

旅游上市公司 ESG 表现对企业财务绩效的影响

向雪芹

(湖北经济学院会计学院, 武汉 430205)

摘要: 以 2016—2022 年中国 A 股旅游上市公司季度数据为研究样本, 实证分析旅游上市公司 ESG(环境、社会和治理)表现对企业财务绩效的影响。研究发现: 旅游上市公司 ESG 表现对企业财务绩效存在正向促进作用; ESG 表现通过降低融资约束来实现对财务绩效的促进作用; 相比于非旅游景区组, 景区组改善 ESG 表现对企业财务绩效的提升效益更小; 相比于非国有企业, 国有企业的 ESG 表现对企业财务绩效的促进作用更显著。

关键词: ESG(环境、社会和治理)表现; 财务绩效; 融资约束

中图分类号: F270.3 **文献标志码:** A **文章编号:** 1671-1807(2025)07-0203-08

联合国全球契约组织在 2004 年 6 月首次提出了 ESG(environment, social and governance, 环境、社会和治理)的概念, 强调企业在追求经济效益的同时, 还需关注环境、社会和治理 3 个维度的整体表现。随着中国经济迈入高质量发展阶段, 2023 年十四届全国人大一次会议提出了促进绿色转型的发展方式, 追求更高效、公平、可持续的增长已成为企业发展的关键目标和导向。在评价企业投资价值时, 单一的财务指标已不再足够, 企业在 ESG 方面的表现越来越受到重视。吕峻和焦淑艳^[1]提出, 环境维度展示了企业在行业竞争和产业升级中的竞争优势; 社会维度反映了企业在与利益相关者协调过程中的成本; 公司治理维度则展示了管理者对企业资源结构的调配能力及利益相关者关系的管理能力。ESG 理念认为, 企业的持续发展与其经济表现紧密相连, 且与环境、社会和治理要素紧密相关。目前, 中国政府部门积极推广 ESG 发展理念, 要求旅游企业绿色开发、绿色经营, 回馈社会优化公司治理。本文以 2016—2022 年中国 A 股旅游上市公司为研究对象, 探讨了 ESG 表现对企业财务绩效的影响及其相关结论。

1 理论分析与研究假设

研究 ESG 表现与企业财务绩效之间的关系可以追溯至 20 世纪 70 年代。Friede 等^[2]对 1970 年起至当时发表的 2 000 多篇关于 ESG 与财务绩效关联的研究进行了综述, 发现大约有 90% 的研究表明, ESG 与财务绩效之间存在正向或无关的关系。

Garcia 等^[3]对 2010—2012 年金砖国家 365 家上市公司的数据进行了分析, 结果显示公司的财务状况与其在环境、社会和治理方面的优秀表现呈正相关。Lucia 等^[4]的研究也发现, ESG 表现与财务指标之间存在正相关。Aboud 和 Diab^[5]、Xie 等^[6]的研究同样发现, ESG 表现良好的企业往往拥有更高的财务绩效水平。因此, 从长远角度来看, 对 ESG 的投入能够促进企业绩效的提升。

现有文献就 ESG 表现对企业经营、金融市场和风险管理等方面进行了深入研究。在企业经营方面, 现有研究成果主要集中于 ESG 表现对企业价值、企业财务绩效、企业创新绩效、企业绿色转型等方面。目前针对 ESG 表现对企业财务绩效的影响存在争议。一方面, 早期的学者认为, 公司过度注重社会责任会损害股东权益, 若是公司在履行社会义务时超额投入资金, 很有可能会降低公司利益最大化的标准。另一方面, 也有许多研究人员重视其对公司发展的正面影响。严伟祥等^[7]认为良好的 ESG 表现能够减少信息不对称, 发挥融资约束的中介作用, 提升公司财务绩效, 使得公司股价具有上升的动力和空间。更有学者从直接影响和间接影响两方面总结了 ESG 表现对企业财务绩效的促进作用。直接影响方面, 杨睿博等^[8]以 2010—2020 年 A 股上市公司为研究对象, 发现公司提升 ESG 表现能够促进公司财务表现提高。李井林等^[9]分别分析了环境、社会和公司治理 3 个方面对企业绩效的影响, 通过实证研究得出结论企业 ESG 表现能够提升

收稿日期: 2024-11-04

作者简介: 向雪芹(2001—), 女, 湖北宜昌人, 硕士研究生, 研究方向为会计理论与实务。

企业绩效。刘杰勇^[10]具体指出,ESG 表现良好能够显著提高企业声誉、增加企业销售额、增强企业对优秀员工的吸引能力,进而提升企业财务绩效。在间接影响上,一方面可以提高媒体对企业发展的关注度,另一方面能够增强企业投资者和潜在投资者的信心,使其能够全身心地融入投资活动当中,为投资决策与活动开展提供真实有效的帮助,进一步提高企业价值,优化企业财务绩效。通过披露企业 ESG 信息,能够使环境资源得到优化分配,这对于旅游上市公司而言是提升财务绩效的有效方法。

企业 ESG 表现与财务指标之间联系紧密,并最终通过直接或间接方式影响企业的财务绩效。环境维度方面,环境管理良好的企业一方面可以减少能源消耗和废物处理成本,提高资源使用效率,从而降低运营成本,另一方面也更容易吸引 ESG 投资者,提高企业的市场估值,降低融资约束。社会维度方面,企业与供应商建立稳定的关系,确保供应链的效率和连续性,可以减少供应中断的风险;良好的员工关系可以提高员工满意度和生产率,降低员工流失率;高度的产品责任感能够获取消费者好感,增加用户黏性,同时提升品牌声誉,吸引更多的社会责任投资者,有助于提高运营效率和财务稳定性。公司治理方面,有效的公司治理可以更好地识别和管理风险,减少潜在的财务损失;高透明度的财务报告和良好的治理结构可以增强投资者和利益相关者的信任,降低资本成本;良好的公司治理能够提升企业的韧性和适应性,这有助于公司在面对如自然因素、政策变动等外部冲击时保持稳定的财务表现。通过提升环境、社会、公司治理 3 个维度的评分,综合提高企业整体 ESG 表现,能够使企业获得更低的资本成本,因为投资者认为它们的风险较低;同时可以增加企业的市场估值,因为投资者认为这些企业具有更好的长期增长潜力;再者,ESG 实践通过提高运营效率、降低成本、增加市场份额,可以提升企业的盈利能力,有助于企业在面对经济波动和行业变革时保持稳定和韧性。

旅游业的特殊性质对 ESG 表现与财务绩效关系的具体影响较为显著。首先,由于旅游资源具有不可复制性和不可转移性,而景区开发和一定程度上的游客过载导致自然旅游资源逐渐消耗,所以环境保护的必要性尤为明显。其次,旅游业的产品是以提供劳务为主的旅游服务,因此旅游业被公认为劳动密集型产业,可以为社会提供大量工作岗位,反之,旅游企业积极履行社会责任,能够

提高员工满意度和生产力,这直接关系到服务质量和效率,进而影响收入和利润。再者,旅游业最显著的特征是具有季节性和脆弱性,易受到季节因素、自然因素和社会因素影响,那么提升公司治理水平,保证企业财务稳定性,提高抗风险能力,才能实现可持续发展。总之,旅游业的综合性极强,旅游企业将 ESG 要素整合到企业的可持续发展战略中,可以帮助企业识别新的增长机会,优化资源配置,提高适应市场变化的能力,从而影响财务绩效。

根据以上分析,提出如下假设。

H1:良好的 ESG 表现对旅游上市公司的财务绩效具有正向促进作用。

2 研究设计

2.1 样本选择

为了研究企业 ESG 表现对旅游上市公司财务绩效的影响,选取 2016 年第一季度至 2022 年第四季度国内 A 股旅游上市企业数据为研究样本,公司财务数据来源于国泰安数据库,企业 ESG 数据来源于华证 ESG 评级。为了保证研究结果的准确性,对所有连续变量的 1%和 99%分位进行缩尾处理。

2.2 变量选择

2.2.1 自变量:ESG 评级(ESG)

本文的自变量为旅游上市公司 ESG 评分,是在华证的 ESG 评估系统基础上建立的。这个评估体系由环境、社会、公司治理 3 个维度构成,共 16 个方面,44 个主要指标,见表 1。计算方法为:基于底层数据计算 44 个三级指标的得分,根据行业特点构建行业权重矩阵,根据各个行业权重矩阵计算出 ESG 得分,最后将公司归为“AAA-C”9 档。华证 ESG 评估体系是以政府及相关监管部门的网站数据、新闻媒体的相关资料、旅游上市企业公开披露的数据、定期的报告及临时公告、上市公司社会责任及可持续发展报告等为基础,并以国际主流的 ESG 评价体系和中国社会主义市场经济特征为参照,对其进行调整后,建立起来的指标体系,涵盖了所有 A 股旅游上市公司。

2.2.2 因变量:净资产收益率(ROE)

本文以净资产收益率为财务绩效指标,即净利润与平均股东权益之比,反映股东权益收益水平和公司资本运用效率。净资产收益率是企业对投资者投资资金使用效率的一个重要指标,也是目前财务绩效研究的代表性指标之一,指数愈高,则表示该项目的投资回报愈高。

表 1 ESG 指标体系

维度	主题	关键指标
环境(E)	气候变化	温室气体排放、碳减排路线、应对气候变化、海绵城市、绿色金融
	资源利用	土地利用及生物多样性、水资源消耗、材料消耗
	环境污染	有害垃圾、电子垃圾、工业排放
	环境管理	可持续认证、供应链管理、环保处罚
	环境友好	绿色建筑、绿色工厂、可再生能源
社会(S)	产品责任	品质认证、召回、投诉
	人力资本	员工健康与安全、员工激励与发展、员工关系
	供应链	供应链关系、供应商风险和管理
	社会贡献	就业、普惠、社区投资、科技创新
	数据安全与隐私	数据安全与隐私
公司治理(G)	股东权益	股东权益保护
	治理结构	风险控制、董事会结构、管理层稳定性、ESG 治理
	治理风险	偿债能力、法律诉讼、大股东行为、税收透明度
	信披质量	信息披露可信度、ESG 外部鉴证
	商业道德	商业道德、反贪污和贿赂
	外部处分	外部处分

表 2 变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值
ROE	-0.026 597 1	0.220 983 7	-1.708 126	0.211 746
ESG	3.976 019 0	1.198 999 0	1.000 000	7.000 000
KZ	1.642 205 0	2.718 370 0	-7.856 342	10.501 850
Lev	0.422 833 8	0.213 940 4	0.057 580	0.938 260
Age	22.888 490 0	4.932 513 0	10.000 000	34.000 000
Top1	33.910 620 0	12.802 920 0	13.183 200	59.449 200
Atr	0.274 762 9	0.313 779 4	0.008 625	1.671 711
Cr	1.877 619 0	1.523 330 0	0.152 073	8.425 072
Ebit	0.468 259 5	1.983 428 0	-7.219 515	23.830 040

值为 0.211 746, 最小值为 -1.708 126, 均值为 -0.026 597 1, 与张建洁和雷倩^[13]所认为的中国旅游上市公司之间经营绩效差距较大这一结论相吻合。解释变量 ESG 的最大值为 7, 最小值为 1, 均值为 1.642 205, 标准差为 2.718 37, 说明旅游上市公司 ESG 表现整体差异不大, 但其中不乏有部分公司在企业 ESG 提升方面成绩斐然, 也有部分公司对此关注度不够。

为确保解释变量合理并排除多重共线性, 进行方差膨胀因子(VIF)检验, 结果显示 VIF 值均小于 5, 无多重共线性, 相关变量的选取具有较高的可行性。豪斯曼检验 P 值为 0.000 0, 支持使用固定效应模型而非随机效应模型。

为保证研究结果的正确性, 对主要变量进行相关性分析, 结果见表 3。结果发现, ESG 与 ROE 的相关系数为 0.355, 且在 1% 的水平上显著正相关, 初步说明旅游上市公司 ESG 表现提升了企业财务绩效; 同时各主要相关变量之间均存在显著的相关性, 说明变量之间的关联性较高, 可以进一步研究企业 ESG 表现对财务绩效的影响。

3.2 基准回归分析

收集 2016—2022 年 834 家旅游上市公司数据, 通过普通最小二乘法(ordinary least squares, OLS)回归分析了 ESG 对财务绩效的影响, 检验结果见表 4。表中列(1)未加入控制变量, ESG 系数为 0.065 4, 且在 1% 的水平上显著, 说明旅游上市企业 ESG 显著提升了企业财务绩效; 列(2)加入了相关控制变量, ESG 系数为 0.037 5, 且在 1% 水平上显著; 列(3)再加入时间固定效应, ESG 系数为 0.033 7, 仍显著。结果一致表明, ESG 表现显著提升旅游上市公司财务绩效, 支持假设 H1。

3.3 稳健性检验

3.3.1 替换被解释变量

为了保证回归结果的稳健性, 将被解释变量替

2.2.3 中介变量: 融资约束(KZ)

融资问题是企业关键议题, 约束越小越有利于外部资金获取, 促进财务绩效。本文用 KZ 指数衡量融资约束, KZ 值高表明融资约束大, 对绩效有负面影响。

2.2.4 控制变量

参考薛天航等^[11]、王波和杨茂佳^[12]的实证研究, 在对模型进行回归估计时, 控制了资产负债率(Lev)、公司上市年龄(Age)、大股东持股比例(Top1)、总资产周转率(Atr)、流动比率(Cr)、息税前利润(Ebit), 同时控制了时间效应。

2.3 模型设计

理论上, 参照公司金融研究的多数实证方法, 假定 ESG 评级对上市公司财务绩效的影响为线性关系, 构建以下回归模型:

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_2 Control_{it} + Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

式中: ROE 为上市公司各季度净资产收益率; ESG 为赋值后的 ESG 得分; Control 为控制变量; Year 为时间固定效应; ε 为随机扰动; i, t 分别为上市公司和年份; α_0 为常数项; α_1, α_2 为回归系数。

3 实证分析与解释

3.1 变量描述性统计与相关性分析

变量描述性统计结果见表 2。从 834 个样本观测值来看, 旅游上市公司的净资产收益率 ROE 最大

表 3 相关性分析结果

变量	ESG	ROE	KZ	Lev	Age	Top1	Atr	Cr	Ebit
ESG	1								
ROE	0.355***	1							
KZ	-0.456***	-0.422***	1						
Lev	-0.401***	-0.297***	0.681***	1					
Age	-0.147***	-0.213***	0.286***	0.330***	1				
Top1	0.206***	0.331***	-0.248***	-0.092***	-0.166***	1			
Atr	0.068**	-0.031	-0.076**	0.042	-0.132***	0.113***	1		
Cr	0.195***	0.283***	-0.580***	-0.721***	-0.270***	0.087**	-0.029	1	
Ebit	0.209***	0.301***	-0.057	0.110***	-0.275***	0.302***	0.199***	0.037	1

注：**、***分别表示在 5%、1% 的水平上显著。

表 4 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	ROE	ROE	ROE
ESG	0.0654*** (0.00597)	0.0375*** (0.00618)	0.0337*** (0.00724)
Lev		-0.599*** (0.0467)	-0.656*** (0.0555)
Age		0.00350** (0.00146)	0.00802*** (0.00239)
Top1		0.00108** (0.000548)	0.00154** (0.000775)
Atr		0.0444** (0.0211)	0.168*** (0.0270)
Cr		-0.0390*** (0.00620)	-0.0322*** (0.00736)
Ebit		0.0222*** (0.00367)	0.0198*** (0.00381)
常数项	-0.286*** (0.0248)	0.0112 (0.0523)	-0.0593 (0.0756)
Year	No	No	Yes
样本数	834	834	834
adj. R ²	0.126	0.296	0.338

注：括号内标准误；**、***分别表示在 5%、1% 的水平上显著。

换为资产收益率 ROA，这一指标有助于评估企业的盈利状况，是企业财务状况的关键衡量标准。根据表 5 列(1)~列(3)的回归结果，当 ROA 作为被解释变量时，无论是否加入控制变量或时间固定效应，回归系数均呈现正值且具有显著性，表明旅游上市公司的 ESG 表现对财务绩效产生了积极影响，从而验证了假设 H1 的有效性。

3.3.2 调整样本期

为了进一步检验回归结果的准确性，将 2016—2022 年的季度样本数据替换为 2016—2022 年的年度样本数据，共 185 个样本数据，用同样的方法进行回归，得到结果见表 5 的列(4)~列(6)。结果发现旅游上市企业的 ESG 指标对 ROE 有正向促进作用，且影响显著，进一步支持假设 H1。

206

3.3.3 个体固定效应

根据公司固定效应模型，对每个公司的特定数据进行固定，以检验在控制了公司个体固定效应后数据的稳定性，检验结果见表 6。在加入个体固定效应之后发现，旅游上市企业的 ESG 指标对 ROE 均有正向促进作用，且至少在 5% 的水平上显著，说明数据较稳定，假设 H1 的可靠性得到验证。

3.3.4 工具变量检验

采用滞后一期 ESG 评分(LESG)和以季度平均得分为依据的年度 ESG 评级(ESG_AGE)数据为工具变量，运用两阶最小二乘法(2SLS)进行回归，检验结果见表 7。在使用滞后一期 ESG 评分作为工具变量的测试中，第 1 阶段回归分析表明，滞后一期的 ESG 评分(LESG)在 1% 的显著性水平上呈现出正向显著性；第 2 阶段回归分析中，ESG 评分同样保持显著的正相关性。在以季度平均得分为依据的年度 ESG 评级数据为工具变量的检验中，第 1 阶段和第 2 阶段的回归结果 ESG_AGE 均显著为正。为了检验工具变量的有效性，进行弱工具变量检验，结果显示两个工具变量的 F 值都远大于 10，说明这两个变量都不是弱工具变量，表明旅游上市公司 ESG 表现正向促进企业财务绩效，且具有可靠性。

4 融资约束的中介效应检验

融资约束较高时，企业难以获得足够的外部资金，这限制了其在研发和规模扩张等方面的成长，严重时可能导致企业因资金短缺而面临破产风险。ESG 作为一种信号传递机制，有望帮助企业缓解融资约束。企业通过优秀的 ESG 表现向外界展示积极形象，有助于促进融资活动的进行。根据以上分析，提出如下假设。

H2：旅游上市公司良好的 ESG 表现通过缓解融资约束而提升企业财务绩效。

表 5 稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
ESG	0.014 1*** (0.001 53)	0.005 43*** (0.001 50)	0.003 51* (0.001 85)	1.816 0*** (0.375 00)	0.024 1* (0.012 30)	0.020 9* (0.011 30)
Lev		-0.097 7*** (0.011 3)	-0.091 2*** (0.014 6)		-0.596 0*** (0.090 4)	-0.557 0*** (0.082 9)
Age		-0.001 28*** (0.000 352)	-0.000 355 (0.000 823)		0.002 78* (0.001 66)	0.004 21*** (0.001 55)
Top1		5.76×10^{-5} (0.000 132)	-3.77×10^{-5} (0.000 236)		0.001 26 (0.000 955)	0.001 97** (0.000 882)
Atr		0.040 0*** (0.005 11)	0.058 1*** (0.006 79)		0.094 8*** (0.026 5)	0.049 0* (0.025 3)
Cr		-0.002 43 (0.001 50)	-0.000 532 (0.001 89)		-0.035 7*** (0.012 7)	-0.030 4*** (0.011 7)
Ebit	-0.052 9*** (0.006 34)	0.007 70*** (0.000 888)	0.006 82*** (0.000 913)		0.010 1*** (0.001 91)	0.009 78*** (0.001 76)
常数项		0.040 2*** (0.012 6)	0.026 8 (0.022 9)	4.129*** (0.072 4)	0.052 6 (0.079 3)	0.068 0 (0.074 4)
Year	No	No	Yes	No	No	Yes
样本数	834	834	834	185	185	185
adj. R ²	0.093	0.346	0.413 5	0.114	0.410	0.526

注:括号内标准误;*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著。

表 6 稳健性检验——个体固定效应

变量	(1)	(2)	(3)
	ROE	ROE	ROE
ESG	0.065 8*** (0.009 06)	0.021 7** (0.008 56)	0.017 8** (0.008 50)
Lev		-0.782*** (0.071 6)	-0.769*** (0.069 9)
Age		-0.002 52 (0.002 95)	0.030 5 (0.029 3)
Top1		0.004 79*** (0.001 54)	0.003 01** (0.001 52)
Atr		0.181*** (0.024 6)	0.299*** (0.030 6)
Cr		-0.017 8** (0.008 78)	-0.018 0** (0.008 65)
Ebit		0.012 3*** (0.003 94)	0.016 4*** (0.003 93)
常数项	-0.350*** (0.064 8)	0.244* (0.137)	-0.291 (0.568)
Year	No	No	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes
样本数	834	834	834
adj. R ²	0.061 6	0.291 8	0.362 0

注:括号内标准误;*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著。

为了检验融资约束在 ESG 表现促进旅游上市公司财务绩效中的中介效应,参考温忠麟等^[14]的研究,构建模型如下:

$$KZ_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 Control_{it} + Year + \epsilon_{it} \quad (2)$$

表 7 工具变量检验结果

变量	工具变量(LESG)		工具变量(ESG_AGE)	
	ESG	ROE	ESG	ROE
	第1阶段	第2阶段	第1阶段	第2阶段
ESG		0.115 0* (0.061 8)		
LESG	0.853 9*** (0.195 9)			
ESG				0.117 8* (0.062 5)
ESG_AGE			0.996 7*** (0.015 9)	
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	0.593 0*** (0.151 2)	-0.248 6 (0.265 0)	0.063 4 (0.114 0)	-0.269 9 (0.270 7)
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	804	804	834	834
R ²	0.813 5	0.089 9	0.882 2	0.086 2
F	2 405.72		4 482.71	

注:括号内标准误;*、***分别表示在10%、1%的水平上显著。

式中: β_0 为常数项; β_1 、 β_2 为回归系数。该模型能够反映 ESG 表现对融资约束的影响,KZ 指数越小,意味着上市公司面临的融资约束程度越低,若 $\beta_1 < 0$ 且显著,表示 ESG 表现越好,融资约束越小,即 ESG 表现对企业融资起到促进作用。

$$ROE_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 ESG_{it} + \gamma_2 KZ_{it} + \gamma_3 Control_{it} + Year + \epsilon_{it} \quad (3)$$

式中: γ_0 为常数项; γ_1 、 γ_2 、 γ_3 为回归系数。

模型(3)是在模型(1)的基础上加入融资约束

变量,若 γ_1 、 γ_2 显著,则证明融资约束具有中介作用。

采用中介效应三步法,检验结果见表 8。列(2)考察了 ESG 表现是否影响了融资约束,结果显示 ESG 系数为-0.241,并且在 1%的水平上显著,这表明旅游上市企业的 ESG 表现有效减少了融资约束;在列(3)中,观察到 KZ 的系数为-0.015 1,同样在 1%的水平上显著,意味着较高的融资约束显著削弱了企业的财务绩效。同时,ESG 表现的系数为 0.029 1,在 1%的水平上显著为正,说明旅游上市企业通过改善 ESG 表现降低了融资约束,从而提升了财务绩效。这证实了融资约束的中介作用,为假设 H2 提供了支持。

表 8 融资约束的中介效应检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	ROE	KZ	ROE
ESG	0.033 7*** (0.007 24)	-0.241 0*** (0.065 60)	0.029 1*** (0.007 28)
KZ			-0.015 1*** (0.004 31)
Lev	-0.656*** (0.055 5)	4.225*** (0.525 0)	-0.575*** (0.059 1)
Age	0.008 02*** (0.002 39)	-0.046 20 (0.038 40)	0.007 14*** (0.002 34)
Top1	0.001 54** (0.000 775)	-0.038 4*** (0.009 420)	0.001 04 (0.000 772)
Atr	0.168*** (0.027 0)	-1.168*** (0.238 0)	0.152*** (0.026 9)
Cr	-0.032 2*** (0.007 36)	-0.394 0*** (0.066 90)	-0.038 5*** (0.007 47)
Ebit	0.019 8*** (0.003 81)	0.033 4 (0.031 30)	0.020 2*** (0.003 78)
常数项	-0.059 3 (0.075 6)	3.110 0*** (0.978 0)	-0.014 0 (0.075 3)
Year	Yes	Yes	Yes
样本数	834	834	834
adj. R ²	0.337 8	0.525 2	0.338 5

注:括号内标准误;**、***分别表示在 5%、1%的水平上显著。

5 异质性分析

5.1 经营内容异质性

旅游业是指直接为游客提供出行、住宿、餐饮、游览、购物、娱乐等服务活动的集合,旅游业经营范围的广泛性决定了旅游上市企业经营内容的多样性。旅游景区伴随人类文明发展,已有数千年历史,早在 4000 年前的古巴比伦和古埃及,旅游景区就已逐渐成形。根据旅游景区产业链显示,旅游景区在整个景区行业产业链上游,其他旅游相关行业

均围绕景区发展,旅游景区是旅游业的核心载体,是旅游业的主要旅游供给和发展先决条件,是旅游产品的主体成分,是旅游产业链中的中心环节,是旅游消费的吸引中心,是旅游产业面的辐射中心。

参考张志花和袁苏东^[15]指出的旅游业的泛化性质,认为旅游景区业务是其他旅游业务的中心,非景区业务围绕景区业务展开。故本文根据主营业务的不同将旅游上市公司数据分为景区组和非景区组,并对其分组回归,结果见表 9。其中第(1)列、(2)列汇报了分组回归结果,景区组(Soe=1)中 ESG 的系数显著小于非景区组(Soe=0)。第(3)列为交叉项回归结果,景区虚拟变量和 ESG 的交叉项系数虽为正却不显著。总之,相比于非景区组,景区组改善 ESG 表现对企业财务绩效的提升效益更小。

5.2 产权性质异质性

国有企业和政府之间有着天然的政治联系,并作为国民经济的支柱,在经济发展中占据主导地位,享受政府提供的政策优惠、财政补助和资源支持。相比之下,非国有企业则倾向于主动提升 ESG 表现,以争取外部资源,提升企业业绩。因此,国有与非国有企业在 ESG 实践上存在差异,那么这种差异是否会对它们的财务绩效产生不同的影响,这是一个值得探究的问题。

表 9 经营内容异质性分析结果

变量	(1)	(2)	(3)
	Soe=0	Soe=1	全样本
ESG	0.055 1*** (0.016 40)	0.006 95*** (0.002 61)	0.030 6*** (0.007 66)
Lev	-1.246*** (0.135 0)	-0.149*** (0.021 7)	-0.653*** (0.056 1)
Age	0.009 82* (0.005 34)	0.001 64 (0.001 04)	0.007 98*** (0.002 45)
Top1	0.002 06 (0.001 750)	-2.63×10 ⁻⁷ (0.000 313)	0.001 64** (0.000 792)
Tat	0.281*** (0.042 5)	0.161*** (0.035 6)	0.184*** (0.028 6)
Ldb	-0.131*** (0.028 50)	-0.001 22 (0.002 30)	-0.033 1*** (0.007 48)
Ebit	0.027 1** (0.010 80)	0.008 68*** (0.001 20)	0.019 3*** (0.003 82)
Soe×ESG			0.006 19 (0.005 34)
常数项	0.219 0 (0.176 0)	-0.016 5 (0.030 1)	-0.063 7 (0.076 8)
Year	Yes	Yes	Yes
样本数	386	448	834
adj. R ²	0.480 0	0.635 1	0.336 7

注:括号内标准误;*、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。

检验结果见表 10,第(1)列、(2)列汇报了分组回归结果,其中非国有企业组(Soe=0)的检验结果并不显著,国有企业组(Soe=1)系数为 0.005 3,且在 5%水平上显著。故得出结论,在旅游上市公司中,相比于非国有企业,国有企业的 ESG 表现对企业财务绩效的促进作用更显著。

表 10 产权性质异质性分析结果

变量	(1)	(2)
	Soe=0	Soe=1
ESG	0.022 4 (0.019 60)	0.005 3** (0.002 48)
Lev	-1.252 0*** (0.132 0)	-0.038 7* (0.021 1)
Age	0.034 0*** (0.005 160)	-0.002 3*** (0.000 666)
Top1	-0.011 4*** (0.002 98)	0.000 126 (0.000 234)
Atr	0.257 0*** (0.057 6)	0.096 0*** (0.011 1)
Cr	-0.042 4** (0.016 50)	0.004 95* (0.002 88)
Ebit	0.268 0*** (0.072 20)	0.010 7*** (0.001 28)
常数项	0.025 3 (0.177 0)	0.017 7 (0.023 0)
Year	Yes	Yes
样本数	230	604
adj. R ²	0.598	0.555

注:括号内标准误;*、**、***分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著。

6 结论与建议

以 2016—2022 年旅游上市公司的季度财务数据为样本,采用华证 ESG 评级作为解释变量,分析了旅游上市公司 ESG 表现对企业财务绩效的影响关系。研究发现:旅游上市公司 ESG 表现对企业财务绩效存在正向促进作用,具体的,ESG 表现通过降低融资约束来实现对财务绩效的促进作用。异质性分析表明,相比于非旅游景区组,景区组改善 ESG 表现对企业财务绩效的提升效益更小;相比于非国有企业,国有企业的 ESG 表现对企业财务绩效的促进作用更显著。

结合实证得出的研究结论,建议旅游上市企业通过 ESG 表现提升企业财务绩效中做好以下几方面工作:旅游上市公司应该深刻认识到 ESG 表现对企业财务绩效的正向促进作用,尤其是通过降低融资约束来实现的这一机制。因此,公司需制定并执行详尽的 ESG 改进计划,不断提升环保、社会责任和公司治理水平,以此吸引社会责任投资和绿色贷款,优化融

资结构。同时,公司应加强与投资者的沟通,通过透明的 ESG 信息披露增强投资者信心,降低资本成本。在内部治理上,公司需确保 ESG 政策的有效执行,并通过员工参与和培训,营造全员参与的 ESG 文化。此外,通过持续监测 ESG 表现与财务绩效之间的关系,公司可以及时调整策略,确保 ESG 实践与业务目标同步,从而在提升品牌价值、吸引环保意识消费者、降低合规风险的同时,实现财务绩效的长期稳定增长。政府应该在推动旅游企业 ESG 表现提升方面发挥关键作用,通过制定和实施相关法律法规、建立标准和指引,提供税收优惠和财政激励,加强监管和监督,促进 ESG 投资市场发展,提升公众参与和教育,以及参与国际合作,为旅游上市公司营造一个有利于 ESG 发展的环境,从而正向促进企业财务绩效的提升和长期可持续发展。

参考文献

- [1] 吕峻, 焦淑艳. 环境披露、环境绩效和财务绩效关系的实证研究[J]. 山西财经大学学报, 2011, 33(1): 109-116.
- [2] FRIEDE G, BUSCH T, BASSEN A. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies[J]. Journal of Sustainable Finance & Investment, 2015, 5(4): 210-233.
- [3] GARCIA A S, MENDES-DA-SILVA W, ORSATO R J. Sensitive industries produce better ESG performance: evidence from emerging markets[J]. Journal of Cleaner Production, 2017, 150: 135-147.
- [4] LUCIA C D, PAZIENZA P, BARTLETT M. Does good ESG lead to better financial performances by firms? machine learning and logistic regression models of public enterprises in Europe[J]. Sustainability, 2020, 12(13): 1-29.
- [5] ABOUD A, DIAB A. The financial and market consequences of environmental, social and governance ratings [J]. Sustainability Accounting, Management and Policy Journal, 2019, 10(3): 498-520.
- [6] XIE J, NOZAWA W, YAGI M, et al. Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? [J]. Business Strategy and the Environment, 2019, 28(2): 286-300.
- [7] 严伟祥, 赵誉, 孟德锋. ESG 评级对上市公司财务绩效影响研究[J]. 南京审计大学学报, 2023, 20(6): 71-80.
- [8] 杨睿博, 邓城涛, 侯晓舟. ESG 表现对企业财务绩效的影响研究[J]. 技术经济, 2023, 42(8): 124-134.
- [9] 李井林, 阳镇, 陈劲, 等. 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.
- [10] 刘杰勇. 企业 ESG 表现与财务绩效的关系类型差异及原因分析[J]. 财会月刊, 2024, 45(9): 56-61.
- [11] 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, 281.
- [12] 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, 36(6): 78-84.
- [13] 张建洁, 雷倩. 基于因子分析的旅游上市公司经营绩效评价研究[J]. 延安大学学报(社会科学版), 2022, 44(6): 54-61.
- [14] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报, 2004(5): 614-620.
- [15] 张志花, 袁苏东. 旅游业上市公司财务绩效问题研究[J]. 北方经贸, 2023(2): 78-80.

Impact of ESG Performance of Listed Tourism Companies on Corporate Financial Performance

XIANG Xueqin

(School of Accounting, Hubei University of Economics, Wuhan 430205, China)

Abstract: Based on the quarterly data of China's A-share listed tourism companies from 2016 to 2022, the impact of ESG (environmental, social, and governance) performance of listed tourism companies on their financial performance was empirically analyzed. The results show that the ESG performance of listed tourism companies has a positive effect on the financial performance of enterprises, the ESG performance promotes the financial performance by reducing the financing constraint. The improvement of ESG performance in the scenic group has less effect on the improvement of corporate financial performance than that of the non-scenic group, and the improvement of ESG performance in the state-owned enterprise group has less effect on the improvement of corporate financial performance than that of the non-state-owned enterprise group.

Keywords: ESG (environmental, social, and governance) performance; financial performance; financing constrain