识别的原假设，；Kleibergen-Paaprk Wald F 检验的统计值高于 Stock-Yogo 检验在 10% 上的临界值，拒绝了存在弱工具变量原假设。因此，在考虑了解释变量 ESG 内生性的情况下，原假设 H1 依然成立。

表 7 2SLS 回归结果

变量	(1) ESG	(2) CFP
IV	0.8514*** (28.46)	
ESG		0.0114*** (4.40)
N	9,559	9,559
Controls	YES	YES
Year FE	YES	YES
Industry FE	YES	YES
Kleibergen-Paaprk LM statistic	362.149	[0.0000]
Kleibergen-Paaprk Wald F statistic	809.878	{16.38}
Endogeneity	13.205	[0.0003]

注：括号内为 Z 值，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的置信水平上显著。

五、作用路径检验与异质性分析

（一）ESG 表现影响企业绩效的作用路径分析

上文实证检验结果表明企业 ESG 表现有益于提高企业绩效，那么企业 ESG 表现提高企业绩效的作用路径是什么呢？为了解答上述问题，从企业融资约束和企业风险两个角度加以分析。

本文基于假设 H_2 、 H_3 将 ESG 表现作为解释变量，公司绩效作为被解释变量，融资约束、企业风险作为中介变量进行中介效应检验。本文首先检验了企业 ESG 表现（ESG）对企业绩效（CFP）影响的总效应，表 8 列（1）的系数为 0.0039，在 1% 的水平上显著为正，说明企业 ESG 表现（ESG）对企业绩效（CFP）具有显著的正向影响；表 8 列（2）的系数为 -0.0338，在 5% 的水平上显著为负，表明企业 ESG 表现（ESG）对融资约束（FC）存在显著的负向影响。表 8 列（3）的系数为 0.0035，在 1% 的水平上显著为正，并且与表 8 列（1）的企业 ESG 表现（ESG）系数相比，系数有所减少。这说明融资约束对企业 ESG 表现与企业绩效之间的关系起到中介作用，假设 H_2 得到验证，说明企业 ESG 表现通过缓解融资约束

间接影响企业绩效。同样的，表 8 列（4）的系数为-0.0029，在 1%的水平上显著为负，表明企业 ESG 表现（ESG）对企业风险（FC）存在显著的负向影响。表 8 列（5）的系数为 0.0024，在 1%的水平上显著为正，并且与表 8 列（1）的企业 ESG 表现（ESG）系数相比，系数有所减少。这说明企业风险对企业 ESG 表现与企业绩效之间的关系起到中介作用，假设 H_3 得到验证，说明企业 ESG 表现通过降低企业风险间接影响企业绩效。

表 8 路径检验结果

变量	(1) CFP	(2) FC	(3) CFP	(4) Sdc	(5) CFP
ESG	0.0039*** (4.77)	-0.0338** (-2.48)	0.0035*** (4.90)	-0.0029*** (-6.30)	0.0024*** (3.24)
FC			-0.0186*** (-26.43)		
Sdc					-0.5407*** (-23.18)
Lev	-0.1562*** (-22.67)	6.1850*** (48.46)	-0.0321*** (-4.85)	0.0296*** (6.62)	-0.1395*** (-23.07)
Size	0.0224*** (16.83)	-0.3909*** (-15.29)	0.0147*** (14.27)	-0.0064*** (-7.51)	0.0188*** (16.70)
Cash	0.0384*** (4.73)	-6.4265*** (-35.98)	-0.0788*** (-9.14)	-0.0133** (-2.55)	0.0312*** (4.15)
Fixed	-0.0438*** (-5.33)	-0.5560*** (-3.82)	-0.0504*** (-7.57)	0.0038 (0.73)	-0.0407*** (-5.53)
Intang	-0.0899*** (-4.46)	0.5631 (1.47)	-0.0752*** (-4.87)	0.0017 (0.12)	-0.0880*** (-4.97)
TobinQ	0.0078*** (8.11)	0.3319*** (18.02)	0.0137*** (17.53)	0.0019*** (3.74)	0.0088*** (9.78)
Growth	0.0031*** (6.56)	-0.0257** (-2.17)	0.0026*** (6.08)	0.0001 (0.53)	0.0032*** (6.45)
Indep	-0.0463*** (-2.71)	0.4212 (1.19)	-0.0391*** (-3.01)	0.0210* (1.89)	-0.0355** (-2.46)
First	0.0183*** (2.77)	-0.3934*** (-2.78)	0.0095* (1.94)	-0.0096** (-2.23)	0.0137** (2.35)
Constant	-0.3954*** (-13.29)	10.2092*** (16.58)	-0.2022*** (-8.99)	0.1448*** (7.79)	-0.3142*** (-12.60)
N	9,559	9,559	9,559	9,559	9,559
Adjusted R ²	0.2887	0.7037	0.4216	0.1588	0.3759
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES

注：括号内为 Z 值，***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的置信水平上显著。

（二）ESG 表现影响企业绩效的异质性分析

1. 企业产权异质性分析

国有企业与非国有企业在组织管理、经营目标、社会责任和政治关联等方面存在明显差

异（席龙胜和赵辉，2022）。而企业的产权性质不同，其进行 ESG 活动的动机也不同。如表 9 所示，将样本按照产权性质分为国有企业与非国有企业进行分组回归，在非国有企业中，表 9 列（1）ESG 的回归系数为 0.0057，在 1%的水平上显著；在国有企业中，表 9 列（2）ESG 的回归系数为 0.0003，在 10%的水平上并不显著。产权性质分组显示非国有企业的 ESG 表现对企业绩效影响更大更显著，原因可能是国有企业和非国有企业的市场目标不同。对于既是国家干预者又是市场参与者的国有企业来说，ESG 实践受到制度、政治和社会的影响，而非经济利益的驱动，相比之下，就非国有企业而言，其作为较纯粹的市场参与者，ESG 实践的主要目的是为了获得经济回报。此外，非国有企业倾向于优先考虑利益相关者的需求，这可能会带来更大的经济效益，而国有企业却更有可能因为响应国家的号召而进行 ESG 实践。

2.企业碳排放异质性分析

新的碳达峰、碳中和目标，代表着经济和社会制度的全面而深刻的变化，将导致中国的产业链和供应链的重大改革。而资本市场作为产业发展的关键因素之一，对碳达峰、碳中和问题一直非常敏感，并提出了一些新的概念和措施。2011 年 6 月 22 日，上海环境电力交易所发布了《关于全国碳排放权交易相关事项的公告》，指出了包括电力、石化、化工、建材、钢铁、有色金属、造纸和民航在内的八大高耗能行业。本文将样本中属于这八个行业的企业定义为高碳排放企业，其余则为低碳排放企业。如表 9 所示，分别对低碳排放企业与高碳排放企业进行分组回归，在低碳排放企业中，表 9 列（3）ESG 的回归系数为 0.0046，在 1%的水平上显著，在高碳排放企业中，表 9 列（4）ESG 的回归系数为 0.0005，在 10%的水平上并不显著。碳排放程度分组显示低碳排放的企业 ESG 表现对企业绩效影响更大更明显，原因可能是与属于中国高污染和耗能行业的高碳排放企业相比，低碳排放企业受到制度、政治的影响较小，进而能够优先考虑利益相关者的需求。

3.新《环保法》异质性分析

新《环保法》于 2015 年正式生效，被称为最严格的环境保护法，对企业加强环境管理和承担污染防治责任提出了新的规定和要求。公众和投资者对环境保护和污染防治的认识提高，可能会对公司的环境、社会和治理信息披露与公司业绩之间的联系产生影响（李志斌等，2022）。如表 9 所示，将研究样本分为新《环保法》实施前后进行分组回归。在新《环保法》实施前，表 9 列（5）ESG 的回归系数为 0.0012，在 10%的水平上并不显著，在新《环保法》实施后，表 9 列（6）ESG 的回归系数为 0.0039，在 1%的水平上显著。新《环保法》实施前后分组显示新《环保法》实施后的 ESG 表现对企业绩效影响更大更明显。原因可能是在新《环保法》实施之前，ESG 信息披露并没有得到投资者的关注，这可能导致公司产生额外的成本，而无助于公司绩效的提高。新《环保法》的实施，不仅可以提高企业对环境要求的遵守，提高利益相关者对可持续发展的认识，迫使企业加强环境规制和信息披露，还可以帮助企业创造更多的经济资源，实现经济和社会效益的双赢，从而提高企业的绩效。

表 9

企业 ESG 表现影响企业绩效异质性回归分析

变量	(1) CFP	(2) CFP	(3) CFP	(4) CFP	(5) CFP	(6) CFP
ESG	0.0057*** (5.12)	0.0003 (0.29)	0.0046*** (4.87)	0.0005 (0.29)	0.0012 (1.22)	0.0039*** (3.72)
Lev	-0.1565*** (-17.56)	-0.1526*** (-14.10)	-0.1503*** (-18.92)	-0.1702*** (-11.51)	-0.1375*** (-13.68)	-0.1859*** (-21.04)
Size	0.0255*** (13.24)	0.0188*** (10.51)	0.0228*** (14.43)	0.0210*** (7.25)	0.0210*** (12.59)	0.0262*** (16.41)
Cash	0.0250** (2.29)	0.0511*** (4.87)	0.0349*** (4.00)	0.0303 (1.33)	0.0041 (0.42)	0.0492*** (4.19)
Fixed	-0.0503*** (-4.41)	-0.0280** (-2.25)	-0.0468*** (-4.47)	-0.0356*** (-2.84)	-0.0507*** (-5.52)	-0.0550*** (-5.08)
Intang	-0.1143*** (-4.20)	-0.0631** (-2.20)	-0.1170*** (-5.41)	-0.0265 (-0.62)	-0.0323 (-1.05)	-0.1376*** (-5.33)
TobinQ	0.0077*** (6.37)	0.0091*** (6.95)	0.0078*** (7.77)	0.0103*** (3.49)	0.0075*** (4.72)	0.0064*** (6.10)
Growth	0.0036*** (4.80)	0.0021*** (4.13)	0.0033*** (6.18)	0.0014 (1.64)	0.0013*** (3.12)	0.0033*** (5.46)
Indep	-0.0566** (-2.30)	-0.0417* (-1.92)	-0.0518*** (-2.61)	0.0031 (0.09)	-0.0321* (-1.71)	-0.0731*** (-3.71)
First	0.0266*** (2.64)	0.0062 (0.79)	0.0203** (2.56)	0.0035 (0.31)	0.0100 (1.30)	0.0229*** (2.86)
Constant	-0.4672*** (-10.74)	-0.3065*** (-8.06)	-0.4034*** (-11.41)	-0.3769*** (-5.98)	-0.3561*** (-10.34)	
N	5,776	3,783	7,758	1,801	3,514	6,045
Adjusted R ²	0.2964	0.3414	0.3030	0.2458	0.3332	0.2852
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES

注：括号内为 Z 值，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的置信水平上显著。

六、研究结果与政策建议

ESG 概念与国家的可持续发展和绿色发展目标高度吻合，企业 ESG 表现是否能提高企业绩效并带来可持续的绿色发展值得探讨。为此，本文利用 2011 年—2021 年 949 家上市公司的 9559 个调查样本组成的面板数据，研究了企业 ESG 表现对企业绩效及其运行机制的影响，并按企业所有权性质、企业碳排放程度、新《环保法》实施前后对样本进行异质性分析。研究发现：（1）企业的 ESG 表现对企业绩效有明显的正向影响，即企业的 ESG 表现越好，企业绩效越高；（2）经济政策不确定性能够增强企业 ESG 表现对企业绩效的促进作用；（3）影响机制分析表明，融资约束和企业风险在 ESG 绩效与企业绩效的关系中起着重要的中介作用，即良好的 ESG 表现通过缓解企业融资约束和降低企业风险进而提高企业绩效；（4）异质性分析表明，ESG 表现对企业绩效的贡献在非国有企业、低碳排放企业和新《环保法》实施后的企业中更为明显。

从政府层面而言，应鼓励企业完善 ESG 表现评价体系，引导企业对 ESG 信息进行实质性披露。同时，由于 ESG 体系建设与政府引导密不可分，所以政府可以在税收政策、贷款项目和政府采购项目中为那些 ESG 表现良好的公司提供一些激励措施，例如退税或免税、降低贷款利率、在招标中优先考虑等，同时可以为 ESG 表现不佳的公司给予一定程度的处罚，例如降低其贷款金额，收紧招标条件。此外，应当鼓励发展 ESG 评级机构和第三方认证体系，加强对 ESG 信息披露的监督，使利益相关者能放心使用 ESG 信息进行决策。只有 ESG 评级机构和公共监管相辅相成、相互促进，才会有助于企业遵守披露要求，展示出更标准更可靠的信息。从企业层面而言，应将 ESG 理念嵌入到企业的运营和管理过程中，改善企业对可持续绿色发展的认知理念。在当前高质量发展阶段，中小企业尤其要主动加强 ESG 信息披露，不断提升企业自身 ESG 表现，缓解融资约束和降低企业风险，减少内部管理层与外部投资者之间的信息不对称，获得投资者和其他利益相关者的信任和支持，促进企业可持续发展。从投资者层面而言，应将企业的 ESG 表现作为投资战略决策的重要标准。负责任的投资理念要求企业投资者不仅关注投资目标的财务表现，还要关注非财务表现，以便更好地管理企业风险，提高企业的可持续竞争力。同时，更要推动和引导大型机构投资者进行 ESG 投资，使投资理念向 ESG 靠拢，增强资本市场韧性从而形成示范效应，推动 ESG 投资实践，深挖 ESG 价值，引导企业良性发展，助力企业发展。

参考文献

- 曾辉祥、李世辉、周志方等, 2018: 《水资源信息披露、媒体报道与企业风险》, 《会计研究》第 4 期。
- 陈娇娇、丁合煜、张雪梅, 2023: 《ESG 表现影响客户关系稳定度吗?》, 《证券市场导报》第 3 期。
- 陈若鸿、赵雪延、金华, 2022: 《企业 ESG 表现对其融资成本的影响》, 《科学决策》第 11 期。
- 高杰英、褚冬晓、廉永辉等, 2021: 《ESG 表现能改善企业投资效率吗?》, 《证券市场导报》第 11 期。
- 葛鹏、干春晖、李思龙, 2017: 《融资约束与产出效率损失——基于中国工业企业的数据分析》, 《产业经济研究》第 1 期。
- 黄大禹、谢获宝、邹梦婷等, 2023: 《数字化转型对企业风险承担水平的影响——作用机制与影响渠道》, 《科技进步与对策》第 11 期。
- 李志斌、邵雨萌、李宗泽等, 2022: 《ESG 信息披露、媒体监督与企业融资约束》, 《科学决策》第 07 期。
- 李井林、阳镇、陈劲等, 2021: 《ESG 促进企业绩效的机制研究——基于企业创新的视角》, 《科学学与科学技术管理》第 9 期。
- 宋科、徐蕾、李振等, 2022: 《ESG 投资能够促进银行创造流动性吗?——兼论经济政策不确定性的调节效应》, 《金融研究》第 2 期。
- 王琳璘、廉永辉、董捷, 2022: 《ESG 表现对企业价值的影响机制研究》, 《证券市场导报》第 5 期。
- 王波、杨茂佳, 2022: 《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》, 《软科学》第 6 期。
- 王瑶、张允萌、侯德帅, 2022: 《企业 ESG 表现会影响审计意见吗?》, 《审计与经济研究》第 5 期。
- 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》, 《管理评论》第 9 期。
- 伊凌雪、蒋艺翹、姚树洁, 2022: 《企业 ESG 实践的价值创造效应研究——基于外部压力视角的检验》, 《南方经济》第 10 期。
- 于连超、董晋亭、王雷等, 2021: 《环境管理体系认证有助于缓解企业融资约束吗?》, 《审计与经济研究》第 6 期。
- 袁业虎、熊笑涵, 2021: 《上市公司 ESG 表现与企业绩效关系研究——基于媒体关注的调节作用》, 《江西社会科学》第 10 期。
- 张会丽、陆正飞, 2012: 《现金分布、公司治理与过度投资——基于我国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察》, 《管理世界》第 3 期。
- 周方召、潘婉颖、付辉, 2020: 《上市公司 ESG 责任表现与机构投资者持股偏好——来自中国 A 股上市公司的经验证据》, 《科学决策》第 11 期。
- Barnea, A. and Rubin, A., 2010, "Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders", *Journal of Business Ethics*, 97(1), pp.71~86.
- Benabou, R. and Tirole, J., 2010, "Individual and Corporate Social Responsibility", *Economica*, 77(305), pp.1~19.
- Bissoondoyal-Bheenick, E., Brooks, R. and Do, H. X., 2023, "ESG and Firm Performance: The Role of Size and Media Channels", *Economic Modelling*, vol.121, p.106203.
- Brooks, C. and Oikonomou, I., 2018, "The Effects of Environmental, Social and Governance Disclosures and Performance on Firm Value: A Review of the Literature in Accounting and Finance", *The British Accounting Review*, 50(1), pp.1~15.
- Chen, L., Yuan, T., Cebula, R. J., Shuangjin, W. and Foley, M., 2021, "Fulfillment of ESG Responsibilities and Firm Performance: A Zero-Sum Game or Mutually Beneficial", *Sustainability*, 13(19), p.10954.
- Cheng, B., Ioannou, I. and Serafeim, G., 2014, "Corporate Social Responsibility and Access to Finance", *Strategic Management Journal*, 35(1), pp.1~23.
- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D. and Vasvari, F. P., 2008, "Revisiting the Relation between Environmental Performance and Environmental Disclosure: An Empirical Analysis", *Accounting Organizations and Society*, 33(4~5), pp.303~327.
- Davis, S., Liu, D. and Sheng, X. S., 2019, "Economic Policy Uncertainty in China Since 1949: The View from Mainland Newspapers", in *The Macroeconomics of Uncertainty and Volatility*, Stanford (Calif.): Stanford Institute for Theoretical Economics.
- El Ghoul, S., Guedhami, O. and Kim, Y., 2017, "Country-Level Institutions, Firm Value, and the Role of Corporate Social Responsibility Initiatives", *Journal of International Business Studies*, 48(3), pp.360~385.

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(4), pp.210-233.

Garcia, F., Gonzalez-Bueno, J., Gujjaro, F. and Oliver, J., 2020, "Forecasting the Environmental, Social, and Governance Rating of Firms by Using Corporate Financial Performance Variables: A Rough Set Approach", *Sustainability*, 12(8), p.3324.

Hahn, R. and Kuehnen, M., 2013, "Determinants of Sustainability Reporting: A Review of Results, Trends, Theory, and Opportunities in an Expanding Field of Research", *Journal of Cleaner Production*, vol.59, pp.5-21.

Kaplan, S. N. and Zingales, L., 1997, "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?", *Quarterly Journal of Economics*, 112(1), pp.169-215.

Maqbool, S. and Zameer, M. N., 2018, "Corporate Social Responsibility and Financial Performance: An Empirical Analysis of Indian Banks", *Future Business Journal*, 4(1), pp.84-93.

Phillips, R., Freeman, R. E. and Wicks, A. C., 2003, "What Stakeholder Theory Is Not", *Business Ethics Quarterly*, 13(4), pp.479-502.

Porter, M. E. and Kramer, M. R., 2006, "Strategy and Society", *Harvard Business Review*, 84(12), pp.78-+.

Tamimi, N. and Sebastianelli, R., 2017, "Transparency among S&P 500 Companies: An Analysis of ESG Disclosure Scores", *Management Decision*, 55(8), pp.1660-1680.

The Impact of Corporate ESG Performance on Corporate Performance

An Empirical Study Based on A-Share Listed Companies

ZHANG Zhidong ^a, QIN Xiaodan ^b

(a: School of Economics, Anhui University;

b: School of Economics, Anhui University)

Summary: The ESG concept is highly compatible with the country's sustainable development and green development goals, and it is worth exploring whether corporate ESG performance can improve corporate performance and bring sustainable green development. To this end, this paper utilizes panel data consisting of 9,559 survey samples from 949 listed companies from 2011-2021 to study the impact of corporate ESG performance on corporate performance and its operation mechanism, and analyzes the samples for heterogeneity by the nature of corporate ownership, the degree of corporate carbon emissions, and before and after the implementation of the new Environmental Protection Law. The study finds that (1) corporate ESG performance has an obvious positive impact on corporate performance, i.e., the better the corporate ESG performance, the higher the corporate performance; (2) economic policy uncertainty can enhance the promotional effect of corporate ESG performance on corporate performance; (3) the analysis of the impact mechanism shows that financing constraints and corporate risk play an important mediating role in the relationship between ESG performance and corporate performance, i.e. good ESG realizations improve corporate performance by alleviating corporate financing constraints and reducing corporate risk; (4) Heterogeneity analysis shows that the contribution of ESG performance to corporate performance is more pronounced in non-state-owned enterprises, low-carbon emitting enterprises and enterprises after the implementation of the new Environmental Protection Law.

From the government level, enterprises should be encouraged to improve the ESG performance evaluation system and guided to make substantive disclosure of ESG information. At the same time, since the construction of ESG system is inseparable from government guidance, the government can provide some incentives for those companies with good ESG performance in tax policies, loan programs and government procurement programs, such as tax rebates or exemptions, lowering the loan interest rate, and prioritizing in bidding, etc., and at the same time, it can give a certain degree of penalties to those companies with poor ESG performance, such as lowering the amount of their loans and tightening the bidding conditions. In addition, the development of ESG rating agencies and third-party certification systems should be encouraged, and the supervision of ESG disclosure should be strengthened so that stakeholders can feel comfortable using ESG information for decision-making. Only when ESG rating agencies and public regulation complement and reinforce each other will they help companies comply with disclosure requirements and present more standardized and reliable information. At the enterprise level, ESG concepts should be embedded in the operation and management process of enterprises to improve their cognitive concepts of sustainable green development. In the current stage of high-quality development, SMEs should especially take the initiative to strengthen ESG information disclosure, continuously improve their own ESG performance, alleviate financing constraints and reduce corporate risks, reduce information asymmetry between internal management and external investors, and gain the trust and support of investors and other stakeholders, so as to promote the sustainable development of enterprises. At the investor level, the ESG performance of an enterprise should be taken as an important criterion for strategic investment decisions. The concept of responsible investment requires corporate investors to pay attention not only to the financial performance of the investment target, but also to the non-financial performance, in order to better manage corporate risks and improve the sustainable competitiveness of the enterprise. At the same time, it is more important to promote and guide large institutional investors to make ESG investments, so that the investment philosophy is closer to ESG, enhance the resilience of the capital market and thus form a demonstration effect, promote ESG investment practices, dig deeper into the value of ESG, and guide the benign development of enterprises to help them develop.

Keywords: Corporate ESG performance; Corporate performance; Economic policy uncertainty; Financing constraints; Corporate risk.