

对冲型融资是否促进企业ESG表现？

——基于 A 股非金融公司数据的实证研究

顾程成

南京信息工程大学商学院，江苏 南京

收稿日期：2023年6月30日；录用日期：2023年7月31日；发布日期：2023年8月7日

摘 要

ESG说的是环境、社会责任和公司治理，这是一种绿色可持续经营的衡量标准，是企业主动承担相关责任的表现，对冲型融资则是以企业经营活动现金流作为指标对企业的一种划分方式。本文试图研究相关理论，以经营活动现金流量充足性、结构合理性和成长性这三个特征为切入点，采用文献研究和实证分析的方法来探究企业对冲型融资与企业ESG表现之间的关系。通过相关研究发现对冲型融资对于企业ESG表现的影响是多方面的，企业经营活动现金流的充足性会促进企业ESG表现；经营活动现金流结构合理性会对ESG表现有负面影响；而经营活动现金流的成长性与ESG表现没有明显相关关系。最后针对研究结果，提出相应建议，供政府与企业参考，同时丰富相关领域的理论研究。

关键词

ESG表现，对冲型融资，经营活动现金流，可持续发展

Does Hedge Funding Boost Corporate ESG Performance?

—An Empirical Study Based on the Data of A-Share Non-Financial Companies

Chengcheng Gu

School of Business, NUIST, Nanjing Jiangsu

Received: Jun. 30th, 2023; accepted: Jul. 31st, 2023; published: Aug. 7th, 2023

Abstract

ESG refers to the Environment, Social and Governance. This is a measure of green and sustainable

operation, and it is the performance of enterprises taking the initiative to assume relevant responsibilities. Hedging financing is a way of division which based on the cash flow of the company's operating activities as an indicator. This paper attempts to study the relevant theories, starting from the three characteristics of cash flow adequacy, structural rationality and growth in operating activities, and adopts the methods of literature research and empirical analysis to explore the relationship between corporate hedging financing and corporate ESG performance. Through relevant research, it is found that the impact of hedge financing on corporate ESG performance is multi-faceted. The adequacy of corporate cash flow from operating activities will promote corporate ESG performance; the rationality of the cash flow structure of operating activities will have a negative impact on ESG performance; there is no clear correlation between cash flow growth and ESG performance. Finally, according to the research results, corresponding suggestions are put forward for the government and enterprises to refer to, and at the same time enrich the theoretical research in related fields.

Keywords

ESG Performance, Hedge Financing, Cash Flow from Operating Activities, Sustainable Development

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

2006年在联合国环境规划署金融行动机构的号召下,高盛等金融机构提出了 ESG (Environmental, Social and Governance)这一全新的概念,随后众多非政府组织和第三方机构也在关注并积极推广这一概念。ESG致力于引导投资人和企业管理者在投资和经营企业过程中注重经营的可持续性。由于企业 ESG 反映了企业活动对于环境的影响、企业承担社会责任的情况以及企业自身治理水平,这与当前中国经济高质量、可持续发展方针相吻合,所以近些年来国内对于 ESG 的相关投资在不断增加,投资人和企业管理者也日趋重视企业的 ESG 表现。对冲型融资是企业经营活动现金流充足的表现,在影响企业经营状况的众多因素中,现金流量状况尤为重要,由于企业的管理不善、盲目扩张等原因造成企业资金链断裂的状况也常常出现。目前企业的资产负债表和利润表都是基于权责发生制编制的,而基于首付实现的现金流量表,能够对财报进行较好的补充,更好地反映企业财务信息,避免财务失真等问题。现金流量的质量还可以在在一定程度上反映企业的盈利能力和偿债能力,具有较高的信息解读价值。

综上所述,本文试图通过分析企业经营活动现金流状况和 ESG 表现来探究二者是否存在一定的相关性,借此反映对冲型融资对企业 ESG 表现的影响,并尝试对此提出相应的建议。

2. 文献综述

2.1. ESG 研究

黄世忠(2021) [1]作为国内 ESG 研究领域的引领者,一直致力于推动国内 ESG 的应用落地,通过分析 ESG 信息披露的优势,主张强化企业对 ESG 相关的信息披露。Af A、MgB (2018)等[2]也对于企业 ESG 信息披露对公司价值的调节作用展开研究,发现财务表现良好的企业对于 ESG 信息的披露对其公司价值有一定的负面作用。邱牧远、殷红(2019) [3]分析了上市公司融资成本和 ESG 表现的相关关系后发现:企

业的融资成本会随着企业 ESG 表现的提升而下降, 并且市场估值也会得到提升; 与此同时如果提升 ESG 信息的披露质量可以增强 ESG 表现和融资成本之间的相关性。孙冬、杨硕(2019)等以电力公司为例分析企业 ESG 表现与系统性风险关系, 研究指出: 企业投资者与企业管理者对 ESG 指标存在一定的双重忽视现象, 导致我国 ESG 投资发展缓慢; 此外对于企业 ESG 表现的信息披露缺乏相关的规范和要求, 使得我国 ESG 发展体系不够完善, 这需要政府引导、企业响应, 最终多方形成合力, 一起完善我国 ESG 体系[4]。大部分关于 ESG 的研究往往是将 ESG 表现作为自变量, 由此研究其与企业某种因素的相关关系, 而将其作为被解释变量去分析企业 ESG 表现的原因的相关研究比较少。Cucari、Nicola (2018)等[5]研究了企业管理层多元化程度对于企业 ESG 表现的影响, 发现董事会的文化、性别和学历水平等多元化程度会对于企业 ESG 表现有着积极影响。柳学信、李胡扬(2021)等[6]将企业 ESG 表现作为被解释变量, 研究了公司党组织治理对其 ESG 表现的影响, 认为企业党组织治理对于 ESG 表现具有一定的正向作用, 特别是对于非国有制企业来说, 正向作用尤为显著。

2.2. 经营活动现金流量研究

基于经营活动现金流的充足性、结构合理性、稳定性、成长性这四个方面, 学者们展开诸多研究。薛洋(2016) [7]针对这四个特征与公司股价异常变动的关系展开研究, 研究发现这四个特征与股价的异常变动均呈现负相关关系, 即经营活动现金流各项特征表现越好, 公司股价表现越稳定。杨方文、田苗(2010) [8]等从经营活动现金流的角度入手分析了上市公司利润的稳定性, 其研究发现: 上市公司有高质量的现金流是利润稳定的必要条件, 而经营活动产生的现金流在对于利润稳定性的作用尤为显著, 并且由于现金流的收付实现特质, 它与权责发生制下的资产负债表和利润表比起来, 能更有效的表现出真实的利润稳定状况。潘立生、葛睿(2016) [9]研究了 A 股制造业公司的企业信用与经营活动现金流的相关性, 并且得出企业经营活动现金流的各项特征都对企业信用有着正向的影响作用。其研究表面: 企业经营活动现金流的充足性越强, 其信用表现就会越好; 企业经营活动现金流的稳定性越强, 它的信用表现也就会越好; 企业主营业务现金流量占比越高, 即其经营活动现金流量结构越合理, 在此情况下企业的信用情况同样也会越好。

2.3. 文献综评

通过对现有国内外相关文献的研究, 发现对于 ESG 的研究最早从国外开始的, 在这一领域的成果也比较丰硕, 国内对于 ESG 的研究起步比较晚, 重点在探讨 ESG 对企业相关绩效的影响机理以及 ESG 相关评级评分指标的制定与规范。据相关研究表明, 企业良好的 ESG 表现有利于企业提升相关财务绩效、降低融资成本、提升创新水平。此外, 研究也发现了国内企业对于 ESG 的信息披露体系还不完善, 不利于 ESG 的应用与推广。在对于 ESG 的相关研究中, 大量研究将 ESG 作为解释变量, 讨论其对于企业其他要素的影响, 讨论 ESG 表现成因的文献较少, 本文在基础上进行创新, 补充研究了经营活动现金流对于企业 ESG 表现的影响。

鉴于 ESG 是比较新颖的概念, 国内暂时没有对于经营活动现金流和 ESG 表现的影响研究。本文决定从经营活动现金流特征的充足性、结构合理性和成长性这三个方面分别探究其对企业 ESG 表现的影响。

3. 研究假设

目前学界对于 ESG 这一概念的研究重点基本上都放在了 ESG 表现对企业各种财务指标影响上, 少有人将 ESG 表现作为被解释变量进行研究。本文在经过相关理论研究后, 发现企业经营活动现金流等财务指标可能会对 ESG 表现有一定的影响, 为探究具体影响的情况, 进行了如下假设。

3.1. 经营活动现金流的充足性对企业 ESG 表现的影响

现金流量充足对于企业经营起着至关重要的作用, 陈志斌、韩飞畴(2002)等[10]就曾提出企业想要发展必须要有足够的现金流, 这样才能在市场上购买企业生产经营所需的材料, 才能雇佣劳动力为企业提供劳动, 进而帮助企业运转创造价值和利润, 实现企业经营的良性循环。蔡海静、汪祥耀(2019) [11]等认为相较于利润收入, 企业经营活动现金流更能有效反映企业经营状况。因为利润具有一定的可操作性, 可能会有相关企业出于某种目的对利润进行调增或者调减, 这就导致利润存在不稳定性, 经营活动现金流量则在一定程度上个比利润表要稳定且持续, 更能有效反映企业盈利情况。ESG 表现的提升需要长期稳定的投入才有机会实现, 往往只有盈利状况良好、现金流量充足的公司才有意愿投资这些不会产生即时收益的项目。

综上所述, 提出假设 H1。

H1: 企业经营活动现金流量充足性与企业 ESG 表现呈正相关。

3.2. 经营活动现金流的结构合理性对企业 ESG 表现的影响

经营活动现金流量结构合理性是对企业经营状况的体现, 与经营活动现金流量充足性指标不同, 结构合理性并没有对现金数量进行简单考察, 而是从收入构成的角度来对企业营运状况进行评估。往往认为主营业务收入占比越高的企业的现金流结构越合理。但是在企业经营活动现金流结构合理性对于企业财务与非财务绩效表现的影响的研究中, 学界有着不同的看法。周兵、徐辉(2016) [12]等的研究表明企业现金流与企业社会责任的履行有着正相关关系; 颜剩勇(2006) [13]也认为企业的营运能力与企业环境保护等社会责任的承担有着正向的关系; 张湜(2020) [14]以苏宁为例, 通过实证研究发现, 企业的营运能力下降反而更能促进其社会责任的释放; 孙冬、杨硕(2019)等[4]也通过实证分析发现企业营运能力的提高会造成对 ESG 表现的忽视。

综上所述, 提出假设 H2-1、H2-2。

H2-1: 经营活动现金流量的结构合理性对企业 ESG 表现呈正相关。

H2-2: 经营活动现金流量的结构合理性对企业 ESG 表现呈负相关。

3.3. 经营活动现金流的成长性对企业 ESG 表现的影响

依据企业生命周期理论, 在企业创业初期需要大量的资金投入, 由于此时的业务还未起步, 无法产生足够的现金流量供企业生产经营使用, 大部分来源于外部融资。随着企业不断发展, 业务步入正轨, 经营活动产生的现金流也会逐渐增加, 此时的企业才会有有一定的盈利能力, 并将部分结余用于投资或扩大生产。经营活动现金流量增长迅速的企业一般是处于成长期, 这时期企业的盈利能力往往比较强, 有一定的资金富余用于投资。

综上所述, 提出假设 H3。

H3: 经营活动现金流量的成长性对企业 ESG 表现呈正相关。

4. 研究设计

4.1. 样本选取与数据来源

本文选用的企业经营活动现金流量等相关财务数据来自于上证深证 A 股上市公 2009~2020 年的财务报表。在此基础上剔除了经营情况异常的 ST 公司, 还剔除了财务报表结构和会计科目特殊的金融保险行业。企业 ESG 表现选取了华证对于企业的 ESG 评级。本文经过数据搜寻及匹配, 共计获得沪深 A 股 1466 家上市公司 2009~2020 年相关数据 17592 条。样本数据来源主要为国泰安数据库。本文所使用的计量操

作软件为 Stata16.SE。

4.2. 变量定义

被解释变量：企业 ESG 表现(ESG)。本文选取华证对于企业的 ESG 评级，借此衡量企业的 ESG 表现，对于华证的 9 个评级从低到高分分别赋值 1~9，借此代替企业的 ESG 表现水平。

解释变量：本文从经营活动现金流量的充足性、结构合理性和充足性这三方面为方向选取相关解释变量。用企业经营活动现金净流量和企业总资产的比值(NCFO)和企业每股经营活动现金净流量(NCFOPS)这两个指标来衡量企业的经营活动现金流量的充足性；用企业销售商品提供劳务收到的现金占经营活动现金总流入的比重(MAIN)和收到的其他与经营活动相关的现金占经营活动现金总流入的比重(ELSE)这两项指标来衡量企业经营活动现金流量的结构合理性；采取企业经营活动现金净流量的增长率(GROWTH)来反映企业经营活动现金流量的成长性。

控制变量：公司规模(SIZE)、上市年数(ListedY)、总资产报酬率(ROA)、销售毛利率(ROM)、总资产同比增长率(GRTA)、财务杠杆(DTA)、营业外收入(SUBS)。

变量具体的定义及计算方式如表 1。

Table 1. Variable definition table

表 1. 变量定义表

变量类型	变量符号	变量含义	变量计算
被解释变量	ESG	企业 ESG 表现	华证 ESG 评级
解释变量	充足性	NCFO	经营活动现金净流量与总资产占比值
		NCFOPS	每股经营活动现金净流量
	结构合理性	MAIN	主营业务现金流占经营活动现金总流入比重
		ELSE	其他与经营活动相关的现金占经营活动现金总流入比重
	成长性	GROWTH	经营活动现金净流量增长率
控制变量	SIZE	公司规模	公司总资产自然对数
	ListedY	上市年数	样本年度 - 上市年度
	ROA	盈利能力	总资产报酬率
	ROM	销售毛利率	销售毛利率
	GRTA	发展能力	公司总资产同比增长率
	DTA	偿债能力	公司总负债/总资产
	SUBS	营业外收入	营业外收入自然对数

4.3. 模型设计

为考察企业经营活动现金流对企业 ESG 表现的影响，本文构建以下模型，模型(1)是用来考察经营活动现金充足性与企业 ESG 表现的关系，模型(2)用来考察经营活动现金流结构合理性与企业 ESG 表现的关系，模型(3)用来表示经营活动现金流成长性与企业 ESG 表现的关系，三个模型同时控制了公司规模等

相关因素来帮助模型提升拟合程度。

$$ESG = \alpha_0 + \alpha_1 NCFO + \alpha_2 NCFOPS + Controls + \varepsilon \quad (1)$$

$$ESG = \alpha_0 + \alpha_1 MAIN + \alpha_2 ELSE + Controls + \varepsilon \quad (2)$$

$$ESG = \alpha_0 + \alpha_1 GROWTH + Controls + \varepsilon \quad (3)$$

5. 实证分析

5.1. 描述性统计

表 2 列示了主要变量的描述性统计分析结果。本文从样本量、平均值、中位数、标准差、最小值和最大值六个方面进行了描述性统计分析。表 2 显示, 企业 ESG 评分最小值为 1 即 CCC 等级, 最大值为 9 即 AAA 等级, 平均值是 6.694, 标准差为 1.134, 说明样本之间的 ESG 表现程度参差不齐; 经营活动现金流的总资产占比(NCFO)普遍较小, 但是因为标准差 0.083, 所以各公司之间的差距也较小; 每股经营活动现金流(NCFOPS)差异较大, 标准差 4.803 说明两极分化严重; 这两个指标反映出公司经营活动现金流量充足性差距较大, 而且经营活动现金流量数额普遍较小; 主营业务现金流占比(MAIN)为总体较高, 其他经营活动现金流量占比(ELSE)总体较低, 体现出公司经营活动现金流量结构合理性总体上处在较高水平; 经营活动现金流的成长性(GROWTH)的差距最大, 无论是从极值上看还是从标准差上来看, 成长性指标的两极分化现象都比较严重。同时, 公司规模(SIZE)的标准差较大, 为 1.434, 说明我国上市公司的规模参差不齐, 资本实力差距较为明显。另外, 控制变量中, 除了公司总资产同比增长率(GRTA)的标准差较大外, 其他控制变量的标准差均在合理范围。

经过描述性统计可以发现, NCFOPS、GROWTH、ListedY、GRTA 等变量的标准差较大, 考虑有存在极端数据的可能, 为避免极端数据对总体样本的影响, 本文决定对数据采取缩尾处理, 将总体 1%~99% 外的样分别用 1% 和 99% 处的数值代替。

Table 2. Descriptive statistics

表 2. 描述性统计

变量描述	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
ESG	6.694	6	1.134	1	9
NCFO	0.058	0.055	0.083	-1.674	2.457
NCFOPS	0.083	0.109	4.803	-536.7	123.8
MAIN	0.937	0.964	0.090	0	1.496
ELSE	0.054	0.025	0.087	0	0.995
GROWTH	0.612	-0.028	62.62	-6048	1975
SIZE	22.51	22.37	1.434	15.58	28.64
ListedY	14.13	14	6.089	0	30
ROA	0.038	0.034	0.148	-6.776	8.441
ROM	0.269	0.229	0.179	-1.083	1.154
GRTA	0.957	0.084	52.54	-0.896	4720
DTA	2.925	2.053	3.578	0.073	141.2
SUBS	16.37	16.46	2.004	0.802	24.38

5.2. 相关性分析

本文采用皮尔森相关系数评价企业 ESG 表现、经营活动现金流充足性、结构合理性及其他控制变量之间的相关性，分析结果见表 3。企业 ESG 表现(ESG)与企业经营活动现金流对总资产占比(NCFO)的相关系数为 0.053，在 1%的水平上显著为正，说明企业经营活动现金流充足性越高，企业 ESG 表现越好，符合假设 H1。主营业务现金流占比(MAIN)与企业 ESG 表现相关系数为 0.048，在 1%的水平上显著为正，企业其他经营活动现金流量占比(ELSE)与企业 ESG 表现相关系数为-0.047，在 1%的水平上显著为负，说明企业销售商品、提供劳务等业务现金流占比与企业 ESG 表现存在一定正相关关系，而企业其他业务收入占比与企业 ESG 表现有存在负相关关系，但是因为系数较小，假设 H2-1 与 H2-2 成立与否还需要进一步的验证。经营活动现金流增长率(GROWTH)与企业 ESG 表现的相关系数为-0.005，且不显著，初步表明企业经营活动现金流成长性与企业 ESG 表现无明显相关关系。

Table 3. Correlation analysis

表 3. 相关性分析

	ESG	NCFO	NCFOPS	MAIN	ELSE	GROWTH	SIZE
ESG	1						
NCFO	0.053***	1					
NCFOPS	0.040***	0.792***	1				
MAIN	0.048***	0.122***	0.096***	1			
ELSE	-0.047***	-0.116***	-0.089***	-0.971***	1		
GROWTH	-0.005	0.392***	0.382***	0.003	-0.008	1	
SIZE	0.356***	0.060***	0.161***	0.096***	-0.093***	0.023***	1
ListedY	0.104***	-0.036***	0.028***	-0.090***	0.102***	-0.005	0.263***
ROA	0.109***	0.395***	0.183***	0.111***	-0.110***	0.064***	0.023***
ROM	0.050***	0.249***	0.076***	-0.073***	0.083***	0.034***	-0.101***
GRTA	-0.019**	-0.013	-0.020**	-0.01	0.009	0.135***	0.054***
DTA	-0.033***	0.111***	-0.084***	0.014	-0.016*	-0.014	-0.310***
SUBS	0.197***	0.040***	0.101***	0.021**	-0.031***	0.028***	0.507***
ListedY	ROA	ROM	GRTA	DTA	SUBS		
ListedY	1						
ROA	-0.107***	1					
ROM	-0.053***	0.421***	1				
GRTA	-0.094***	0.166***	0.086***	1			
DTA	-0.147***	0.259***	0.339***	0.009	1		
SUBS	-0.050***	0.071***	-0.142***	0.058***	-0.242***	1	

5.3. 多重共线性检验

由相关系数表可以看出，企业 ESG 表现(ESG)与体现企业经营活动现金流量充足性变量(NCFO、NCFOPS)、体现企业经营活动现金流量结构合理性变量(MAIN、ELSE)、均在 1%显著性水平上显著，与

控制变量也存在较为显著的相关性。但自变量与控制变量之间也有明显关联，所以为了防止变量间的高度相关性影响结果的可信度，本文在建立回归模型之前采用方差膨胀系数(VIF)检验法对多重共线性进行检验。

由表 4~6 可以看出，拟构建的三个模型中所有变量的 VIF 远低于 10，且 VIF 均值仅为 1.140、1.160 和 1.310，所以判定模型未受多重共线性的干扰，可以构建多元线性回归模型对研究对象间的关系进行分析。

Table 4. Model (1) test

表 4. 模型(1)检验

Variable	VIF	1/VIF
SIZE	1.530	0.652
SUBS	1.430	0.697
ROA	1.320	0.759
ROM	1.280	0.780
DTA	1.250	0.797
ListedY	1.130	0.888
NCFOPS	1.060	0.946
GRTA	1.050	0.954
Mean VIF	1.260	

Table 5. Model (2) test

表 5. 模型(2)检验

Variable	VIF	1/VIF
SIZE	1.550	0.645
SUBS	1.440	0.694
ROA	1.310	0.761
ROM	1.310	0.765
DTA	1.250	0.799
ListedY	1.150	0.870
ELSE	1.070	0.933
GRTA	1.050	0.957
Mean VIF	1.270	

Table 6. Model (3) test

表 6. 模型(3)检验

Variable	VIF	1/VIF
SIZE	1.590	0.631
SUBS	1.470	0.682
ROM	1.330	0.751

Continued

ROA	1.310	0.763
DTA	1.290	0.772
ListedY	1.160	0.859
GRTA	1.040	0.958
Mean VIF	1.310	

5.4. 回归分析

由于本文主要研究对象为上市公司经营活动现金流充足性和结构合理性对公司 ESG 表现的影响, 本文首先构建以公司 ESG 表现(ESG)为被解释变量, 以经营活动现金流量占总资产比重(NCFO)为核心解释变量, 每股经营活动现金流量(NCFOPS)为次解释变量的多元线性回归模型; 其次构建以公司 ESG 表现为被解释变量, 以主营业务现金流占比(MAIN)为核心解释变量, 其他经营活动现金流量占比(ELSE)为次解释变量的多元线性回归模型, 最后构建以公司 ESG 表现为被解释变量, 以经营活动现金流增长率(GROWTH)为核心解释变量的回归模型, 回归结果表 7 所示。

Table 7. Regression analysis results

表 7. 回归分析结果

VARIABLES	(1) 充足性	(2) 结构合理性	(3) 成长性
NCFO	0.598*** (3.11)		
NCFOPS	-0.314*** (-4.85)		
MAIN		-0.846** (-2.34)	
ELSE		-0.874** (-2.35)	
GROWTH			-0.004 (-1.58)
SIZE	0.313*** (45.26)	0.181*** (14.16)	0.286*** (35.30)
ListedY	0.004*** (2.73)	0.001 (0.34)	0.005*** (3.15)
ROA	1.567*** (10.38)	0.566*** (4.56)	1.466*** (8.49)
ROM	0.320*** (6.17)	-0.124* (-1.67)	0.305*** (5.12)
GRTA	-0.168*** (-10.14)	-0.082*** (-6.49)	-0.135*** (-6.57)

Continued

DTA	0.022*** (5.52)	0.020*** (4.40)	0.027*** (5.91)
SUBS	0.012** (2.56)	0.005 (1.10)	0.022*** (3.96)
Constant	-0.779*** (-5.64)	3.325*** (7.57)	-0.360** (-2.26)
Observations	17,473	17,474	13,624
R-squared	0.168	0.028	0.145
F	391.1	51.52	289.8

t-statistics in parentheses; ***p < 0.01, **p < 0.05, *p < 0.1.

由表 7 中可以看出, 模型(1)和(2)的核心解释变量和各控制变量回归系数显著性较高。在模型(1)中, 在控制公司规模(SIZE)、上市年数(ListedY)、总资产报酬率(ROA)、销售毛利率(ROM)、总资产同比增长率(GRTA)、财务杠杆(DTA)、营业外收入(SUBS)的情形下, 经营活动现金流量占总资产比重(NCFO)对企业 ESG 表现(ESG)的回归系数为 0.598, 在 1%显著性水平上显著。即经营活动现金流量占总资产比重(NCFO)与企业 ESG 表现(ESG)呈正向相关, 且经营活动现金流量占总资产比重越高, 企业 ESG 表现越好, 因此该结果意味着企业经营活动现金流充足性越好, 企业 ESG 表现越好, 说明假设 H1 成立。

控制变量中, 公司规模(Size)系数为 0.313, 在 1%的水平上显著为正, 说明企业规模与企业 ESG 表现正相关关系, 企业规模越大, 越注重 ESG 的相关投资, 因此企业 ESG 表现也随之变好。总资产报酬率(ROA)和销售毛利率(ROM)的系数分别为 1.567 和 0.320, 均在 1%的水平上显著为正, 企业 ESG 表现会随着企业盈利能力增加而升高。总资产同比增长率(GRTA)的系数为-0.168, 在 1%的水平上显著为负, 说明企业在扩大经营的过程中可能会忽略 ESG 的投入, 从而使公司 ESG 表现变差。此外, 上市年数(ListedY)、财务杠杆(DTA)、营业外收入(SUBS)等控制变量均在 1%的水平上显著为正, 但系数较低, 说明相关性不强。

在模型(2)中, 在控制公司规模(SIZE)、上市年数(ListedY)、总资产报酬率(ROA)、销售毛利率(ROM)、总资产同比增长率(GRTA)、财务杠杆(DTA)、营业外收入(SUBS)的情形下, 主营业务现金流占经营活动现金总流入比重(MAIN)对企业 ESG 表现(ESG)的回归系数为-0.846, 在 5%显著性水平上显著; 企业其他与经营活动相关的现金占经营活动现金总流入比重(ELSE)对企业 ESG 表现的回归系数为-0.874, 在 5%显著性水平上显著, 即主营业务现金流占经营活动现金总流入比重和其他与经营活动相关的现金占经营活动现金总流入比重与企业 ESG 表现均呈负向相关, 因此该结果意味着企业经营活动现金流结构合理性越好, 企业 ESG 表现反而会下降。这表明假设 H2-2 成立, 拒绝假设 H2-1。

在模型(3)中, 企业经营活动现金流增长率(GROWTH)与企业 ESG 表现回归系数仅为-0.004, 且回归结果不显著。结合上文相关性分析的结果, 基本判断企业经营活动现金流成长性与企业 ESG 表现无明显关系, 拒绝假设 H3。

企业经营活动现金流量充足的情况下比较有意愿投入 ESG 建设, 使得企业 ESG 表现良好, 但是企业经营活动现金流结构合理性的提高却会造成对 ESG 表现的忽视。孙冬、杨硕(2019)等也曾有过相关的发现, 他们经过研究发现经营能力良好的企业可能会忽视企业 ESG 表现。本文作者将这种现象理解为,

当企业主营业务收入占比较高时，企业实际上处在一个快速发展的阶段，此时的企业管理者会把更多的经历放在企业的业务开拓和内部管理上，再加上盈利状况的良好，企业也不太需要重点打造企业形象等来吸引投资人注意，在以上两点的双重作用下，使得主营业务收入占比较高的企业 ESG 表现平平。同时值得注意的是，企业营业外收入对于 ESG 表现有着一定的正向影响，在一定程度上也反映了政府补贴等一系列营业外收入有利于企业 ESG 表现的提升。

5.5. 稳健性检验

5.5.1. 替换变量法

为了进一步检验模型的稳健性，在对模型(1)的检验中，本文将企业经营活动现金流充足性指标使用经营活动现金流量自然对数进行替换后再次进行回归，在对模型(2)的检验中，本文采用主营业务收入代替销售商品提供劳务收到的现金进行计算，结果如下表 8 所示。经营活动现金流充足性与企业 ESG 表现在 1% 的显著性水平下显著正相关，结构合理性指标与 ESG 表现出仍然呈负相关，结果在 1% 的显著性水平下显著。各控制变量的显著性几乎无波动，进一步说明前文模型是稳健的。

Table 8. Regression results of substitution variable method

表 8. 替换变量法回归结果

VARIABLES	(1) 充足性	(2) 结构合理性
NCFO	0.051*** (4.10)	
NCFOPS	-0.524*** (-6.82)	
MAIN		-0.262*** (-7.79)
ELSE		-0.318*** (-3.57)
SIZE	0.246*** (17.14)	0.306*** (44.14)
ListedY	0.005*** (3.07)	0.004*** (2.66)
ROA	1.573*** (8.59)	1.646*** (11.38)
ROM	0.250*** (4.18)	0.293*** (5.60)
GRTA	-0.169*** (-8.92)	-0.163*** (-9.92)
DTA	0.024*** (5.04)	0.023*** (5.80)

Continued

SUBS	0.020*** (3.54)	0.011** (2.27)
Constant	-0.314* (-1.93)	-0.346** (-2.38)
Observations	13,707	17,474
R-squared	0.152	0.170
F	273.3	396.2

t-statistics in parentheses; ***p < 0.01, **p < 0.05, *p < 0.1.

5.5.2. 替换年限法

为防止 2009~2010 年的企业数据受到 2008 年全球次贷危机的影响使公司数据存在特殊性,在此剔除 2009~2010 年的数据选用 2011~2020 这十年数据作为样本采用同样的模型进行回归分析,结果如表 9。回归结果和原样本结果差别较小,在关键指标上没有较大变化,从而可以证明上述模型的稳健性较好。

Table 9. Regression results of replacement years method

表 9. 替换年限法回归结果

VARIABLES	(1) 充足性	(2) 结构合理性	(3) 成长性
NCFO	0.674*** (2.91)		
NCFOPS	-0.373*** (-4.79)		
MAIN		-0.839** (-2.24)	
ELSE		-0.919** (-2.38)	
GROWTH			-0.001** (-2.10)
SIZE	0.341*** (43.03)	0.230*** (15.88)	0.297*** (32.96)
ListedY	0.002 (1.00)	-0.029*** (-10.01)	0.002 (0.99)
ROA	1.835*** (10.59)	0.583*** (4.46)	0.168** (2.45)
ROM	0.270*** (4.62)	-0.077 (-0.97)	0.490*** (8.11)

Continued

GRTA	-0.203*** (-10.35)	-0.070*** (-5.04)	-0.000 (-0.59)
DTA	0.025*** (5.33)	0.022*** (4.32)	0.011*** (3.45)
SUBS	0.020*** (3.79)	-0.016*** (-3.47)	0.028*** (4.55)
Constant	-1.499*** (-9.32)	3.009*** (6.39)	-0.617*** (-3.53)
Observations	14,607	14,607	11,297
R-squared	0.181	0.021	0.143
F	357.7	32.04	234.7

t-statistics in parentheses; ***p < 0.01, **p < 0.05, *p < 0.1.

6. 研究结论和相关建议

6.1. 研究结论

本文选取了除金融公司，ST 公司以外的上证深证 A 股上市公司 2009~2020 年的数据，从经营活动现金流特征的两个方面进行实证检验了企业经营活动现金流对企业 ESG 表现的影响。基于本文的实证结果得出以下结论：

第一：长期看来企业经营活动现金流量充足有利于提升企业 ESG 表现。根据选取样本的回归分析结果可以看出，经营活动现金流充足性与企业 ESG 的表现呈显著正相关。由于现金流是企业经营状况的有效反映，只有现金流量充足的企业才会有意愿和精力去投资 ESG 等非即时回报类项目。盈利能力强的公司也会更加注重非财务指标的考核，借此提高公司形象，创造品牌效应，赢得商誉。

第二：企业经营活动现金流量结构合理性与企业 ESG 表现呈负相关。通过对相应回归结果的分析，发现企业主营业务收入现金流占现金流总收入的比重越高，企业的 ESG 表现会越低。这反映了经营活动结构合理性好的企业对非财务指标的忽视，使得对 ESG 表现起到负面作用。

第三：企业规模和盈利能力对 ESG 表现有较强的影响。规模较大的公司往往更加注重 ESG 的相关投入，更加趋向长远考虑，渴望公司的发展可持续。而规模小的公司往往更加注重扩大营业规模而忽视企业 ESG 表示和相关投入。此外，盈利能力强的公司 ESG 表现往往也比较好，原理与结论一类似，同时也是对结论一的印证。

6.2. 相关建议

6.2.1. 对政府的相关建议

1) 健全和完善 ESG 披露相关规范。当下相关证券市场对于 ESG 虽然存在一定的要求，但通常都非强制性，属于企业自愿披露。政府应该通过出台对应的法律法规，要求企业及时有效披露 ESG 相关信息，来对企业形成约束，也强化投资人对 ESG 相关指标的重视。

2) 统一 ESG 衡量标。当下对 ESG 的评级评分机构众多，其中各家标准不一，使得 ESG 缺乏公信力。

政府应该通过制定统一的 ESG 衡量标准,消除当前因为众多机构衡量标准不一而带来的 ESG 推广难度。

3) 引导 ESG 板块投资。政府可以引导个人养老金、社会保险等项目对于 ESG 的投资,通过这些长期资金的投入吸引更多金融机构和投资者,为 ESG 板块的投资创造充足资金,企业自然也就设法提升自身的 ESG 表现并积极提供相关信息的披露,来吸引资金注入,实现双赢。

4) 加强监督和惩处力度。政府也应该积极作为,相关部门定期对企业进行监督检查,对于违反相关规定的企业,应当加大惩罚力度,借此起到警示作用。

5) 宣传 ESG 理念。加强环境保护社会责任等相关文化的宣传工作。营造良好的社会氛围,引导企业自发保护环境和承担起社会责任。

6.2.2. 对企业的相关建议

1) 提升公司治理水平。企业管理者应该树立可持续发展的观念,积极参与公司治理,健全公司各项制度,这本身就是 ESG 中的一环。通过相关制度的自我约束,保证公司经营过程中兼顾对环境的保护以及对社会责任的承担。

2) 增加研发投入。企业应当强化对环境技术的研发投入,提高资源利用率,实现绿色生产,打造环境友好型企业。企业也应该自上而下推动社会责任的承担意识,通过良好的企业行为回馈社会,提升企业形象。

3) 加强对现金流的管理。通过本文的研究发现企业如果想提高 ESG 表现,除了要加强环境保护意识、积极承担社会责任和注重公司内部治理外,提高公司经营状况,保证公司经营活动现金流的充足性,也能够一定程度上促进企业的 ESG 表现。这要求管理者应该注意生产经营过程中对于现金流量的及时监控和适时调整,保证企业现金流量充足。

4) 主动披露 ESG 表现。企业管理者应该主动披露企业 ESG 表现,便于投资人等利益相关者对企业进行相对准确的价值判断,有利于吸引投资或争取相关政府补助。企业也可以通过这种主动披露的方式来约束自身经营行为,将此举转化为内驱力,提升企业整体发展水平。

参考文献

- [1] 黄世忠. ESG 理念与公司报告重构[J]. 财会月刊, 2021(17): 3-10.
- [2] Fatemi, A., Glaum, M. and Kaiser, S. (2018) ESG Performance and Firm Value: The Moderating Role of Disclosure. *Global Finance Journal*, **38**, 45-64.
- [3] 邱牧远, 殷红. 生态文明建设背景下企业 ESG 表现与融资成本[J]. 数量经济技术经济研究, 2019(3): 108-123.
- [4] 孙冬, 杨硕, 赵雨萱, 等. ESG 表现、财务状况与系统性风险相关性研究——以沪深 A 股电力上市公司为例[J]. 中国环境管理, 2019, 11(2): 37-43.
- [5] Cucari, N., Falco, S. and Orlando, B. (2018) Diversity of Board of Directors and Environmental Social Governance: Evidence from Italian Listed Companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, **25**, 250-266. <https://doi.org/10.1002/csr.1452>
- [6] 柳学信, 李胡扬, 孔晓旭. 党组织治理对企业 ESG 表现的影响研究[J]. 财经论丛, 2022(1): 100-112.
- [7] 薛洋. 企业经营活动现金流量与股价变动的关系研究[J]. 财会通讯(下), 2016(3): 99-101.
- [8] 杨方文, 田苗, 李荔. 基于经营活动现金流量角度的上市公司利润稳定性实证分析[J]. 中国管理信息化, 2010(16): 37-39.
- [9] 潘立生, 葛睿. 企业信用与经营活动现金流相关性研究——基于 A 股制造业上市公司的经验数据[J]. 财会通讯(下), 2016(10): 125-128.
- [10] 陈志斌, 韩飞畴. 基于价值创造的现金流管理[J]. 会计研究, 2002(12): 45-50.
- [11] 蔡海静, 汪祥耀, 谭超. 高送转、财务业绩与大股东减持规模[J]. 会计研究, 2017(12): 45-51.
- [12] 周兵, 徐辉, 任政亮. 企业社会责任、自由现金流与企业价值——基于中介效应的实证研究[J]. 华东经济管理, 2010(16): 37-39.

2016, 30(2): 129-135.

[13] 颜剩勇. 基于企业社会责任的财务能力分析[J]. 生产力研究, 2006(6): 268-270.

[14] 张滢. 突发事件背景下企业营运能力与社会责任关系研究——以苏宁易购为例[J]. 全国流通经济, 2020(26): 13-15.