

ESG表现对财务风险影响效应研究

张璇, 田露*

山东建筑大学商学院, 山东 济南

收稿日期: 2025年10月9日; 录用日期: 2025年10月20日; 发布日期: 2025年12月3日

摘要

全球经济可持续发展进程加快与金融市场日益复杂的当下, 深入研究企业ESG表现与财务风险间的关联具有至关重要的意义。本文基于2014~2023年A股上市公司数据, 实证检验ESG表现与财务风险的关系。研究表明: 企业ESG表现越优, 其财务风险越低, 此结论在进行稳健性检验后仍成立, 同时, 高管薪酬激励在其中发挥了正向调节作用, 此外, 异质性分析发现ESG表现对非国有企业的财务风险抑制作用更明显。并提出企业应将ESG理念全面纳入日常经营决策流程及长期战略制定中, 政府则应当通过制度建设和政策支持ESG实践活动的建议。

关键词

ESG表现, 财务风险, 高管薪酬激励

Study on the Impact of ESG Performance on Financial Risk

Xuan Zhang, Lu Tian*

Business School, Shandong Jianzhu University, Jinan Shandong

Received: October 9, 2025; accepted: October 20, 2025; published: December 3, 2025

Abstract

Against the backdrop of accelerating global economic sustainable development and increasingly complex financial markets, in-depth research on the relationship between corporate ESG (Environmental, Social, and Governance) performance and financial risk is of crucial significance. Based on the data of A-share listed companies from 2014 to 2023, this paper empirically examines the relationship between ESG performance and financial risk. The results show that: the better a company's ESG performance, the lower its financial risk—and this conclusion remains valid after robustness

*通讯作者。

tests. Meanwhile, executive compensation incentives play a positive moderating role in this relationship. Furthermore, heterogeneity analysis reveals that the inhibitory effect of ESG performance on financial risk is more significant in non-state-owned enterprises. Finally, the paper puts forward suggestions: enterprises should fully integrate the ESG concept into their daily operational decision-making processes and long-term strategy formulation; the government should support ESG practice activities through institutional construction and policy measures.

Keywords

ESG Performance, Financial Risk, Executive Compensation Incentives

Copyright © 2025 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

当前我国处于经济高质量发展的重要阶段,新质生产力作为驱动经济转型升级的核心动力,其“高科技、高效能、高质量”的特征对企业的发展提出了更高要求:既要通过技术创新与效率提升响应创新驱动战略,又必须巩固财务稳健的根基,以应对外部环境的不确定性。财务风险防控是企业可持续发展的前提,不仅关系着企业自身的经营安全,还可能通过产业链的传导对宏观经济的稳定产生影响。近年来,随着全球经济波动、产业结构调整以及国际贸易环境的变化,企业所面对的财务风险更加复杂且严峻。在此背景下,探索降低企业财务风险的路径是维护经济稳定、保障新质生产力高质量发展的重要举措。

ESG 表现作为评估企业可持续发展的重要指标,正逐步获得社会的关注与重视。ESG 理念推动企业在追求经济效益的过程中兼顾非财务价值创造,以实现长期稳健发展,与五大发展理念内涵相契合,是企业响应“双碳”战略、落实高质量发展要求的关键路径选择。已有研究发现,良好的 ESG 表现能够助力企业构建组织韧性[1],抑制股价波动[2],缓解投融资期限错配[3],提高投资效率[4]与营运资金管理效率[5],提升企业价值[6]等,在多个维度对企业产生积极效应。然而,也有学者认为企业在 ESG 方面的投入会占用企业资源,引起经营成本的上升,降低利润,抑制企业成长[7]。目前,关于 ESG 表现与财务风险的关系以及对于两者关系的影响机制的研究相对较少。

基于此,本文利用我国 A 股上市公司 2014~2023 年数据,通过实证模型检验 ESG 表现对企业财务风险的影响,并进一步探究高管薪酬激励在该影响中起到的调节作用,以期为企业更好地理解和实施 ESG 战略,助力新质生产力在财务稳健基础上加速发展提供借鉴。

2. 理论分析与研究假设

ESG 表现具有积极的财务风险缓释效应。一方面,基于利益相关者理论,企业在日常运营中需兼顾各方利益相关者的权益需求。良好的 ESG 表现体现出企业积极主动履行环保与社会义务,重视公司治理水平的提高,有助于得到利益相关者广泛认同与支持,构建稳定可靠的资源网络与协作关系,为抑制财务风险奠定了基础。从企业内部视角来看,企业通过良好 ESG 表现积累的优质与可持续性资源可以为企业长期研发与创新提供有力保障,推动生产流程优化与资源使用效率提升,逐步形成难以被模仿的差异化竞争优势,扩大市场占有率,增强盈利稳定性,降低财务风险。从企业外部视角来看,ESG 表现突出的企业增强了供应链上下游关系稳定性,提高企业在供应链网络中的话语权[8],增强客户粘性及品牌吸

引力, 为企业创造更多交易机会, 提高经营绩效; 同时, 还能有效规避因与供应商合作破裂引发的采购成本激增或原材料短缺, 保障生产运营稳定与连续性, 从源头阻断生产中断所导致的订单违约、客户流失及声誉受损等连锁负面效应, 实现对外源性财务风险的有效控制。

另一方面, 依据信号传递理论, 资本市场普遍面临着信息不对称的问题, 而通过良好的 ESG 表现传递出企业自身经营稳健与具备较强风险管控能力的正向信号。这种非财务信息的披露, 能够补充传统财务报告的信息缺口, 提高企业信息透明度, 帮助投资者、债权人等更全面地评估企业经营状况与长期价值, 信息不对称现象得以缓解, 增强其对企业的信心, 不仅能够减少债权人要求的风险溢价补偿, 节约债务融资成本[9], 有效缓解债务压力, 还能提升投资者的投资意愿, 促进企业市场估值水平的提高[10], 为企业带来更稳定的资金支持, 降低资金链断裂风险。同时, 透明的 ESG 信息披露能降低外部监督成本, 吸引分析师与媒体关注, 形成外部约束机制, 发挥监督效应, 抑制企业进行盈余管理等操纵财务数据的行为, 从而减少因财务信息失真引发信任危机导致的财务损失。此外, ESG 信息披露的及时性与透明度, 还能帮助企业及时有效地应对市场波动与监管要求, 减少因信息滞后或不透明导致的合规处罚、市场份额流失等引发的财务风险。由此提出如下假设:

H1: 企业 ESG 表现能显著降低财务风险。

高管作为企业战略决策的核心, 对企业发展方向、运营效能及风险防控具有重要影响。从委托代理理论视角来看, 企业所有权与经营权的分离可能使企业高管与股东在利益诉求方面产生分歧, 这种冲突往往引发管理者短视决策倾向, 加剧财务风险。具体而言, 高管因职业风险与短期收益导向, 他们更倾向于回避 ESG 这类需长期资源投入且回报周期长、不确定性高的项目, 将注意力集中于能快速提升短期业绩的活动, 忽视企业长期可持续发展能力的培养, 容易导致企业在面对监管处罚、声誉危机或融资收紧时缺乏韧性, 从而使现金流压力加大、盈收下滑及资本成本上升等加剧财务风险。薪酬激励可作为风险补偿降低高管风险厌恶程度[11], 缓解其对 ESG 项目中承担的风险与潜在成本的顾虑, 减少短视行为, 促使高管更积极地制定和推动 ESG 实践活动, 进而通过 ESG 表现的提升增强企业整体价值与市场声誉, 降低因短期机会主义行为引发的财务风险。其次, 薪酬水平满足高管心理预期能够推动高管更认真地披露内部控制缺陷, 提升内部控制质量[12]。高质量的内部控制不仅能为 ESG 战略的实施提供可靠的制度保障与执行环境, 确保 ESG 资源投入的效率, 还能进一步规范企业财务决策流程, 增强运营透明度与风险识别能力, 有效防范财务风险的发生。由此提出如下假设:

H2: 高管薪酬激励正向调节 ESG 表现与财务风险的关系。

3. 研究设计

3.1. 数据样本

本文以 2014-2023 年中国 A 股上市公司为研究对象, 剔除 ST、*ST 及金融企业; 剔除变量缺失样本; 对连续变量进行上下 1% 的缩尾处理。最终获得 28,503 份观测值。华证 ESG 数据来自 WIND 数据库, 其余数据来自 CSMAR 数据库。

3.2. 变量设置

被解释变量: 企业财务风险(Zscore)。采用 Altman [13] 提出的 Zscore 模型测算。公式为: $Zscore = (1.2 * \text{营运资金} + 1.4 * \text{留存收益} + 3.3 * \text{息税前利润} + 0.999 * \text{营业收入}) / \text{总资产} + 0.6 * \text{权益市值} / \text{总负债}$, 数值越大, 财务风险越小。

解释变量: 企业 ESG 表现(ESG)。参考韩一鸣等[14]研究, 将华证 ESG 评级 C—AAA 九个等级由低到高赋值为 1~9, 并取年度 4 次评分的均值。

调节变量: 高管薪酬激励(PAY)。参考张万里等[15]研究, 采用前三位高管薪酬总额的自然对数进行衡量。

控制变量: 选取企业规模(Size)、企业年龄(Age)、企业成长性(Growth)、净资产收益率(ROE)、股权集中度(Top1)、董事会规模(Board)、独立董事占比(Indep)作为本文控制变量。详细设定见表 1。

Table 1. Definition of variables

表 1. 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量说明
被解释变量	财务风险	Zscore	根据 Zscore 模型计算得到
解释变量	ESG 表现	ESG	华证 ESG 评级赋值
调节变量	高管薪酬激励	Pay	高管前 3 名薪酬总和的自然对数
	企业规模	Size	期末总资产自然对数
	上市年限	Age	ln(当年年份 - 上市年份 + 1)
	企业成长性	Growth	营业收入增长率
控制变量	净资产收益率	ROE	净利润/股东权益平均余额
	股权集中度	Top1	第一大股东持股比率
	董事会规模	Board	董事会人数自然对数
	独立董事占比	Indep	独立董事人数/董事会人数

3.3. 模型设定

本文设定如下模型用以检验 H1:

$$Zscore_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \gamma_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$Zscore_{i,t}$ 、 $ESG_{i,t}$ 、 $Controls_{i,t}$ 分别代表本文被解释变量财务风险、解释变量企业 ESG 表现以及控制变量, γ_i 、 μ_t 代表行业与年度固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差项。

构建调节效应模型检验 H2:

$$Zscore_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 Pay_{i,t} + \beta_3 ESG_{i,t} * Pay_{i,t} + \beta_4 Controls_{i,t} + \gamma_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$Pay_{i,t}$ 为高管薪酬激励, $ESG_{i,t} * Pay_{i,t}$ 为企业 ESG 表现和高管薪酬激励去中心化后的交互项。

4. 实证分析

4.1. 描述性统计

见表 2, Zscore 平均值为 5.014, 一般认为 Zscore 大于 2.67 为企业财务状况良好, 因此整体而言, 样本企业陷入财务困境的概率较低, 标准差为 5.508, 两个最值分别为 34.936 和 0.266, 反映出样本企业财务状况参差不齐。ESG 的均值为 4.183, 取值范围在 1 至 7.75 之间, 显示整体企业的 ESG 表现位于中等层次, 也有部分企业表现不佳, 有较大提升潜力。

Table 2. Descriptive statistics

表 2. 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
Zscore	28,503	5.014	5.508	0.266	34.936
ESG	28,503	4.183	0.801	1.000	7.750

续表

Size	28,503	22.336	1.293	20.080	26.398
Age	28,503	2.152	0.806	0.693	3.401
Growth	28,503	0.143	0.346	-0.523	1.947
ROE	28,503	0.065	0.110	-0.444	0.344
Top1	28,503	0.339	0.145	0.091	0.734
Board	28,503	2.104	0.195	1.609	2.639
Indep	28,503	0.378	0.054	0.333	0.571

4.2. 相关性分析

相关性分析结果见表3。企业ESG表现与Zscore相关系数为0.048，在1%水平上显著，表明ESG表现的提升会降低财务风险，初步验证了H1。各变量方差膨胀因子(VIF)介于1.080~1.690之间，表明变量间没有显著的多重共线性问题，见表4。

Table 3. Results of correlation analysis

表3. 相关性分析结果

	Zscore	ESG	Size	Age	Growth	ROE	Top1	Board	Indep
Zscore	1								
ESG	0.048***	1							
Size	-0.351***	0.202***	1						
Age	-0.163***	-0.051***	0.487***	1					
Growth	0.022***	-0.021***	0.041***	-0.083***	1				
ROE	0.189***	0.164***	0.129***	-0.092***	0.287***	1			
Top1	-0.040***	0.068***	0.185***	-0.037***	-0.001	0.156***	1		
Board	-0.106***	0.005	0.271***	0.192***	0.002	0.039***	0.019***	1	
Indep	0.027***	0.086***	-0.01	-0.024***	-0.005	-0.009	0.041***	-0.578***	1

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。

Table 4. Results of multicollinearity test

表4. 多重共线性检验结果

Variable	VIF	1/VIF
Board	1.690	0.592
Size	1.610	0.622
Indep	1.570	0.637
Age	1.430	0.700
ROE	1.170	0.853
Growth	1.110	0.903
ESG	1.110	0.903
Top1	1.080	0.928
Mean VIF	1.350	

4.3. 基准回归

模型(1)纳入控制变量前、后的结果, 见表 5 列(1)与列(2), 对应的 ESG 系数分别为 0.244 和 0.578, 始终在 1% 水平上显著。在经济意义上, 以列(2)为例, ESG 表现每提高 1 个标准差, 财务风险相对于其均值将降低 9.07% ($0.578 \times 0.801/5.014$)。由此验证了 ESG 表现能够有效抑制企业财务风险, H1 得到验证。

Table 5. Results of baseline regression

表 5. 基准回归结果

变量	(1)	(2)
	Zscore	Zscore
ESG	0.244*** (6.167)	0.578*** (14.944)
_cons	3.787*** (10.923)	38.116*** (49.305)
控制变量	No	Yes
年度固定	Yes	Yes
行业固定	Yes	Yes
观测值	28,503	28,503
Adj.R ²	0.130	0.262

注: 括号内为 t 值, ***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 水平上显著。下表同。

4.4. 稳健性检验

(1) 替换解释变量

改变华证 ESG 评级赋值方法, 分别将 A、B、C 三类评级赋值分别为 3、2、1, 取每年 4 次评分均值后得到 ESG_1。表 6 列(1)能够发现 ESG_1 系数为 0.939, 且在 1% 水平上显著, H1 仍成立。

(2) 滞后解释变量

鉴于 ESG 表现对财务风险的作用效果或许具有延迟效应, 将 ESG 表现滞后一期(L.ESG)进行检验。

表 6 列(2)显示 L.ESG 系数为 0.490 且显著, 仍然支持 H1。

(3) 剔除特殊年份

为排除新冠疫情这一外生冲击对企业经营活动及研究结果的潜在干扰, 剔除 2020~2022 年疫情集中影响期间的观测值后再次回归。见表 6 列(3), ESG 系数为 0.495 且显著, 本文结论稳健可信。

Table 6. Results of robustness tests

表 6. 稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	Zscore	Zscore	Zscore
ESG_1	0.939*** (10.620)		
L.ESG		0.490*** (12.017)	

续表

ESG			0.495***
			(11.293)
_cons	37.116***	40.506***	42.587***
	(47.929)	(49.030)	(45.058)
控制变量	Yes	Yes	Yes
年份固定	Yes	Yes	Yes
行业固定	Yes	Yes	Yes
观测值	28,503	23932	18129
Adj.R ²	0.260	0.270	0.285

4.5. 调节效应检验

模型(2)结果见表 7, ESG*Pay 的系数为 0.366 在 1% 的水平上显著, 意味着企业对高管实施薪酬激励水平越高, ESG 表现所发挥的对于财务风险的缓释效应越强, 即高管薪酬激励能够积极调节 ESG 表现与财务风险的关系, H2 得到验证。

Table 7. Results of moderating effect test
表 7. 调节效应检验结果

变量	(1)	
	Zscore	
ESG	0.565***	
	(14.601)	
Pay	0.675***	
	(12.717)	
ESG*Pay	0.366***	
	(7.447)	
_cons	32.538***	
	(35.977)	
控制变量	Yes	
年份固定	Yes	
行业固定	Yes	
观测值	28,503	
Adj.R ²	0.268	

4.6. 异质性分析

为了探讨 ESG 表现对财务风险的影响在不同产权性质下是否具有异质性, 将样本分为国有企业与非国有企业进行分析。结果见表 8 列(1)和(2)所示, 可以看出无论是国有企业还是非国有企业, ESG 系数均在 1% 水平上显著, 但相较于国有企业, 非国有企业的 ESG 表现对财务风险的影响效果更显著。其原因在于: 一方面, 国有企业的产权属性使其与政府之间存在更强的政治关联, 为企业带来隐性担保与资源

支持, 但也导致其对 ESG 投入所能带来的风险降低效果敏感度, 企业的 ESG 实践往往更倾向于满足政策合规与形象塑造需求, 而非完全内化为追求长期价值与提升核心竞争力的风险管理手段。然而对于非国有企业, 其生存与发展高度依赖于市场认同与资源获取能力, 优秀的 ESG 表现成为其传递经营质量、积累社会资本、构建差异化优势的重要战略工具, 促使非国有企业将 ESG 理念深度融入战略决策、生产运营与内部控制等各个环节, 通过实质性的 ESG 举措帮助其突破资源壁垒, 降低融资成本, 强化客户忠诚度并优化供应链关系, 最终更加显著地提升财务稳健性。另一方面, 非国有企业的治理结构通常更灵活, 决策链条更短, 有助于 ESG 战略相关资源的快速配置, 能更及时地将 ESG 优势转化为经营韧性, 进而更为直接和迅速地体现在财务风险的降低上; 而国有企业的治理层级较多、决策程序更为复杂, 导致 ESG 措施对财务风险的影响可能存在时滞, 在一定程度上削弱了 ESG 表现对财务风险的即时影响强度。

Table 8. Heterogeneity of enterprise property rights**表 8. 企业产权异质性**

变量	(1)	(2)
	国企	非国企
	Zscore	Zscore
ESG	0.451*** (8.978)	0.665*** (12.730)
_cons	30.228*** (33.310)	46.001*** (38.231)
控制变量	Yes	Yes
年份固定	Yes	Yes
行业固定	Yes	Yes
观测值	9210	19293
Adj.R ²	0.325	0.242
SUEST 检验 P 值		0.0028

5. 研究结论与建议

5.1. 研究结论

本文基于 2014~2023 年 A 股上市公司数据, 通过实证检验 ESG 表现对财务风险的作用效果, 同时进一步验证高管薪酬激励对两者关系的影响。结论如下: 企业良好的 ESG 表现能够显著且稳健地降低财务风险, 同时, 高管薪酬激励在其中发挥了正向调节作用, 此外, 异质性分析发现, ESG 表现对非国有企业的财务风险抑制作用更明显。为企业可持续发展与风险防控提供了实践启示。

5.2. 研究建议

企业层面, 应将 ESG 理念全面纳入长期战略制定及日常经营决策流程中, 制定明确的可持续发展目标, 将其作为降低财务风险的关键举措。第一, 强化 ESG 实践的系统性, 根据自身发展情况制定具体的 ESG 实践计划, 通过节能减排降低环境合规风险, 优化资源利用效率来降低运营成本波动, 同时设立透明的治理结构及内控管理机制, 防止因治理失效引发的财务损失和声誉风险。第二, 提升 ESG 信息披露质量, 主动、高频披露真实透明的 ESG 实践细节, 增强与利益相关者的信任, 缓解融资约束, 降低资金

链断裂风险。第三, 注重 ESG 投入结构的优化, 实现成本效益的平衡。通过科学规划, 确保 ESG 投入能够带来持续的经济效益和社会效益, 避免盲目或形式化投入带来的短期财务压力。第四, 优化高管激励机制, 将 ESG 表现纳入业绩考核体系, 通过薪酬激励措施使管理层更加注重长期价值, 能够主动识别并管理潜在风险, 从内部治理方面增强风险管控能力, 降低因短期行为和盲目决策引发的财务风险。

政府层面, 通过制度建设和政策支持, 创造良好的 ESG 实践环境。第一, 健全 ESG 信息披露制度, 根据我国实际发展情况, 制定统一的披露标准, 明确规定需要披露的关键指标、范围与频率, 提高 ESG 信息的可信度。第二, 完善激励与监管相关政策。一方面, 可以通过对 ESG 表现较好的企业实施差异化的税收优惠方式形成正向支持, 降低企业的成本支出, 从而鼓励更多的企业积极参与 ESG 实践; 另一方面, 对发生 ESG 违规的企业, 监管机构要加大监管力度, 提高处罚标准, 形成强大的外部压力, 倒逼企业完善内部治理与风险管控机制。

参考文献

- [1] 刘成, 徐向真. 企业 ESG 表现、机构投资者与组织韧性[J]. 武汉金融, 2023(8): 50-58.
- [2] 刘会洪, 张哲源. ESG 表现、创新效率和股价波动性的影响研究——基于 A 股上市公司[J]. 武汉金融, 2023(2): 37-43, 64.
- [3] 李常青, 狄然. ESG 表现能缓解企业投融资期限错配吗[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2023, 73(5): 30-42.
- [4] 李伟, 张译文. ESG 表现能提高企业投资效率吗?——基于企业内外监管视角[J]. 财会通讯, 2023(22): 43-47, 58.
- [5] 齐鲁光, 吴玉茹. 企业 ESG 表现与营运资金管理效率[J]. 财会月刊, 2024, 45(22): 51-57.
- [6] 白雄, 朱一凡, 韩锦绵. ESG 表现、机构投资者偏好与企业价值[J]. 统计与信息论坛, 2022, 37(10): 117-128.
- [7] 李思慧, 郑素兰. ESG 的实施抑制了企业成长吗? [J]. 经济问题, 2022(12): 81-89.
- [8] 信春华, 张笑愚, 王鑫怡. 企业 ESG 表现有助于稳定供应链合作关系吗? [J]. 经济与管理研究, 2024, 45(1): 35-54.
- [9] 李井林, 阳镇, 易俊玲. ESG 表现有助于降低企业债务融资成本吗?——来自上市公司的微观证据[J]. 企业经济, 2023, 42(0): 89-99.
- [10] 郑君, 李赞. ESG 表现对企业价值增长的影响研究[J]. 价格理论与实践, 2024(6): 214-217.
- [11] 董红杰, 秦梦凯. 高管激励、审计质量与企业创新[J]. 会计之友, 2023(14): 28-34.
- [12] 郑海元, 李小盼, 李桂花. 竞争战略框架下薪酬激励与内部控制研究——基于高管权力的调节作用[J]. 财会通讯, 2019(9): 76-80.
- [13] Altman, E.I. (1968) Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23, 589-609. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>
- [14] 韩一鸣, 胡洁, 于宪荣. 企业 ESG 表现的供应链“扩绿效应” [J]. 财经研究, 2025, 51(4): 4-18.
- [15] 张万里, 黄水明, 宣旸. 数智化转型如何赋能企业绿色创新——治理结构和社会责任的多重链式中介效应分析 [J]. 商业研究, 2024(5): 134-144.