

# ESG表现与企业价值相关性文献综述

郑梦杰

北方工业大学经济管理学院, 北京

收稿日期: 2023年3月6日; 录用日期: 2023年5月2日; 发布日期: 2023年5月9日

## 摘要

ESG作为可持续发展理念在企业界的投影,是当今贯彻高质量发展理念、实现“双碳”目标的有力抓手。ESG表现与企业价值相关性也成为了国内外学者研究的热点。文章首先梳理了企业ESG及其评价的概念界定,结合企业ESG表现与企业价值的理论和实证研究进行综述,归纳总结企业ESG表现与企业价值的正相关、负相关、“U”型关系及不相关四种关系,最后对现有研究进行述评并指出进一步的研究展望。

## 关键词

企业ESG表现, 企业价值, 文献综述

# Literature Review on the Correlation between ESG Performance and Corporate Value

Mengjie Zheng

School of Economics and Management, North China University of Technology, Beijing

Received: Mar. 6<sup>th</sup>, 2023; accepted: May 2<sup>nd</sup>, 2023; published: May 9<sup>th</sup>, 2023

## Abstract

As the projection of the concept of sustainable development in the business community, ESG is a powerful starting point for implementing the concept of high-quality development and achieving carbon peaking and carbon neutrality goals. The correlation between ESG performance and enterprise value has become a popular topic among scholars both domestically and internationally. This paper first reviews the definition of enterprise ESG and its evaluation, and combines the theoretical and empirical studies on enterprise ESG performance and enterprise value to make a

summary of the positive correlation, negative correlation, “U-shaped” relationship, and non-correlation between enterprise ESG performance and enterprise value. Finally, the existing research is reviewed and further research prospects are pointed out in this paper.

## Keywords

Corporate ESG Performance, Corporate Value, Literature Review

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

世界正在经历百年未有之大变局，全球变暖、2019 冠状病毒和国际冲突等一系列亟待解决的环境和社会问题，给人类社会和生态环境带来了巨大影响，保护环境和尊重人民利益的可持续发展理念深入人心。基于环境责任、社会责任和治理责任为一体的 ESG 理念作为当今世界推动企业实现可持续发展的重要抓手，受到社会各界的关注和认可。我国所大力弘扬的节能减排、绿色低碳、高质量发展、精准扶贫、共同富裕等发展战略也与 ESG 核心理念高度相关(任庚坡, 2022) [1]。然而中国上市公司协会第三届会员代表大会指出,近九成上市公司召开了 2021 年业绩说明会,其中只有约 1/4 披露了 ESG 或社会责任报告。总体来看,披露 ESG 报告的企业占比较低。在中国实现经济质量转型的重要时期,如何推动企业自发进行 ESG 实践并积极提高 ESG 表现成为了社会各界关注的热点问题,这也为 ESG 表现与企业价值相关性的学术研究提供了一定的现实基础。

由于 ESG 起源于国外,有关 ESG 相关的研究成果也主要集中于国外,目前我国 ESG 综合表现的相关研究仍处于起步阶段,自 2018 年 6 月,MSCI 将中国 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数和 MSCIACWI 全球指数后,我国 ESG 研究和评级才开始迅速发展。本文在梳理国内外有关 ESG 表现与企业价值相关文献的基础上,首先对企业 ESG 及其评价进行概念界定,结合企业 ESG 表现与企业价值的理论和实证研究进行综述,归纳总结企业 ESG 表现与企业价值的正相关、负相关、U 型关系及不相关四种关系,最后对现有研究进行述评并指出进一步的研究空间。通过本文研究有利于全面认识企业 ESG 的价值创造效应,促进我国 ESG 表现的理论研究深入发展,同时也有助于促使企业将 ESG 发展理念融入企业规划,从而促进企业价值提升以及社会生态经济高质量发展。

## 2. 企业 ESG 及其评价

### 2.1. ESG 概念

ESG 是 Environmental (环境)、Social (社会)和 Governance (治理)三个英文单词的首字母缩写,是近年来金融市场兴起的重要投资理念和企业行动指南。ESG 的渊源可追溯至 20 世纪后半叶出现的环保运动和企业社会责任、社会责任投资、绿色金融等理念。2004 年,由联合国全球契约组织撰写的报告 Who Cares Wins 将环境、社会和治理等维度的诸多既有理念归纳整合,正式提出了 ESG 概念,并于 2006 年发布责任投资原则(Principles for Responsible Investment),推动投资机构将 ESG 指标纳入投资决策(安国俊等, 2022) [2]。

自 2017 年以来,中国证券投资基金业协会发起并开始 ESG 专项研究,积极推广、倡导 ESG 理念。新冠疫情爆发后,ESG 的重要性再次提升。虽然 ESG 已经被社会各界认可,但是目前国内外学者对此并

无统一明确定义。基于不同的研究视角,学者们对 ESG 做出了不同界定。Gillan 等(2021) [3]认为 ESG 指的是企业和投资者如何将环境、社会和治理问题纳入其商业模式。苏畅(2022) [4]认为 ESG 是企业遵循“创新、协调、绿色、开放、共享”的新发展理念,在环境、社会、治理等方面最大限度地创造价值,以增进社会福利的意愿、行为和绩效。总的来说,ESG 不同于传统的以股东价值最大化为追求目标,而是更加注重企业经营的正外部性和负外部性,强调企业在创造经济效益的时候也要兼顾环境效益和社会效益等隐形价值。ESG 内涵可以从以下三个方面得到具体体现。

1) E (环境责任)。环境责任方面是指企业的环境管理,涉及到环境污染的控制和预防,主要包括企业在进行生产经营过程中实施的环境保护措施和节能减排发展意识,以及企业的经营活动对生态环境带来的影响等方面。比如企业的环境治理,绿色技术,环保投入,绿色办公,员工环境意识以及企业对气候的影响等。

2) S (社会责任)。社会责任方面主要指企业在经济发展过程中的与利益相关者之间的平衡与协调的具体行为表现。包括员工福利与健康,性别歧视平衡政策,产品质量安全,精准扶贫,产业扶贫,反强迫劳动,供应链责任管理,社区沟通等。

3) G (公司治理)。治理方面反映了企业独立、经验丰富和多元化的管理,包括公司治理和内部结构。主要有公司股权结构,董事会独立性与多样性,信息披露,薪酬体系,道德行为准则,反对不公平竞争,风险管理,会计政策等。

## 2.2. 企业 ESG 表现评价

ESG 体系由 ESG 披露、ESG 评价和 ESG 投资等三部分构成。其中,ESG 评价不仅是衡量企业 ESG 绩效的工具,也是 ESG 建设的关键环节。企业 ESG 表现是对企业的环境,社会责任,公司治理等三个维度的具体表现的综合评价。通过开展 ESG 评价,能够有效“以评促改”,推动企业持续改进 ESG 实践,帮助投资者降低投资风险并提高长中期的投资回报,也有利于推动学术界绕 ESG 展开理论分析与实证检验。

目前,全球 ESG 评级机构数量已超过 600 家,中国仅 20 家左右。国外 ESG 评价体系发展程度较高,我国 ESG 评级体系仍处于探索阶段,尚未形成统一标准,且由于不同评价体系的考察范围和底层指标各有侧重、不尽相同,对争议事件和风险敞口的处理认定也各有特色,而且大部分机构采用指标赋权法,权重设计主观性强,不同评级机构对同一指标的赋权差别较大,这就导致不同评价体系对同一标的公司的 ESG 评级结果的一致性较低,甚至对于一些公司会给出截然相反的评价(王凯等,2022) [5]。这也使得投资者和使用者难以准确区分标的公司 ESG 表现的优劣,在一定程度上削弱了 ESG 评价的公信力和影响力。

## 3. ESG 表现与企业价值相关研究

国内外学者已经对企业的环境绩效表现,社会责任表现,公司治理表现等单一维度方面进行了大量理论分析和实证研究。在三个变量上,目前学术上没有较为统一的选取方式,多数文献研究结果表明,企业 ESG 表现的三个指标分别对企业价值有着正面的影响。随着可持续发展理念更加广泛和深入地影响人类的经济活动,ESG 的价值相关性日益成为实务界和学术界最突出的话题。现有文献大多基于利益相关者理论、可持续发展理论、自然资源基础观理论等对 ESG 综合指标的价值创造效应展开了实证研究,但研究尚未达成一致结论,多数研究证实了 ESG 表现与企业价值具有相关性,其中又包括正相关,负相关和 U 型相关性,也有极少数学者认为 ESG 对企业价值并没有影响。

### 3.1. ESG 表现与企业价值正相关

目前主流研究观点认为企业 ESG 表现与企业价值呈正相关,ESG 表现主要通过以下四种渠道对企业价值产生正向促进作用。

1) 良好的 ESG 表现帮助企业获得更多的社会资源。这些资源不仅包括有形资金(王丽青等, 2022) [6] 也包括无形资源, 如人才资源(王蓉, 2022) [7]、企业声誉(Murè 等, 2020) [8], 社会认可度与信任等。一方面, 从信息不对称理论考虑, 良好的 ESG 表现能够有效缓解由信息不对称带来的委托代理问题, 从而减少了管理者的逆向选择与机会主义行为, 有助于促进企业与利益相关者之间的有效沟通和良性互动, 从而易于获得利益相关者的信任和支持, 降低代理成本和资本成本(Chen 等, 2022) [9], 促进企业价值提升。从信号传递视角来看, 企业积极进行 ESG 实践高度契合我国经济高质量发展要求, 也符合全球可持续发展理念中的利益相关者的期待和诉求, 能向外界传递出积极信号, 展现出负责任的企业形象, 有利于提高企业声誉, 获得政府好感, 吸引优秀员工, 同时增强企业产品或服务的市场竞争力, 从而增强企业盈利能力和持久发展的核心竞争优势, 促进企业长期价值提升。

2) 良好的 ESG 实践提升企业内部运营效率。企业良好的 ESG 表现主要通过提高投资效率和创新水平来提高企业内部运营效率从而带来企业价值的提升。一方面, ESG 表现的改善可以提高企业投资效率水平。ESG 表现不仅能够通过降低代理成本来减少过度投资和投资不足这两类非效率投资行为(Lambert 等, 2007) [10], 还会通过缓解融资约束来减少投资不足问题, 最终提高企业整体投资效率(高杰英, 2022) [11]。而且 ESG 表现较好的企业也会吸引更多投资者关注, 关注带来的外部监督压力促使企业更加谨慎地科学决策, 从而提高投资效率(王蓉, 2022) [12], 增强企业价值创造能力。另一方面, 良好的 ESG 实践提升企业创新水平。信息不对称和代理问题是企业创新过程中的重要因素, 企业的社会责任表现可以增加企业信息透明度, 缓解代理问题, 从而提高企业创新效率(杨金坤, 2021) [13]。此外, 企业承担更多的社会责任, 有助于赢得各利益相关方的信任和支持, 从而有助于获得企业创新所需的资金和技术创新需要的知识支持 Stephen 等(2008) [14], 这些资源又能帮助企业更好地开展创新活动, 提高创新绩效(沈洪涛等, 2014) [15]。李井林等(2021) [16]等研究发现环境, 社会责任与公司治理这三个维度的措施都会促进企业创新, 良好的 ESG 综合表现会通过增强企业的创新而提升企业价值。

3) 良好的 ESG 表现降低企业风险。ESG 表现好的企业风险管理机制更健全, 可以有效减少企业与利益相关者摩擦所带来的风险。同时较好的 ESG 表现帮助企业积累了道德和声誉资本, 也能发挥一定的保险效应(LINS 等, 2017) [17], 平缓负面事件对企业带来的不利影响, 从而提高企业可持续发展的持久性和收益稳定性(Broadstock 等, 2020) [18], 使企业获得相对较高的投资回报。杨艳等(2015) [19]基于利益相关者视角分别从股东, 员工, 供应链, 环境和社会发展等五个方面探究了企业社会责任表现对公司特有风险的影响。研究发现企业基于不同层面的社会责任表现均与企业特有风险显著负相关, 企业社会责任表现越好, 其特有风险就越低。Sassen 等(2016) [20]以欧洲企业为样本实证研究发现较好的社会责任绩效可以降低企业的整体风险和特异质风险, 来增加企业价值。

4) 良好的 ESG 表现提高市场关注度。ESG 表现较好的企业信息披露意愿更加强烈, 更少地进行盈余管理(王琳璘等, 2022) [21], 反映出企业较高的运行效率和财务安全性, 暗含着企业具有较高的社会责任意识和可持续发展的巨大潜力, 会吸引更多利益相关者的关注。这也进一步增强了企业信息透明度, 降低了投资者面临的不确定性(徐光华等, 2022) [22], 因此投资者倾向于对 ESG 表现好的企业未来发展对出乐观预期, 也更愿意为之支付更高的股票溢价。因此企业较好的 ESG 表现可以促进企业自身的账面价值和市场价值的提升(王波等, 2022) [23]。

### 3.2. ESG 表现与企业价值负相关

Masulis 等(2013) [24]基于可持续性实践的“股东费用观”, 认为 ESG 活动是一种浪费的支出形式, 其主要目标是以股东为代价而提高管理者的私人利益, 明确管理这些 ESG 风险可能会对企业价值产生负面影响, 降低投资回报。“双碳”目标下, 企业为了获得绿色金融机构的青睐, 吸引绿色投资, “漂绿”



ESG 报告的可能性较大,这就导致 ESG 报告的可信度降低(黄世忠, 2022) [25]。因此,利益相关者可能不愿意提供资金,并帮助财务紧张的企业获得外部融资,从而推动融资过程的成本上升(Qiu 等, 2019) [26]。此外, Aanchal (2022) [27]指出当企业面临的外部压力较大时,企业基于合法性压力,被动进行 ESG 实践反而会影响企业的正常经营决策,不利于企业价值的提升。Duque-Grisales (2019) [28]通过分析 2011~2015 年间来自巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁的 104 个跨国公司的数据,发现 ESG 表现降低企业绩效。总的来说,由于信息不对称,企业的 ESG 表现可能对企业的融资、增长机会以及最终的市场寿命产生重要影响。

### 3.3. ESG 表现与企业价值呈“U”型关系

部分学者认为企业在 ESG 实践当期需要投入一定经营成本,短期内会造成一定资源耗用而导致会计利润的减少。长期来看,随着企业 ESG 前期实践价值效应的积累,最终通过降低企业系统风险,并提高企业竞争力来促进企业价值的提升,这也说明了 ESG 的价值创造具有滞后效应(Liu 等, 2016) [29]。即企业 ESG 表现对企业价值的影响具有门槛效应,当 ESG 表现达到一定值后,ESG 对企业价值的提升作用才表现出来(Ghoul 等, 2017) [30]。伊凌雪等(2022) [31]以市场竞争程度、机构投资者、媒体监督为切入点,分析外部压力对于企业 ESG 实践价值效应的调节作用,研究发现 ESG 实践初期会降低企业价值,从长期来看,ESG 实践对企业价值提升存在正向促进作用。

### 3.4. ESG 表现与企业价值没有关系

Halbritter 和 Dorfleitner (2015) [32]认为在 ESG 投资组合中,ESG 绩效的高低对其投资回报并不会造成影响。Auer 等(2016) [33]分析了亚太地区、美国和欧洲的社会责任投资的绩效,发现无论是地理区域、行业还是 ESG 标准,相比被动股市投资,主动选择高、低评级的股票并不能获得更好的风险调整绩效。Velte (2017) [34]以德国数据实证发现 ESG 对企业价值并没有影响。由于社会背景和管理特点的差异,发达市场和新兴市场之间得 ESG 价值创造效应可能存在显著差异,ESG 表现与企业价值的关系有待商榷。而国外有关 ESG 丰富的研究成果对于我国新兴资本市场中的企业是否适用,也有待进一步检验。

## 4. 研究评述与展望

综上所述,由于 ESG 起源于国外,现有 ESG 价值相关性研究集中于西方发达经济体背景,针对新兴经济体的研究较为匮乏,且研究结论尚存在争议,现有正相关、负相关、U 型关系及无关系四种看法。而且现有文献基于不同的评级体系来衡量企业 ESG 表现,这也会带来实证结论的差异性。

对未来研究提出以下展望:一是目前我国学者对 ESG 的研究刚刚起步,ESG 表现相关的实证研究需进一步深化拓展。二是在考察我国上市公司 ESG 表现的经济后果时,要结合我国制度背景和研究内容,参考国际 ESG 测评体系构建 ESG 评价体系,基于此数据得出的研究结论的应用价值也更强。三是在探究 ESG 表现与企业价值关系的时候,需要考虑投资者信心的中介效应,同时考察投资者类型的差异性对二者关系的影响,有利于监管部门有针对性地引导投资者进行 ESG 责任投资,在促进资本市场资源高效配置的同时助力我国“双碳”目标实现。

## 参考文献

- [1] 任庚坡. ESG 发展进展与政策建议[J]. 上海节能, 2022(7): 799-803.
- [2] 安国俊, 华超, 张飞雄, 郭沛源, 王骏娴, 苟明宇. 碳中和目标下 ESG 体系对资本市场影响研究——基于不同行业的比较分析[J]. 金融理论与实践, 2022(3): 48-61.
- [3] Gillan, S.L., Koch, A. and Starks, L.T. (2021) Firms and Social Responsibility: A Review of ESG and CSR Research

- in Corporate Finance. *Journal of Corporate Finance*, **66**, Article ID: 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- [4] 苏畅, 陈承. 新发展理念下上市公司 ESG 评价体系研究——以重污染制造业上市公司为例[J]. 财会月刊, 2022(6): 155-160.
- [5] 王凯, 张志伟. 国内外 ESG 评级现状、比较及展望[J]. 财会月刊, 2022(2): 137-143.
- [6] 王丽青, 杨晓峰. ESG 表现与企业融资成本的相关性研究[J]. 中国注册会计师, 2022(9): 47-53.
- [7] 王蓉. 成本-收益视角下 ESG 信息披露与企业价值关系研究[J]. 上海对外经贸大学学报, 2022(4): 74-86.
- [8] Pina, M., et al. (2020) ESG and Reputation: The Case of Sanctioned Italian Banks. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, **28**, 265-277. <https://doi.org/10.1002/csr.2047>
- [9] Chen, Y.H., et al. (2023) Effect of ESG Performance on the Cost of Equity Capital: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, **83**, 348-364. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.09.001>
- [10] Lambert, L.R.C. and Verrecchia, R.E. (2007) Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital Doc. *Journal of Accounting Research*, **45**, 385-420. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00238.x>
- [11] 高杰英, 褚冬晓, 廉永辉, 郑君. ESG 表现能改善企业投资效率吗?[J]. 证券市场导报, 2021(11): 24-34+72.
- [12] 王蓉. 企业 ESG 表现与非效率投资水平研究[J]. 企业经济, 2022, 41(6): 89-100.
- [13] 杨金坤. 企业社会责任信息披露与创新绩效——基于“强制披露时代”中国上市公司的实证研究[J]. 科学学与科学技术管理, 2021, 42(1): 57-75.
- [14] Stephen, P. and Porter, L.A. (2008) The Corporate Social Performance Content of Innovation in the U.K. *Journal of Business Ethics*, **80**, 711-725. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9464-7>
- [15] 沈洪涛, 马正彪. 地区经济发展压力、企业环境表现与债务融资[J]. 金融研究, 2014(2): 153-166.
- [16] 李井林, 阳镇, 陈劲, 崔文清. 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, 42(9): 71-89.
- [17] Lins, K.V., Servaes, H. and Tamayo, A. (2017) Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis. *The Journal of Finance*, **72**, 1785-1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>
- [18] Broadstock, D.C., et al. (2020) The Role of ESG Performance during Times of Financial Crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, **38**, Article ID: 101716. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- [19] 杨艳, 兰东. 企业社会责任对公司特有风险的影响——基于利益相关者视角[J]. 软科学, 2015, 29(6): 60-64.
- [20] Sassen, R., Hinze, A.K. and Hardeck, I. (2016) Impact of ESG Factors on Firm Risk in Europe. *Journal of Business Economics*, **86**, 867-904. <https://doi.org/10.1007/s11573-016-0819-3>
- [21] 王琳琳, 廉永辉, 董捷. ESG 表现对企业价值的影响机制研究[J]. 证券市场导报, 2022(5): 23-34.
- [22] 徐光华, 卓瑶瑶, 张艺萌, 张佳怡. ESG 信息披露会提高企业价值吗?[J]. 财会通讯, 2022(4): 33-37.
- [23] 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.
- [24] Masulis, R.W. and Reza, S.W. (2015) Agency Problems of Corporate Philanthropy. *Review of Financial Studies*, **28**, 592-636. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu082>
- [25] 黄世忠. ESG 报告的“漂绿”与反“漂绿”[J]. 财会月刊, 2022(1): 3-11.
- [26] Qiu, M.Y. and Yin, H. (2019) Analysis of Enterprises' ESG Performance and Financing Costs under the Background of Ecological Civilization Construction. *Journal of Quantitative and Technical Economics*, **3**, 108-123.
- [27] Aanchal, S., Prakash, S. and Samik, S. (2022) ESG-CFP Linkages: A Review of Its Antecedents and Scope for Future Research. *Indian Journal of Corporate Governance*, **15**, 48-69. <https://doi.org/10.1177/09746862221089062>
- [28] Duque-Grisales, E. and Aguilera-Caracuel, J. (2021) Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack. *Journal of Business Ethics*, **168**, 315-334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
- [29] Liu, X. and Zhang, C. (2016) Corporate Governance, Social Responsibility Information Disclosure, and Enterprise Value in China. *Journal of Cleaner Production*, **142**, 1075-1084. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.09.102>
- [30] Ghoul, S.E. and 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**, 360-385. <https://doi.org/10.1057/jibs.2016.4>

- 
- [31] 伊凌雪, 蒋艺翹, 姚树洁. 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[J]. 南方经济, 2022(10): 93-110.
- [32] Halbritter, G. and Dorfleitner, G. (2015) The Wages of Social Responsibility—Where Are They? A Critical Review of ESG Investing. *Review of Financial Economics*, **26**, 25-35. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2015.03.004>
- [33] Auer, B.R. and Schuhmacher, F. (2016) Do Socially (ir)Responsible Investments Pay? New Evidence from International ESG Data. *Quarterly Review of Economics and Finance*, **59**, 51-62. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.07.002>
- [34] Velte, P. (2017) Does ESG Performance Have an Impact on Financial Performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, **8**, 169-178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>