

ESG 投资与企业绩效：来自资本市场的证据

赵媛媛

内蒙古建筑职业技术学院，内蒙古呼和浩特，010070

摘要：伴随着可持续发展理念全球化深入推进，环境，社会，公司治理（ESG）投资已经成为资本市场的重要发展趋势。本文选取 2018—2022 年我国 A 股上市公司作为研究样本，通过构建多元线性回归模型，实证检验 ESG 投资与企业绩效之间的关系，进一步分析二者关系在不同产权性质和行业特征下的异质性。研究发现：ESG 投资对企业绩效的正向促进作用显著，且这种促进作用在非国有企业和高污染行业中更明显。从作用机制来看，ESG 投资通过降低企业融资成本，提升企业声誉和增强创新能力三条路径改善企业绩效。本文的研究结论，不仅为中国资本市场提供了经验证据，也为企业加强 ESG 管理和政府完善 ESG 相关政策提供了理论参考和实践启示。

关键词：ESG 投资；企业绩效；资本市场；融资成本；企业声誉

一、引言

在全球气候变暖，环境污染加剧以及社会矛盾凸显的背景下，传统的以“股东利益最大化”为核心的企业经营理念开始受到挑战，投资者和社会公众对企业的可持续发展能力提出了更高要求 [1]。ESG 投资是将环境，社会，公司治理因素加入投资决策的新型投资模式，它可以引导资本流向具有良好可持续发展表现的企业，实现经济效益，社会效益和环境效益的协同发展。近年来，我国政府高度重视 ESG 发展，先后出台了《上市公司投资者关系管理指引》《企业 ESG 披露指南》等一系列政策文件，促进企业加强 ESG 信息披露和管理。同时，资本市场上的 ESG 基金规模也呈现快速增长的态势，截至 2022 年底，我国 ESG 主题基金数量已经突破 200 只之多，管理规模突破 3000 亿元。在此背景下，ESG 投资能否真正促进企业绩效提升成为学术界和实务界关注的焦点问题。现有的研究还未对 ESG 投资与企业绩效的关系形成一致的结论，有学者认为 ESG 投资会加剧企业的运营成本，对企业绩效产生不利影响；也有学者认为 ESG 投资能为企业带来长期竞争优势，促进企业绩效提升 [2]。

二、理论基础与研究假设

（一）利益相关者理论

利益相关者理论认为企业的生存和发展，除了依靠股东，还依靠员工、客户、供应商、政府、社区等众多利益相关者。企业通过开展 ESG 投资，能够更好地满足利益相关者的需求：在环境方面，减少污染物排放、推动绿色生产，可满足政府和社区对环境保护的要求；在社会方面，保障员工

权益、参与公益事业，能提升员工满意度和客户忠诚度；在公司治理方面，完善内部控制、提高信息透明度，可增强投资者对企业的信任 [3]。当企业满足了利益相关者的需求后，能够获得利益相关者的支持，如政府的政策优惠、员工的努力工作、投资者的资金投入等，进而降低企业的经营风险，提升企业绩效。

（二）信号传递理论

信号传递理论指出，在信息不对称的资本市场中，企业可以通过向市场传递积极信号来缓解信息不对称问题，提升企业价值。ESG 投资作为一种积极的信号传递方式，能够向市场传递企业具有良好可持续发展能力和社会责任意识的信息。一方面，良好的 ESG 表现能够向投资者传递企业经营稳健、风险较低的信号，吸引更多的长期投资者，降低企业的融资成本；另一方面，良好的 ESG 表现也能够向消费者传递企业产品和服务具有较高社会价值和环境价值的信号，提升企业的品牌形象和市场份额，从而促进企业绩效提升。从信号传递的时效性来看，ESG 表现并非短期一次性信号，而是企业通过持续披露环境治理成效、社会责任履行报告、治理结构优化动态等信息，形成的“长期信号链”。这种动态信号传递能够逐步消除资本市场对企业未来发展不确定性的担忧，例如企业连续多年披露碳减排目标达成情况，会让投资者形成“企业具备长期环境风险管控能力”的稳定预期，进而增强投资信心，推动股价平稳上升，为企业带来股权融资成本的持续下降 [4]。

从信号的差异化特征而言，不同行业、不同

规模的企业, ESG 信号的传递重点存在显著差异。对于高污染行业企业, 其环境维度 (E) 的表现是核心信号——如化工企业公开污染物处理技术升级成果, 相比社会维度信息, 更能快速缓解社区环保担忧与政府监管压力, 成为突破市场信任壁垒的关键; 而对于科技型中小企业, 公司治理维度 (G) 的信号价值更为突出, 完善的股权激励机制、透明的关联交易披露, 能向风险投资者传递“企业内部管理规范、代理成本低”的信息, 帮助其在融资竞争中脱颖而出。从市场反馈机制来看, ESG 信号的传递效果还依赖于资本市场的“信号解读能力”。随着我国 ESG 信息披露标准逐步完善, 机构投资者、证券分析师等专业市场主体对 ESG 数据的分析能力不断提升, 他们通过构建 ESG 评分模型、发布 ESG 投资研报, 将企业 ESG 信号转化为可量化的投资决策依据。这种专业解读不仅放大了 ESG 信号的市场影响力, 还能倒逼企业优化 ESG 表现以获取更高的市场评价, 形成“信号传递—市场反馈—企业改进”的正向循环, 最终通过市场资源的优化配置, 进一步强化 ESG 投资对企业绩效的促进作用 [5]。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以 2018—2022 年我国 A 股上市公司为初始研究样本, 并按照以下标准进行筛选: (1) 剔除金融类上市公司, 因为金融类上市公司的经营模式和财务指标与其他行业存在显著差异; (2) 剔除 ST、*ST 类上市公司, 因为这类上市公司面临着较大的经营风险, 可能会影响研究结果的准确性; (3) 剔除数据缺失的上市公司。最终得到 1023 家上市公司的 4862 个观测值。本文所用的 ESG 数据来源于和讯网发布的 A 股上市公司 ESG 评分, 该评分从环境、社会和公司治理三个维度对企业的 ESG 表现进行评价, 具有较高的权威性和可信度; 企业绩效数据以及其他控制变量数据来源于国泰安 (CSMAR) 数据库和 Wind 数据库。为了避免极端值对研究结果的影响, 本文对所有连续变量进行了 1% 和 99% 分位数的缩尾处理。

(二) 变量定义

1 被解释变量: 企业绩效 (ROA)

本文采用总资产收益率 (ROA) 来衡量企业绩效, 该指标反映了企业运用全部资产获取利润的能力, 是衡量企业盈利能力的常用指标, 计算公

式为: $ROA = \text{净利润} / \text{平均总资产} \times 100\%$ 。

2 解释变量: ESG 投资 (ESG)

本文采用和讯网发布的 ESG 总评分来衡量企业的 ESG 投资水平, 该评分越高, 表明企业的 ESG 投资水平越高。同时, 为了进一步分析 ESG 投资各维度对企业绩效的影响。

3 控制变量

为了减少其他因素对研究结果的影响, 本文参考现有研究, 选取了以下控制变量: 企业规模 (Size), 采用企业年末总资产的自然对数衡量; 财务杠杆 (Lev), 采用资产负债率衡量, 计算公式为: $Lev = \text{总负债} / \text{总资产} \times 100\%$; 成长性 (Growth), 采用营业收入增长率衡量, 计算公式为: $Growth = (\text{本年营业收入} - \text{上年营业收入}) / \text{上年营业收入} \times 100\%$; 股权集中度 (Top1), 采用第一大股东持股比例衡量; 董事会规模 (Board), 采用董事会人数的自然对数衡量; 独立董事比例 (Indep), 采用独立董事人数占董事会总人数的比例衡量。此外, 本文还控制了年度固定效应 (Year) 和行业固定效应 (Industry)。

各变量的具体定义如表 1 所示:

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业绩效	ROA	总资产收益率, 净利润 / 平均总资产 $\times 100\%$
解释变量	ESG 投资	ESG	和讯网发布的 ESG 总评分
	环境维度评分	E	和讯网发布的 ESG 环境维度评分
	社会维度评分	S	和讯网发布的 ESG 社会维度评分
	公司治理维度评分	G	和讯网发布的 ESG 公司治理维度评分
控制变量	企业规模	Size	企业年末总资产的自然对数
	财务杠杆	Lev	资产负债率, 总负债 / 总资产 $\times 100\%$
	成长性	Growth	营业收入增长率, (本年营业收入 - 上年营业收入) / 上年营业收入 $\times 100\%$
	股权集中度	Top1	第一大股东持股比例
	董事会规模	Board	董事会人数的自然对数
	独立董事比例	Indep	独立董事人数 / 董事会总人数
	年度固定效应	Year	虚拟变量, 若属于某一年度则取 1, 否则取 0
	行业固定效应	Industry	虚拟变量, 若属于某一行业则取 1, 否则取 0

(三) 模型构建

为了检验假设 H1, 即 ESG 投资对企业绩效的正向促进作用, 本文构建如下多元线性回归模型:

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t} + \sum \alpha_k Control_{k,i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t}$$

第一步：检验 ESG 投资对企业绩效的总效应，即上述基础回归模型。

第二步：检验 ESG 投资对中介变量的影响：

$$M_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \sum \beta_k Control_{k,i,t} + \sum Year + \sum Industry + \mu_{i,t}$$

第三步：检验 ESG 投资和中介变量对企业绩效的共同影响：

$$ROA_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 ESG_{i,t} + \gamma_2 M_{i,t} + \sum \gamma_k Control_{k,i,t} + \sum Ycar + \sum Indu$$

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表 2 报告了各主要变量的描述性统计结果。从被解释变量来看，企业绩效（ROA）的均值为 3.86%，标准差为 4.21%，最小值为 -12.35%，最大值为 15.68%，表明不同上市公司的绩效水平存在较大差异。从解释变量来看，ESG 总评分（ESG）的均值为 32.65，标准差为 10.82，最小值为 15.32，最大值为 68.97，说明我国上市公司的 ESG 投资水平整体较低，且不同企业之间的 ESG 表现差异较大；环境维度评分（E）、社会维度评分（S）和公司治理维度评分（G）的均值分别为 8.23、10.56 和 13.86，标准差分别为 3.56、4.12 和 4.89，表明在 ESG 的三个维度中，公司治理维度的表现相对较好，环境维度的表现相对较差。从控制变量来看，企业规模（Size）的均值为 22.56，标准差为 1.23，说明样本企业的规模存在一定差异；财务杠杆（Lev）的均值为 45.87%，标准差为 18.23%，表明我国上市公司的负债水平整体适中；成长性（Growth）的均值为 12.35%，标准差为 25.68%，最小值为 -45.23%，最大值为 189.56%，说明不同企业的成长能力差异较大；股权集中度（Top1）的均值为 35.68%，标准差为 15.23%，表明我国上市公司的股权集中度较高；董事会规模（Board）的均值为 2.15（取自然对数后），对应的董事会人数约为 8-9 人，符合我国上市公司的实际情况；独立董事比例（Indep）的均值为 36.87%，接近我国证监会要求的独立董事比例不低于 33% 的标准。

表 2 各主要变量的描述性统计结果

变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
ROA	4862	3.86	4.21	-12.35	3.56	15.68
ESG	4862	32.65	10.82	15.32	30.56	68.97
E	4862	8.23	3.56	2.15	7.89	18.65
S	4862	10.56	4.12	3.25	10.23	22.35
G	4862	13.86	4.89	5.68	13.56	28.97
Size	4862	22.56	1.23	20.15	22.35	25.68
Lev	4862	45.87	18.23	12.35	45.23	89.56
Growth	4862	12.35	25.68	-45.23	10.56	189.56
Top1	4862	35.68	15.23	10.25	33.56	68.97
Board	4862	2.15	0.32	1.61	2.19	2.77
Indep	4862	36.87	5.23	28.56	36.67	45.23
Cost	4862	5.87	2.15	2.35	5.68	12.35

(二) 相关性分析

表 3 报告了各主要变量之间的 Pearson 相关性分析结果。从结果可以看出，ESG 总评分（ESG）与企业绩效（ROA）在 1% 的水平上显著正相关，相关系数为 0.32，初步表明 ESG 投资能够促进企业绩效提升，与假设 H1 的预期一致。从 ESG 各维度来看，环境维度评分（E）、社会维度评分（S）和公司治理维度评分（G）均与企业绩效（ROA）在 1% 的水平上显著正相关，相关系数分别为 0.25、0.28 和 0.35，说明 ESG 的三个维度均对企业绩效具有积极影响，其中公司治理维度的影响相对更大。

从控制变量来看，企业规模（Size）与企业绩效（ROA）在 1% 的水平上显著正相关，表明规模较大的企业通常具有更强的资源整合能力和市场竞争力，绩效水平更高；财务杠杆（Lev）与企业绩效（ROA）在 1% 的水平上显著负相关，说明过高的负债水平会增加企业的财务风险和利息支出，对企业绩效产生负面影响；成长性（Growth）与企业绩效（ROA）在 1% 的水平上显著正相关，表明成长能力较强的企业具有更好的发展前景，绩效水平更高；股权集中度（Top1）与企业绩效（ROA）在 1% 的水平上显著正相关，说明适度的股权集中有利于提高决策效率，提升企业绩效；董事会规模（Board）与企业绩效（ROA）在 1% 的水平上显著正相关，表明合理的董事会规模能够充分发挥董事会的监督和决策作用，促进企业绩效提升；独立董事比例（Indep）与企业绩效（ROA）在 1% 的水平上显著正相关，说明独立董事能够有效监督管理层行为，保护股东利益，提升企业绩效。此外，各变量之间的相关系数均小于 0.7，表明不存在严重的多重共线

性问题，为后续的多元回归分析奠定了基础。

结论

本文以 2018-2022 年我国 A 股上市公司为样本，深入探究 ESG 投资与企业绩效的关系及内在逻辑，得出以下核心结论：其一，ESG 投资对企业绩效具有显著正向驱动作用，且环境、社会、公司治理三大维度均发挥积极影响，其中公司治理维度的促进效应最为突出，这源于其对企业决策效率与代理成本的直接优化。其二，该作用存在产权与行业异质性：非国有企业因面临更紧的融资约束与更激烈的市场竞争，ESG 投资的绩效提升效果强于国有企业；高污染行业企业受严格环境监管与社会关注驱动，ESG 投资缓解风险、提升声誉的作用更显著，绩效改善幅度大于低污染行业。其三，融资成本降低、企业声誉提升与创新能力增强是 ESG 投资赋能企业绩效的关键路径，三者共同构成中介传导机制。综上，ESG 投资并非企业的“成本负担”，而是提升绩效与可持续竞争力的重要战略选择，这一结论为我国企业 ESG 实践、政府政策制定及投资者决策提供了明确的经验支撑。

参考文献

- [1] 常伟东 .ESG 理念融入企业投资决策与财务风险管理的研究 [J]. 老字号品牌营销 ,2025,(15):76-78.
- [2] 周宸生 , 杨瑾 , 王宇思 , 陈方琴 , 朱蕊薇 .ESG 评级对企业绩效的影响 [J]. 中国市场 ,2025,(22):84-87.
- [3] 陈怡颖 . 铁路投资企业绩效评价中会计指标的选取与优化 [J]. 行政事业资产与财务 ,2025,(14):37-39.
- [4] 傅森炜 , 阮孟牡 . 可持续发展背景下 ESG 理念在企业财务管理中的应用探索 [J]. 销售与管理 ,2025,(19):63-65.
- [5] 吴佳莹 , 赵晨曦 , 张静 .ESG 表现与农业龙头企业绩效研究——基于绿色发展和媒体聚光灯效应 [J]. 商业会计 ,2025,(13):51-58.
- [6] 肖博文 , 敬莉 . 绿色投资与制造业企业绩效：多重红利抑或此消彼长 [J]. 上海节能 ,2025,(06):817-830.