

企业 ESG 投资对财务风险的影响研究

戴榕

贵州财经大学，贵州贵阳，550032；

摘要：在我国致力实现“碳达峰、碳中和”目标的背景下，企业 ESG 投资表现受到广泛关注。本文基于 2009–2022 年我国 A 股上市公司的年度数据，通过 OLS 法实证分析企业 ESG 投资对财务风险的影响。研究结果表明：ESG 投资能够缓解企业财务风险。进一步分析发现，ESG 表现对国有企业和中、西部地区企业降低财务风险的影响更显著。

关键词：ESG；企业财务风险；上市企业

DOI：10.69979/3029-2700.25.04.017

引言

ESG 是 Environmental、Social、Governance 这三个层面字母的缩写，ESG 投资是更侧重于可持续发展和企业长期价值的一种投资理念。ESG 投资广义上可视为企业社会责任的进一步延伸，从信息不对称方面看，积极履行社会责任能够缓解企业与投资者之间的信息不对称问题，有助于降低财务风险^[1]。从投资效率角度看，ESG 表现可以通过降低代理成本和缓解融资约束来减少投资不足和过度投资。良好的 ESG 表现能有效监督管理层行为、约束管理层权力、提高信息披露质量，最终提高企业整体投资效率^{[2][3]}。从融资成本角度看，企业 ESG 表现越好，权益融资成本就越低^[4]。

为了进一步探究企业 ESG 投资与企业财务风险的关系，本文以 2009–2022 年我国 A 股上市公司为样本进行实证分析。

1 理论分析与研究假设

根据可持续发展理论，企业在实现经济发展目标的同时应注重生态环境、自然资源和社会的协调发展。根据利益相关者理论，企业不是一个独立的经济组织，企业经营的最终目的应是追求社会价值最大化，实现利益相关方价值的均衡与可持续。根据企业声誉理论，良好的声誉能为企业创造出其他竞争对手无法替代的附加价值。企业积极进行社会责任的活动，可以帮助其在社会公众中获得正面的道德评价，最终成为企业的声誉资本。综合上述理论分析，本文认为上市公司的 ESG 表现会对企业的财务状况产生重要影响。由此，本文提出研究假设 1。

假设 1：企业 ESG 表现越好，企业面临的财务风险

越小。

另外，本文从所有权性质和地理区位这两个方面对样本进行分类，探究异质性企业的 ESG 表现对降低财务风险的差异化影响。

第一，本文认为不同产权性质的企业，其 ESG 绩效对财务风险的影响程度不同。非国有企业以生存发展为主要目的，在日常经营活动中会采用企业利益最大化的经营战略，在社会责任方面投入较少。国有企业由于其特殊社会地位，需要承担更多的社会责任。近年来，国有企业持续探索 ESG 管理和评价机制，通过主动公开披露 ESG 报告，向市场传达经营良好的信号，提升声誉和影响力，相较于非国有企业，更易减少受到市场波动造成的风险，从而降低企业财务风险^[5]。综合以上分析，本文提出研究假设 2。

假设 2：相比非国有企业，ESG 表现对国有企业降低财务风险的影响更显著。

第二，由于经济发展水平不同，国家对不同地区企业在环境保护方面的政策要求是不同的，导致企业对 ESG 理念的认识不同。一般来说，东部地区经济发达，企业 ESG 投资相对比较成熟，因而 ESG 表现对企业绩效的边际贡献不明显。相反，由于非东部地区企业涉及环境保护的义务和责任相对较少，一旦该地区企业 ESG 表现有所提升，就会受到政府、媒体及投资者的高度关注与支持，对于企业降低财务风险也更加明显。由此，本文提出研究假设 3。

假设 3：相比东部地区，ESG 投资对非东部地区企业降低财务风险的影响更显著。

2 研究设计

2.1 模型设定和变量选择

基于本文理论分析，构建如下基准模型：

$$DD = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t} + \alpha_3 Controls_{i,t} + \gamma_{i,t} + \delta_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

关于被解释变量 DD，即违约距离，能够较好的预测企业财务风险，违约距离越大，说明企业的财务风险越小。核心被解释变量根据企业 ESG 投资的综合得分作为代理变量。

关于控制变量，本文选取了企业财务指标和经营情况指标，具体包括：企业规模 size（总资产的自然对数）、成长性 growth（营业收入增长率）、偿债能力 lev（资产负债率）、经营能力 rtr（应收账款周转率）、盈利能力 profit（营业净利率）、董事会规模 board（董事会人数的自然对数）、董事会独立性 dir（独立董事人数占董事会总人数的比重）、高管薪酬总额 ggx（薪酬总额的自然对数）和股权集中度 fsd（第一大股东持股比例）。

2.2 样本选择和数据来源

本文选择 2009–2022 年我国 A 股上市公司为样本，在此基础上剔除了 ST、ST*、SP 公司和金融业公司，还剔除了数值大量缺失的企业与年份，最终获得 4318 个企业数据，共 30117 个观测值。同时，对所有连续变量进行上下 1% 和 99% 分位数的缩尾处理。ESG 数据来自于华证 ESG 评分数据，其他数据来自于 CSMAR 数据库。

2.3 变量描述性统计结果

根据描述性统计结果可知，ESG 投资指数的平均值为 73.23，说明样本企业的 ESG 投资总体表现较好。应收账款周转率的标准差数值与其他控制变量相比差距较大且达到了 136.5，其余控制变量的标准差数值相对较小，说明不同企业之间的经营状况存在着较大差异。

3 实证结果

3.1 基础回归结果

表 1 是企业 ESG 投资对企业财务风险影响的基础回归结果，不同的回归结果都控制了企业年份和行业的固定效应。列（1）衡量了企业 ESG 投资表现对财务风险的直接影响，列（2）控制了企业财务指标，列（3）控制了经营情况指标。

表 1 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)
--	-----	-----	-----

	DD	DD	DD
ESG	0.0271*** (7.45)	0.0126*** (3.74)	0.0125*** (3.68)
size		0.0932*** (4.49)	0.0727** (3.16)
growth		-0.650*** (-15.96)	-0.647*** (-15.89)
lev		-7.243*** (-58.86)	-7.237*** (-58.71)
rtr		0.000650*** (4.71)	0.000660*** (4.78)
profit		0.0671 (0.61)	0.0739 (0.67)
board			0.402** (3.01)
dir			0.00605 (1.55)
ggx			0.0326 (1.12)
fsd			-0.00275 (-1.90)
cons	3.903*** (9.92)	6.484*** (13.27)	5.418*** (8.87)
N	25456	25456	25456
R-sq	0.330	0.504	0.504

从上表列（1）中 ESG 所在项的系数可以看出，企业 ESG 投资表现对违约距离的直接影响效果是正向显著的，并且通过了 1% 置信度水平下的统计检验。ESG 投资表现每增加一个单位，DD 违约距离将会上升 0.0271 个单位，由于 DD 距离指数与企业财务风险呈负向相关，相应地企业的财务风险也会随之下降。列（2）和列（3）在增加控制变量后，ESG 项对应的系数都在 1% 的置信度水平下显著，且总体拟合优度的数值呈现上升的趋势。

3.2 稳健性检验

本文进一步采取以下方法缓解计量模型中可能存在的内生性问题：第一，个体固定效应模型，解决模型中可能存在的随时间变化，且与个体无关的遗漏变量问题。通过构建双向固定模型，实证结果表明 ESG 投资对企业财务风险的影响效果仍然是正向关系且在 1% 的水平上显著（0.0311***）。第二，滞后变量自回归。将解释变量分别滞后一期和滞后两期进行回归，实证结果显示 ESG 投资对 DD 违约距离的影响效果仍然呈现显著的正向促进作用（分别为 0.0146*** 和 0.0107**），因此企业 ESG 投资会降低企业的财务风险。第三，工具变量法。本文选择公司注册地所在城市的 ESG 评分均值作为工具变量进行两阶段最小二乘法分析，回归结果依然是显著的（0.0287***）。

综上，在控制了内生性问题后，企业 ESG 投资与衡

量企业财务风险的 DD 距离函数之间存在显著的正向关系，再次验证了假设 1 的结论是成立的。

4 异质性分析

4.1 产权性质

为了检验 ESG 投资对不同股权性质企业财务风险的影响，本文将上市公司分成国有、外资、民营共三类，共得到 10463 个样本。回归结果显示，ESG 投资表现对国有企业降低财务风险有显著的影响效果（0.0224***），对民营企业的影响效果较弱（0.00951*），对外资企业的影响效果不显著且呈负相关（-0.000429）。可能的原因是：国有企业作为国家直接控制并实施监督的企业主体，积极响应国家出台的 ESG 政策，主动公开披露企业 ESG 的相关信息，向市场传达经营良好的信号，可以达到降低企业财务风险的作用。而民营企业受政策的约束作用程度低，企业 ESG 投资力度不及国有企业，相应的影响效果较弱。而外资企业由于其在境内投资更多的是为了赚取经济利益，ESG 投资会使其承担更多社会责任，他们往往并不愿意执行此项战略，而这会导致外资企业的财务风险增加。

4.2 地理区位

为了检验 ESG 投资对不同地区企业的影响，本文根据上市公司注册地所在省份，将上市公司分为东部、中部、西部和东北四个部分。分组回归结果表明，相较于东部（0.00713）和东北部（0.0206）地区，位于中部（0.0259**）和西部（0.0241**）地区的企业 ESG 投资表现对企业财务风险影响更显著。可能的原因是：中、西部地区的经济发展虽较为落后，企业增加 ESG 投资后，公司治理水平会显著提高，从而企业财务风险会显著下降。东部地区经济发展整体一直处于较高水平，企业内部治理相对完善，本身的财务风险水平较低，企业增加 ESG 投入不会造成财务风险的显著下降。而东北部地区企业的经济发展相对依赖于其所处地区的资源优势，企业类型更多为重工业型，提高企业 ESG 投入会增加其经

营成本，因此企业的 ESG 投资整体水平不高，对财务风险的影响效果不显著。

5 结论与启示

本文从企业 ESG 投资表现探讨其对企业财务风险的影响，以 2009-2022 年我国 A 股上市公司为样本，通过实证分析得到以下结论：提高企业 ESG 投资可以显著降低企业生产经营活动中的财务风险。且 ESG 投资表现对降低财务风险的影响在国有企业和中西部地区企业中是更明显的。

本文提出以下政策启示：第一，企业应积极推进 ESG 投资。企业作为市场发展的主体，追求经济利益的同时应承担相应的社会责任，经营目标应转向更可持续发展的方向，ESG 表现应纳入经营决策活动目标体系。第二，政府部门应完善信息披露机制。让社会公众可以基于企业披露的 ESG 相关信息对其社会责任表现进行监督。第三，政府部门应建立市场激励体系，对 ESG 投资表现好的企业通过给予税收优惠、降低贷款利率等措施对企业进行补贴。

参考文献

- [1] 吴文洋，唐绅峰，韦施威. 社会责任、媒体关注与企业财务风险——基于中国上市公司的经验证据[J]. 管理学报，2022，35(1):124-141.
- [2] Anwar R, Malik J A. When Does Corporate Social Responsibility Disclosure Affect Investment Efficiency? A New Answer to an Old Question[J]. SAGE Open, SAGE Publications, 2020, 10(2):2158244020931121.
- [3] 王南，李禹忱. ESG 表现与企业投资效率研究：影响效果及机制检验[J]. 财务与金融，2022(6):23-31.
- [4] 陈若鸿，赵雪延，金华. 企业 ESG 表现对其融资成本的影响[J]. 科学决策，2022(11):24-40.
- [5] 徐光华，卓瑶瑶，张艺萌等. ESG 信息披露会提高企业价值吗？[J]. 财会通讯，2022(4):33-37.