



学习与探索

Study & Exploration

ISSN 1002-462X, CN 23-1049/C

## 《学习与探索》网络首发论文

题目: ESG:企业促进共同富裕的可行之道  
作者: 聂辉华, 林佳妮, 崔梦莹  
网络首发日期: 2022-11-28  
引用格式: 聂辉华, 林佳妮, 崔梦莹. ESG:企业促进共同富裕的可行之道[J/OL]. 学习与探索. <https://kns.cnki.net/kcms/detail/23.1049.C.20221128.1030.002.html>



**网络首发:** 在编辑部工作流程中, 稿件从录用到出版要经历录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿等阶段。录用定稿指内容已经确定, 且通过同行评议、主编终审同意刊用的稿件。排版定稿指录用定稿按照期刊特定版式(包括网络呈现版式)排版后的稿件, 可暂不确定出版年、卷、期和页码。整期汇编定稿指出版年、卷、期、页码均已确定的印刷或数字出版的整期汇编稿件。录用定稿网络首发稿件内容必须符合《出版管理条例》和《期刊出版管理规定》的有关规定; 学术研究成果具有创新性、科学性和先进性, 符合编辑部对刊文的录用要求, 不存在学术不端行为及其他侵权行为; 稿件内容应基本符合国家有关书刊编辑、出版的技术标准, 正确使用和统一规范语言文字、符号、数字、外文字母、法定计量单位及地图标注等。为确保录用定稿网络首发的严肃性, 录用定稿一经发布, 不得修改论文题目、作者、机构名称和学术内容, 只可基于编辑规范进行少量文字的修改。

**出版确认:** 纸质期刊编辑部通过与《中国学术期刊(光盘版)》电子杂志社有限公司签约, 在《中国学术期刊(网络版)》出版传播平台上创办与纸质期刊内容一致的网络版, 以单篇或整期出版形式, 在印刷出版之前刊发论文的录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿。因为《中国学术期刊(网络版)》是国家新闻出版广电总局批准的网络连续型出版物(ISSN 2096-4188, CN 11-6037/Z), 所以签约期刊的网络版上网络首发论文视为正式出版。

# ESG：企业促进共同富裕的可行之道

聂辉华, 林佳妮, 崔梦莹

(中国人民大学 经济学院, 北京 100872)

**摘要:** 本文第一次从企业层面考察了 ESG 和共同富裕的关系。文章分析认为, 企业从事 ESG 活动, 理论上可以从两个方面推进共同富裕: 一是有利于提高和改善企业的财务绩效, 即“做大蛋糕”; 二是有利于改善企业内部的收入分配, 即“分好蛋糕”。而本文采用 2011—2020 年中国 A 股上市公司的样本数据进行的实证分析则表明, 企业参与 ESG 显著提高了企业财务绩效, 但是并没有显著改善企业内部的收入分配状况。为了更好地推动企业通过 ESG 活动实现共同富裕, 加快完善 ESG 的披露要求和统一标准, 加强对 ESG 的宣传教育, 推动传统义利观、ESG 和共同富裕三者的理论整合等至关重要。

**关键词:** ESG; 共同富裕; 企业; 收入分配

**中图分类号:** F275; F126      **文献标志码:** A      **文章编号:** 1002-462X(2022)11-0000-11

## 一、共同富裕与 ESG

“共同富裕”已经成为当前中国社会最富号召力的政策目标之一。2020 年 10 月, 中共十九届五中全会明确将“全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展”作为 2035 年基本实现社会主义现代化的远景目标之一。由此, “共同富裕”成为中国进入新发展阶段和贯彻新发展理念的重要表现之一。共同富裕目标的提出具有深层次的原因, 因应了全球范围内世界各国面临的共同挑战。法国经济学家皮凯蒂基于过去大约三百年的收入数据发现, 世界上各国国家内部的贫富差距总体上是在扩大的 (Piketty, 2013)<sup>[1]</sup>。放眼当代, 自 20 世纪 80 年代自由资本主义思潮涌起之后, 几乎所有发达国家均出现了收入和财富差距扩大的现象。收入和财富的扩大导致不同群体或阶层之间的人力资本和生活方式差异, 最终表现为价值观差异 (李实, 2020)<sup>[2]</sup>。这种阶层差异加剧了社会撕裂, 引发了诸多群体性事件, 成为当代资本主

义的危机。因此, 共同富裕是中国吸取西方国家教训和维护社会稳定的必然选择。

在此之前, 面对当代资本主义的危机, 一些西方学者在反思之后, 提出了让企业承担更多社会责任的理念。这方面的典型学者有两位, 一位是世界经济论坛创始人施瓦布, 他认为要解决包括“唯 GDP 论”、收入不平等和环境污染在内的资本主义危机, 根本之道在于推行“利益相关者资本主义” (stakeholder capitalism)。在这一理念下, 政府和企业所追求的不再仅仅是优化利润, 而是更广泛的目标——社会整体的健康和财富, 以及整个地球和子孙后代的健康和福祉 (施瓦布和万哈姆, 2021)<sup>[3]</sup>。与此相关, 在公司治理文献中, 布莱尔 (1999)<sup>[4]</sup> 认为管理者的目标是最大化公司总财富, 而不是最大化股东利润, 并且包括债权人、工人、客户、供应商和所在社区在内的利益相关者都应该以某种方式参与公司治理<sup>[5]</sup>。另一位是伦敦商学院教授爱德蒙斯, 他认为要解决当代资本主义危机, 企业就必须从“分蛋糕”的思维转向“做大蛋糕”的思维, 关键是践行 ESG 理念 (Edmans, 2020)<sup>[6]</sup>。ESG 理念是指企业和投资者在追求利润的同时, 必须高度关注环境 (environmental)、社会 (social) 和公司治理 (corporate governance) 三个维度的非财务绩效。ESG 理念的本

**基金项目:** 教育部重大课题“深化‘放管服’改革促进营商环境持续优化研究” (18JZD048)

**作者简介:** 聂辉华, 中国人民大学经济学院教授、博士生导师, 中国人民大学企业与组织研究中心执行主任; 林佳妮, 中国人民大学经济学院博士研究生。

质是企业应该追求社会价值最大化,让所有利益相关者实现共赢。因此,从根本上说,利益相关者理论和 ESG 理论是一致的,都认为企业应该最大化所有利益相关者的价值,而不是最大化股东利润。

有意思的是,我们认为共同富裕和 ESG 在本质上也是一致的。一是两者的目标一致。共同富裕的目标是追求全体人民的富裕,而 ESG 的目标是追求社会价值最大化,可见两者目标都是在全社会“做大蛋糕”,而不是局限于股东利润最大化。二是两者的福利状态一致。共同富裕追求所有人的富裕,而不是少数人的富裕,而 ESG 是让所有利益相关者实现共赢,因此两者都是一种帕累托改进。三是对企业来说,两者是完全兼容的。一个企业如果要实现共同富裕目标,就要在提高企业总价值的同时,让企业的利益相关者都从中受益,而这正是 ESG 所追求的结果。毕竟,企业作为一个经济组织,本身也是一个微型社会,因此可以兼顾经济目标和社会目标。在这一点上,企业与个人、非盈利组织或政府组织都不相同。正因为这一点关键区别,我们在企业层面讨论如何实现共同富裕才更有价值。

## 二、文献回顾和理论分析

### (一) ESG 的内涵和现状

ESG 作为一种投资理念,源于 2004 年时任联合国秘书长科菲·安南和一些世界顶级投资机构的 CEO(首席执行官)发起的联合倡议,呼吁将环境(E)、社会(S)和公司治理(G)作为投资决策的重要因素。2006 年,联合国发布了“负责任投资原则”(PRI)框架,该框架包括六个具体原则,主要内容是把 ESG 纳入投资分析和决策过程,披露 ESG 报告和提升负责任投资的效果。ESG 理念意味着,企业不能只关心利润、销售额等财务指标,还必须关注环境保护、社会平等和公司治理等非财务指标。

一般认为,ESG 理念最早可追溯到 20 世纪 50 年代,当时一些宗教团队禁止宗教基金投资于赌博、色情、烟草和军火等“有罪”行业,形成了一种伦理投资理念。之后,发达国家的民权运动、环

保运动分别推动了保护劳工和实现可持续发展的投资理念(黄世忠,2021)<sup>[7]</sup>。在 ESG 理念提出之前,企业社会责任(CSR)作为一种投资理念被更早地提出。CSR 和 ESG 的区别是,CSR 间接地考虑了与环境和社会有关的治理(G),而 ESG 明确考虑了治理。因此,ESG 的范围比 CSR 更广,并且实际上可以等同使用(Gillan et al.,2021)<sup>[8]</sup>。

当前,ESG 已经成为企业界的主流投资理念(Kitzmueller and Shimshack,2012)<sup>[9]</sup>。根据 PRI 网站的统计,截至 2021 年 3 月 30 日,全球共有 5020 个机构投资者和服务提供者签署了 PRI 协议,在管资产规模(AMU)从 2006 年的 6.5 万亿美元增加到 2021 年的 121.3 万亿美元。作为一个新兴市场,ESG 理念逐渐被中国企业接受。2021 年中国 A 股上市公司中,有 1130 家公司发布了 ESG 报告,而在 2018 年只有 872 家。

### (二) ESG 与共同富裕

从企业角度讲,推进共同富裕主要体现为两个方面(方明月等,2022)<sup>[10]</sup>:一是“做大蛋糕”,表现为公司财务绩效的改善,以便有更多利润可供分配;二是“分好蛋糕”,表现为劳动收入占总收入的比重提高以及管理层与普通员工的收入差距缩小。

我们首先分析 ESG 对“做大蛋糕”的影响。大量研究已经表明,ESG 和企业财务绩效或价值是正相关的,即 ESG 有助于企业“做大蛋糕”(Gillan et al.,2021<sup>[8]</sup>)。Friede 等(2015)<sup>[11]</sup>对超过 2000 篇管理学、会计学、金融学和经济学的相关文献进行“元分析”之后,得出一个结论:大约 90%的研究发现了 ESG 和公司财务绩效之间的非负关系,更重要的是,绝大部分研究都报告了正面结果。当然,在 ESG 和财务绩效的因果识别上还存在一些质疑,甚至相反的结论(例如,Di Giuli and Kostovetsky,2014)<sup>[12]</sup>。ESG 提高公司财务绩效或者价值的主要机制有两个,一个机制是 ESG 能够降低企业面临的各种风险,包括系统风险、管制风险、供应链风险、产品和技术风险、诉讼风险、声誉风险和实体风险(physical risk)(Starks,2009)<sup>[13]</sup>。ESG 能够帮助企业抵御风险的原因在于,企业在参与 ESG 活动时相当于为社

会提供了一些公共物品,这是一种超越了自利行为的信号,可以为企业赢得一种道德资本(moral capital)。因此,当风险事件发生时,这种道德资本可以使企业获得利益相关者的同情和支持,并最终增加企业的经济价值(Godfrey, 2005)<sup>[14]</sup>。另一个机制是 ESG 能够降低企业的资本成本(El Ghoul et al., 2011)<sup>[15]</sup>。这是因为 ESG 表现突出的企业可以赢得支持 ESG 投资者的青睐,或者获得政府补贴和更优惠的银行贷款。

其次,分析 ESG 对“分好蛋糕”的影响。ESG 的本质,是在股东、债权人、工人、客户、供应商和所在社区等所有利益相关者之间取得一种平衡,并且最好是追求共赢,而不是单纯地追求股东利益最大化(Edmans, 2020)<sup>[6]</sup>。因此,相对于 ESG 绩效较差的企业,ESG 绩效更好的企业会更加注重收入平等。在 ESG 评分中,善待员工通常是 S(社会)方面的主要因素。善待员工包括平等对待不同种族、宗教信仰、性别的员工,对员工加强职业安全方面的投资,为员工提供更多在职培训。这些举措有利于提高员工的人力资本,从而改善员工的收入状况。来自中国上市公司的证据表明,ESG 能够缓解由于公司战略导致的企业内部差距,主要是提高了普通员工的收入(Kong et al., 2022)<sup>[16]</sup>。Ee 等(2018)<sup>[17]</sup>认为,环境方面的 ESG 投资和收入差距之间是一种非线性关系。因为 ESG 投资在短期会增加资本支出,这会导致企业用更多资本替代劳动,从而导致熟练工人和非熟练工人之间的收入差距扩大。但是,在长期中,当一些企业因为资本成本而退出时,资本成本会下降,两者的收入差距会缩小。总之,长期来看,ESG 参与可以导致企业内部的收入差距缩小。当然,企业在履行 ESG 时,对社会提供物质或金钱捐赠,或者支持当地社区发展,也有利于缓解外部的收入不平等。

### 三、中国企业参与 ESG 的实证分析

#### (一)数据来源

当前,国内外 ESG 评级机构众多,代表性的国外评级机构有彭博(Bloomberg)、明晟(MSCI)、富时罗素(FTSE Russell)等,代表性的国内评级

机构有商道融绿、华证、万得等。各机构的评级体系有一定相似性,通常包括环境(E)方面的气候变化和污染排放、社会(S)方面的人力资本、公司治理(G)方面的审计等。同时,一些机构的指标也具有一定的特色,例如 Wind ESG 指数包含了绿色建造、绿色金融等子指标,华证 ESG 指数考虑了扶贫等因素。

各 ESG 评级机构使用的指标体系不尽相同,因而我们有必要检验不同评级机构 ESG 评分的相关性。为了排除不同年份之间其他因素的干扰,我们选择数据缺失值较少的 2019 年作为样本年份进行相关性分析。特别说明的是,彭博、明晟、富时罗素、商道融绿、万得对 ESG 的评分为数值,而华证将所有评级分为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C 九档。为了方便数据分析,我们将九档评级分别赋值为 9-1。我们发现,除了华证 ESG 评级与其他机构评分的相关性较弱外,其他机构之间的 ESG 评分相关性基本超过 0.5。

在本文中,我们主要选用彭博 ESG 评分作为企业参与 ESG 活动的绩效。究其原因:第一,彭博 ESG 评分体系较为科学全面,数据来源可靠。彭博 ESG 数据来源于企业的社会责任报告、年度报告、企业网站和彭博自身的调查,ESG 指标体系包含环境(E)、社会(S)、公司治理(G)分项下的 21 个三级指标和 121 个四级指标。第二,彭博 ESG 评分与其他机构的评分有较强相关性,这增强了我们对数据可靠性的信心。第三,彭博 ESG 评分覆盖的中国上市公司样本量较大,年份区间较长。我们获得了 2011—2020 年上市公司彭博 ESG 总分数据和环境(E)、社会(S)、公司治理(G)分项评分数据,共包含 10759 个样本,每年拥有约一千的样本量。以 2020 年为例,获得彭博 ESG 评级的中国上市公司有 1193 家,而该年获得 MSCI 评分的中国上市公司只有 656 家,约为彭博样本量的一半。

#### (二)中国企业参与 ESG 的特征事实

##### 1. 总体描述

彭博 ESG 评分是一个在 $[0, 100]$ 区间变动的指标。中国上市公司 ESG 总分和分项评分在 2011—2020 年间的总体描述性统计如表 1 所示。



2011—2020 年间,中国上市公司的 ESG 评分均值为 20.834,同时,不同公司得分具有较大差距,最低评分为 1.240,最高为 64.115。分单项来看,中

国上市公司在公司治理(G)方面的得分均值较高,为 45.173,而在环境(E)和社会(S)方面的得分均值较低,分别为 11.084 和 23.649。

表 1 2011—2020 年中国上市公司 ESG 评分描述性统计

| 变 量       | 样本量    | 均值     | 标准差   | 最小值   | 最大值    |
|-----------|--------|--------|-------|-------|--------|
| ESG 总分    | 10,759 | 20.834 | 7.136 | 1.240 | 64.115 |
| 环境(E)得分   | 9,111  | 11.084 | 8.150 | 0.775 | 65.625 |
| 社会(S)得分   | 10,500 | 23.649 | 9.895 | 3.509 | 77.193 |
| 公司治理(G)得分 | 10,759 | 45.173 | 5.393 | 3.571 | 73.214 |

## 2. 年度趋势

从 ESG 评分的整体趋势来看,2011—2020 年上市公司 ESG 评分的平均值呈现稳步上升趋势(如下图所示),从 2011 年的 17.89 增长至 2020

年的 23.23,年均增长约 0.59。这说明上市公司对 ESG 活动的参与程度越来越高,或者说在 ESG 方面的表现越来越好。

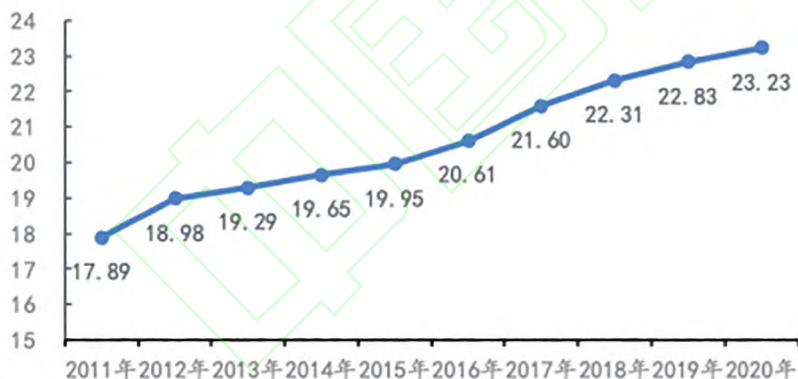


图 1 2011—2020 年中国上市公司 ESG 平均得分情况

分单项来看,环境(E)项稳步上升,增长幅度最大,从 2011 年的 9.66 增至 2020 年的 13.46,增长率约 39.34%;社会(S)项次之,但同样在稳步增长,从 2011 年的 22.29 增至 2020 年的 25.73,增长率约 15.43%;而公司治理(G)项则从 2011 年至 2014 年经历了下滑,而后增长速度也比较缓慢,2011 年为 45.42,而 2020 年仅为 46.16。

## 3. ESG 参与的企业特征

进一步,我们想考察哪些企业在 ESG 参与方面更加活跃。我们以 2011—2020 年获得彭博 ESG 评级的中国 A 股上市公司为研究样本,采用

计量回归方法回答上述问题。回归所用的上市公司基本信息和财务数据来自国泰安数据库(CSMAR)。参照大多数文献的做法,样本中剔除了金融行业公司和经营状况异常(ST)的公司,并对连续变量的上下 1% 进行缩尾处理,以缓解极端值的影响。计量回归方程如下:

$$ESG_{it} = \beta_1 Features_{i(t-1)} + \beta_2 Govern_{i(t-1)} + \beta_3 Other_{i(t-1)} + \delta_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,下标 i 表示企业,t 表示年份。被解释变量  $ESG_{it}$  为企业 i 在每一年的 ESG 得分,包括总分或环境(E)、社会(S)、公司治理(G)分项得分。

解释变量包括三类：一是企业基本特征  $Feature_{i(t-1)}$ ，包括企业规模（用总资产的对数衡量）、企业年龄、资产负债率和是否国企；二是企业治理结构  $Govern_{i(t-1)}$ ，包括两权分离率（实际控制人拥有上市公司控制权与所有权之差）、股权集中度（前十大股东持股比例）、董事会规模（董事人数）、女性董事比例、总经理是否女性；三是其他因素  $Oth_{er_{i(t-1)}}$ ，包括政治关联（用董事长或总经理是否曾在政府单位就职衡量）和行业竞争强度（用赫芬达尔指数衡量）。为了减轻可能的因果互逆问题的干扰，所有解释变量均滞后一期。此外，我们在回归中控制了企业固定效应  $\delta_i$  和年份固定效应  $\delta_t$ 。考虑到扰动项的异方差性和序列相关性，我们在回归中使用了在企业层面聚类的稳健标准误。

表2（见下页）展示了以 ESG 得分为因变量、企业特征为自变量的回归结果。第（1）列为企业特征与 ESG 总分的关系。在众多自变量中，企业规模、企业年龄、总经理是否女性对 ESG 总分具有显著的正向影响。也就是说，企业规模和年龄较大、总经理为女性的上市公司，具有更高的 ESG 总分。

第（2）~（4）列展示企业特征与 ESG 分项得分的关系。可以发现，企业规模和总经理为女性的正向影响，主要体现在社会（S）得分上，如第（3）列所示。此外，尽管资产负债率、股权集中度对 ESG 总分没有显著影响，但它们与部分分项得分显著相关。资产负债率与企业的社会（S）得分和公司治理（G）得分显著负相关，即企业的资产负债率越低，社会得分与公司治理得分越高。股权集中度与企业的环境（E）得分和公司治理（G）得分显著正相关，即股权越集中，环境得分和公司治理得分越高。

综合来看，影响企业 ESG 得分的主要因素包括企业规模、年龄、总经理是否女性、资产负债率和股权集中度。其中，规模较大、年龄较高的企业和总经理为女性的企业具有更高的 ESG 总分；资产负债率较低的企业具有更高的社会

（S）得分和公司治理（G）得分；股权集中度较高的企业具有更高的环境（E）和公司治理（G）得分。

### （三）ESG 与企业内共同富裕

我们从经验上考察企业的 ESG 参与能否促进企业内共同富裕。根据上述理论分析，我们从两个方面考察 ESG 和共同富裕的关系，一是考察 ESG 参与和企业财务绩效的关系，看 ESG 能否“做大蛋糕”；二是看 ESG 与企业内收入分配的关系，看 ESG 能否“分好蛋糕”。

#### 1. ESG 与“做大蛋糕”

我们先考察 ESG 与企业财务绩效的关系。计量回归方程如下：

$$Performance_{it} = \beta_1 ESG_{i(t-1)} + \beta_2 X_{i(t-1)} + \delta_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中，被解释变量  $Performance_{it}$  为企业的财务绩效，包括净资产收益率（ROE）、总资产收益率（ROA）、营业总收入（取自然对数）、营业利润（取自然对数）。关键解释变量为企业的 ESG 得分  $ESG_{i(t-1)}$ 。控制变量  $X_{i(t-1)}$  包括方程（1）中所有解释变量。与方程（1）相似，解释变量和控制变量均滞后一期，控制了企业固定效应  $\delta_i$  和年份固定效应  $\delta_t$ ，使用了在企业层面聚类的稳健标准误。我们将分别分析 ESG 总分和分项评分对企业财务绩效的影响。

表3展示了以企业财务绩效为因变量、ESG 总分为解释变量的回归结果。结果显示，ESG 总分对所有财务绩效指标均有显著的正向影响。这一点与国际文献的研究结果总体上是一致的。

表4进一步展示了以财务绩效为因变量、ESG 分项得分为解释变量的回归结果。可以发现，对企业财务绩效起到显著提高作用的主要分项是社会（S）得分，它对企业的 ROE、ROA、营业利润均有显著的正向影响。而环境（E）得分和公司治理（G）得分，则与企业的财务绩效没有显著关系。通常认为，企业在 ESG 活动中最容易提高的是环境活动，但是环境活动并没有对企业财务绩效产生显著影响。

表 2

企业特征与 ESG 得分的关系

| 变 量            | (1)                | (2)               | (3)                 | (4)                  |
|----------------|--------------------|-------------------|---------------------|----------------------|
|                | ESG 总分             | 环境得分              | 社会得分                | 公司治理得分               |
| 企业规模(滞后一期)     | 0.821***<br>(3.85) | 0.456<br>(1.44)   | 1.598***<br>(5.31)  | 0.150<br>(1.03)      |
| 企业年龄(滞后一期)     | 0.482**<br>(2.23)  | 0.377<br>(1.25)   | 0.591<br>(1.19)     | -0.023<br>(-0.13)    |
| 资产负债率(滞后一期)    | -0.958<br>(-1.38)  | 0.211<br>(0.19)   | -2.594**<br>(-2.55) | -1.889***<br>(-3.49) |
| 是否国企(滞后一期)     | 0.307<br>(0.87)    | 0.815<br>(1.15)   | 0.106<br>(0.18)     | -0.398<br>(-0.91)    |
| 两权分离率(滞后一期)    | 0.014<br>(0.63)    | 0.030<br>(0.88)   | -0.021<br>(-0.72)   | -0.000<br>(-0.02)    |
| 股权集中度(滞后一期)    | 0.006<br>(0.58)    | 0.024*<br>(1.67)  | 0.001<br>(0.09)     | 0.035***<br>(4.29)   |
| 董事会规模(滞后一期)    | -0.017<br>(-0.22)  | -0.119<br>(-1.00) | 0.075<br>(0.76)     | 0.009<br>(0.16)      |
| 女性董事比例(滞后一期)   | -0.754<br>(-0.81)  | -0.824<br>(-0.59) | -0.426<br>(-0.35)   | -0.538<br>(-0.83)    |
| 总经理是否女性(滞后一期)  | 0.799**<br>(2.00)  | 0.548<br>(0.80)   | 1.637***<br>(2.81)  | 0.090<br>(0.33)      |
| 政治关联(滞后一期)     | -0.154<br>(-0.66)  | -0.173<br>(-0.48) | -0.467<br>(-1.46)   | -0.117<br>(-0.71)    |
| 行业集中度(滞后一期)    | 0.126<br>(0.12)    | 1.828<br>(1.24)   | -1.335<br>(-0.74)   | 0.847<br>(1.13)      |
| 企业固定效应         | 控制                 | 控制                | 控制                  | 控制                   |
| 年份固定效应         | 控制                 | 控制                | 控制                  | 控制                   |
| 样本量            | 7,750              | 6,767             | 7,616               | 7,750                |
| R <sup>2</sup> | 0.797              | 0.743             | 0.775               | 0.789                |

注:小括号内为 t 值,\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著,下同

综合来看,企业参与 ESG 有利于提高财务绩效,其中起主要作用的分项是社会(S)得分。彭博 ESG 指标的社会(S)方面包括了企业在社区与客户、多样性、道德与法规、健康与安全、人力资本和供应链等多方面的表现。回归结果意味着,企业维护客户、员工权益的举动,同时也能促进企业自身绩效的提升,从而推动共同富裕。

企业在 ESG 与财务绩效上实现“双赢”,原因可能与声誉机制有关。现有研究表明,企业的社会责任表现有助于提高其社会声誉(沈洪涛等,2011<sup>[18]</sup>;王波、杨茂佳,2022<sup>[19]</sup>)。企业在产品质量、人权政策、商业道德、健康与安全等方面的表现,都可能为企业赢得更高的社会声誉,使企业获得更多合作者和客户的青睐,从而提高企业经营绩效。

表 3

ESG 总分与财务绩效的关系

| 变 量              | (1)                            | (2)              | (3)              | (4)                            |
|------------------|--------------------------------|------------------|------------------|--------------------------------|
|                  | ROE                            | ROA              | 营业总收入            | 营业利润                           |
| ESG 总分<br>(滞后一期) | 0.000* <sup>**</sup><br>(1.97) | 0.004*<br>(1.72) | 0.004*<br>(1.72) | 0.005* <sup>**</sup><br>(2.27) |
| 控制变量             | 控制                             | 控制               | 控制               | 控制                             |
| 企业固定效应           | 控制                             | 控制               | 控制               | 控制                             |
| 年份固定效应           | 控制                             | 控制               | 控制               | 控制                             |
| 样本量              | 7,139                          | 7,139            | 7,139            | 7,060                          |
| R <sup>2</sup>   | 0.539                          | 0.955            | 0.955            | 0.909                          |

表 4

ESG 分项评分与财务绩效的关系

| 变 量              | (1)                            | (2)              | (3)               | (4)                            |
|------------------|--------------------------------|------------------|-------------------|--------------------------------|
|                  | ROE                            | ROA              | 营业总收入             | 营业利润                           |
| 环境得分<br>(滞后一期)   | 0.000<br>(0.53)                | 0.000<br>(0.86)  | 0.003<br>(1.61)   | 0.002<br>(0.85)                |
| 社会得分<br>(滞后一期)   | 0.000* <sup>**</sup><br>(2.26) | 0.001*<br>(1.90) | 0.001<br>(0.75)   | 0.004* <sup>**</sup><br>(2.19) |
| 公司治理得分<br>(滞后一期) | -0.000<br>(-0.23)              | 0.000<br>(0.00)  | -0.000<br>(-0.02) | -0.003<br>(-1.09)              |
| 控制变量             | 控制                             | 控制               | 控制                | 控制                             |
| 企业固定效应           | 控制                             | 控制               | 控制                | 控制                             |
| 年份固定效应           | 控制                             | 控制               | 控制                | 控制                             |
| 样本量              | 6,152                          | 6,144            | 6,152             | 6,082                          |
| R <sup>2</sup>   | 0.543                          | 0.400            | 0.963             | 0.917                          |

## 2. ESG 与“分好蛋糕”

接下来的问题是,企业的 ESG 活动是否能够促进“分好蛋糕”? 我们考察 ESG 得分与企业内部收入分配的关系。计量回归方程如下:

$$\text{Income}_{it} = \beta_1 \text{ESG}_{i(t-1)} + \beta_2 X_{i(t-1)} + \delta_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中,被解释变量  $\text{Income}_{it}$  为企业内部的收入分配情况,包括两个方面,一是劳动收入份额,即劳动收入占总收入的比重,具体用现金流量表中“支付给职工以及为职工支付的现金”除以利润表中的“营业总收入”来计算(施新政等, 2019)<sup>[20]</sup>。二是不同劳动主体的收入差距。由于数据可得性原因,这里计算的是管理层与普通

员工的收入差距以及管理层内部性别薪酬差距。参考现有文献的做法(张克中等, 2021)<sup>[21]</sup>, 管理层与普通员工的收入差距用监管层平均薪酬和普通员工平均薪酬的比值来衡量。管理层内部性别薪酬差距用监管层中男性平均薪酬和女性平均薪酬的比值来衡量。与方程(2)一致,关键解释变量为企业的 ESG 得分  $\text{ESG}_{i(t-1)}$ , 并分别分析 ESG 总分和分项得分对企业内部收入分配的影响。控制变量  $X_{i(t-1)}$  包括方程(1)中所有解释变量。此外,解释变量和控制变量均滞后一期,控制了企业固定效应  $\delta_i$  和年份固定效应  $\delta_t$ , 使用了在企业层面聚类的稳健标准误。

表 5 展示了以企业内部收入分配情况为因变



量、ESG 得分为自变量的回归结果。第(1)~(3)列分别展示 ESG 总分对劳动收入份额、管理层与普通员工收入差距、管理层内部性别薪酬差距的影响。结果显示,ESG 总分并未对劳动收入份额和管理层内部性别薪酬差距产生显著影响,且扩大了管理层与普通员工的收入差距。第(4)~(6)列展示 ESG 分项得分对企业内收入分配的影响,结果显示 ESG 大部分分项对企业内收入分配没有显著影响,只有社会(S)得分与管理层和普通员工收入差距显著正相关。

表 5 的结果表明,企业参与 ESG 尚未起到改

善企业内收入分配的作用。在某些方面,ESG 得分更高的企业,管理层与普通员工收入差距反而更大。这可能是因为,彭博 ESG 评级指标的社会(S)分项较多关注了管理层内部的薪酬差距,包括高级管理人员的性别薪酬差距、中层和其他管理人员的性别薪酬差距等,这导致管理层平均薪酬有所上升;而评级指标对管理层与普通员工的薪酬差距缺少明确关注,从而普通员工的薪酬没有得到显著提升。总之,已有证据表明,企业的 ESG 参与并没有显著改善企业内部的收入分配,在“分好蛋糕”方面表现不及理论预期。

表 5 ESG 得分与企业内收入分配的关系

| 变 量              | (1)               | (2)                | (3)             | (4)               | (5)                | (6)               |
|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-------------------|--------------------|-------------------|
|                  | 劳动收入<br>份额        | 管理层与普通<br>员工收入差距   | 管理层内部性<br>别薪酬差距 | 劳动收入<br>份额        | 管理层与普通<br>员工收入差距   | 管理层内部<br>性别薪酬差距   |
| ESG 总分<br>(滞后一期) | -0.017<br>(-0.84) | 0.048***<br>(3.96) | 0.007<br>(0.49) |                   |                    |                   |
| 环境得分<br>(滞后一期)   |                   |                    |                 | -0.011<br>(-0.68) | 0.017<br>(1.58)    | 0.001<br>(0.08)   |
| 社会得分<br>(滞后一期)   |                   |                    |                 | -0.007<br>(-0.52) | 0.025***<br>(2.65) | -0.002<br>(-0.19) |
| 公司治理得分<br>(滞后一期) |                   |                    |                 | -0.008<br>(-0.27) | 0.012<br>(0.76)    | -0.010<br>(-0.53) |
| 控制变量             | 控制                | 控制                 | 控制              | 控制                | 控制                 | 控制                |
| 企业固定效应           | 控制                | 控制                 | 控制              | 控制                | 控制                 | 控制                |
| 年份固定效应           | 控制                | 控制                 | 控制              | 控制                | 控制                 | 控制                |
| 样本量              | 7,139             | 6,987              | 1,476           | 6,152             | 6,019              | 1,236             |
| R <sup>2</sup>   | 0.860             | 0.816              | 0.662           | 0.868             | 0.835              | 0.668             |

#### 四、中国企业参与 ESG 的阻碍因素

上述分析表明,中国企业的 ESG 参与部分地推动了企业内共同富裕,主要表现为“做大蛋糕”,但是在“分好蛋糕”方面的表现不及理论预期。那么,为什么中国企业的 ESG 参与没有改善企业内部的分配?怎么从制度安排上鼓励企业更多参与 ESG?

第一,在监管方面,ESG 披露缺乏严格要求和统一标准,导致可比性弱。充分的信息披露是有

效进行 ESG 评级和投资的基础。越来越多的国家已逐步建立上市公司 ESG 信息披露制度。以环境方面的 ESG 披露为例,欧盟强制所有环境污染企业及上市公司必须公开环境信息;美国强制上市公司披露包含环境负债、环境监控成本、环境问题对公司财务状况和竞争地位的影响、有待裁决的环境诉讼等环境信息;英国强制有污染的企业必须在环境报告中披露其在环境保护方面所做的努力;澳大利亚要求上市公司在“不遵守就解释”原则基础上,披露任何重大经济、环境及社会

可持续发展的风险,以及公司如何管理此类风险。目前,中国仍施行鼓励企业进行自主披露 ESG 相关信息的政策。上市公司披露 ESG 的方式主要是定期发布社会责任报告,但是大部分上市公司所发布的年度报告中并未对各项评价指标进行具体披露,或者仅仅是定性化的描述,缺乏统一的信息披露标准。虽然 2021 年在 A 股上市公司中发布 ESG 相关报告的有 1130 家,但只有 55 家企业发布了纯粹的 ESG 报告,占有 A 股上市公司的 1.57%。再有,当前 ESG 信息披露缺乏第三方数据机构的验证,因此存在部分企业选择性地披露对公司有益的信息,隐藏了对企业不利的相关指标信息,甚至出现数据造假、虚报等情况。

第二,在企业方面,对 ESG 理念缺乏正确的认识,认为 ESG 就是“做慈善”。我们在实地调研中发现,大部分中小企业没有听说过 ESG 或者 CSR,少部分听说过 ESG 的企业普遍认为 ESG 就是“捐钱”“做慈善”。总之,在企业看来,ESG 是“锦上添花”的事情,不是“雪中送炭”的事情。因此,如果企业规模比较小,或者生存比较困难,根本就不会考虑 ESG,这一观察与我们的数据分析是一致的。实际上,ESG 的本质是通过与债权人、工人、客户、供应商和社区分享利益,共同把利益蛋糕做大(Edmans, 2020)<sup>[6]</sup>。契约理论则认为,ESG 是设计利益兼容的激励机制,不是单纯的慈善。因此,并非只有有钱的企业才需要从事 ESG 活动。相反,越是处于生存困境的企业,更需要通过 ESG 充分调动利益相关者的积极性,共同让企业渡过难关,最终实现共同富裕。日本企业在经济危机时,往往通过高层减薪、员工轮岗、保住供应链等方式克服困难,其实就是践行 ESG 的理念。

第三,在市场方面,投资者和消费者对 ESG 尚未完全接受,还没有形成“用脚投票”的 ESG 市场。ESG 是一种投资理念,即投资者和企业管理者切实把环境、社会和公司治理作为选择投资目标的主要标准,抛弃那些 ESG 表现不佳的企业,从而形成一种“用脚投票”的市场淘汰机制。然而,这种市场理念的形成通常与经济发展水平和偏好有关。中国作为一个新兴市场,目前还未形成这样一种成熟的投资理念。最典型的事件是,

2021 年 7 月国际著名的 ESG 评级机构明晟(MSCI)将 A 股蓝筹公司代表贵州茅台的 ESG 评级从 B 级降到了 CCC 级,导致贵州茅台成为全球 20 大市值公司中 ESG 评分最低的企业。然而,市场似乎并没有因为贵州茅台的 ESG 评分下降而“抛弃”它。

第四,在理论上,传统义利观、ESG 和共同富裕没有形成统一的框架。中国商人自古以来就有乐善好施的传统,并形成了一种义利观。中国早期著名的商人范蠡,被认为是有记载的最早的慈善家。在古代商品经济比较发达的宋朝,很多商人热心公益事业,包括赈灾救荒、施药济贫、修桥铺路,还积极为边疆防卫提供援助。到了晚清时期,以科举状元身份创办实业的张謇更是捐资助学、抚幼赡老的典范。这种行为已经超越了单纯的慈善,而是广义的社会责任。近年来,中国企业开始高度重视 ESG 或 CSR,但是在话语权上主要遵从西方的解释,缺乏中国的文化根基。与此同时,共同富裕作为一种政策理念,虽然推行力度较大,但是其精神内核缺乏提炼,这不利于被企业广泛认同,甚至可能给企业带来道德压力。

## 五、结论和政策建议

本文首次从 ESG 的角度分析了企业推进共同富裕的理论逻辑和现实效果。我们发现,企业参与 ESG 有利于提高财务绩效,但是企业参与 ESG 并没有显著提高劳动收入份额,也没有缩小管理层与普通员工的薪酬差距。目前来看,企业的 ESG 活动对“做大蛋糕”发挥了作用,但是对“分好蛋糕”还没有产生正面作用。

为了更好地推动企业通过 ESG 活动实现共同富裕,我们认为需要以下三个方面的政策安排。第一,加快完善 ESG 的披露要求和统一标准。相对于发达国家,中国对 ESG 的披露要求还比较宽松。下一步可以对上市公司实施更严格的披露要求,比如除了少数重污染行业的公司,其他行业的公司应该按照“不遵守就解释”要求发布 ESG 报告。第二,加强对 ESG 的宣传教育,重点对象是企业 and 投资者。证券监管部门应该将 ESG 纳入投资者教育的重要内容,帮助形成一个 ESG 市

场。第三,推动传统义利观、ESG 和共同富裕三者的理论整合。中国古代商人的义利观体现了当代 ESG 的精髓,两者在本质上是一致的,只是在范围上古代商人还没有形成关注环境和公司治理的现代理念。而共同富裕作为当下最富号召力的政策理念,完全可以而且应该在汲取中国古代义利观的同时,与国际流行的 ESG 理念实现对接,并且为更好地践行 ESG 理念提供制度上的激励。

#### 参考文献:

- [1] Piketty, Thomas, *Capital in the Twenty-First Century*, MA: Belknap Press, 2013.
- [2] 李实:《全球化中的财富分配不平等:事实、根源与启示》,《探索与争鸣》2020 年第 8 期,第 17-20 页。
- [3] 克劳斯·施瓦布、彼得·万哈姆:《利益相关者》,思齐、李艳译,北京:中信出版社 2021 年版。
- [4] 玛格丽特·布莱尔:《所有权与控制——面向 21 世纪的公司治理探索》,北京:中国社会科学出版社 1999 年版。
- [5] 杨瑞龙、周业安:《企业的利益相关者理论及其应用》,北京:经济科学出版社 2000 年版。
- [6] Edmans, Alex, *Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, Cambridge: Cambridge University Press, 2020.
- [7] 黄世忠:《ESG 理念与公司报告重构》,《财会月刊》2021 年第 17 期。
- [8] Gillan, Stuart L., Andrew Koch, Laura T. Starks., “Firms and Social Responsibility: A Review of ESG and CSR Research in Corporate Finance”, *Journal of Corporate Finance*, No.66, 2021, pp.101889.
- [9] Kitzmueller, Markus, and Jay Shimshack., “Economic Perspectives on Corporate Social Responsibility”, *Journal of Economic Literature*, Vol.50, No.1, 2012, pp.51-84.
- [10] 方明月、林佳妮、聂辉华:《数字化转型是否促进了企业内共同富裕?——来自中国 A 股上市公司的证据》,《数量经济技术经济研究》2022 年第 11 期。
- [11] Friede, G., Busch, T., Bassen, A., “ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies”, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Vol. 5, No. 4, 2015, pp. 210-233.
- [12] Di Giuli, Alberta, Leonard Kostovetsky., “Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility”, *Journal of Financial Economics*, No.111, 2014, pp.158-180.
- [13] Starks, Laura., “EFA keynote speech: corporate governance and corporate social responsibility: what do investors care about? What should investors care about?” *Financial Review*, Vol.44, No.4, 2009, pp.461-468.
- [14] Godfrey, Paul., “The Relationship between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective”, *Academy of Management Review*, Vol.30, No.4, 2005, pp.777-798.
- [15] El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C.C., Mishra, D.R., “Does corporate social responsibility affect the cost of capital?” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 35, No.9, 2011, pp.2388-2406.
- [16] Kong, Xiaowei, Fan Jiang, Ling Zhu., “Business strategy, corporate social responsibility, and within-firm pay gap”, *Economic Modelling*, No. 106, 2022, pp. 105703.
- [17] Ee, Mong Shan, Chi-Chur Chao, Leonard Wang, Eden Yu., “Environmental corporate social responsibility, firm dynamics and wage inequality”, *International Review of Economics and Finance*, No.56, 2018, pp. 63-74.
- [18] 沈洪涛、王立彦、万拓:《社会责任报告及鉴证能否传递有效信号?——基于企业声誉理论的分析》,《审计研究》2011 年第 4 期。
- [19] 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》,《软科学》2022 年第 6 期。
- [20] 施新政、高文静、陆瑶、李蒙蒙:《资本市场配置效率与劳动收入份额——来自股权分置改革的证据》,《经济研究》2019 年第 12 期。
- [21] 张克中、何凡、黄永颖、崔小勇:《税收优惠、租金分享与公司内部收入不平等》,《经济研究》2021 年第 6 期。

[责任编辑:房宏琳]