

Impact of ESG Performance on Corporate Resilience

Yifan Ni

East China Jiaotong University, Nanchang, Jiangxi, 330000, China

Email: 13576139366@163.com

Abstract

Resilience is an important ability of enterprises to maintain stability and achieve sustainable development in the face of uncertainties in the internal and external environment, and is an important foundation for China's economy to achieve high-quality development against the wind. ESG performance, as a manifestation of enterprises' sustainable development ability, is of great interest to enhance corporate resilience by improving its level. This paper selects Chinese A-share listed companies from 2015 to 2021 as a research sample to investigate the impact of ESG performance on corporate resilience and its impact mechanism. The results of the study show that ESG performance has a significant impact on corporate resilience. Specifically, ESG performance enhances corporate resilience through mechanisms such as alleviating financing constraints and enhancing institutional investor preferences. Moreover, the effect is more pronounced among non-SOEs and listed companies with a high degree of competition within the industry. The findings of the study are informative in promoting firms to improve their ESG performance.

Keywords: ESG Performance; Corporate Resilience; Financing Constraints; Institutional Investor Concerns

ESG 表现对企业韧性的影响研究

倪奕璠

华东交通大学, 江西南昌 330000

摘要: 韧性是企业面对内外环境不确定冲击下, 保持稳定并实现持续发展的重要能力, 是中国经济逆境而行实现高质量发展的重要基础。ESG 表现作为企业可持续发展能力的体现, 能否通过提升其水平从而增强企业韧性备受关注。本文选取了 2015~2021 年中国 A 股上市公司作为研究样本, 探究 ESG 表现对企业韧性的影响及其影响机制。研究结果表明, ESG 表现对企业韧性具有显著影响。具体而言, ESG 表现通过缓解融资约束和增强机构投资者偏好等机制提升企业韧性, 而且该影响在非国企和行业内竞争度高的上市公司中表现得更为明显。研究结论对促进企业提高 ESG 表现具有重要的参考价值。

关键词: ESG 表现; 企业韧性; 融资约束; 机构投资者关注

引言

当今世界正处百年未有之大变局, 中国经济面临着世界、时代、历史三重激荡的考验, 机遇与挑战交织。从长期来看, 气候变化与自然资源短缺将对经济的发展带来不小的挑战; 从短期冲击来看, 地缘政治冲突、新冠疫情等事件层出不穷, 不断扰动着世界经济, 这一切似乎在预示着未来的动荡将成为一种常态。面临外部环境的不确定性, 中国经济无法置身事外。然而, 正是在这种动荡不安的背景下, 中国经济逆境而行, 牢牢把握高质量发展这个首要任务, 以韧性为武器, 坚持稳中求进、砥砺前行。ESG (环境、社会责任和公司治理) 作为一种将企业环境、社会和治理表现纳入投资决策中的理念。在推动企业向低碳、高效、绿色转型方面, 与双碳目标高度契合。近年来, 在相关政策的支持下, ESG 评级在中国的应用呈现快速增

长的趋势，越来越多的企业开始重视 ESG 指标的管理与披露。ESG 治理已成为在企业发展中不可或缺的一环。ESG 表现是企业可持续发展的关键因素之一，与企业韧性密切相关。从理论角度来看，ESG 本身具有抗周期性，帮助企业抵御风险，这与企业韧性不谋而合。本文运用资源基础、利益相关者及信号传递等理论，选取了 2015-2021 年中国 A 股上市公司华证 ESG 评级数据与企业韧性数据，探讨了企业是如何通过提升 ESG 表现来增强企业韧性的。本文可能的边际贡献在于：（1）进一步认识到 ESG 表现所带来的经济后果，这有利于强化企业履行 ESG 表现的意识，降低融资约束、增强投资者关注以提升企业韧性提供一定的理论支持，对稳定我国资本市场具有重要的现实意义。（2）本文对 ESG 表现和企业韧性的研究领域进行了丰富与拓展，通过对 ESG 表现影响企业韧性的影响机制进行了深入分析，加深了对 ESG 表现经济后果作用机制的理解。（3）延伸性探讨了不同产权性质内企业竞争程度进行异质性分析，且从企业、政府及投资者三个方面提出相关建议。

1 文献回顾与假设提出

一部分观点认为，对 ESG 等社会责任方面的投入会对企业造成额外负担。企业建设 ESG 需要花费一定成本，并存在一定外部性。因此，企业关注 ESG 表现，并不能有效促进企业经营绩效，反而会阻碍企业价值的实现^[1]，尤其在外部环境不确定性因素增加时，企业过度关注 ESG 表现会导致资源分散，甚至承担额外的成本负担，增加企业风险。但是，随着可持续发展理念的广泛普及，利益相关方越来越重视企业在 ESG 方面的作为。高质量的 ESG 治理为企业带来良好声誉，吸引多方利益相关者。企业积极参与 ESG 治理，提升 ESG 表现，缓解了融资约束，有助于提高企业竞争力和长期价值^[2]。

“韧性”这一概念，在生态学等领域被广泛应用^[3]。运用在企业管理领域，被称之为“企业韧性”，是企业面对不确定性、复杂性和突发性事件时的适应能力和恢复能力。资源是企业韧性形成的基础条件，而对各类环境风险的灵活应对并整合资源的动态能力是企业韧性的关键因素。根据资源基础理论，企业的有形资源与无形资源的基础为企业韧性的提高发挥重要作用。对于企业内部来说，充足的财务资源是企业可持续发展的必要前提，帮助企业在外部冲击下渡过财务困境及时调整业务模式、维护企业声誉、提高市场竞争力，从而实现企业可持续发展；对于企业外部来说，良好的社会网络资源有助于强化内外部利益的联系，从而提升企业韧性^[4]。

ESG 表现是企业可持续发展的关键因素之一，与企业韧性密切相关。从理论角度来看，ESG 本身具有抗周期性，帮助企业抵御风险，这与企业韧性不谋而合。但是，现有关于 ESG 经济后果的研究却较少提到其抗风险性。ESG 治理在提高企业资源配置能力与风险感知能力等方面发挥着重要作用。一方面，良好的 ESG 表现帮助企业获得更多的财务、人力与社会关系网络等资源，而资源基础是影响企业韧性的重要因素，帮助企业减缓冲击，实现再成长。另一方面，将 ESG 治理融入企业活动，促使企业对风险的关注点从自身转向社会，在与外部环境交互的过程中发现自身痛点，不断改进经营能力与治理能力，提高生产效率，从而帮助企业提升韧性。从现实角度来看，在舆论迅速发酵的今天，重视环境问题、积极履行社会责任的企业更能得到消费者青睐。例如，鸿星尔克“捐款事件”引发广大消费者共鸣，使得鸿星尔克在疫情期间获取大量订单。可以看出，企业想要提升韧性，社会责任是绕不开的话题，而现今 ESG 将社会责任的履行变得更加具体。因此，企业通过提高 ESG 表现可以改善企业在财务、人力、社会关系网络等方面的资源配置，从而提升企业韧性。基于此，提出假设 H1：

H1：良好的 ESG 表现能够提升企业韧性。

2 研究设计

2.1 样本选择与数据来源

为探讨 ESG 表现对企业韧性的影响及其影响机制，本文以 2015~2021 年我国 A 股上市公司数据为样本

进行回归，所选大部分指标的数据来源于 Wind 数据库，并用 CSMAR 数据库进行补充。剔除了金融类、ST、*ST 类以及数据缺失的公司样本，构建平衡面板数据使用 Stata16.0 软件进行分析，并对连续型变量进行上下 1% 的缩尾处理，以避免数据异常值带来的不利影响。

2.2 变量定义

2.2.1 自变量

组织韧性一般包括增长性和波动性两个维度。借鉴吴晓波等^[5]、刘斌等^[6]学者的做法，采用 3 年内累计销售收入额（亿元）以度量业绩增长性（growth），采用 1 年内各月股票收益的标准差度量波动性（vol）。

2.2.2 因变量

ESG 表现采用 Wind 数据库的华证评级机构所披露的 ESG 评级数据，将其 ESG 评级量化，从 AAA~C 九个等级由等级高到低赋值，分别是 AAA 为 9、AA 为 8、A 为 7、BBB 为 6、BB 为 5、B 为 4、CCC 为 3、CC 为 2、C 为 1。

2.2.3 控制变量

借鉴吴晓波等^[5]、田博文等^[7]学者的做法，本文从多方面选取了控制变量，如下表 1 为变量的具体定义及衡量方式。

表 1 变量定义表

变量性质	变量名称	变量符号	变量描述
被解释变量	业绩增长	growth	3 年内累计销售收入增长额（亿元）
	收益波动	vol	一年内各月的股票收益率的标准差
解释变量	ESG 表现	esg	华证 ESG 评级数据
	企业资产规模	size	总资产的自然对数
	企业年龄	age	成立年数
	资产负债率	lev	负债总额/资产总额
控制变量	高管持股比例	gm	董监高持股数量占总股数量之比
	两职合一	plu	董事长和总经理为同一人取 1，否则为 0
	年份	Year	年份虚拟变量
	行业	Ind	行业虚拟变量

2.3 模型设计

根据理论分析与假说，本文构建如下回归模型：

$$\text{growth}_{i,t} = \partial_0 + \partial_1 \text{esg}_{i,t} + \partial_2 \text{size}_{i,t} + \partial_3 \text{age}_{i,t} + \partial_4 \text{lev}_{i,t} + \partial_5 \text{grow}_{i,t} + \partial_6 \text{gm}_{i,t} + \partial_7 \text{plu}_{i,t} + \text{Industry} + Y \quad (1)$$

$$\text{vol}_{i,t} = \partial_0 + \partial_1 \text{esg}_{i,t} + \partial_2 \text{size}_{i,t} + \partial_3 \text{age}_{i,t} + \partial_4 \text{lev}_{i,t} + \partial_5 \text{grow}_{i,t} + \partial_6 \text{gm}_{i,t} + \partial_7 \text{plu}_{i,t} + \text{Industry} + \quad (2)$$

上述模型（1）、（2）中，被解释变量为企业韧性，从业绩增长（growth）和收益波动（vol）两个角度衡量。解释变量为 ESG 表现，采用 Wind 数据库中华证评级机构所披露的 ESG 评级数据衡量。加入年度虚拟变量（Year）和行业虚拟变量（Ind），其余为控制变量。

3 实证结果及分析

3.1 描述性统计

变量描述性统计的结果见表 2 所示。由表 2 可看出，在企业韧性方面，样本公司的业绩增长（growth）

的平均数为 35.14，标准差 120.6，收益波动（vol）的平均数为 0.122，标准差 0.068，结果显示样本企业的企业韧性在增长性和波动性两个维度上都存在差异，尤其在业绩增长上。ESG 表现（esg）的平均数为 4.105，标准差为 1.213，说明样本企业的 ESG 表现存在较大的差异。

表 2 变量描述性统计分析

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
growth	10,871	35.14	120.6	-137.8	870.3
vol	10,871	0.122	0.0683	0.0361	0.391
esg	10,871	4.105	1.213	0	8
size	10,871	22.81	1.311	20.02	26.72
age	10,871	16.41	6.499	4	32
lev	10,871	0.469	0.200	0.0752	0.925
gm	10,871	2.856	8.003	0	45.69
plu	10,871	0.166	0.372	0	1

3.2 相关性统计

各变量相关性分析结果见表 3 所示。由表 3 看出，ESG 表现（esg）与业绩增长（growth）的相关系数呈正向显著特征，ESG 表现（esg）与收益波动（vol）的相关系数呈负向显著特征，均在 1%水平下显著。这与本文的预测基本一致，初步验证假设 1。总体来看，下表 3 中的各相关系数绝对值均小于 0.5，说明本文选取的变量较合理，不存在严重的多重共线性问题。

表 3 相关性分析

VARIABLES	growth	vol	esg	size	age	lev	gm	plu
growth	1							
vol	0.074***	1						
esg	0.187***	-0.117***	1					
size	0.485***	-0.190***	0.336***	1				
age	0.024**	-0.102***	-0.00700	0.156***	1			
lev	0.204***	0	-0.021**	0.451***	0.194***	1		
gm	0.046***	0.086***	0.0100	-0.128***	-0.336***	-0.141***	1	
plu	0.034***	0.024**	-0.082***	-0.108***	-0.139***	-0.073***	0.258***	1

注：***、**和*表示变量显著性水平分别为 1%、5%和 10%，下同。

3.3 基准回归分析

全样本基准回归的结果见表 4 所示，列（1）～（2）、列（3）～（4）分别是 ESG 表现（esg）与业绩增长（growth）及 ESG 表现（esg）与收益波动（vol）进行回归得到的结果。列（1）、列（2）分别为未控制年度和行业及控制年度和行业的回归结果，显示 ESG 表现与业绩增长的系数在 1%水平上显著为正，表明良好的 ESG 表现可以促进企业的长期绩效增长。列（3）、列（4）分别为未控制年度和行业及控制年度和行业的回归结果，显示 ESG 表现与收益波动的系数在 1%水平上显著为负，表明良好的 ESG 表现可以抑制企业的收益波动。本文的假设 1 得到验证。

表 4 基准回归结果

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	growth	growth	vol	vol

esg	2.355*** (2.601)	2.591*** (2.908)	-0.003*** (-4.603)	-0.003*** (-7.015)
size	44.931*** (47.732)	46.009*** (25.034)	-0.011*** (-18.343)	-0.008*** (-16.237)
age	-0.958*** (-5.718)	-0.789*** (-4.482)	-0.001*** (-7.535)	-0.000*** (-3.899)
lev	-3.116 (-0.534)	-13.125*** (-2.694)	0.039*** (10.614)	0.030*** (9.281)
gm	-0.093 (-0.671)	-0.062 (-0.745)	0.000*** (5.387)	0.000 (1.008)
plu	4.865* (1.723)	2.649 (1.109)	-0.003* (-1.944)	0.001 (0.911)
Constant	-982.908*** (-50.874)	-1,006.271*** (-25.597)	0.376*** (30.820)	0.318*** (29.909)
Year	No	Yes	No	Yes
Ind	No	Yes	No	Yes
Observations	10,871	10,871	10,871	10,871
Adj. R2	0.239	0.262	0.057	0.411

3.4 影响机制检验

本文采用大多学者选取的 *kz* 指数作为融资约束的代理指标^{[8][9]}。现已有大量文献验证了融资约束对于企业韧性的影响^{[10][11]}，因此，本文仅报告 ESG 表现对融资约束的影响。同时，参考马超群^[12]做法，采用机构投资者持股比例作为机构投资者偏好的代理指标。已有大量文献验证了融资约束对于企业韧性的影响^{[13][14]}，因此，本文仅报告 ESG 表现对机构投资者偏好的影响。影响机制检验的结果见下表 5，结果显示企业良好的 ESG 表现能够缓解融资约束并增强机构投资者偏好，对企业韧性产生正向影响。

表 5 影响机制检验回归结果

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	成本效应		投资效应	
	<i>kz</i>	F. <i>Kz</i>	<i>ins</i>	F. <i>ins</i>
esg	-0.108*** (-9.300)	-0.112*** (-8.148)	0.462*** (2.990)	0.316* (1.852)
size	-0.399*** (-31.317)	-0.297*** (-19.600)	7.502*** (52.260)	7.333*** (45.630)
age	0.007*** (2.968)	0.004 (1.550)	0.261*** (8.562)	0.327*** (9.846)
lev	6.953*** (89.955)	6.163*** (64.328)	-11.434*** (-12.283)	-9.653*** (-9.273)
gm	-0.008*** (-4.203)	-0.006** (-2.556)	-1.036*** (-51.231)	-0.998*** (-40.974)
plu	0.074** (1.977)	0.138*** (3.215)	0.222 (0.471)	0.549 (1.050)
Constant	7.638*** (28.454)	5.794*** (18.025)	-120.992*** (-40.273)	-118.458*** (-35.313)

Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	10,871	9,318	10,871	9,318
Adj. R2	0.520	0.425	0.426	0.402

4 异质性分析

本文在分析 ESG 对企业韧性的影响机制基础上，进一步探讨企业异质性的影响。结果如下表 6 所示，可以看到：在非国有企业中 ESG 表现对企业韧性的影响更为显著。这是因为，国有企业普遍受到严格的政府管控和市场监管，具有社会责任使命的内生性，ESG 表现对企业韧性的影响弱于非国有企业 ESG 表现带来的竞争价值。非国有企业若拥有较好的 ESG 表现，能够凸显自身在环境、社会以及质量层面的优势，积极正面的信号得以向市场传递，利于提升企业韧性。

表 6 基于产权异质性检验结果

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	非国有	国有	非国有	国有
	growth	growth	vol	vol
esg	2.641*** (2.610)	3.012* (1.917)	-0.004*** (-6.504)	-0.002** (-2.479)
size	39.204*** (18.101)	50.620*** (19.148)	-0.007*** (-7.737)	-0.009*** (-14.301)
age	-0.473** (-2.021)	-1.142*** (-3.572)	-0.000*** (-3.285)	-0.000 (-0.223)
lev	14.857*** (3.253)	-35.342*** (-4.143)	0.028*** (5.569)	0.036*** (8.415)
gm	-0.121 (-1.509)	-0.226 (-0.439)	0.000 (0.014)	-0.000 (-1.187)
plu	5.860*** (2.651)	-12.280** (-2.233)	0.001 (0.810)	-0.002 (-0.664)
Constant	-866.698*** (-18.135)	-1,098.865*** (-19.644)	0.288*** (16.612)	0.316*** (23.133)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	5,576	5,295	5,576	5,295
Adj R-squared	0.282	0.282	0.447	0.375

5 结论

近年来，在“双碳”目标以及推动高质量发展的关键时期，公司的 ESG 表现也吸引了包括政府、公众和其他关联利益方的广泛关注。本文以 2015~2021 年沪深 A 股上市公司为研究样本，探讨了 ESG 表现对企业韧性的影响和机制，还进一步深入地分析了不同产权性质情况下，ESG 表现对企业韧性的差异化影响。研究表明：（1）良好的 ESG 表现可以改善企业在财务、人力及社会关系网络等方面的资源配置，从而提升企业韧性。（2）ESG 表现主要通过缓解企业融资约束、增强机构投资者偏好两种作用机制对企业韧性产生影响，其原因在于良好的 ESG 表现向外部利益相关者传递了可持续发展的良好形象，有助于化解委托代理冲突，增强投资者信心，稳定公司股价，增强抵御危机和不利事件的能力。（3）ESG 表现对企业韧性的影响在非国企的上市公司中更明显。基于这些结论，特提出以下建议：

第一，鼓励企业积极承担社会责任，努力提升自身 ESG 表现。在可持续发展的大背景下，企业 ESG 表现越来越受投资者关注。提升 ESG 表现的过程既是企业整合内外部资源，助力企业高质量发展的需要，也是对于日益增长的可持续发展需求的回应。基于非国有企业以及行业内竞争程度较高的企业的 ESG 表现对企业韧性的影响更为明显，这些企业更应该注重自身 ESG 建设，以争取外部利益相关者的关键资源，进一步提升企业抵御危机和不利事件的能力，助力企业高质量发展。

第二，监管部门应加快构建 ESG 信息披露的标准化和强制披露制度，加强行业监管，引导企业履行 ESG 责任并提高上市公司 ESG 披露信息质量。目前虽然越来越多的上市公司开始披露 ESG 信息，但有部分上市公司夸大自身的 ESG 表现，且不同评级机构对上市公司 ESG 评级无法达成统一意见，所以政府应将 ESG 披露体系与信息披露制度不断改进和完善。除此之外，应向具有 ESG 优势的企业进行适当政策倾斜，鼓励开发绿色债券、可持续债券等支持绿色企业和项目融资，构建资本市场发展新生态。

第三，投资者在推动 ESG 投资和促进资本市场稳定发展的过程中发挥了重要作用。投资者应当在关注企业财务信息的基础上，同时引入企业环境、社会责任、公司治理等非财务信息，将企业 ESG 披露纳入投资决策框架，从而提高股价崩盘风险防范能力，引导上市公司良性发展。

参考文献

- [1] 王双进,田原,党莉莉.工业企业 ESG 责任履行、竞争战略与财务绩效[J].会计研究,2022(3):77-92.
- [2] 薛天航,郭沁,肖文.双碳目标背景下 ESG 对企业价值的影响机理与实证研究[J].社会科学战线,2022(11):89-99.
- [3] Martin R, P Sunley: "On the Notion of Regional Economic Resilience: Conceptualization and Explanation", *Journal of Economic Geography*, 2015(1): 1-42.
- [4] 李乾文,曹佳颖.创业企业组织韧性培育路径研究[J].现代经济探讨,2021(11):107-115.
- [5] 吴晓波,冯潇雅.VUCA 情境下运营冗余对组织韧性的影响——持续创新能力的调节作用[J].系统管理学报,2022,31(6):1150-1161.
- [6] 刘斌,谭书琪.企业社会责任对组织韧性创新的影响——基于中国制造业上市公司的多维实证分析[J].企业经济,2022,41(1):113-121.
- [7] 田博文,李灿,吕晓月.,抑制还是促进:企业冗余资源对组织韧性质量的影响研究[J].,技术经济,2022,41(12):168-180.
- [8] 赵胜民,于星慧.企业社会责任对企业创新的影响研究——来自中国上市公司的经验证据[J].科研管理,2023,44(4):144-153.
- [9] 徐宁,张阳,徐向艺.“能者居之”能够保护子公司中小股东利益吗——母子公司“双向治理”的视角[J].中国工业经济,2019(11):155-173.
- [10] Wang D, Chen S. Digital Transformation and Enterprise Resilience: Evidence from China[J]. *Sustainability*, 2022, 14(21): 14218.
- [11] Lakonishok J, Shleifer A, Vishny R W. The impact of institutional trading on stock prices[J]. *Journal of financial economics*, 1992, 32(1): 23-43.
- [12] 马超群,田勇刚.股息率、机构投资者与股价崩盘风险[J].系统工程理论与实践,2020,40(12):3019-3033.
- [13] Faugere C., and H.A.Shawky.Volatility and Institutional Investor Holdings in a Declining Market:A Study of NASDAQ during the Year 2000[J].*Journal of Applied Finance*,2003,13:32~42.
- [14] Demirgüç-Kunt A, Maksimovic V. Law, finance, and firm growth[J]. *The journal of finance*, 1998, 53(6): 2107-2137.

【作者简介】

倪奕璠（2000-），女，汉族，硕士研究生，会计理论与实务。Email: 13576139366@163.com

