

企业 ESG 表现与财务绩效研究综述

Review of Research on ESG Performance and Financial Performance

冯宇坤 庄阳

Yukun Feng Yang Zhuang

西南林业大学会计学院 中国·云南昆明 650000

School of Accounting, Southwest Forestry University, Kunming, Yunnan, 650000, China

摘要: 随着全球对绿色经济和可持续发展的重视, ESG 投资理念也逐渐流行。论文梳理了国内外关于企业 ESG 表现与财务绩效关系的研究文献, 发现目前尚未形成一致的结论。但大多数研究认为 ESG 表现与财务绩效之间存在正相关关系, 主要原因是 ESG 投资有利于规避风险、降低资本成本、提升声誉和利益相关者关系等。论文也梳理了目前研究中存在的其他观点, 如 ESG 表现与财务绩效之间的因果关系的判断、ESG 表现与财务绩效之间的时滞效应和非线性效应等。

Abstract: With the global emphasis on green economy and sustainable development, the concept of ESG investment is gradually popular. This paper reviews the domestic and foreign research literature on the relationship between ESG performance and financial performance, and finds that no consistent conclusions have been reached, but most studies believe that there is a positive correlation between ESG performance and financial performance. The main reason is that ESG investment is beneficial to risk avoidance, capital cost reduction, reputation enhancement and stakeholder relationship. This paper also reviews other viewpoints existing in the current research, such as the judgment of the causal relationship between ESG performance and financial performance, and the delay effect and nonlinear effect between ESG performance and financial performance.

关键词: 企业 ESG 表现; 财务绩效; 非线性关系

Keywords: enterprise ESG performance; financial performance; nonlinear relationship

DOI: 10.12346/emr.v4i6.7924

1 引言

新冠肺炎疫情在 2020 年爆发持续时间之久, 导致全球经济低迷, 然而随着疫情退散, 全球经济步入正轨, 许多国家把低碳经济转型作为经济恢复和发展的政策方向, 绿色、可持续成为经济社会发展的目标和追求。中国提出的“双碳”目标更是契合绿色经济复苏的观点。在此潮流下, 中国企业绿色发展已然成为当前社会各界关注的热点话题, 以可持续发展为核心的 ESG 理念受到各界的广泛关注。通过企业 ESG 表现来评价企业绿色和可持续发展的履行情况, 逐渐成为公众评价企业的重要影响因素。同时, 在企业角度, ESG 表现相关的责任履行是否可以为企业的发展带来帮助? 基于此, 论文梳理和总结了企业 ESG 表现与企业财务绩效的相关研究文献, 对中国企业的绿色发展具有实践意义。

2 ESG 表现与企业财务绩效的相关概念和界定

2.1 企业 ESG 表现相关研究

对于企业 ESG 表现, 国内外学者在不同研究视角中有不同界定。Galbreath (2013) 将 ESG 描述为企业在 E (环境)、S (社会) 和 G (公司治理) 等相关主题中的业绩表现。而有些学者则认为 ESG 是一种商业战略, 企业通过 ESG 责任履行与各方利益相关者寻求共识、合作和共生关系来实现企业的长期存续与增长。虽然 ESG 在国外流行已久, 但在中国 ESG 却是舶来品。钱玉东 (2021) 研究总结 ESG 投资的理论基础包括可持续发展理论、经济外部性理论和企业社会责任理论, 这些理论为 ESG 投资提供了价值观、分析框架和行动指南。ESG 投资的实践框架包括信息披露原则及指引、企业 ESG 表现绩效评级和 ESG 投资指引三个维度, 这

【作者简介】冯宇坤 (1997-), 男, 硕士。

些维度相互关联、相互支撑,构成了 ESG 投资的完整体系。

目前很多国际评级机构均建立了 ESG 评级体系并定期发布相关指数,其中包括 MSCI、汤森路透、富时以及道琼斯等。中国的华证指数、商道融绿以及社投盟等机构也都按照国际惯例并结合中国资本市场实际建立了 ESG 评级体系,并发布主要针对 A 股上市公司的评级。

2.2 企业财务绩效相关研究

财务绩效是企业用以衡量目标实现程度和价值创造成果的关键工具,它能够很全面地表达企业在成本控制的效果、资产运用管理资金来源调配等方面的效果,反映管理层最关心的关于企业经营各方面的问题。

财务绩效评价的选择和构建。这方面的研究主要探讨如何选取合适的财务指标、如何构建科学合理的指标体系、如何权衡指标之间的关系和重要性等问题。一些常见的财务指标有资产负债率、流动比率、速动比率、净资产收益率、总资产收益率、经济增加值(EVA)、平衡记分卡(BSC)等。

财务绩效评价方法的选择和应用。这方面的研究主要探讨如何运用数学和统计的方法,对财务指标进行分析和评价,为企业的管理提供参考和建议。一些常见的财务绩效评价方法有因子分析法、模糊综合评价法、熵值法、灰色关联法等。

财务绩效评价对象的选择和比较。这方面的研究主要探讨如何根据不同的目的和需求,选择合适的财务绩效评价对象,如同行业企业、优秀企业、行业平均水平等,以及如何对不同对象的财务绩效进行比较和分析,找出优势和劣势,提出改进措施和发展策略。

对于财务绩效在实证文章中进行量化的梳理有:①财务指标法。谢昕琰(2021)在研究中国民营企业社会责任的履行情况与企业财务绩效之间的关系中,企业财务绩效采用企业净利润指标做量化^[1]。②经济增加值评价法(EVA)。任紫娴(2021)在研究重污染企业 ESG 表现对企业财务绩效存在什么影响时认为企业的经济增加值是股东价值的代表,它充分考虑了对股权资本的补偿以及会计信息的失真,也更具有价值的相关性。③平衡记分卡法。余焯(2017)对于财务绩效的体系建立中提到,将平衡记分卡作为衡量绩效的参考,主要包括财务维度、客户维度、内部流程维度、学习发展维度来构成平衡记分卡衡量指标,可以将企业表面上的、深层次的、长期的、短期的因素都包含在内,更加系统地反映财务绩效。④因子分析法。张玉兰(2021)利用因子分析法分别从偿债能力、营运能力、盈利能力和发展能力四方面选取了流动比率、产权比率、流动资产周转率、净资产收益率、营业利润率、总资产增长率和净利润增长率七个财务指标,反映最优构造效率,得出企业财务绩效的最优指标^[2]。

3 企业 ESG 表现与财务绩效的关系

目前通过中外文献的梳理,ESG 与财务绩效的关系是一

个热门的研究话题,但目前并没有一个一致的结论。有些研究认为,ESG 与财务绩效之间存在正相关关系,即 ESG 表现越好的企业,其财务绩效越高,因为 ESG 投入会提高企业的声誉、竞争力、资源获取和风险管理。有些研究认为,ESG 与财务绩效之间存在负相关关系,即 ESG 表现越好的企业,其财务绩效越低,因为 ESG 投入会增加企业的成本和约束。还有些研究认为,ESG 与财务绩效之间存在非线性关系,即 ESG 表现与财务绩效之间的关系取决于 ESG 投入的水平、方向和时间。不同的理论视角和实证方法都可以用来解释和检验 ESG 与财务绩效之间的关系,但也需要考虑到不同的行业、地区、时间和样本特征的影响。

3.1 ESG 表现与财务绩效的正相关关系

企业的 ESG 表现与其财务绩效之间存在正相关关系,即 ESG 表现越好的企业,其财务绩效也越高。这种正相关关系可以从以下几个理论视角进行解释:利益相关者理论认为,企业不仅要为股东创造价值,还要关注其他利益相关者的利益和需求。通过履行 ESG 责任,企业可以提高利益相关者的满意度和忠诚度,增强企业的声誉和竞争力,从而提高企业的财务绩效。资源依赖理论认为,企业需要依赖外部环境获取稀缺的资源。通过履行 ESG 责任,企业可以获得更多的资源支持和合作机会,降低运营成本和风险,从而提高企业的财务绩效。信号传递理论认为,由于信息不对称,企业需要向外部市场传递一些信号来展示自己的优势和潜力。通过履行 ESG 责任,企业可以向投资者、消费者、监管机构等传递一个积极的信号,表明自己具有良好的治理结构、社会责任感和长期发展战略,从而提高企业的财务绩效。

实证研究也支持了 ESG 表现与财务绩效之间的正相关关系。例如,Friede(2015)综合了 2200 多篇关于 ESG 表现与财务绩效相关性的研究,发现 90% 的文献证明了二者之间的非负相关^[3]。Velte(2017)以 412 家德国上市公司为样本,发现 ESG 表现对资产回报率有积极影响。Atan(2018)以 54 家马来西亚上市公司为样本,发现 ESG 表现与企业价值呈显著正相关^[4]。雒京华和赵博雅(2022)以 2016—2019 年中国 A 股非金融类上市公司为样本,发现 ESG 表现不仅与企业当期财务绩效正相关,且对滞后一期、滞后两期的企业财务绩效具有不同幅度的促进作用^[5]。任紫娴等(2021)以 2015—2019 年中证 800 指数成份股公司为样本,运用面板模型实证分析了 ESG 表现与 EVA 之间的关系,发现二者呈显著正相关关系。王倩(2014)以 2008—2012 年中国上市公司为样本,以资产回报率和市场价值为财务绩效指标,以环境、社会和治理三个维度构建了 ESG 评价指标体系,运用多元回归模型实证分析了 ESG 评级对企业绩效的影响,并考虑了制度环境的调节效应。研究发现,ESG 评级对企业绩效有显著正向影响,并且制度环境越好,这种影响越弱。

3.2 ESG 表现与财务绩效的负相关关系

有小部分研究认为, ESG 表现与财务绩效之间存在负相关关系, 即 ESG 表现越好的企业, 其财务绩效越低。这种观点的主要理论依据是代理理论和成本效益分析。代理理论认为, 企业的所有者和经营者之间存在利益冲突, 经营者可能会利用 ESG 投入来追求自身的声誉、权力或其他私利, 而牺牲所有者的利益。成本效益分析认为, ESG 投入会增加企业的运营成本和约束, 降低企业的竞争力和盈利能力。

也有部分文献论述了 ESG 表现与财务绩效之间存在负相关关系。例如, Sassen 等 (2016) 利用德国上市公司 2006—2012 年的数据, 采用多元回归模型, 检验了 ESG 对企业的各种风险的影响。他们发现 ESG 对企业的所有类型的风险都有负面的显著影响, 即 ESG 表现越好, 企业的风险越高。他们解释这可能是因为 ESG 投资会增加企业的成本和复杂性, 从而增加企业的风险敞口。Friede 等 (2015) 对 2015 年以前发表的 2000 多篇关于 ESG 与财务绩效的实证研究进行了分析, 将这些研究分为企业层面和投资层面两类^[1]。他们发现在企业层面, ESG 与财务绩效之间存在 8% 的负相关关系, 即 ESG 表现越好, 企业的经营或股票表现越差。他们认为这可能是因为一些企业过度投入 ESG, 导致资源的浪费或错配。

3.3 ESG 与财务绩效之间存在非线性关系

还有少部分研究发现企业 ESG 表现与财务绩效之间存在非线性关系, 这种非线性关系可能有以下几种原因: 一是 ESG 投资存在边际效应递减的现象, 即当企业的 ESG 投资达到一定水平后, 再增加 ESG 投资所带来的收益会低于成本, 从而导致财务绩效下降。二是 ESG 投资存在风险和不确定性, 即企业的 ESG 投资可能会面临市场、政策、技术等方面的变化和挑战, 从而导致财务绩效波动或下降。三是 ESG 投资存在时间滞后效应, 即企业的 ESG 投资可能需要较长的时间才能显现出对财务绩效的影响, 从而导致短期内

财务绩效下降或无显著变化。例如, Pu (2022) 利用中国上市公司的数据, 发现 ESG 与财务绩效之间存在倒 U 型关系, 即当 ESG 表现低于某一拐点时, ESG 与财务绩效呈正相关; 当 ESG 表现高于某一拐点时, ESG 与财务绩效呈负相关。

ESG 与财务绩效之间的关系是一个复杂而具有实践意义的研究课题, 不同的研究方法和指标可能导致不同的研究结果。根据文献综述, 我们可以发现, ESG 与财务绩效之间存在着正相关、负相关、非线性关系等多种可能性, 而且这种关系可能受到企业性质、行业特征、信息透明度等因素的影响, 也可能存在交互和跨期的效应。这些研究结果不仅丰富了 ESG 理论和实践, 也为企业提供了有价值的参考, 帮助企业树立正确的 ESG 理念, 更好地履行 ESG 责任, 提升 ESG 表现, 促进可持续发展。当然, 目前对于 ESG 与财务绩效之间的关系还没有一个统一和确定的结论, 还需要更多的研究来探索和验证这一问题。

参考文献

- [1] 谢昕琰. 财务绩效、制度压力与企业社会责任[J]. 管理决策, 2021(7):170-173.
- [2] 张玉兰. 融资约束、商业信用与民营企业财务绩效[J]. 会计之友, 2021(10):67-73.
- [3] Friede G, Busch T, Bassen A. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies[J]. Journal of Sustainable Finance & Investment, 2015,5(4): 210-233.
- [4] Atan R, Alam M, Said J, et al. The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: panel study of Malaysian companies[J]. Management of Environmental Quality, 2018, 29(2): 182-194.
- [5] 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.