

**本科毕业设计[论文]**

**上市公司ESG表现对企业价值的影响的实证研究**

院 系 管理学院

专业班级 财务管理1801班

姓 名 计珮璇

学 号 U201815827

指导教师 吴晓兰

2022年 5 月 31 日

**学位论文原创性声明**

本人郑重声明：所呈交的论文是本人在导师的指导下独立进行研究所取得的研究成果。除了文中特别加以标注引用的内容外，本论文不包括任何其他个人或集体已经发表或撰写的成果作品。本人完全意识到本声明的法律后果由本人承担。

作者签名： 年 月 日

**学位论文版权使用授权书**

本学位论文作者完全了解学校有关保障、使用学位论文的规定，同意学校保留并向有关学位论文管理部门或机构送交论文的复印件和电子版，允许论文被查阅和借阅。本人授权省级优秀学士论文评选机构将本学位论文的全部或部分内容编入有关数据进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存和汇编本学位论文。

本学位论文属于 1、保密 囗 ，在 年解密后适用本授权书。

2、不保密 囗 。

（请在以上相应方框内打“√”）

作者签名： 年 月 日

导师签名： 年 月 日

**摘 要**

在“双碳”背景下，企业ESG表现受到了政府等监管部门、投资机构以及上市公司的持续关注。关注我国上市公司ESG表现对企业价值的影响，可以帮助上市公司重视并提高ESG表现，同时也对政府等监管部门构建完善的ESG体系具有一定的推动作用。

本文首先梳理国内外相关研究成果，进行文献述评。接着基于可持续发展理论、利益相关者理论以及信号传递理论等，做出相关假设，并建立模型。本文选取2011-2020年沪深A股上市公司为样本，以彭博社公布的ESG评级衡量上市公司ESG表现，以托宾Q衡量企业价值。考虑企业ESG表现对企业价值影响的时滞性。最后将总样本以行业性质和产权性质划分，实证研究了ESG综合表现和E、S、G各个因素对企业价值的影响。研究结果表明：上市公司ESG表现对企业价值呈现正向关系；滞后一期ESG表现对企业价值的影响显著正向，而滞后两期ESG表现对企业价值的影响不显著；金融行业和重污染行业的ESG表现对企业价值积极促进作用较其他行业更为明显；金融行业中，环境、社会责任、公司治理均对企业价值产生显著的积极影响，而重污染行业中，则是环境和公司治理对企业价值产生显著的积极影响；相较于国有企业，非国有企业ESG表现的提升对企业价值有更加显著的积极影响，且在非国有企业中环境表现所起到的作用最大。

**关键词：**ESG；公司价值；托宾Q；豪斯曼检验

**Abstract**

In the context of ‘double carbon’ the ESG performance has received continuous attention from regulators, investors and listed companies. Paying attention to the influence of ESG performance of listed companies in China on firm value can help listed companies to be aware of and improve ESG performance, and it also can promote the construction of a sound ESG system by the government and other authorities.

This article first combs the domestic and foreign related research results, carries on the literature review. Then based on the theory of sustainable development, stakeholder theory and signal transmission theory, make relevant assumptions and establish the model. This paper selects Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2011 to 2020 as samples, uses the ESG rating published by Bloomberg to measure the ESG performance of listed companies, uses Tobin’s Q to measure the firm value.This article considers the time lag of enterprise ESG performance on enterprise value. Finally, the total sample is divided by the nature of the industry and the nature of property rights, and the impact of ESG comprehensive performance and E, S and G factors on enterprise value is empirically studied. The results show that ESG performance of listed companies has a positive relationship with corporate value. the impact of one-period lagged ESG on enterprise value is significantly positive, while the impact of two-period lagged ESG on firm value is not significant；ESG performance of financial industry and heavy pollution industry has a more significant positive effect on firm value than other industries.In the financial industry, environment, social responsibility and corporate governance have a significant positive impact on firm value, while in the heavily polluting industry, environment and corporate governance have a significant positive impact on enterprise value ; compared with state-owned enterprises, the improvement of ESG performance of non-state-owned enterprises has a more significant positive impact on firm value, and the environmental performance plays the largest role in non-state-owned enterprises.

**Key Words：**ESG ; Firm value ; Tobin’s Q; Hausman Test

**目 录**

**摘要** Ⅰ

**Abstract** Ⅱ

**1 绪论** 1

1.1 研究背景 1

1.2 研究意义 1

1.3 研究内容 2

1.4 研究方法 2

**2 相关理论及文献综述** 4

2.1 ESG概念 4

2.2 ESG与企业价值关系理论 5

2.3 国外文献综述 6

2.4 国内文献综述 7

2.5 文献述评 10

**3 研究方案设计** 12

3.1 理论分析与研究假设 12

3.2 模型设定与变量选取 13

**4 实证分析** 15

4.1 样本选取与数据来源 15

4.2 描述性分析 15

4.3 回归分析 16

4.4 稳健性检验 20

**5 结论与建议** 23

5.1 研究结论 23

5.2 建议与展望 23

**致谢** 25

**参考文献** 26

**1 绪论**

**1.1 研究背景**

如今，中国已经从经济高速增长阶段转为经济高质量发展阶段，我国在联合国大会上提出了30/60碳达峰碳中和承诺，致力于推动生态环境保护、经济社会全面绿色转型。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》提出，要积极发展绿色金融、有序推进绿色低碳金融产品和服务开发、建立健全绿色金融标准体系，以助力“双碳”目标早日实现。在“双碳”背景下，ESG投资受到市场持续关注，我国政府以及社会对企业的可持续发展要求也日益严苛。同时，伴随气候变化、劳工合规风险、供应链风险等非财务风险日益凸显，ESG 理念不仅仅在国际上已成主流，在国内也逐步得到广泛重视，不少上市公司开始重视ESG投资。根据《中国上市公司ESG发展白皮书》（2021年），2019年我国A股市场上披露ESG信息的上市公司数量为371家，2021年数量增长到1112家。2020年，沪深300成分股中有248家上市公司发布了ESG报告，占比超过82%。可见，我国上市公司披露ESG的积极性不断提高，主动进行ESG披露的上市公司数量在逐年增加。

大量学者发现了ESG表现对企业经营活动的积极作用，越来越多企业也自愿投资于可持续发展。ESG评级反映公司经济、社会和环境的综合价值，据此投资者可识别投资对象的可持续发展能力。然而，环境、社会和公司治理因素在不同行业、不同产权性质的企业之间的影响并不相同，对企业的投资资金也存在局限性。因此，探讨如何在不同行业、不同产权性质的企业进行ESG管理投资成为一个重大课题。本文旨在探讨在“双碳”目标背景下，不同行业、不同产权性质的企业ESG因素对股价影响的关系，帮助管理者和投资者更多地实践绿色投资和应对。

**1.2 研究意义**

本文研究的理论意义：如今，我国正在建立并推动绿色金融、ESG投资与可持续金融协同发展，建立资本市场 ESG 的信息披露体系和投资评价体系，市场已经认识到ESG已经成为企业风险的重要来源。近几年国内已经逐渐开始开展关于ESG表现与企业价值的研究。然而，目前针对这一关系的研究所选取的变量也比

较局限，以及国内较少综合研究ESG以及ESG如何从三个维度在不同行业、不同产权性质的企业之间产生不同的影响。本文的研究在某程度上在这一理论研究方面提供了新的证据。

本文研究的实践意义：一方面，ESG在国外提出的比较早，给投资者和企业家带来了很大的帮助，其虽然在国内研究比较晚，但发展潜力巨大。另一方面，本文分别研究ESG综合表现、环境表现、社会责任表现、公司治理表现对企业价值的影响，并对比了这一关系在不同行业和不同产权之间的差异性。这对政府等监管部门以及不同行业、不同产权性质的上市公司具有一定的启发。

**1.3 研究方法**

在理论方面，本文结合不同的资料的渠道，如相关书籍、中国知网以及谷歌学术文献等，整理ESG与企业价值理论信息，通过梳理国内外ESG和企业价值的研究，总结当前研究现状和不足，在此基础上进一步提出自己的研究思路和研究角度。

在实证方面，本文以沪深A股企业2011年到2020年的数据为研究对象建立回归模型，主要运用描述性分析、回归分析和稳健性检验等方法，运用Excel、STATA17.0等统计软件检验得到的样本数据，根据最终实证得到的结果进行分析，并提出相应的对策建议和对未来研究的展望。

**1.4 研究内容**

本文以2011-2020年中国沪深A股上市公司为研究对象，综合研究上市公司ESG表现对企业价值的影响，全文一共分为五章。

第一章：绪论，总览全文。对本文的研究背景和研究意义进行了阐述，大概介绍本研究的研究方法、研究内容和研究思路

第二章：相关理论及研究综述。本章主要界定了ESG相关概念，对ESG影响企业价值的理论进行了梳理。本章对国内外ESG与企业价值的观点进行研究并总结当前研究现状和未来趋势，回顾了现有研究的发展和不足。

第三章：研究方案设计。本章提出了研究假设，对2011-2020年中国沪深A股上市公司的数据进行初始处理，并设计了上市公司ESG表现与企业价值之间的回归模型。

第四章：实证分析。首先通过描述性统计分析各变量之间的差异；其次综合运

用混合回归、固定效应和随机效应对模型进行回归分析，通过比较豪斯曼检验结果及拟合程度选取最合适的模型来作为分析的基础；最后对模型进行稳健性检验，进一步验证实证结果。

第五章：研究结论、建议及展望。本章在第四章节分析结果的基础上，总结了本文的研究结论，并且进一步结合研究内容和研究过程中发现的问题，分别针对政府等监管部门和上市公司提出了相关的建议和对未来研究的展望。

**2 相关理论及文献综述**

**2.1 ESG概念**

ESG即环境（Environment）、社会（Social）和治理（Governance）三个术语的总称，作为一种商业评价标准，侧重于环境、社会责任和治理绩效，而不是财务绩效。很长一段时间，虽然投资者不再仅仅只关注于财务绩效，也将目光投向环境保护等非财务绩效上，但是市场是没有清晰的ESG概念。联合国环境规划署于2004年首次提出将公共利益引入企业价值体系，内化企业发展对环境和社会的外部影响，更加关注企业经济活动的动态平衡和可持续发展、环境和社会建设。但是直到2006年，联合国责任投资原则（UN PRI）发布，才正式明确了ESG的理念。此后，投资机构和国际组织不断深化ESG理念，逐步构建了更加系统、全面的ESG绩效评估方法。不同机构的ESG评价体系和结果呈现形式有所不同，但都侧重于公司在环境、社会、公司治理等三个非财务维度的量化表现，并延伸到拆解几十甚至上千个评价指标，以加权平均的方法对各个指标赋予权重，并且按照行业情况对权重进行调整。一般来说，环境指标包括环境管理体系、温室气体排放、生物多样性、气候变化、污染与资源、水安全、供应链环境等。在关系管理、公益活动、供应链管理等方面，公司治理指标包括反贪污贿赂、公司治理、信息披露、财务透明度、董事会独立性等。本文所采用的彭博社ESG评级采用由道富环球投资管理开发的称为R-因子的一种ESG评分解决方案。该评级聚焦最有可能对特定行业内公司的财务状况或经营表现产生实质性影响的ESG因子子集，确保数据覆盖公司80%的经营和员工情况，从而有代表性地体现公司的经营影响，并且确保不同公司、不同时段的报告数据具有可比性。

ESG的出现为整合环境、社会和公司治理责任提供了一个综合框架，规范和监督公司的行为，传递了责任投资的考量标准，在践行投资人价值导向、提升投资社会价值、促进上市公司可持续发展方面起着重要的作用。对于投资者和投资机构而言，ESG是一种投资原则，主流的策略是将ESG有显著问题的公司排除在投资之外，以此来规避严重的非财务风险带来的利益损失。对于企业而言，通过广泛的ESG实践，向市场公开ESG信息，在完成经济效益之外，积极向市场展示企业为人类社会可持续发展做出努力的使命感与追求，赢得投资人与社会公众的认可，有

益于企业的长期发展。

**2.2 ESG与企业价值关系理论**

**1）可持续发展理论**

可持续发展最早在1972年提出，是指不破坏后代人实现其需要的能力并且同时满足现代社会人需求的发展，具有公平性、持续性、共同性三个基本原则的。公平性是指当代的发展不能对未来发展造成不利影响。持续性是在资源有限的条件下，对于经济的发展需要合理的开发和利用自然资源使经济增长可以永续。共同性指的是在发展的过程中要兼顾同一社区的资源，实现共同发展的目标。可持续发展的出现，使市场对企业的要求从追求传统的经济效益到可持续发展，即在不牺牲环境成本的情况下追求商业价值的最大化。

虽然ESG的相关投入会在短期内导致企业成本增加，但是从长远的角度看，企业加强自身管理有利于提升企业的公众形象，避免污染或公司治理不善造成的惩罚成本，优化企业资源配置，有效提高企业运作效率，从而使企业在竞争中处于优势地位，为企业带来更多的经济利益。

**2）利益相关者理论**

利益相关者包括企业内部的股东、债权人、雇员、消费者、供应商等可能对公司的现金流量有要求权的交易伙伴。也包括组织外部环境中受组织决策和行动影响的任何相关者。利益相关者理论强烈地质疑了传统的股东利益至上的观点。企业的价值不是仅仅与企业的物质资本所有者存在关系的，它与企业内外部所有利益相关者都存在紧密的联系。然而，利益相关者理论将企业视为不同利益相关者实现多重价值追求的平台，强调将维护不同利益相关者之间关系的过程整合到企业管理体系中，以实现包括经济、社会和环境因素在内的综合价值最大化，与ESG实现互相兼顾的平衡的理念达成一致。基于利益相关者理论，企业内部风控管理、对员工的福利薪酬、对环境的保护措施等都会影响企业价值。

由于不同行业面临的社会问题、利益相关者关注和反馈程度存在一定差异。所以上市公司ESG表现对企业价值的影响可能会对不同行业的企业由不同程度的影响。

而利益相关者对企业的未来越乐观，企业也越容易塑造良好形象并从中获利。

社会普遍对于国有企业有较高的非财务绩效的期望，对非国有企业则没有提高非财务绩效的逾期，所以当非国有企业超预期地提高了ESG表现，往往能够让市场有较高的期望，从而提升企业价值。

**3） 信号传递理论**

基于信号传递理论，企业可以通过良好ESG表现向市场释放积极的信号，从而提升竞争力。一方面，在资本市场上，资金持有者和资金管理者存在着信息不对称的问题。在这种情况下，拥有信息的企业内部管理者可以通过某种方式向外部投资者和投资机构发出信号，展示自身的发展潜力，从而帮助资金持有者做出投资决策，吸引其他潜在投资者。另一方面，企业在生产经营的过程中存在多种委托代理关系，导致企业与企业内外部的利益相关者之间也存在着信息壁垒。因此，企业可以通过良好的ESG表现向市场传递积极信号，减少由信息不对称带来的委托代理问题，与各个利益相关者之间建立长期稳定的合作关系，为企业的长期可持续发展奠定基础。

**2.3 国外文献综述**

在国外的相关研究中，大部分学者表示企业的ESG表现与企业价值呈正相关关系。Muhammad等（2020）使用包含812家欧洲上市公司的大型面板数据集，实证研究发现对ESG的可持续性披露能够提高企业价值。Flammer等(2019)将环境（E）和社会责任（S）绩效标准纳入高管薪酬的指标体系中，研究发现良好履行环境和社会责任不仅能够缓解了企业的短视，而且还能够显著提高了企业绩效和企业价值。Yiwei Li 等(2018)则基于利益相关者理论，利用英国富时350指数上市公司的大截面数据，通过对367家样本公司2004年至2013年的数据分析，研究发现企业可以通过减少ESG信息不对程性、实行责任追究制度，获取利益相关者的认可和信赖，从而对公司价值产生积极的影响。Wong, W. C.等（2020）对2005年至2018年期间获得彭博ESG评级的马来西亚企业的数据进行分析。发现ESG认证降低了企业的资本成本，而企业的Tobin's Q显著提高。María Mar Miralles-Quirós等(2018)利用费森-奥尔森估值模型分析圣保罗证券交易所上市公司在2010至2015年期间开展的社会责任活动，发现其对公司价值产生正面影响。Ahmed等（2018）通过研究2007 - 2016年期间被列入埃及企业责任指数排名的埃及公司，

发现公司在该指数中的较高排名与公司价值之间存在正相关关系。Ali Fatemi等（2019）虽然发现ESG披露这一行为会降低了市场对公司价值的评估，但是披露出的良好的ESG表现可以增加公司价值，不良的的ESG表现则会降低公司价值。

然而，部分学者的研究结果得到了相反的结论。Duque-Grisales和Aguilera-Caracuel (2019) 运用线性回归方法，对2011年至2015年来自巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和，秘鲁的104家跨国公司的数据进行分析，发现ESG评分与企业绩效的关系对于拉丁国家的企业来说是显著为负的。Remmer Sassen等（2016）则对欧洲的企业进行ESG表现与企业价值的实证研究，发现公司的ESG表现越好，反而会对企业价值有负面影响。

同时，还有学者的研究结果显示ESG表现与公司价值的关系并不显著。Fen Zhang等（2020）利用分位数回归方法，发现ESG中只有披露环境和社会信息才能对企业价值产生积极影响，而公司治理维度与企业价值并不相关，披露相关信息并不能升高或降低公司价值。Atan Ruhaya等（2018）从彭博社的ESG数据库中共选取了马来西亚54家公司进行面板数据回归，发现无论是ESG的综合因素，还是环境、社会责任和公司治理等单个因素与企业价值之间均不存在显著关系。

**2.4 国内文献综述**

国内对于ESG 的研究起步较晚，有大量的研究都不在ESG的整体框架下，而是分别研究ESG单个因素的表现对企业价值的影响，近年来也有学者综合考虑企业的ESG表现来研究对企业价值的影响。

1. **环境因素与企业价值**

在环境与企业价值方面的研究，国内的研究普遍认为环境绩效正向影响企业价值。在之前的研究中，学者所使用的环境表现的代理变量没有统一的标准。

在当时环境信息数据严重缺乏的情况下,胡曲应（2012）以容易大量获取的单位排污费及其年度增量分别作为环境绩效的代理变量，研究发现上市公司环境绩效与财务绩效之间具有显著的因果关系和正相关关系，同时上市公司环境绩效对财务绩效的边际效益是递减的。但是研究的样本集中在重污染行业，可获得数据的时间长度也仅为3年，样本相对有限。同样的，成琼文和刘凤（2022）也是基于我国重污染行业上市公司的数据进行研究，但是是按货币化和非货币化指标量化打分得到环境信息披露水平的代理变量，还进一步将数据以所有权性质和地区差异

分组，对环境信息披露与企业价值的关系展开进一步讨论。企业的环境信息披露与企业价值之间存在"U"型关系，企业可通过提高自身环境信息披露水平提高到一定水平提升企业价值。并且对于环境监管较强的企业，环境信息披露对企业价值的影响更为显著。

也有学者不止局限于重污染行业进行研究，但是大多研究主要基于内容分析法，对环境代理变量进行指标的选取和计算。李雪婷和宋常等（2017）设计了碳信息披露内容指标体系，证明碳信息披露水平对企业价值有显著提升作用，并且在高碳排放量的行业中碳信息披露对企业价值的提升作用更加明显。吴梦云和张林荣（2018）则是通过对中小板上市公司的家族企业年度报告中披露的环境责任履行情况指标打分，计算出企业的环境责任指数，并且引入高管团队特质这一调节变量。在证明了环境责任的承担对企业价值有促进作用的基础上，发现企业的管理团队的年龄、任期和专业背景对环境责任与企业价值有一定调节作用。

**2） 社会责任与企业价值**

在社会责任与企业价值方面的研究中，一些研究认为社会责任在短期内就对企业价值有正向影响，而另一些学者认为社会责任在短期内会降低企业价值，但是社会责任对长期的企业价值有显著的积极影响。

魏卉、姚迎迎和马晓柯（2020）的研究论证社会责任的履行通过“信息不对称”和“异质性风险”两种中介路径降低股权资本成本，进而通过资本成本效应提高企业价值。并且社会责任履行的资本成本效应、价值效应在国有企业和非国有企业之间存在差异。董淑兰、刘志成和王永德（2021）进一步对产权性质、高质量企业社会责任与企业价值的关系进行探讨，发现高质量企业社会责任有利于显著提高企业价值，企业的创新贡献、协调贡献、开放贡献、协调贡献均有利于提高企业价值。但是产权性质在高质量企业社会责任总水平、企业创新性贡献、开放性贡献与企业价值的正向关系中发挥反向调节作用。

但是并不是所有学者都发现社会责任在短期内就对企业价值有正向影响的结论。基于利益相关者理论，温素彬和方苑（2008）构建了企业社会责任的利益相关者模型，根据不同的利益相关者选择了不同的代理变量，对财务绩效进行了面板数据回归分析，研究结果表明当期的企业社会责任履行会削弱当期财务绩效，但持续履行企业社会责任对长期的财务绩效具有正向影响作用。于晓红和武文静（2014）

从委托代理理论及剩余索取权理论的角度，也发现履行社会责任对于企业价值存在着滞后的正向影响。基于内部控制的视角，李志斌、阮豆豆和章铁生(2020)进一步研究发现了内部控制在社会责任与企业价值之间的中介作用,而社会责任通过内部控制作用于企业价值是需要一个时间积累过程的。

**3） 公司治理与企业价值**

在公司治理与企业价值的研究中，目前国内的主流观点认为公司治理对企业价值有正向影响。

南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组（2004）最早根据中国上市公司治理环境，设置了公司治理状况评价指标体系。潘福祥（2004）从公司治理的系统性和整体性出发，将这一指标体系进一步改进，最早实证研究得出了公司治理水平和企业价值之间存在正相关关系的结果。白重恩等（2005）基于代理理论和公司治理中“隧道行为”的理论, 全面总结了一系列重要的公司治理机制，发现投资者愿意为良好的公司治理机制支付溢价。叶陈刚等（2016）借鉴白重恩等(2005)所采用的主成分分析法，对这一结论进行了补充：公司治理水平对企业财务绩效的正向影响不会因为股权性质的不同而表现出显著差异。在不同的行业特性和产权性质的相关研究中，张蕾（2020）发现物流业上市公司通过高管持股和独立董事比例的提升促进物流业上市企业公司价值的增长。李晓庆等（2021）实证研究发现公司治理效率对银行绩效有显著的提升作用，尤其是国有银行公司治理对其绩效的正向激励作用最为明显。

**4） ESG综合研究与企业价值**

除了分别研究ESG表现的三个指标外，近年来国内学者还综合研究了ESG表现与企业价值的关系。目前国内学者主要认为企业ESG表现对企业价值具有正向影响。

学者普遍自主设置指标和评分标准体系对企业的ESG总体表现进行评分。邱牧远和殷红（2019）综合以往的文献分别构建企业环境、社会责任和公司治理的代理指标，实证研究发现企业ESG表现会对企业融资成本产生积极影响。并且企业环境表现和治理能力对企业降低融资成本并提高融资能力的作用更加明显。而针对不同行业，于涵（2020）同样构建ESG评分指标，实证研究发现金融中介机构的ESG表现对企业绩效的正向影响强于工业企业。

近年来，学者逐渐采用机构的ESG评级结果对上市公司ESG表现与企业价值进行研究。张琳和赵海涛（2019）通过对融绿A股上市公司ESG数据库中上市公司ESG评价数据进行赋值，对我国2015—2017年A股上市公司数据进行实证研究发现ESG表现对企业价值显著具有积极作用。徐明瑜等（2021）参考对ESG评级结果进行赋值的方法，对于华证ESG评级结果进行赋值，选取我国2018-2020年A股上市公司数据作为样本，发现ESG表现对企业价值具有显著的正向影响，并且进一步研究发现相对于国有企业，非国有企业ESG表现对企业价值的提升作用更加明显。

**2.5文献述评**

从ESG这个概念被提出之后，很多学者进行了ESG与企业价值相关性的研究，如前文所归纳一样，在国外，Muhammad等（2020）、Flammer等(2019 )、Yiwei Li 等(2018)等多位学者得出了正相关的结论，Fen Zhang等（2020）、Atan Ruhaya等（2018）等学者得出了无关的结论，而Duque-Grisales和Aguilera-Caracuel (2019) 、Remmer Sassen等（2016）等学者则得出了负相关的结论。这种结果的争论性可能由以下原因导致：首先，国外学者选取的样本所在地区不同，政策以及市场对ESG的重视程度存在差异，因此在不同的市场不同时间段得出的结论不尽相同。其次，目前对于ESG的量化缺乏一个统一、全面系统的衡量方法，因此不同学者所采取的ESG量化方式不同。而相较于国外丰富的以发达国家的企业为样本的实证，较少有深入研究中国上市企业ESG表现对企业价值的影响和在不同行业、不同产权性质的企业之间，ESG的三个组成因素对企业价值的影响。

国内关于ESG与公司价值的研究中，研究大多是基于ESG单因素的量化分析，探讨ESG整体表现与企业价值的研究仍然较少。并且国内大多采取内容分析法，即学者查找、评阅企业的年报和社会责任报告等，自主设置指标和评分标准体系对环境表现、社会责任表现、公司治理表现和ESG总体表现进行评分。学者在设计评分体系或选取指标时往往考虑得不够全面，或者局限于某些行业，主观影响较大。本文采用彭博社ESG评级得分为解释变量，该评级得分聚焦最有可能对特定行业内公司的财务状况或经营表现产生实质性影响的ESG因子子集，确保数据覆盖公司80%的经营和员工情况，从而有代表性地体现公司的经营影响，并且确保不同公司、不同时段的报告数据具有可比性。

少数学者以机构评分作为ESG的代理变量，但是目前这类研究所选取的样本时间在5年之内，且较少考虑ESG的时滞性。本文以环境、社会、公司治理和ESG整体表现四个维度作为解释变量，充分考虑时滞性问题，并且对不同行业、不同产权性质的企业进行进一步研究分析，来丰富我国ESG领域的相关理论研究成果。

**3 研究方案设计**

**3.1 理论分析与研究假设**

本文的研究主要分为三个部分：一是研究上市公司ESG表现与企业价值的影响，二是研究上市公司ESG表现对企业价值影响的滞后性，三是对企业的异质性进行进一步分析。

目前为止，国内学术界普遍认为实施ESG实践对企业价值有积极影响。一方面，企业良好的ESG表现可以构建与利益相关者之间的正面关系，从而对企业价值产生积极影响。另一方面，企业良好的ESG表现也能够帮助企业得到政府的维护和投资者的信赖，提高企业声誉，使企业在市场中拥有可持续性的竞争优势，对企业价值产生正面影响。再者，良好的公司治理减少了代理问题，提高了经理人与股东目标的一致性，从而提升了公司的长期前景和价值。因此本研究提出以下假设：

H1：上市公司当期ESG表现与当期企业价值呈正相关性

上市公司的ESG表现无论是得到政府和社会公众的支持还是获得各利益相关者的认可都需要经历一段时间，也需要一定的过程转化为企业价值。因此,企业的良好的ESG表现对企业价值的影响可能具有时间滞后性，企业良好的ESG表现可能在一年后或者两年后提高企业价值，因此提出假设：

H2：上市公司前一期的ESG表现与当期企业价值呈正相关性

H3：上市公司前两期的ESG表现与当期企业价值呈正相关性

在ESG表现影响企业价值的过程中，企业本身的一些特性会影响效应的传导过程，本文分别从企业行业性质和企业产权性质进行分析。

第一，本文将针对不同行业进行比较分析。根据行业特性，本文将沪深A股企业以行业为标准分为3大类：金融业、重污染行业和其他类。分行业比较ESG对不同行业企业价值的影响。其中，重污染行业的界定参考《上市公司环保核查行业分类管理名录》（环办函[2008]373号），将火电、钢铁、水泥、电解铝、煤炭、冶金、化工、石化、建材、造纸、酿造、制药、发酵、纺织、制革和采矿业等16类行业界定为重污染行业。

H4：各行业间E、S、G对上市公司价值影响存在差异。

第二，企业的产权性质不同，企业在社会中扮演的角色也不同。相较于非国有

企业，国有企业更加注重社会责任和社会贡献，与政府之间的政治关联较强，更加容易受到国家政策影响和扶持。社会公众认为国有企业应当履行相应的ESG责任，容易将国有企业提升ESG表现视为理所当然的事情，而非国有企业主要经营目的是提高企业价值，当非国有企业提升ESG表现时，社会公众容易给予更加积极的反应。因此本文提出以下假设：

H5：非国有企业提升ESG表现对企业价值的影响比国有企业更大。

**3.2 模型设定和变量选择**

本文综合使用混合回归、固定效应、随机效应估计模型，根据豪斯曼检验的结果以及拟合程度来确定选择的模型。本文构建以下模型：



(3-1)

 (3-2)

在上述模型中，i表示企业个体，不可观测的随机变量代表个体异质性，ydum代表年份虚拟变量，为随个体和时间而改变的扰动项。

被解释变量设置为托宾Q，来源于CSMAR数据库。托宾Q等于企业市场价值对其资产重置成本的比率，是一种国际上普遍采用的衡量公司业绩的变量。这个指标避免了估计收益率或边际成本的困难，既兼顾了账面价值与市场价值、权益与负债，能更全面地反映公司价值。

核心解释变量上市公司ESG表现选择了以彭博社ESG评级得分和E、S、G各项评分来衡量，取自于彭博社数据库。相比较其余ESG评级机构（如华政、MSCI等）使用等级制，彭博社 ESG评级得分以打分的形式呈现，易于做回归分析，并且彭博社数据库的ESG相关数据覆盖范围广泛，环境、社会责任和公司治理各项评分的披露也较全面，能够在一定程度上客观合理地评价企业的社会责任。

控制变量方面，选取了公司规模、资产负债率、现金总资产比、股权集中度和独立董事比例，还设置了一个年份虚拟变量。具体解释如下：公司的规模越大，企业抗风险能力越高，ESG的相关意识也更强，结合现有研究，以总资产规模的自

然对数度量公司规模（lnTA）。而资产负债率（Lev）则用来检查企业是否拥有稳定的财务状况，度量方法为负债总额与资产总额的比率。现金总资产比（CF）用来控制企业抗风险能力对企业价值的影响，以当前现金总量与年末资产总额的比值衡量。本文以衡量股权集中度高低的前十大股东持股比例（Top10）对股权结构进行度量这是由于前十大股东位于的控股地位可以对公司决策产生偏好，影响企业的ESG表现和企业价值。独立董事比例（Dir）的度量方法为独立董事人数与董事会总人数的比率，用来控制独立董事对企业价值的影响。本文对于企业的微观特征变量采取了滞后一期的做法，以克服变量的内生性问题。

主要变量符号、定义及计算方法参见表3-1。

表3-1 模型涉及的主要变量以及度量方法

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 变量类型 | 变量名称 | 变量代码 | 度量方法 |
| 被解释变量 | 托宾Q | TobinQ |  |
| 解释变量 | ESG评级 | ESG | 彭博社ESG评级得分 |
| 环境评分 | E | 彭博社环境评分 |
| 社会责任评分 | S | 彭博社社会责任评分 |
| 公司治理评分 | G | 彭博社公司治理评分 |
| 控制变量 | 资产规模 | lnTA | 期末总资产规模的自然对数 |
| 资产负债率 | Lev | 期末负债总额/期末资产总额 |
| 现金总资产比 | CF | 当前现金总量/年末资产总额 |
| 股权集中度 | Top10 | 前十大股东持股比例 |
| 独立董事比例 | Dir | 独立董事人数/董事会总人数 |
| 年份虚拟变量 | ydum | 年份虚拟变量 |

**4 实证研究**

**4.1 样本选取与数据来源**

本文的ESG评分数据来自彭博社环境、社会与治理数据(ESG)数据库，其余的相关数据来源于CSMAR数据库。本文选择沪深两市上市公司为研究样本，选取2011-2020年A股上市公司作为初始样本，并对初始样本作如下处理：

1. 剔除ST、ST\*类样本；
2. 剔除了财务数据或ESG数据不全的样本

3）剔除存在数据异常的样本。

最终获得8045个研究样本。其余企业价值数据从国泰安数据库（CSMAR）获得。本文对所有变量在其样本分布的1%和99%的位置上进行了缩尾处理，来控制极端值对研究结论的影响。

**4.2 描述性统计**

本研究使用STATA17.0软件对总样本进行了描述性统计。表4-1报告了变量的描述性统计结果。描述性统计分析将从以下五个方面展开：样本数量、均值、标准差、最小值和最大值。

表4-1 描述性统计

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量 | 样本数 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
| TobinQ | 8045 | 1.766 | 1.361 | 0.674 | 29.167 |
| ESG | 8045 | 22.565 | 6.844 | 1.24 | 64.115 |
| E | 8045 | 11.337 | 8.354 | 0.775 | 65.625 |
| S | 8045 | 25.329 | 9.6 | 3.509 | 77.193 |
| G | 8045 | 45.916 | 5.425 | 3.571 | 73.214 |
| lnTA | 8045 | 23.365 | 1.64 | 16.161 | 31.036 |
| Lev | 8045 | 0.508 | 0.208 | -0.195 | 1.698 |
| CF（%） | 8045 | 14.7 | 1.17 | 1.09 | 54.1 |
| Top10（%） | 8045 | 60.125 | 16.118 | 12.72 | 98.585 |
| Dir（%） | 8045 | 37.6 | 0.059 | 18.2 | 80 |

由表4-1可知，本文的被解释变量托宾Q的最大值为29.167，最小值为0.674，均值为1.766，由此可以看出样本的企业价值相差较大。解释变量中，ESG指标评分的均值为22.565，最大值为64.115，最小值为1.24，表明各样本企业在ESG领域的表现参差不齐，差距较大；环境评分的均值为11.337，最大值为65.625，最小值为0.775，表明各样本企业在环境方面的水平各异，并且差距较大；社会责任评

分的均值为25.329，最大值为77.193，最小值为3.509，表示各样本企业在社会责任方面的表现具有较大的差异；G指标评分的均值为45.916，最小值为3.571，最大值为73.214，表示各个样本企业的公司治理水平存在较大差距。控制变量方面，企业规模的均值为23.365，最大值为31.036，最小值为16.161，该变量相对比较平均，差异不大；现金资产比最大值0.541，最小值0.0109，不同企业的流动性差异较大；独立董事比例最大值为80，最小值为18.2，说明不同公司设置独立董事的比例相差较大。

**4.3 回归分析**

**1） ESG对企业价值的影响**

表4-2 总样本回归结果

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量： | 混合回归 | 随机效应 | 固定效应 | 混合回归 | 随机效应 | 固定效应 |
| 托宾Q | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| ESG | 0.004\* | 0.008\*\*\* | 0.009\*\*\* | 0.005\*\* | 0.010\*\*\* | 0.011\*\*\* |
|  | (1.95) | (3.34) | (3.18) | (2.26) | (4.05) | (4.03) |
| lnTA | -0.195\*\*\* | -0.304\*\*\* | -0.325\*\*\* | -0.199\*\*\* | -0.310\*\*\* | -0.324\*\*\* |
|  | (-16.39) | (-17.27) | (-14.76) | (-16.91) | (-16.36) | (-12.17) |
| Lev | -1.258\*\*\* | -0.257\*\* | 0.109 | -1.218\*\*\* | -0.228\*\* | 0.113 |
|  | (-14.91) | (-2.45) | (0.93) | (-14.58) | (-2.20) | (0.99) |
| CF | 1.439\*\*\* | 0.084 | -0.174 | 1.622\*\*\* | 0.403\*\*\* | 0.171 |
|  | (11.62) | (0.63) | (-1.24) | (13.27) | (3.13) | (1.26) |
| Dir | 1.136\*\*\* | 0.668\*\*\* | 0.444 | 1.103\*\*\* | 0.689\*\*\* | 0.500\* |
|  | (4.85) | (2.61) | (1.64) | (4.83) | (2.81) | (1.93) |
| Top10 | -0.002\*\* | -0.004\*\*\* | -0.005\*\*\* | -0.002\* | -0.003\*\* | -0.003\*\* |
|  | (-2.17) | (-3.06) | (-3.34) | （-2.01） | (-1.99) | (-2.15) |
| 常数项 | 6.344\*\*\* | 8.829\*\*\* | 9.284\*\*\* | 6.119\*\*\* | 8.577\*\*\* | 8.833\*\*\* |
|  | (26.49) | (22.57) | (18.21) | (25.61) | (20.67) | (14.52) |
| ydum | 未控制 | 未控制 | 未控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Observations | 8,045 | 8,045 | 8,045 | 8,045 | 8,045 | 8,045 |
| R-squared | 0.381 |  | 0.233 | 0.421 |  | 0.328 |
| FE和OLS的豪斯曼检验值 | 1405.17\*\*\*(0.00) | | | 1454.04\*\*\*(0.00) | | |
| RE和OLS的豪斯曼检验值 | 2189.06\*\*\*(0.00) | | | 2214.19\*\*\*(0.00) | | |
| FE和RE的豪斯曼检验值 | 58.24\*\*\*(0.00) | | | 127.95\*\*\*(0.00) | | |

注:表中\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的检验水平上显著。

表4-2第（1）（4）列报告了混合最小二乘法的估计结果，第（2）（5）列以

及第（3）（6）列则分别考虑随机效应和固定效应。其中，第（1）（2）（3）列回归未加入控制时间的虚拟变量ydum，第（4）（5）（6）列则控制了时间因素。根据豪斯曼检验结果和拟合程度，本文以第（6）列结果作为分析的基础。由第（6）列的结果可知，总样本ESG综合评分与托宾Q的回归系数为0.11，且该系数在1%的水平上显著，说明上市公司ESG表现与企业价值之间存在正相关关系，即ESG综合评分的增长对企业价值具有正向促进作用。此外，在控制变量方面，lnTA的系数在1%水平上显著为负，这可能是由于小企业的生命周期往往被认为处于成长阶段。市场会给予小企业给予较高的预期，从而高估小企业的价值。

1. **考虑滞后效应ESG对企业价值的影响**

表4-3 考虑滞后效应的回归结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 变量： | 滞后一期 | 滞后两期 |
| 托宾Q | (1) | (2) |
| ESG | 0.016\*\*\* | 0.000 |
|  | (3.08) | (0.05) |
| lnTA | -0.294\*\*\* | -0.338\*\*\* |
|  | (-10.34) | (-9.35) |
| Lev | 0.103 | 0.325\*\* |
|  | (0.74) | (2.01) |
| CF | 0.141 | 0.678\*\*\* |
|  | (0.84) | (3.39) |
| Dir | 0.612\*\* | 0.441 |
|  | (2.13) | (1.39) |
| top10 | -0.000 | -0.000 |
|  | (-1.47) | (-0.24) |
| Constant | 8.444\*\*\* | 9.419\*\*\* |
|  | (11.17) | (9.87) |
| Observations | 8045 | 8045 |
| R-squared | 0.353 | 0.252 |

注:表中\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的检验水平上显著。

表4-3第（1）列报告了前一期ESG表现与当期企业价值的回归结果，前一期ESG表现与当期企业价值之间呈正相关，并且在1%的置信水平上显著。第（2）列报告了前两期ESG表现与当期企业价值的回归结果，前两期ESG表现与当期企业价值之间没有显著的相关关系，拒绝H3假设。研究结果显示企业的ESG表现对企业价值的影响存在滞后性，一般会滞后一年，上市公司对ESG方面的投入是

一个可持续发展的过程，需要循序渐进，不断坚持并根据公司发展策略适当加大投入。

**3）ESG在不同行业对企业价值的影响**

表4-4第（1）（2）列为金融行业样本使用双向固定效应分别回归模型（3-1）、（3-2）的结果，第（3）（4）列为重污染行业样本使用双向固定效应分别回归模型（3-1）、（3-2）的结果，第（5）（6）列为其他行业样本使用双向固定效应分别回归模型（3-1）、（3-2）的结果。

表4-4 不同行业回归结果

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量：托宾Q | 金融行业 | 金融行业 | 重污染行业 | 重污染行业 | 其他行业 | 其他行业 |
|  | （1） | （2） | （3） | （4） | （5） | （6） |
| ESG | 0.004\*\*\* |  | 0.003\*\*\* |  | 0.016 |  |
|  | (6.55) |  | (4.68) |  | (1.12) |  |
| E |  | 0.003\*\*\* |  | 0.020\*\*\* |  | 0.015\* |
|  |  | (6.48) |  | (3.71) |  | (1.49) |
| S |  | 0.001\*\*\* |  | 0.005 |  | -0.001 |
|  |  | (5.51) |  | (1.40) |  | (-0.46) |
| G |  | 0.002\*\*\* |  | 0.005\*\* |  | 0.000 |
|  |  | (3.45) |  | (2.14) |  | (0.01) |
| lnTA | -0.250\*\*\* | -0.245\*\*\* | -0.398\*\*\* | -0.398\*\*\* | -0.276\*\*\* | -0.276\*\*\* |
|  | (-7.10) | (-6.88) | (-7.96) | (-7.93) | (-7.74) | (-7.75) |
| Lev | 0.579\*\*\* | 0.572\*\*\* | 0.423\*\* | 0.431\*\* | -0.066 | -0.089 |
|  | (3.32) | (3.26) | (2.13) | (2.16) | (-0.43) | (-0.57) |
| CF | 0.444\*\*\* | 0.443\*\*\* | 0.531\*\* | 0.553\*\* | -0.090 | -0.082 |
|  | (3.28) | (3.24) | (2.22) | (2.31) | (-0.49) | (-0.44) |
| Dir | 0.201 | 0.198 | -0.016 | -0.014 | 0.657\* | 0.671\*\* |
|  | (0.81) | (0.80) | (-0.03) | (-0.03) | (1.94) | (1.99) |
| Top10 | 0.004\*\*\* | 0.004\*\* | -0.001 | -0.001 | -0.006\*\*\* | -0.006\*\*\* |
|  | (2.60) | (2.45) | (-0.38) | (-0.39) | (-2.82) | (-2.78) |
| Constant | 6.680\*\*\* | 6.668\*\*\* | 10.638\*\*\* | 10.820\*\*\* | 7.747\*\*\* | 7.979\*\*\* |
|  | (7.77) | (7.73) | (9.49) | (9.43) | (9.51) | (9.55) |
| ydum | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Observations | 428 | 428 | 3,028 | 3,028 | 4,566 | 4,566 |
| R-squared | 0.479 | 0.480 | 0.098 | 0.099 | 0.166 | 0.167 |

注:表中\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的检验水平上显著。

由表4-4第（1）（2）列可知，金融行业ESG综合评分与企业价值的系数在1%水平上显著为正，环境评分、社会责任评分和公司治理评分与企业价值的系数也在1%水平上显著为正，说明金融行业ESG综合评分的增长对企业价值具有正

向促进作用，环境因素、社会责任因素和公司治理因素的增长均对企业价值具有正向促进作用。由表4-4第（3）（4）列可知，重污染行业ESG综合评分与企业价值的系数在1%水平上显著为正，环境评分和公司治理评分与企业价值的系数也分别在1%水平和5%水平上显著为正，说明重污染行业ESG综合评分的增长对企业价值具有正向促进作用，在环境方面的评分和公司治理评分方面的增长均对企业价值具有正向促进作用。重污染行业社会责任评分和企业价值的系数为正，但是并未通过T检验，这表明该行业社会责任评分与企业价值的相关关系较弱，即重污染行业社会责任评分的增长对企业价值没有显著的影响作用。由表4-4第（5）（6）列可知，其他行业的ESG综合评分、社会责任评分和公司治理评分与企业价值的系数分别为0.016、-0.001和0.000，均未通过T检验，这说明该行业ESG综合评分与企业价值的相关关系较弱，即其他行业ESG综合评分、社会责任评分、公司治理评分的增长对企业价值没有显著的影响作用。其他行业的环境评分与企业价值的系数为正，但仅在10%水平上显著。

综上所述，根据ESG综合评分结果来看，金融行业和重污染行业的ESG综合评分对企业价值具有显著的正向影响，但其他行业的ESG综合评分对企业价值没有显著影响。从ESG单个因素的角度分析，金融行业中，环境评分、社会责任评分和公司治理评分的增长均对企业价值具有积极影响。在重污染行业中，则是环境评分和公司治理评分对企业价值起到正向影响，而社会责任方面评分与企业价值之间的相关关系较弱。其他行业中，环境评分、社会责任评分和公司治理评分对企业价值的影响均不太显著。

**4）不同产权性质企业ESG表现对企业价值的影响**

表4-5第（1）（2）列为国有企业样本使用双向固定效应分别回归模型（3-1）、（3-2）的结果，而第（3）（4）列为非国有企业行业样本使用双向固定效应分别回归模型（3-1）和（3-2）的结果。

非国有企业ESG综合评分与托宾Q的回归系数为正并且在1%的置信水平上显著，表明非国有企业的ESG表现与企业价值呈显著的正相关关系，而国有企业ESG系数仅在10%水平上显著，所以非国有企业良好的ESG表现比国有企业更加能够对企业价值起到促进作用。并且在非国有企业中，环境评分系数为正且在1%水平上显著，说明非国有企业的环境表现对企业价值有正向促进作用。究其原因，

可能与社会公众对国有企业非财务绩效的期望比非国有企业高有关。国有企业良好的ESG表现被认为是理所应当的，从而削弱了市场对国有企业良好的ESG表现的反应。同时，在非国有企业中，环境表现是最直观、最有认知度的指标，所以市场对良好的环境表现更加敏感，能够给出更加积极的反应。

表4-5 不同产权性质企业回归结果

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量：托宾Q | 国有 | 国有 | 非国有 | 非国有 |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
| ESG | 0.005\* |  | 0.022\*\*\* |  |
|  | (1.68) |  | (3.92) |  |
| E |  | 0.001 |  | 0.019\*\*\* |
|  |  | (0.33) |  | (3.92) |
| S |  | 0.002 |  | 0.003 |
|  |  | (0.75) |  | (0.69) |
| G |  | 0.002 |  | -0.013\* |
|  |  | (0.66) |  | (-1.80) |
| lnTA | -0.413\*\*\* | -0.414\*\*\* | -0.193\*\*\* | -0.198\*\*\* |
|  | (-13.11) | (-13.08) | (-4.08) | (-4.19) |
| Lev | 0.200 | 0.207 | 0.085 | 0.052 |
|  | (1.56) | (1.61) | (0.41) | (0.25) |
| CF | 0.412\*\* | 0.411\*\* | 0.023 | 0.029 |
|  | (2.50) | (2.49) | (0.10) | (0.13) |
| Dir | 0.121 | 0.124 | 1.680\*\*\* | 1.650\*\*\* |
|  | (0.48) | (0.49) | (2.68) | (2.64) |
| Constant | 10.926\*\*\* | 10.891\*\*\* | 5.449\*\*\* | 6.336\*\*\* |
|  | (15.23) | (14.97) | (5.10) | (5.71) |
| ydum | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Observations | 4,876 | 4,876 | 3,169 | 3,169 |
| R-squared | 0.119 | 0.119 | 0.159 | 0.161 |

注:表中\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的检验水平上显著。

**4.4 稳健性检验**

为了考察模型的稳定性，本文通过选取新的变量替换企业价值的方法进行稳健性检验。常用的衡量企业价值的指标除了托宾Q以外，还有资产收益率（ROA）。相比较托宾Q对外部环境的考虑，资产收益率则更多的是考虑公司内部的会计账面价值。因此本文用ROA代替托宾Q对模型进行稳健性检验。重新回归的主要回归系数结果如表4-6、表4-7和表4-8所示。

表4-6第（1）列为总样本回归结果，ESG系数依旧在1%水平上显著为正，说

明仍可得到初始结论：上市公司的ESG表现对企业价值具有显著的正向影响。第（2）（3）列为提前一期ESG和提前两期ESG的回归结果，提前一期的ESG系数依旧在1%水平上显著为正，提前两期的ESG系数则与被解释变量的关系较弱，研究结论与上文实证结果一致。

表4-6 替换被解释变量后模型的部分稳健性检验结果

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 变量：ROA | 总样本 | 滞后一期 | 滞后两期 |
|  | （1） | （2） | （3） |
| ESG | 0.013\*\*\* | 0.037\*\*\* | 0.000 |
|  | (3.56) | (4.72) | （0.07） |
| R-squared | 0.334 | 0.203 | 0.164 |

注:表中\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的检验水平上显著。

表4-7 替换被解释变量后模型的部分稳健性检验结果

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量：ROA | 国有 | 国有 | 非国有 | 非国有 |
|  | （1） | （2） | （3） | （4） |
| ESG | 0.030 |  | 0.0777\*\*\* |  |
|  | (0.85) |  | (4.92) |  |
| E |  | 0.025 |  | 0.032\*\*\* |
|  |  | (0.33) |  | (3.92) |
| S |  | 0.021 |  | 0.002 |
|  |  | (0.75) |  | (0.68) |
| G |  | 0.033 |  | -0.008\* |
|  |  | (0.66) |  | (-1.54) |
| R-squared | 0.466 | 0.491 | 0.155 | 0.157 |

注:表中\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的检验水平上显著。

表4-8 替换被解释变量后模型的部分稳健性检验结果

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量：  ROA | 金融行业 | 金融行业 | 重污染行业 | 重污染行业 | 其他行业 | 其他行业 |
| （1） | （2） | （3） | （4） | （5） | （6） |
| ESG | 0.008\*\*\* |  | 0.053\*\*\* |  | 0.010 |  |
|  | (5.12) |  | (4.55) |  | (1.57) |  |
| E |  | 0.005\*\*\* |  | 0.016\*\*\* |  | 0.025 |
|  |  | (5.67) |  | (4.16) |  | (0.64) |
| S |  | 0.013\*\*\* |  | 0.090\*\* |  | -0.001\* |
|  |  | (6.52) |  | (1.93) |  | (-1.85) |
| G |  | -0.003\*\*\* |  | 0.017\*\* |  | 0.000 |
|  |  | (-3.14) |  | (2.14) |  | (0.01) |
| R-squared | 0.466 | 0.491 | 0.155 | 0.157 | 0.276 | 0.334 |

注:表中\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的检验水平上显著。

表4-7表明，相较于国有企业，非国有企业ESG表现的提升对企业价值有更

加显著的积极影响，且环境表现所起到的作用最大。

表4-8第（1）（3）（5）列表明，在将托宾Q替换为ROA的情况下，金融行业的ESG系数和重污染行业的ESG系数分别在5%水平和1%水平上显著为正，说明在这些行业的企业中，ESG表现越好，企业价值越高。而其他行业的ESG系数不显著，说明在其他行业ESG表现与企业价值的相关性较弱。第（2）列表明，金融行业中，环境因素和社会责任因素均对企业价值具有积极影响，而金融行业公司治理评分与企业价值的系数在1%水平上显著为负，说明金融行业公司治理评分与企业价值为负相关关系，表明金融行业公司治理评分的增长对企业价值具有抑制作用。公司治理因素的回归结果与采用托宾Q作为企业价值代理模型中的结果相反，第（4）列表明，重污染行业中，环境评分、社会责任评分和公司治理评分与企业价值的系数分别在1%、5%和5%水平上显著为正，说明重污染行业中环境因素、社会责任因素和公司治理因素的增长均对企业价值具有正向促进作用。第（6）列表明，其他行业中，社会责任评分的系数在10%的水平上显著为负，其余评分的系数不显著，说明其他行业中E、S、G三个方面的表现对企业价值的影响不明显。

总体来看，稳健性检验支持了前文的大部分结论。只有金融行业的公司治理系数与前文实证研究结果迥然不同，可能是资产收益率和托宾Q的侧重点不同导致的。ROA着重于公司账面价值，公司对公司治理方面的投入可能会在短期内增加成本，抑制ROA；而托宾Q同时会考虑市场对公司的外部因素，公司对公司治理方面的提高可能从长期来看能够提高公司价值。

**5 结论与建议**

**5.1 研究结论**

本文以2011-2020年沪深A股上市公司为研究样本，以彭博社公布的ESG评级衡量上市公司ESG表现，以托宾Q衡量企业价值。考虑企业ESG表现对企业价值影响的时滞性。最后将总样本以行业性质和产权性质划分，实证研究了ESG综合表现和E、S、G各个因素对企业价值的影响。研究发现，上市公司的ESG表现与企业价值之间存在显著的正相关关系，即上市公司可以通过提高ESG表现的方式，在一定程度上提升其企业价值。滞后一年的ESG表现对当期企业价值有显著的积极影响，滞后两年的ESG表现对当期企业价值没有显著影响。进一步将上市公司以行业和产权性质划分为金融行业、重污染行业、其他行业和国有企业、非国有企业进行研究，并且引入ESG细分指标(环境评分、社会责任评分和公司治理评分)，来考察ESG综合表现和E、S、G各项表现在不同行业、不同产权性质企业之间的不同影响。研究发现，相较于其他行业，ESG综合表现对金融行业和重污染行业的正向影响作用更加明显，而环境、社会责任、公司治理方面的表现均对金融行业的上市企业公司价值具有积极影响，环境和公司治理方面的表现与重污染行业上市公司的企业价值呈正相关关系，而环境、社会责任和公司治理方面的表现对其他行业上市公司的企业价值没有显著影响。非国有企业提升ESG表现对企业价值的影响比国有企业更大，并且非国有企业环境表现对企业价值有正向促进作用。

根据实证结果，不论企业所在行业和企业的产权性质，环境指标对企业价值的影响最显著。这体现了我国资本市场对企业环境方面的表现最敏感，也体现了我国绿色金融布局正逐步发展。

**5.2 建议与展望**

在国家碳中和的大背景下，政府和公众对于企业保护环境、履行企业社会责任以及改善公司治理都有了更高的要求。上市公司应该不仅仅将目光放在财务绩效上，还应该关注非财务绩效的投入，提升公司的ESG表现，并主动向市场进行披露。一方面，上市公司主动优化、提高ESG表现——特别是环境方面的表现，可以提升企业形象，让投资者形成较好的市场预期，方便企业的融资。另一方面，如

果ESG表现较好，也能够避免行政罚款，获得政府给予相应的税收优惠。然而上市公司不能只是对ESG进行盲目的跟风，应该立足于企业自身特点，将对ESG的关注融入到企业日常运营中， 将对ESG的重视自上而下贯穿到每一个部门、每一个员工，从而形成以ESG为中心的企业文化。

政府等监管部门则有必要构建一套完整的ESG指标体系进行规范，引导上市公司对ESG的披露并且对其披露的信息质量进行监督。虽然大环境下，企业和投资者已经逐渐认识到提升ESG 表现的重要性，但是各机构的ESG评价体系仍没有统一，不能对企业ESG披露进行规范，既有可能导致上市公司有选择性地披露对公司有利的ESG信息，而不披露对公司不利的ESG信息，也会导致上市公司披露的ESG信息之间的可比性不好，使投资者难以做出决策，因而政府等监管部门需要加强ESG体系的构建，便于相关利益者获取信息。同时要鼓励上市公司对ESG信息进行披露，一方面对ESG的重要性进行宣传教育，另一方面可以通过设立政府补助、税收优惠或行政罚款等奖惩措施对上市公司进行激励和约束。最后，在上市公司披露ESG信息质量时，政府等监管部门需要加强对ESG信息披露质量的监督，防止一些企业企图通过有选择性的披露ESG信息或者美化公司的ESG信息来提高公司价值，要引导上市公司诚实披露全面且规范的ESG信息。

最后，本文研究依然存在某些局限性：首先，虽然彭博ESG评级被认为是目前较可靠的ESG衡量标准，但还存在进一步改进的可能；其次，本文只研究了上市公司ESG表现对企业价值的影响，但是没有进一步研究上市公司ESG表现对企业价值的影响机制。在未来的研究中，会通过在ESG上使用多种综合的评价数据集，尝试寻找更合适模型方法进行拟合，考虑时间因素，并且进一步研究上市公司ESG表现对企业价值的影响机制。

**致 谢**

论文是大学学习生活的终点，也是开启人生下一程的起点，此时我最多的还是感谢。我要感谢的有很多，最感谢的就是吴晓兰导师对本论文的悉心指导，感谢四年里指导我的老师们，感谢老师们从未嫌弃过我的愚笨，用耐心和包容来对待我，感谢老师们对我的鼓励和信任，帮助我顺利完成了这篇论文。感谢家人，同学和朋友们的关心和帮助，希望大家都有美好的未来。

**参考文献**

[1] Muhammad Azeem Qureshi,Sina Kirkerud,Kim Theresa,Tanveer Ahsan. The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity[J]. Business Strategy and the Environment,2020,29(3).

[2] Fen Zhang,Xiaonan Qin,Lina Liu. The Interaction Effect between ESG and Green Innovation and Its Impact on Firm Value from the Perspective of Information Disclosure[J]. Sustainability,2020,12(5).

[3] Woei Chyuan Wong,Jonathan A. Batten,Abd Halim Ahmad,Shamsul Bahrain Mohamed-Arshad,Sabariah Nordin,Azira Abdul Adzis. Does ESG certification add firm value?[J]. Finance Research Letters,2020,39(prepublish).

[4] Eduardo Duque-Grisales,Javier Aguilera-Caracuel. Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack[J]. Journal of Business Ethics,2019,168(prepublish).

[5] Flammer Caroline,Hong Bryan,Minor Dylan. Corporate governance and the rise of integrating corporate social responsibility criteria in executive compensation: Effectiveness and implications for firm outcomes[J]. Strategic Management Journal,2019,40(7).

[6] Ahmed Aboud,Ahmed Diab. The impact of social, environmental and corporate governance disclosures on firm value[J]. Journal of Accounting in Emerging Economies,2018,8(4).

[7] Atan Ruhaya,Alam Md. Mahmudul,Said Jamaliah,Zamri Mohamed. The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance:Panel study of Malaysian companies[J]. Management of Environmental Quality: An International Journal,2018,29(2).

[8] María Mar Miralles-Quirós,José Luis Miralles-Quirós,Luis Miguel Valente Gonçalves. The Value Relevance of Environmental, Social, and Governance Performance: The Brazilian Case[J]. Sustainability,2018,10(3).

[9] Yiwei Li,Mengfeng Gong,Xiu-Ye Zhang,Lenny Koh. The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power[J]. The British Accounting Review,2018,50(1).

[10] Ali Fatemi,Martin Glaum,Stefanie Kaiser. ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure[J]. Global Finance Journal,2017,38.

[11] Remmer Sassen,Anne-Kathrin Hinze,Inga Hardeck. Impact of ESG factors on firm risk in Europe[J]. Journal of Business Economics,2016,86(8).

[12] 成琼文,刘凤. 环境信息披露对企业价值的影响研究——基于重污染行业上市公司的经验数据[J]. 科技管理研究,2022,42(01):177-185.

[13] 董淑兰,刘志成,王永德. 产权性质、高质量企业社会责任与企业价值[J]. 财会通讯,2021,(16):25-29+83.

[14] 李晓庆,杨帆,朱苏祺,曹广喜. 公司治理效率、外部治理与商业银行绩效[J]. 江淮论坛,2021,(01):44-53.

[15] 李志斌,阮豆豆,章铁生. 企业社会责任的价值创造机制:基于内部控制视角的研究[J]. 会计研究,2020,(11):112-124.

[16] 张蕾. 物流业上市企业公司治理与公司价值关系分析[J]. 商业经济研究,2020,(21):115-117.

[17] 魏卉,姚迎迎,马晓柯. 社会责任履行能降低企业权益资本成本吗？[J]. 金融与经济,2020,(06):29-36.

[18] 于涵. 环境、社会、公司治理（ESG）对金融中介机构绩效的影响研究[D].吉林大学,2020.

[19] 张琳,赵海涛. 企业环境、社会和公司治理(ESG)表现影响企业价值吗？——基于A股上市公司的实证研究[J]. 武汉金融,2019,(10):36-43.

[20] 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,2019,36(03):108-123.

[21] 吴梦云,张林荣. 高管团队特质、环境责任及企业价值研究[J]. 华东经济管理,2018,32(02):122-129.

[22] 李雪婷,宋常,郭雪萌. 碳信息披露与企业价值相关性研究[J]. 管理评论,2017,29(12):175-184.

[23] 叶陈刚,裘丽,张立娟. 公司治理结构、内部控制质量与企业财务绩效[J]. 审计研究,2016,(02):104-112.

[24] 于晓红,武文静. 公司治理、社会责任与企业价值研究[J]. 当代经济研究,2014,(05):74-78.

[25] 潘福祥. 公司治理与企业价值的实证研究[J]. 中国工业经济, 2004(04):107-112. DOI:10.19581/j.cnki.ciejournal.2004.04.015.

[26] 南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组. 中国上市公司治理指数与治理绩效的实证分析[J]. 管理世界,2004(02):63-74. DOI:10.19744/j.cnki.11-1235/f.2004.02.009.

[27] 胡曲应. 上市公司环境绩效与财务绩效的相关性研究[J]. 中国人口·资源与环境,2012,22(06):23-32.

[28] 温素彬,方苑. 企业社会责任与财务绩效关系的实证研究——利益相关者视角的面板数据分析[J]. 中国工业经济,2008,(10):150-160.

[29] 白重恩,刘俏,陆洲,宋敏,张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究,2005,(02):81-91.