

**本科毕业设计[论文]**

**我国上市企业ESG表现与股票市场表现关系研究**

|  |  |
| --- | --- |
| 院 系 | 管理学院 |
| 专业班级 | 财务管理1801班 |
| 姓 名 | 王怡玲 |
| 学 号 | U201815864 |
| 指导教师 | 薛明皋 |

2022年 5 月 26 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

基于碳中和的背景以及对可持续发展的倡导，我国资本市场越来越重视对企业ESG表现即社会、环境以及公司治理表现的评估，衡量企业可持续发展的能力。目前，已有学者得出ESG表现与企业财务绩效以及企业价值产生积极显著的作用，而关于ESG表现与股票市场表现的研究还较少，因此我们进行了研究。

采用A股沪深两市2015—2020年和讯网披露的ESG评分，我们进行了实证分析，研究得到ESG表现能够促进上市公司股票收益率，并且基于行业和产权性质，ESG表现对上市公司股票市场表现的影响具有异质性。进一步我们发现，ESG指标能作为中短期衡量企业股票市场表现的依据，同时我们专门分析了环境表现对我国上市公司股票市场表现的影响，发现对于大部分行业来讲，环境表现对于企业产生负面影响，意味企业为了提高自身环境表现，而放弃追求经济效益，使得股票市场表现有所下降。本文对政府提出了相关建议，例如建立统一以及科学的ESG体系，并且发布相关优惠政策鼓励企业承担社会、环境责任以及提高公司治理能力。对于企业来讲，在实现盈利最大化的同时，需要积极履行社会责任、采取措施保护环境以及提高公司治理能力。对于投资者来讲，随着金融市场逐渐重视对ESG表现的评估，可将ESG指标纳入投资决策考虑范围，以及ESG表现作为一项中短期预测指标能够帮助投资者评估投资标的的发展潜力。

关键词：ESG表现；股票市场表现；可持续发展

Abstract

Based on the background of carbon neutrality and the advocacy of sustainable development, Chinese capital market has paid more attention to the evaluation of companies’ ESG performance (social, environmental and governance), and measured the ability of corporate sustainable development. At present, scholars have concluded that ESG performance has a positive and significant effect on corporate financial performance and corporate value, but there are few studies on ESG performance and stock market performance, so we conducted research about this field.

Using the ESG scores disclosed by Hexun website from 2015 to 2020 on the A share market—Shanghai and Shenzhen stock markets, we conducted that ESG performance can promote stock returns of listed companies. The impact of performance is heterogeneous based on the industry and property. Further, we found that ESG scores can be used as an index for measuring the performance of corporate stock markets in the short term. At the same time, we specifically analyzed the impact of environmental performance on the stock market performance and found that for most industries, environmental performance has a negative impact on them, which means that companies give up pursuing economic benefits in order to improve their environmental performance, resulting in a decline in the performance of the stock market. This paper puts forward constructive suggestions to the government, such as establishing unified and scientific ESG system, and issuing relevant preferential policies to encourage enterprises to undertake social and environmental responsibilities and improve corporate governance capabilities. For enterprises, while maximizing profits, they need to actively assume their social responsibilities and improve their internal management abilities. For investors, when the financial market gradually pays attention to the evaluation of ESG performance, ESG can be taken into investment decision-making consideration, and ESG performance as a short-term predictor can help investors evaluate the potential development of investment targets.

Key word: ESG performance; Stock market performance; sustainable development

**目 录**

[摘 要 I](#_Toc104972420)

[Abstract II](#_Toc104972421)

[1 绪论 1](#_Toc104972422)

[1.1 研究背景与研究问题 1](#_Toc104972423)

[1.2 研究目的与研究意义 2](#_Toc104972426)

[1.3 研究方法与研究内容 3](#_Toc104972429)

[2 文献综述 6](#_Toc104972432)

[2.1 ESG概念 6](#_Toc104972433)

[2.2 关于ESG与企业财务绩效的研究 6](#_Toc104972434)

[2.3 关于ESG与企业价值的研究 7](#_Toc104972435)

[2.4 关于ESG与股票市场表现的研究 8](#_Toc104972436)

[3 假设提出与研究设计 10](#_Toc104972437)

[3.1 假设提出 10](#_Toc104972438)

[3.2 研究设计 11](#_Toc104972442)

[4 实证结果 16](#_Toc104972449)

[4.1 描述性统计分析 16](#_Toc104972450)

[4.2 实证结果分析 19](#_Toc104972451)

[4.3 稳健性检验 29](#_Toc104972455)

[5 总结与建议 31](#_Toc104972456)

[5.1 总结与建议 31](#_Toc104972457)

[5.2 创新与不足 34](#_Toc104972458)

[致谢 36](#_Toc104972459)

[参考文献 37](#_Toc104972460)

[附录 A 行业对应表 40](#_Toc104972461)

[附录 B 异方差和自相关修正 41](#_Toc104972462)

[附录 C 变量替换 45](#_Toc104972463)

[附录 D 缩短样本周期 49](#_Toc104972464)

[附录 E 工具变量法 53](#_Toc104972465)

1 绪论

1.1 研究背景与研究问题

1.1.1 研究背景

2021年4月，国家主席习近平在领导人气候峰会上表明中国会努力在2030年实现碳达峰、2060年实现碳中和，体现了中国主动承担构建人类命运共同体的责任以及为实现可持续发展做出的重大努力。利益相关者理论指出，企业实现可持续发展的前提，不仅是追求股东权益最大化，更要放眼整个利益共生系统，对企业上下游、股东、员工、政府和社会等利益相关者履行责任，才能实现整个生态系统的利益最大化。如何实现可持续发展成为了企业除了实现经济效益最大化以外的另一个需要重视的问题，ESG或许能成为一个衡量企业高质量、可持续发展的重要指标，解决这一难题。因此企业逐渐关注自身的ESG表现，加强对ESG的信息披露。在2006联合国责任投资原则组织提出ESG理念（即环境（Environmental）、社会（Social）和公司治理（Governance）），企业在制定决策的时候，融入环境、社会和公司治理的因素，能够加速实现绿色发展转型。随后越来越多的金融机构、投资者开始关注ESG，营业收入、毛利率等财务指标不再成为投资者衡量企业发展能力的唯一标准，投资者会从更全面、多维度的角度去评估一家企业。目前，ESG全球呈现高速发展态势，截至2021年第二季度，全球五个主要市场的可持续投资共同基金和ETF总额达2.24万亿美元，是2020年初的两倍多；截止2021年11月，已有超4500多家机构加入联合国责任投资原则（PRI）。在2021年，ESG的资产规模和业绩都呈现了显著增长，全球共有5900只可持续发展基金，资产规模升至2.74万亿美元。

相比之下，ESG投资在中国的发展尚在启蒙阶段，仍有很大的发展空间。直到2018年《上市公司治理准则（2018修订）》明确设立“利益相关者、环境保护与社会责任”专章，提出上市公司应当加强员工权益保护、践行绿色发展理念，在保持可持续发展、提升经营业绩、保障股东利益的同时，应当在社区福利、救灾助困、公益事业等方面积极履行社会责任，中国初步显露ESG框架，随后上海证券交易所规定科创板的上市股市需要在年报中披露ESG信息，到2021年，《上市公司投资者关系管理指引（征求意见稿）》明确将公司的环境保护、社会责任和公司治理信息纳入与投资者沟通的主要内容中，建立起了ESG信息披露框架。随着“双碳”的发展，我国逐渐加强监管要求，出台各项政策，将ESG投资与国家战略以及宏观调控相结合：做到从企业层面，为了自身的可持续发展重视ESG表现发展；从市场的角度来说，构架创新、开放、可持续发展的绿色金融体系。但我国上市公司在ESG的道路上仍要走很长一段路，ESG在国内仍是一个新兴事物。目前，国内研究关于ESG与企业股票市场表现的研究较少，更多的文献主要集中在单个变量对我国上市公司企业绩效表现和企业价值的研究。

1.1.2 研究问题

基于1.1本文主要探讨以下几个问题

（1）ESG表现与我国上市公司的股票市场表现的关系

ESG表现是否对我国上市公司的股票收益产生正面影响？提高ESG表现能否使投资者在投资该公司时获得更多的收益？

（2）ESG表现对我国上市公司股票市场表现的滞后性和异质性研究

基于不同行业、不同经营类型的公司，ESG表现是对于我国上市公司股票市场表现存在异质性影响？其中，环境维度是否对我国上市公司股票市场表现产生积极影响，是否存在异质性？企业的ESG表现是否具有滞后效应？滞后一期还是两期？对于投资者来说，ESG表现是否可以预测未来企业股票市场的发展表现？

1.2 研究目的与研究意义

1.2.1 研究目的

本课题的研究目的如下：

（1）回答课题的研究问题：通过研究我国上市公司的ESG表现，探索ESG表现与公司股票市场表现的关系，试图理解公司企业战略制定的转型，从而探索市场的发展动向。

（2）对相关文献进行补充：由于我国ESG起步较晚，相较于欧美市场，仍处于初级阶段，希望通过此次课题能够弥补我国在关于ESG与企业发展和股票市场方面的研究，为之后的学者进行深入研究做出铺垫。

（3）向我国监管层面、公司的管理者、投资者提出建议：基于我们的研究，能够使相关政府机构重视对我国公司的ESG信息披露和提高ESG表现，同时我国公司通过新的途径以及新的发展道路实现可持续性发展，投资者能够从中获得更高收益。

1.2.2 研究意义

从理论层面上来说，欧美国家对于ESG的研究和运用已处于成熟完善的阶段，公司不再仅限于追求企业利润最大化和股东价值最大化，而是转向可持续性发展，更加注重对于ESG的披露——环境、社会以及公司治理方面。企业管理者已经意识到ESG很大程度上会成为企业面临风险的重要来源，会对公司的运营产生负面影响，从而影响公司的财务绩效和企业价值，最后影响公司在金融市场中的股票收益情况。近几年，国内外研究表明，ESG表现优异的公司往往有更高的股票收益率水平，ESG任何一方面的正面影响，都会使企业的财务绩效，公司价值或是股票收益产生正面影响。目前，国内对于ESG的研究主要局限于某个特定行业，或是针对ESG中的某一个指标，并没有涉及对全行业研究的文献，本文从一定程度上能够弥补这一研究的空白。

从实践意义上来说，本文选取我国A股市场的上市企业作为企业样本，通过定量分析，探讨企业ESG表现对于公司股票市场表现的影响，并且探究行业之间是否存在不同程度的影响，启示我国政府、监管机构提高对企业可持续发展的重视，完善ESG信息披露体系；为公司的决策者和管理者制定公司发展战略以及公司管理办法具有一定的实践指导意义，也为投资者做出投资决策提供衡量投资标的可持续发展能力的指标。

1.3 研究方法与研究内容

1.3.1 研究方法

本文的研究主要参考以下研究方法：

（1）理论研究法：在进行该研究前，首先会对国内外关于ESG的研究文献进行研读，并归纳整理ESG与企业财务绩效、公司企业价值以及ESG与股票市场表现的文献，并通过研究总结文献的发展和不足，为本课题的研究内容奠定基础，也为本课题的研究方向提供一定的思路。同时通过对经济理论的学习，对企业ESG表现与其股票市场表现的关系以及影响机制进行理论分析，为本文的实证研究以及分析回归结果提供理论基础。

（2）实证研究法：本文通过stata进行实证回归，对企业ESG表现与企业股票市场表现的关系进行系统、客观的描述。我们首先使用CAPM模型，根据ESG的评分将上市公司分为高、中、低三个组合，然后回归检验ESG表现是否能够提高企业的股票收益。其次，采用豪斯曼检验确定ESG对企业股票的影响采用随机效应模型还是固定效应模型，再利用固定效应模型，探讨不同行业、不同产权性质的公司之间，ESG表现以及环境表现对其股票市场表现的影响是否有显著差异。此外，研究ESG表现对上市公司股票市场表现是否具有滞后性。最后，我们进行稳定性检验，以此证明我们结论的真实性和可靠性。

1.3.2 研究内容

为探讨ESG与我国上市公司股票市场表现的关系，我们从和讯网获取A股沪深两市上市公司ESG数据以及从CSMAR数据库中获得上市公司财务数据和股票数据。我们确定涉及我国A股沪深两市1992家上市公司2015-2020年共6年的11952个样本数据。运用CAPM模型，探讨ESG表现是否能够提高企业的股票收益率；采用固定效应模型研究ESG表现以及环境维度对不同行业、不同产权性质的公司股票市场表现的影响是否产生显著差异。并且我们检验了ESG是否具有滞后效应，从实证结果分析，ESG表现确实能够提高企业的股票收益。对于不同行业，公司ESG表现对其股票市场表现会产生不同程度的影响，对于工业、房地产、公用事业和商业的影响较为显著，我们特别研究了环境表现与企业股票市场表现的关系，发现对于大部分行业来讲，环境表现对公司股票市场表现呈现负向作用。从产权性质角度来说，非国有企业受到ESG表现的正向作用更为明显。以及ESG表现在中短期内会对股票市场表现产生正向积极影响，但从长期来看结果并不显著，因此我们得出结论：基于我国金融市场的背景，ESG在中短期内可以作为衡量企业可持续发展的指标，能够预测上市公司未来的股票市场表现，但在长期来对于股票市场表现并不会产生影响。

全文安排结构如下：

第2章作为文献综述，分别从ESG的定义、ESG与企业财务绩效、ESG与企业价值以及ESG与股票市场表现四部分进行梳理以及总结。

第3章是假设提出与研究设计，基于第2章做出的文献梳理，进行理论分析，并且学习相关的理论，进一步提出研究问题的主要假设。同时，对研究内容做出详细的设计，包含变量设计、数据来源以及模型建立。

第4章是实证分析，根据研究设计进行实证检验，并对实证结果进行分析。探讨上市公司ESG对股票市场表现影响机制。从结果中，我们得出结论ESG确实能够对上市公司的股票收益产生正面影响，不同行业和不同产权性质的公司，其股票市场表现对ESG表现以及环境表现做出的反应也是不同的。此外，ESG还可以作为短期投资的非财务指标之一，可供投资者进行参考。最后，我们通过稳定性检验来验证结论的可靠性。

第5章对全文进行总结归纳，这部分是对全文的总结，肯定本文的研究结论。同时指出研究的不足指出，从不同的利益者角度提出实践性建议，也为之后ESG的研究做出展望。

2 文献综述

目前国外对于ESG与公司财务绩效以及股票市场的关系研究比较丰富，但总体来说我国对于ESG的相关研究仍比较少，研究内容主要集中于ESG表现与企业财务绩效，或是ESG的其中一个因素对企业财务绩效的影响，对于ESG表现和股票市场表现的关系研究较少，本章将从ESG的概要以及所阅读的文献进行梳理。

2.1 ESG概念

ESG是英文Environmental（环境）、Social（社会）和Governance（治理）的缩写，代表企业绿色发展、社会责任形象以及公司治理能力的一种体现。社会维度主要涉及劳动管理、健康安全、人力资源发展、产品安全与质量等议题；环境方便主要包含碳排放、产品碳足迹、气候变化、清洁能源和科技的使用、水资源压力等与环境保护密切相关的内容，公司治理模块主要包含董事会、商业道德、税收透明等规范公司发展路线的话题。ESG能够充分衡量企业在进行发展业务的同时，是否很好的承担了社会责任的重要指标。对于投资人，责任投资的主要目的有三个：（1）通过环境、社会、公司治理等指标对投资标的进行负面筛选，达到“排雷”的目的，增强投资组合的收益率；（2）强化投资的社会价值；（3）饯行投资人的价值导向。

2.2 关于ESG与企业财务绩效的研究

ESG在欧美国家起步时间早，对于ESG的研究较为充分。Velte,P（2017）指出ESGP表现对德国企业的ROA有积极影响，但对托宾Q并没有影响，通过研究ESGP的不同部分的得分，总结出公司治理表现对企业财务表现的影响最为显著。Chouaibi,S等人（2020）发现英国上市公司的ESG表现与企业财务绩效不仅直接对企业财务表现产生影响，还会通过绿色创新的调节作用，间接对企业的财务绩效产生影响。也有部分学者得出与之相反的结论，Atan,R等人（2017）得出了相反的结论，他们对马来西亚的上市公司进行分析，发现ESG表现对企业的盈利能力和企业价值不会有显著影响，但是ESG表现会影响资本成本，当有更高的ESG得分时，企业的WACC会更高。

而国内研究相较于西方国家开始时间较晚，近几年ESG才成为人们研究的话题。潘海英等人（2022）从内外部监管层面的角度，指出ESG表现会对企业金融化产生负向作用，而外部金融监管能起缓解两者之间的消极作用。安国俊等人（2022）得出结论，基于我国碳中和背景，ESG各维度评分和综合评分对不同行业的上市公司均有不同程度的正面影响。从媒体关注的角度，揭示了媒体关注度在ESG对企业绩效的影响中存在调节作用，媒体关注度的增加能够促进ESG对企业财务绩效表现（袁业虎和熊笑涵，2021）。李井林等人（2021）发现企业创新在企业ESG表现以及其三方面对企业绩效的正面影响中，发挥了中介作用，以及基于不同行业以及产权性质层面，ESG表现对于企业绩效的影响存在异质性。张长江等人（2021）研究发现良好的ESG表现能够促进公司市场和财务绩效并且投资者信心能够在其中发挥显著正向作用。陈静（2021）以及张鲜华和高媛源（2021）分别把科技公司和沪深300指数成分股作为研究样本，指出ESG表现与公司财务绩效存在长期显著的正向关系。孙为政（2020）研究发现，在中国资本市场中公司治理表现对企业绩效的影响最大，目前仍是中国企业可持续发展的关注重点，对实现企业转型有引领作用。孙东、杨硕等人（2019）基于绿色发展的大背景，将沪市电力行业作为研究对象，发现ESG与我国电力企业财务指标（偿债能力、盈利能力和合理的资本结构）存在正向的关系，同时和张永辉（2020）基于A股造纸业的研究发现相同——企业系统性风险对ESG未产生显著影响。

2.3 关于ESG与企业价值的研究

Melinda,A等人（2020）对亚洲国家的上市企业进行研究，同样发现ESG表现对企业价值产生显著积极影响并且对ESG的三个维度对企业价值的影响分别进行研究，得到同样的结论。他们还发现，ESG争议事件（可能对ESG表现产生负面影响的案例或者事件）得分越高，企业的价值也相应增加。但是小规模企业两者呈现负向关系。Abous,A等人（2018）通过分析埃及上市公司的ESG表现和企业价值，发现ESG评级更高的企业其企业价值更高，因此ESG指标可以推动企业进行ESG披露和提供披露标准，促进新兴市场的可持续发展。Ali Fatemi等人（2017）发现企业ESG的优势部分能够提高企业的价值，同时ESG信息的披露能够缓解ESG弱势部分对企业价值带来的负面影响。

国内大部分学者近几年就ESG表现与企业价值之间的研究也做了不同角度的深入研究，大部分学者都发现ESG表现能够改善我国上市公司的企业价值。具体来看，王琳璘等人（2022）和仝佳（2021）研究表明ESG表现对于企业的影响机制主要通过缓解企业融资约束，改善企业经营效率，降低了企业财务风险，从而提升了企业价值。于俊秋和王莹（2021）收集京津冀制造业上市公司相关数据，实证发现企业提高环境表现、社会责任和公司治理表现能够对企业价值的提升产生积极影响。王波和杨茂佳（2020）以中国2015-2019年A股上市公司为研究样本，发现ESG能够通过不同的渠道，例如一方面减轻了企业的财务负担，另一方面能够提高投资者对它的关注度，从而共同促进企业价值的增长。张琳和赵海涛（2019）从企业经营性质、规模以及污染程度来分析ESG与企业价值的关系，发现非国有、小规模和非污染企业受ESG表现的影响更为积极显著。部分学者提出将ESG纳入企业估值中，杨铮和李永刚（2022）基于采掘业为样本，分析得到ESG对于估值的影响越来越大，建议考虑将ESG纳入企业估值，为ESG定性和定量的研究提出建设性意见。施懿宸等人（2020）注意到随着机构投资者对企业ESG表现的关注越来越多，ESG对企业价值的影响的重要程度有所提高，同样提出将ESG表现纳入企业估值的建议，顺应可持续发展趋势。

2.4 关于ESG与股票市场表现的研究

国外仍有部分学者，对ESG表现和企业的股票市场关系做出研究。Verheyden,T等人（2016）基于实证结果，发现ESG能够改善公司的表现，还可以提高风险收益，因此ESG筛选对投资策略有帮助，通过ESG筛选投资企业，能够获得更高的风险收益和投资组合多样化，甚至能够帮助基金经理人创造超额收益。N. C. Ashwin Kumar等人（2016）通过量化模型得出公司的股票表现与ESG有密切关系，较好的ESG表现能够使企业的股票表现波动性更小，带来更低的风险，拥有更高的风险回报收益。Limkriangkrai,M等人（2017）针对环境、社会和公司治理三个维度对澳大利亚的资本市场进行研究，发现高评级的公司往往会有更高的债务，同时低环境得分和高公司治理得分的企业往往有更低的债务，并且低公司治理得分的公司其分红也会更少。

国内关于ESG表现与股票收益的研究较为空缺，可能系国内ESG发展并没有形成系统性体系，公司并没有重视对社会责任的承担，目前对于ESG表现对于企业股票市场的表现并没有形成统一定论。胡豪（2021）利用实证分析我国沪深A股上市公司ESG评级对股票超额收益率的影响，发现在短期内ESG评级提高会给投资者带来超额收益。进一步发现ESG通过促进企业财务绩效水平，来提高股票累计收益率。梅饶兰（2021）通过选取上市公司商道绿融ESG评级，发现ESG投资对上市企业股票收益率有正向作用，提出要加大对环保的投入、提高企业社会责任感、健全公司治理机制，规范ESG评价指标，促进我国金融市场可持续发展。汪琪（2021）借助新冠疫情这一黑天鹅事件，研究发现ESG能够防范股价下跌，以及提高股票累计收益率还能通过对投资者情绪发挥积极作用来影响股票市场。黄连蓉（2021）发现投资者如果选择ESG表现良好的企业，能够规避风险并且赢得超额股票收益以及ESG指标在短期内可以作为一个衡量指标，帮助投资者做出决策。李瑾（2021）基于我国A股市场数据，采用因素模型进行回归分析，研究表明我国A股市场存在ESG风险溢价，ESG表现良好的公司可获得额外收益。马挺和李辰颖（2021）选取沪深两市A股数据，比较获得ESG评分的公司和未获得ESG评分的公司的情况，发现获得评级的ESG公司其投资回报显著更高，还总结得出ESG得分与股票收益的关系呈倒U型曲线，表明投资者偏向于认为中等水平的ESG水平企业能获得更高股票收益。LIU PEI（2020）根据回归得出当将投资者情绪纳入考虑后，投资者情绪会影响投资者对高ESG评级企业做出过于乐观的判断的结论，而对ESG表现对于企业股票收益的正面作用造成影响，使影响不显著。周方召等人（2020）不仅发现上市公司ESG责任表现越好会提高企业的股票收益率以及加强股票的风险防范能力，使得机构投资者持有更多的股票份额。商道绿融（2019）基于北京市上市公司ESG表现，分析得出ESG表现较好的公司其收益率在较长一段时间内持续上升。

3 假设提出与研究设计

本文的研究主题是我国A股上市公司的ESG表现与其股票市场表现的关系，在文献阅读和理论学习的基础上，我们对研究问题进行了探讨，提出了研究假设。进一步，我们针对提出的假设进行研究设计。

3.1 假设提出

3.1.1 ESG表现与上市公司股票收益关系的研究

从阅读的文献综述中可以看到，国内外众多研究主要集中在ESG表现对公司财务绩效、企业价值的影响，大部分学者认为良好的ESG表现能够促进企业的绩效表现以及提高企业价值。近些年来，也有学者对ESG表现和上市公司企业的股票收益率关系做出研究，胡豪（2022）发现ESG表现的提高能够使投资者获得更多的超额收益，马喜立（2019）也表示企业的ESG表现与股票收益率总体来说呈现显著的积极关系。为了探究ESG表现是否能够促进企业的股票市场表现，我们提出了以下假设：

假设H1：ESG表现能够提高上市公司股票收益率。

3.1.2 ESG表现对不同行业、不同类型公司的影响异质性研究

由于我国股票市场的上市公司来自各行各业，行业的特征使公司与人们日常生活关系的密切程度不同，以及发展的客户群体不同，所需要承担的社会责任和环境责任等都不同，安国俊等人（2022）从不同行业的角度研究，发现金融行业、制造行业和能源行业受到了不同程度的影响，由于行业的特征、产权性质的差异，股票市场表现与环境的密切程度会有所不同（王树强和李秋熠，2019），因此承担的社会责任和环境责任表现也不相同，我们认为不同行业、产权性质的上市公司对于ESG表现和环境表现的提高做出的反应有所不同。

假设H2a：不同的行业之间，ESG表现对企业的股票市场表现影响存在差异。

假设H2b：就环境表现维度，不同的行业上市公司的环境表现对股票市场表现的影响存在差异。

假设H2c：对于国有企业和非国有企来讲，ESG表现对于上市公司股票市场表现的影响存在异质性。

3.1.3 ESG表现对股票市场表现影响的滞后性

由于我国金融市场存在信息不对称情况，股票市场存在大量个人投资者，他们无法第一时间获得充分信息，而对于那些掌握充分信息的投资者，在投资市场上往往处于有利地位。投资者往往会根据以往历史信息做出投资决策，而ESG评级作为一项非财务信息公布，不仅会影响当前股价，由于ESG的提高并不在短时间内实现，因此会在一定的时间范围内影响股价波动，而ESG评级作为衡量企业可持续发展的一个指标，现有的ESG表现能够预测未来企业的发展趋势。因此，我们提出了一下假设：

假设H3：ESG评级不仅对当期的股票市场表现产生影响，并且在未来的中短期内仍会对股票市场表现产生影响。

3.2 研究设计

3.2.1 样本选择与数据来源

本文选取2015-2020年中国A股的上市公司作为初始样本，并剔除了数据缺失、ST公司以及金融行业。数据来自和讯网和CSMAR数据库，采用和讯网ESG年度评分和环境得分作为解释变量，同时收集了我国A股上市公司企业的年成交量、年成交金额、行业性质、经营类型和财务数据。关于公司的股票收益以及财务数据，主要选用CSMAR的公司研究板块，其中详细披露了公司的各项财务指标，我们主要搜集了上市公司的托宾Q、公司规模、PE、资产负债率、净资产收益率和公司年龄等相关数据。和讯网的ESG评级得分自2010年开始披露，但由于数据跨度时间较大，会影响我们的研究结果因此我们选取了其中的一段时间跨度进行研究分析，我们利用excel进行数据整理以及使用stata建模帮助实证回归，并将数据做1%和99%做缩尾处理得到1992家公司的各年度共11952个观测值，作为本文的样本数据。

3.2.2 变量设计

3.2.2.1 被解释变量

本文的被解释变量为上市公司的年均成交价和股票超额收益率，年均股票成交价格由公司股票的年成交金额除以年成交量得到。样本主要涵盖我国A股沪深两市上市公司，并剔除ST公司以金融行业公司，时间跨度从2015年至2020年。

3.2.2.2 解释变量

本文的核心解释变量为ESG得分和环境得分，采用和讯网披露的上市公司社会责任报告数据，和讯网从股东责任、员工责任、供应商、客户和消费者权益、环境责任和社会责任五方面进行考察，同时不同的项目其权重有所不同，以及不同行业权重比例有所不同，股东责任权重占30%，员工责任权重占15%，供应商、客户和消费者权益责任权重占15%，环境责任权重20%，社会责任权重占20%，其中消费行业员工责任权重占10%，供应商、客户和消费者权益责任权重占20%，其他指标权重保持不变，制造业环境责任权重占30%，社会责任权重占10%，其他指标权重保持不变；服务环境责任权重占10%，社会责任权重占30%，其他指标权重保持不变。

和讯网采用环境得分、社会责任得分衡量企业环境和社会表现，同时也披露了各项环境、社会和公司治理的各个分数，如表3-1所示，描述了和讯网社会责任各项评级包含的具体内容。

表3-1 和讯网ESG各项评分内容

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 项目 | 一级 | 二级 |
| 股东责任（30%）） | A1盈利（10%） | 净资产收益率 总资产收益率 主营业务利润率 成本费用利润率 每股收益 每股未分配利润 |
| A2偿债（3%） | 速动比率 流动比率 现金比率  股东权益比率 资产负债率 |
| A3回报（8%） | 分红融资比 股息率 分红占可分配利润比 |
| A4信批（5%） | 交易所对公司和相关责任人处罚次数 |
| A5创新（4%） | 产品开发支出 技术创新理念技术创新项目数 |
| 员工责任 | B1绩效（5%） | 职工人均收入 |
| B2安全（5%） | 安全检查 安全培训 |
| B3关爱员工（5%） | 慰问意识 慰问人 慰问金 |
| 供应商，客户和消费者权益责任 | C1产品质量 | 质量管理意识 质量管理体系整数 |
| C2售后 | 客户满意度调查 |
| C3诚信互惠 | 供应商公平竞争 反商业贿赂培训 |
| 环境责任 | D 环境治理 | 环保意识 环境管理体系认证  环保投入金额 排污种类数 |
| 社会责任 | E 贡献价值 | 所得税占利润总额比 公益捐赠金额 |

3.2.2.3 控制变量

我们参考胡豪（2022）以及张琳和赵海涛（2019）的做法，选取企业规模、市值等财务数据作为控制变量，因此我们选取了企业托宾Q值（TobinQ）、总市值的对数（SIZE）、市盈率（PE）、净资产收益率（ROE）、资产负债率（LEV）和企业年龄（AGE）作为控制变量。所有变量和构成如表3-2所示：

表3-2 变量定义

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 变量类型 | 变量名称 | 变量符号 | 变量定义 |
| 被解释变量 | 企业股市表现 |  | T期总成交金额/T期成交量 |
| 企业股票超额收益率 |  | T期公司i的超额回报率 |
| 解释变量 | ESG表现 |  | 和讯网公布的ESG评分 |
| 环境表现 |  | 和讯网公布的环境得分 |
| 控制变量 | 托宾Q |  | 企业市场价值/资产重置成本 |
| 企业规模 |  | 企业市值的自然对数 |
| 企业市盈率 |  | 每股价格/每股收益 |
| 盈利能力 |  | 企业当年净利润/平均资产 |
| 经营杠杆 |  | 资产负债率，等于负债总额/资产总额 |
| 公司年龄 |  | 企业成立以来的年数 |
| 行业类别 |  | 行业虚拟变量 |
| 年份 |  | 时间虚拟变量 |
| 经营类型 |  | 产权性质虚拟变量 |

3.2.3 模型设定

（1）ESG表现对上市公司股票收益的异质性研究

为了验证H1，我们参考了Sharpe等人（1964）提出的资本资产定价模型CAPM模型，将样本按照ESG评分的高低分成3组，组合1由ESG数据最低的上市公司组成，组合2则由ESG评分位于中段的上市公司构成，组合3由ESG评分最高的上市公司组成。

（3-1）

表示的是上市公司i在t期的收益率减去年无风险收益，表示t期的市场收益率减去这期的无风险收益率，表示风险补偿，表示截距项，能够表示个体股票收益率超过市场收益所取得的超额收益，当越大时，说明能够从股票中获得的超额收益就越多，表示残差项。

（2）ESG表现对上市公司股票收益的异质性研究

我国金融市场存在不同行业和不同产权性质的公司，ESG表现对公司的影响存在异质性，因此为探究ESG如何影响各个行业，哪些行业对于ESG表现所做出的反应更大以及不同产权性质的公司股票市场表现对ESG做出的反应是否存在差异，我们选择固定效应模型进行实证检验，因此建立以下两个模型：

（3-2）

（3-3）

随着我国对环境问题的不断重视，国家大力推动生态文明建设，企业在自身发展的时候应该平衡经济效益和环境问题之间的关系。无论企业的行业性质如何，都必然向自然界索取资源，同时大部分企业都会排放一定量的污染物到环境忠，非常容易出现搭便车的行为，因此企业会为了自身发展而做出对环境造成伤害的行为，从环境中谋取私利，这样会阻碍社会、环境的促进和改善。政府和监管机构正因为注意到环境的持续恶化，因此对公司的日常经营提出要求，对不同的行业提出污染物排放量限制，在政策的要求下企业采取行动来提高自己的环境表现，我们想来探索环境表现与企业股票市场表现之间的关系，即在碳中和背景之下，投资者是否越来越注重企业的环境表现，良好的环境表现是否能让公司在股票市场中有更好的表现，因此我们建立了一下模型：

（3-4）

（3）ESG表现对上市公司股票市场表现的滞后性研究

我们认为股票市场存在着信息不对称的问题，投资者无法及时知道公司的全部信息，市场中存在的更多是历史信息，而且根据可持续发展理论，ESG评分涵盖社会、环境和公司治理三方面，能够充分体现公司对社会责任的承担，越来越受到社会的认可，把ESG作为衡量企业在应对气候变化和碳中和目标下实现可持续发展的一个指标。投资者在研究投资对象时不仅从单一维度考虑经济效益最大化，而是积极探索转型，发展绿色业务，提高自己的社会形象，投资者会参考以往ESG评分，通过ESG表现的变化来判断企业是否具有发展潜力，所以我们认为ESG表现不仅会影响当期的股票市场表现，往期的ESG评分即ESG表现也会影响上市公司的股票市场表现，因此我们再加入一个变量，p代表前几期，我们在这选取前一期、两期ESG评分进行回归检验。

（3-5）

（3-6）

4 实证结果

根据第3章所提出的假设以及研究设计方案，我们在本章中将采用实证分析法来检验我们的假设，对我们的回归结果进行分析，并探究其中的原因。从实证结果看出，我们的假设得到了验证——ESG表现越好，公司在股票市场的表现越好；基于行业和产权性质层面，ESG对上市公司的股票市场表现的影响存在异质性以及ESG表现对公司的股票市场表现在中短期内产生积极影响。

4.1 描述性统计分析

由于和讯网自2010年就开始披露社会责任评分数据，其时间跨度较大，而时间跨度大往往会影响研究结果，公司的财务绩效、业绩表现、战略制定往往都会发生变化，因此会影响其在股票市场中的表现。并且我国金融市场近年来高速发展，十年内有许多的上市公司存在资不抵债、经营不善而退市的公司，因此，我们选取时间跨度中的部分时间来构造面板数据，最终我们选取了2015-2020年度共六期的A股沪深两市上市企业的年均股票成交价格建立回归模型，研究ESG对企业股票市场表现的影响，并在1%和99%上做了缩尾处理，最后构造出平衡面板数据。

由表4-1描述性统计可知，我国A股市场上市企业股票发展水平存在差异，STP的最大值和最小值差距小打，标准差高达22.33，可见我国股票市场上市公司股票表现参差不起，以及从公司财务数据的描述性统计中可以看出，企业的发展规模、发展年限都处于不同水平和阶段，因此各公司之间差异较大。此外，我们可以看到我国企业的ESG均分表现其实不高，公司之间ESG评分的标准差为18.18，表明不同企业在履行ESG责任上仍存在较大的差距，平均数和中位数都在21左右浮动，说明我国上市公司的ESG表现总体来说水平并不是很高，其中环境表现均分和中位数都小于1，意味着上市公司对于环境治理以及环境保护做出的贡献并不多或者对环境表现的披露信息较少，资本市场对于环境保护方面的重视还没有表现出来，金融市场中还是存在很多公司不注意自身ESG表现的问题，也反映了相关部门对ESG信息的披露以及监管并没有形成统一管理。股票市场作为我国经济发展的晴雨表，更体现了我国经济发展还没有实现可持续发展，ESG发展还处于初级阶段。

表4-1 描述性统计

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| variable | N | mean | p50 | sd | min | max |
| STP | 11952 | 14.88 | 10.89 | 22.33 | 1.179 | 1441 |
| ESG | 11952 | 21.40 | 20.94 | 13.18 | -7.290 | 75.56 |
| ENP | 11952 | 0.772 | 0 | 3.496 | 0 | 30 |
| TobinQ | 11952 | 2.297 | 1.628 | 7.232 | 0.674 | 729.6 |
| PE | 11952 | 132.0 | 32.36 | 3888 | 0 | 420285 |
| SIZE | 11952 | 23.18 | 22.98 | 1.108 | 20.51 | 28.57 |
| ROE | 11952 | 0.0250 | 0.0610 | 0.971 | -45.55 | 64.06 |
| Lev | 11952 | 0.444 | 0.437 | 0.209 | 0.008 | 4.995 |
| Age | 11952 | 19.60 | 19 | 5.354 | 5 | 53 |

其次，我们进行了斯皮尔曼相关性分析检验，如表4-2所示，可以看到STP和ESG在1%上呈现显著的正相关，这初步验证了ESG表现越好的企业，其股票市场表现也越好。同时，表中也展示了其他各个变量的相关性，可以看到公司的托宾Q值（TobinQ）、公司规模（SIZE）、公司市盈率（PE），公司净资产收益率（ROE）、公司资产负债率（LEV）以及公司年龄（Age）大部分在1%上显著并且相关性系数小于0.6，说明各个变量之间较为独立，可以表明解释变量之间存在多重共线性的概率较小，不会对回归结果产生较大的问题。

表4-2 斯皮尔曼相关性检验

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Variables | (1)STP | (2)ESG | (3)TobinQ | (4)PE | (5)SIZE | (6)ROE | (7)LEV | (8)Age |
| (1) STP | 1.000 |
| (2) ESG | 0.282\*\*\* | 1.000 |
| (3) TobinQ | 0.587\*\*\* | 0.006 | 1.000 |
| (4) PE | 0.255\*\*\* | -0.061\*\*\* | 0.413\*\*\* | 1.000 |
| (5) SIZE | 0.081\*\*\* | 0.337\*\*\* | -0.260\*\*\* | -0.207\*\*\* | 1.000 |
| (6) ROE | 0.318\*\*\* | 0.660\*\*\* | 0.125\*\*\* | -0.175\*\*\* | 0.298\*\*\* | 1.000 |
| (7) Lev | -0.267\*\*\* | -0.114\*\*\* | -0.429\*\*\* | -0.228\*\*\* | 0.406\*\*\* | -0.063\*\*\* | 1.000 |
| (8) Age | -0.217\*\*\* | 0.029\*\*\* | -0.219\*\*\* | -0.147\*\*\* | 0.061\*\*\* | 0.009 | 0.157\*\*\* | 1.000 |
| 注：\* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01 | | | | | | | | |

4.2 实证结果分析

4.2.1 ESG表现与股票市场表现的关系

我们已初步使用斯皮尔曼相关性检验得到ESG表现与企业股票市场表现呈正向关系，我们换用超额收益率作为解释变量来帮助我们进行检验，我们将每年的ESG评分按照平分为3组，将借助CAPM模型进行回归，模型如下：

（4-1）

其中市场收益率采用中证800指数年度收益率，无风险收益率采用一年期国债利率，为了衡量ESG表现是否对股票表现产生积极作用，我们比较截距项，表示个体股票收益率超过市场收益所取得的超额收益，当越大时，说明能够从股票中获得的超额收益就越多。我们认为当ESG表现越高的时候，截距项的值也会越大。通过stata软件对数据按照ESG评分从高到低分成三组，得出结果如表4-3所示。

表4-3 ESG表现与企业股票超额收益率关系实证结果

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | 组合1  低 | 组合2  中 | 组合3  高 |
|  |  |  |  |
|  | 0.969\*\*\* | 1.090\*\*\* | 1.092\*\*\* |
|  | (0.028) | (0.033) | (0.031) |
|  | -0.032\*\*\* | 0.044\*\*\* | 0.091\*\*\* |
|  | (0.002) | (0.002) | (0.001) |
| N | 3984 | 3983 | 3973 |
| r2 | 0.116 | 0.173 | 0.229 |
| r2\_a | 0.116 | 0.173 | 0.229 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* *p* < 0.1, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.01 | | | |

从结果中我们可以看到，组合1为ESG评分最低的组合，他们的截距项为负，组合2和组合3为ESG评分中和高的两组，他们的截距项显著高于组合1，并且组合3的截距项最高，即除了市场带给它的回报以外，其自身还有0.091的回报。三个组合的的系数都在1%显著，说明三个组合都跟随市场变化而变化。从以上结果我们检验了假设1，上市公司的ESG表现越好，其在市场中的超额回报率就越高，投资者能够从中获得更多的利益。ESG不仅仅是对社会责任承担的一种体现，更能提高企业的内部组织架构和业务流程发展和企业的社会形象和声誉，使得企业在具备竞争优势的同时还具有可持续发展能力，能够在资本市场中受到投资者的关注。

4.2.2 ESG表现对上市公司股票市场影响的异质性分析

表4-4豪斯曼检验结果

|  |  |
| --- | --- |
| VARIABLES | FE |
| ESG | 0.00252 |
|  | (0.0121) |
| TobinQ | 0.0471\*\* |
|  | (0.0183) |
| SIZE | 12.01\*\*\* |
|  | (0.377) |
| PE | -4.89e-06 |
|  | (3.25e-05) |
| ROE | 0.0333 |
|  | (0.132) |
| LEV | -13.26\*\*\* |
|  | (1.384) |
| Age | -1.567\*\*\* |
|  | (0.0705) |
| Constant | -227.0\*\*\* |
|  | (8.814) |
| Observations | 11,952 |
| Number of id | 1,992 |
| R-squared | 0.151 |
| Hausman | 458.3 |
| p-value | 0 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01 | |

为了检验是否采用固定效应模型，首先采用豪斯曼检验进行分析，从图4-4展示的结果来看P值为0，故强烈拒绝原假设，采用固定效应模型进行实证分析。（1）基于行业层面的异质性分析

我们按照行业分为房地产、工业、金融、公用事业、商业和综合六大类，其中由于金融行业本身的特殊性，所以剔除金融行业。首先我们对行业进行了研究，根据我们的回归结果如表4-5，我们发现针对这五个行业，ESG表现对其影响都呈现正相关，这进一步验证了我们的假设1：ESG表现的提高能够促进上市公司的股票市场表现，年均成交价格会更高。按照细分领域，我们可以看到从统计结果来看，房地产和商业领域的回归系数在1%显著，工业和公用事业在5%上显著。并且四个行业的解释变量的回归系数较高，说明当ESG表现提高时，他们的股市交易价格增长幅度较大。按具体细分领域来讲，这可能是由于商业往往和人们的生活紧密相关，是主要消费领域，因此背负的社会责任较大，受到ESG表现的影响也较为明显，当ESG评分提高一个单位时，年均成交股票价格会增长0.074个单位。其次，工业和公用事业与环境、社会紧密相关，公用事业作为社会发展的基础，与社会基本面关系密切，反应了城市生存与发展的水平，工业行业大部分为制造业，据统计，工业能耗占全社会能耗的70%，排放的污染物是国内污染物的主要来源，随着对环境以及气候变化的关注，人们对于这两个领域的企业在社会责任、环境方面的关注度逐渐增加，使得ESG表现对工业和制造业的促进作用较为明显，当ESG提高一个单位时，对于工业和公用事业的股票年均成交价格分别上升0.06和0.055个单位。房地产往往涉及许多大型基础设施建设，因此ESG对此行业的影响会较为显著。虽然总体上来说ESG表现能够对企业的股票市场表现起到积极作用，但是根据回归结果，解释变量的回归系数并不都在10%上显著，存在个别行业ESG回归系数没有通过t检验，因此我们认为原因可能系我国仍有行业对于ESG表现不够重视，影响了该领域的公司对待ESG的态度，在社会、环境责任和公司治理方面做出的努力还远远不够，相关部门对于ESG表现的披露并没有形成统一的体系，导致我国目前上市公司ESG表现对于其股票市场的影响还不够深远。

（2）针对环境表现，基于行业层面的异质性分析

从回归结果来看，与ESG总体表现对上市公司股票市场表现发挥积极作用相反，环境表现对于上市公司的股票市场表现总体呈现负向关系，具体到不同行业来讲，房地产行业是唯一环境表现能与上市公司股票表现呈现正相关的行业。我们认为房地产涉及大型基础设施建设，与环境关系密切，贯穿与项目设计、采购、开发、运营全流程，当房地产对于建筑物周围的环境造成影响，会直接影响到公司的基本面，从而影响企业的股票市场表现，房地产公司并不是为了承担社会责任，提高自身声誉和企业形象而开展绿色环保业务，更多的是在发展业务的时候就考虑到环境表现，将其纳入提高自己业务水平的范畴，企业对环境的态度能够直接影响购买者对于建筑物的需求和选择，因此只有当房地产的环境表现越好时，企业的股票市场表现才更好，但从实证结果可以看到ENP的回归系数并没有通过t检验，说明环境表现对房地产行业的股票市场表现还不造成显著的影响。对于其余四个行业——工业、公用事业、商业和综合行业，环境表现的回归系数都为负，并且对于公用事业来说，ENP的回归系数为-0.427，代表当ENP每增长一个单位，公司股票年均成交价格会降低0.427个单位，回归系数在1%上显著，对于工业和综合行业来说，回归系数分别为-0.194和-0.467，通过了t检验，其回归系数从统计上来讲在5%显著，原因可能系这三个行业向市场传递出自身绿色发展的积极信号，引起了市场的强烈反应。我们认为根据闲置理论，企业发展业务时会优先满足盈利需求，扩大市场占有率，争取做到利润和价值最大化，其次再考虑实现对环境的改善，承担环境责任。如果要提高自己的环境表现，就需要拿出一部分资金用于缓解业务扩展对环境造成的负面影响，增加了企业的成本，盈利能力和利润会大大减小，因此影响到企业的发展，影响股票市场。针对具体的细分行业，工业行业与环境密切相关，可能涉及污染物排放和资源利用的关系，当加强这方面的重视那么对环境保护投入的成本将会变多，随着国家对于环境问题的不断重视，工业在实现绿色转型的过程中，为了减少对环境的伤害，会以牺牲自身的盈利最大化为前提，从而影响了企业在股票市场的表现。对于公用事业，是城市生存与发展的基础和基本条件，政府对其的发展会有一定的制约，如今碳中和的发展，国家层面为了推动经济绿色发展，对企业的排放量进行约束，企业为了减少碳排放，而践行社会、环境责任，从原材料的获取、供应以及加工等等都做了改善，清洁能源、电动汽车等低碳产业的高速发展，运输行业对绿色能源的需求增加，企业为了自身的转型而放缓了业务发展速度，盈利能力有所降低。针对商业领域，涵盖了许多消费品行业，对产品的相关材料采用绿色环保材料，遵循相关健康安全的标准，因此会支付更高的成本，从而削弱了企业的盈利能力。对于商业，尽管环境得分的回归系数分别为-0.12，但系数均在统计上并不显著，可能是因为ESG投入本身是一项隐性投资，暂时无法为企业带来盈利水平和企业价值的提高，从而提高企业的股票市场表现以及和讯网对于环境表现的评分占比和内容并不完善，影响了回归结果。

（3）产权异质性分析

我们研究不同产权性质的公司，其股票市场表现受到ESG表现的影响是否不同，发现ESG表现对于不同经营类型的上市公司影响程度存在显著差异，我们根据产权性质，将公司主要分为国有和非国有企业，从回归结果中可以看到非国有企业相比国有企业，其ESG的系数更高同时更显著，当ESG分数提升一分，非国有企业的股票年均成交价提高0.031个单位，回归系数在1%显著，而国有企业股票的年成交价增长仅有0.013个单位并且未通过t检验。产权性质的差异造成ESG影响的异质性主要因为国有企业和非国有企业在公司内部管理、社会责任、公司文化等方面存在显著的不同，国有企业依赖于国家资本的投入，跟随国家的方针政策采取行动，对于ESG信息披露更多是强制性和政策导向，早期并没有形成对社会、环境以及公司治理责任的系统性认识，以及从公司发展业务和发展战略的角度讲，没有考虑承担社会责任。随着我国越来越重视对金融市场可持续发展的推动，国有企业才逐渐重视对ESG信息的披露以及提高自身ESG水平。相比之下，非国有企业学习了较多可持续发展的理念和许多发达国家的公司治理理念，并且往往追求经济效益最大化，当他们认识到ESG对自身可持续发展带来的内在动力，会积极主动承担起ESG责任，使得他们比国有企业更早以及更多的精力去提高自身在环境、社会和公司治理方面的表现，因此ESG表现能够对非国有企业的股市表现产生显著正向影响，股票市场的反应更为剧烈。

无论是从行业还是从产权性质的角度，ESG表现的提升与企业股票市场中的表现呈现正相关，可见随着时代的发展以及国家政策方针的调整，促进金融市场可持续发展，但是环境表现的提高会阻碍企业股票市场表现的发展，说明ESG作为一项隐性投资，尤其在环境方面，为企业带来的增量无法在当期展现，同时企业为了达到保护环境的目标，会放弃对经济效益的追求，从而阻碍了在股票市场的发展。并且对于部分行业的ESG表现以及环境表现并不会产生显著影响，说明企业自身在追求利润的同时，仍缺少对社会责任、环境保护等项目的承担，并没有承担起社会责任。从投资者的角度，由于我国ESG发展处于起步阶段，投资者对于ESG的关注度较少，并未纳入投资决策范围。

4.2.3 ESG表现对上市公司股票表现的滞后效应

在此之前，我们已经检验了企业ESG表现确实会影响到股票市场的表现，但因为ESG信息的披露并不是当期就能够体现，我国金融市场往往存在信息不对称的情况，投资者不能很快掌握企业的动向，以及企业往往隐瞒对公司不利的消息，市场总是体现历史信息，因此我们对解释变量做了滞后一期和滞后两期的处理。同时ESG作为衡量企业是否具有可持续发展能力的重要指标，能够预测未来企业的发展动力，本文想通过实证分析检验ESG表现能否预测企业未来的股票市场表现。

从三个模型的回归结果可以看出，当期的ESG表现对企业的股票市场表现呈现正向显著的作用，当期ESG表现的回归系数在1%显著。同时我们发现，在我们控制了行业、企业经营类型以及年份的情况下，前一期和前两期的ESG表现与上市公司股票市场表现呈现正相关，但从统计意义上来看并没有显著，意味着前期的ESG表现对股票市场表现不造成影响。从模型二可以看到，当其他条件不变的时候，当期的ESG评分每增长一个单位，对于当年的成交价格会上升0.067个单位，其回归系数比只有一期的情况数值更大，增强了当期ESG表现对上市公司股票市场的表现的积极影响。当我们进行滞后两期的处理，其他条件保持不变的时候，当期ESG评分提高一个单位时，企业的股票年均成交价格会提高0.174个单位，前两期的ESG表现虽然能够对企业的股票市场表现产生正向作用，但并不产生显著影响。因此这也验证了我们的假设，目前基于国内的金融市场，ESG发展还不够完善，企业并没有对社会、环境责任的承担形成重视，公司内部治理也存在着一些问题，因此ESG只能作为短期的投资指标，在短期内衡量企业是否具有可持续发展能力，同时ESG指标可以预测未来企业股票市场表现的趋势，从一定程度上给予个人投资者和机构投资者参考的维度。

表4-5 ESG表现对各行业影响异质性实证结果

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1)  房地产 | (2)  工业 | (3)  公用事业 | (4)  商业 | (5)  综合 |
|  | STP | STP | STP | STP | STP |
| ESG | 0.043\*\*\* | 0.060\*\* | 0.055\*\* | 0.074\*\*\* | 0.019 |
|  | (0.014) | (0.023) | (0.026) | (0.028) | (0.050) |
| TobinQ | 5.661\*\*\* | 1.650\*\*\* | 0.028 | 1.807\*\*\* | 0.382\* |
|  | (0.496) | (0.102) | (0.019) | (0.203) | (0.206) |
| PE | -0.003\* | -0.000 | -0.000 | -0.003\*\*\* | -0.002 |
|  | (0.002) | (0.000) | (0.000) | (0.001) | (0.002) |
| SIZE | 1.175\*\*\* | 6.021\*\*\* | 1.571\*\*\* | 2.428\*\*\* | 3.063\*\*\* |
|  | (0.156) | (0.285) | (0.338) | (0.395) | (0.688) |
| ROE | 2.909\*\* | 0.010 | 0.007 | 0.433 | 2.383\* |
|  | (1.202) | (0.305) | (0.211) | (0.439) | (1.325) |
| Lev | -2.827\*\* | -22.354\*\*\* | -12.396\*\*\* | -7.972\*\*\* | -5.436\* |
|  | (1.254) | (1.540) | (1.515) | (1.942) | (3.015) |
| Age | 0.105\*\*\* | -0.184\*\*\* | -0.306\*\*\* | 0.216\*\*\* | -0.045 |
|  | (0.033) | (0.053) | (0.063) | (0.068) | (0.109) |
| \_cons | -25.085\*\*\* | -112.779\*\*\* | 0.495 | -43.203\*\*\* | -51.046\*\*\* |
|  | (3.860) | (6.285) | (7.677) | (8.917) | (16.273) |
| Year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 792 | 8172 | 2022 | 696 | 270 |
| r2 | 0.559 | 0.137 | 0.391 | 0.522 | 0.479 |
| r2\_a | 0.553 | 0.136 | 0.388 | 0.514 | 0.457 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01 | | | | | |

表4-6 环境表现对上市公司股票市场表现的行业异质性实证结果

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1)  房地产 | (2)  工业 | (3)  公用事业 | (4)  商业 | (5)  综合 |
|  | STP | STP | STP | STP | STP |
| ENP | 0.087 | -0.194\*\* | -0.427\*\*\* | -0.120 | -0.467\*\* |
|  | (0.058) | (0.076) | (0.109) | (0.111) | (0.227) |
| TobinQ | 5.567\*\*\* | 1.623\*\*\* | 0.026 | 1.740\*\*\* | 0.367\* |
|  | (0.497) | (0.102) | (0.019) | (0.204) | (0.205) |
| PE | 1.277\*\*\* | 6.348\*\*\* | 1.933\*\*\* | 2.777\*\*\* | 3.344\*\*\* |
|  | (0.152) | (0.268) | (0.322) | (0.380) | (0.661) |
| SIZE | -0.003\* | -0.000 | -0.000 | -0.003\*\*\* | -0.002 |
|  | (0.002) | (0.000) | (0.000) | (0.001) | (0.002) |
| ROE | 4.159\*\*\* | 0.091 | 0.042 | 0.629 | 2.521\*\* |
|  | (1.131) | (0.303) | (0.210) | (0.435) | (1.275) |
| Lev | -3.298\*\*\* | -23.459\*\*\* | -12.862\*\*\* | -8.992\*\*\* | -5.106\* |
|  | (1.247) | (1.478) | (1.486) | (1.905) | (2.996) |
| Age | 0.130\*\*\* | -0.176\*\*\* | -0.313\*\*\* | 0.235\*\*\* | -0.028 |
|  | (0.033) | (0.053) | (0.062) | (0.068) | (0.107) |
| \_cons | -26.515\*\*\* | -118.258\*\*\* | -5.532 | -48.894\*\*\* | -57.345\*\*\* |
|  | (3.851) | (6.094) | (7.506) | (8.773) | (15.801) |
| Year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 792 | 8172 | 2022 | 696 | 270 |
| r2 | 0.557 | 0.137 | 0.394 | 0.523 | 0.483 |
| r2\_a | 0.550 | 0.136 | 0.391 | 0.515 | 0.461 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01 | | | | | |

表4-7 ESG表现对上市公司股票市场表现的产权性质异质性实证结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | (1)  国有企业 | (2)  非国有企业 |
|  | STP | STP |
| ESG | 0.013 | 0.031\*\* |
|  | (0.013) | (0.012) |
| TobinQ | 1.199 | 0.011 |
|  | (0.800) | (0.018) |
| PE | -0.000 | -0.000\*\*\* |
|  | (0.000) | (0.000) |
| SIZE | 14.387\*\*\* | 8.722\*\*\* |
|  | (4.340) | (0.787) |
| ROE | -0.031 | 0.039 |
|  | (0.165) | (0.055) |
| Lev | -14.172\*\* | -9.478\*\*\* |
|  | (5.641) | (2.572) |
| Age | -0.508 | -2.213\*\*\* |
|  | (0.387) | (0.095) |
| \_cons | -308.286\*\*\* | -138.162\*\*\* |
|  | (107.686) | (18.835) |
| Year | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes |
| N | 4860 | 7092 |
| r2 | 0.095 | 0.413 |
| r2\_a | 0.093 | 0.412 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01 | | |

表4-8 ESG表现对上市公司股票市场表现的滞后效应实证结果

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | Model1 | Model2 | Model3 |
|  | STP | STP | STP |
|  | 0.057\*\*\* | 0.067\*\*\* | 0.174\*\*\* |
|  | (0.017) | (0.022) | (0.035) |
|  |  | 0.023 | 0.010 |
|  |  | (0.019) | (0.026) |
|  |  |  | 0.005 |
|  |  |  | (0.022) |
| TobinQ | 0.203\*\*\* | 2.298\*\*\* | 4.126\*\*\* |
|  | (0.027) | (0.103) | (0.157) |
| PE | -0.000 | -0.001\* | -0.001 |
|  | (0.000) | (0.001) | (0.001) |
| SIZE | 4.684\*\*\* | 5.035\*\*\* | 5.226\*\*\* |
|  | (0.209) | (0.236) | (0.280) |
| ROE | 0.050 | -0.009 | -0.215 |
|  | (0.202) | (0.235) | (0.252) |
| Lev | -20.049\*\*\* | -17.323\*\*\* | -14.189\*\*\* |
|  | (1.099) | (1.256) | (1.523) |
| Age | -0.074\* | -0.087\* | -0.084 |
|  | (0.040) | (0.045) | (0.054) |
| \_cons | -85.401\*\*\* | -103.925\*\*\* | -115.460\*\*\* |
|  | (4.935) | (5.478) | (6.363) |
| Year | Yes | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes | Yes |
| Type | Yes | Yes | Yes |
| N | 11952 | 9960 | 7968 |
| r2 | 0.160 | 0.140 | 0.161 |
| r2\_a | 0.159 | 0.140 | 0.159 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* *p* < 0.1, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.01 | | | |

4.3 稳健性检验

前文通过stata实证分析，我们发现ESG表现能够对上市公司的股票市场表现产生积极影响，并且ESG表现以及环境维度对不同行业和不同类型的企业产生的影响具有异质性，这种影响会在短期持续影响上市公司的股市表现。然而，考虑到可能会有其他因素影响我们的结果，我们进行了相应的稳健性检验：

（1）异方差和自相关检验

通过异方差检验和自相关检验，P值为0，因此样本存在严重的异方差问题和自相关问题。由于数据存在异方差和自相关问题，我们对以上两个问题进行修正，从修正后的结果如附录B所示，基于行业层面和产权性质层面，ESG表现与环境表现对上市股票影响的异质性研究，基本与我们的回归结果保持一致。对于滞后效应的探究，与前文我们的研究结果基本保持一致。ESG表现仅能够作为中短期预测股票市场发展的指标，并且由于我国对于ESG发展起步较晚，因此ESG表现对于股票市场表现并没有产生显著影响。

（2）变量替换

本文利用上市公司的年度收盘价作为股票市场表现的替代变量，进行变量替换，来检验ESG表现对上市公司股票市场表现的影响，检验结果如附录C所示，ESG表现对股票市场表现仍具有促进作用，以及从行业和产权类型层面具有异质性，ESG表现可作为短期投资预测指标。

（3）缩短样本周期

由于2020年爆发了新冠疫情，并持续影响了生活和经济的发展，为了排除新冠疫情对实证结果的影响，我们缩短了样本周期，选取2015-2019年的数据进行实证分析。通过缩短样本周期，得到的实证结果如附录D所示，与前面保持一致，说明结果稳健。

（4）内生性检验

我们首先采用豪斯曼检验，检验得到拒绝原假设，数据存在内生性问题，为了处理这一问题，我们采纳王波和杨茂佳（2022）的内生性检验方法，引入同行业其他公司的ESG评分数据的均值这一工具变量来进行检验，通过工具变量法得到的实证结果如附录E所示，与之前的结果基本保持一致，因此本文的假设和实证结果依然成立。

表4-9 内生性检验

|  |  |
| --- | --- |
| VARIABLES | FE |
|  |  |
| ESG | -0.00251 |
|  | (0.0224) |
| TobinQ | 0.0619\*\*\* |
|  | (0.0182) |
| PE | -2.46e-05 |
|  | (3.23e-05) |
| SIZE | 7.580\*\*\* |
|  | (0.292) |
| ROE | 0.00787 |
|  | (0.132) |
| Lev | -16.77\*\*\* |
|  | (1.239) |
| Age | -0.137\* |
|  | (0.0803) |
| Constant | -154.7\*\*\* |
|  | (7.146) |
| Observations | 11,952 |
| Number of id | 1,992 |
| Hausman | 98.69 |
| p-value | 0 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01 | |

5 总结与建议

5.1 总结与建议

通过前四章的理论学习和研究分析，本章将总结我们的研究结论，并基于我们得到的实证结果给出相关的启示和建议。同时，我们也列出了本课题可能存在的贡献以及不足，为后续的研究做出一定的启发。

基于2015-2020年间A股沪深两市上市公司的ESG表现以及其股票市场表现，本文研究了ESG表现是否能够提高上市公司在股票市场的表现及是否存在异质性和滞后性，研究表明如下：

（1）我们将我们的样本数据每年按照ESG评分的高低构造出三个组合，分别为高、中、低，采用国债一年期的年利率作为无风险利率和中证800指数作为市场收益率，通过CAPM模型，我们回归得到当ESG评分越高的组合，其中的上市公司每年除了能从市场中获得收益以外，还能获得更多的超额收益，这验证了我们的假设，ESG表现越好，其上市公司的股票收益率就越高。

（2）通过Hausman检验，我们采用固定效应模型进行分析，从实证结果中我们看到总体来说，对于不同行业ESG表现对于上市公司股票市场的影响呈现正向关系，但在行业之间存在异质性，对于房地产、工业、公用事业和商业产生的影响较为明显，我们认为房地产涉及大型基础建筑建设，与社会和环境息息相关，因此影响较为明显。而工业领域多为制造行业，与社会关系紧密，支持着国内大部分产业的发展，涉及能源消耗和污染物排放，因此ESG对其的影响较为显著；就商业而言，与人们的日常消费关系密切，以及公用事业涉及社会基本面，因此对其社会义务的履行和保护环境的实施较为重视，这四个领域因此需要承担更多的社会、环境和公司治理责任。但是，ESG对于各个行业的影响并不都显著，主要系我国对ESG框架的建立不够完善，政府和有关机构并没有对ESG理念和体系具备完整的认知，公司并没有及时、公开、完整地披露ESG信息以及投资者对ESG理念并不熟悉，市场还没有形成ESG系统性体系。

我们尤其针对环境表现对上市公司股票市场表现影响的异质性研究进行分析，发现除了房地产行业，工业、公用事业、商业和综合领域都受到了消极影响，造成这种原因可能是因为公司为了改善对环境的影响，增加了在环境方面的投入，更多的使用绿色、清洁的材料来发展业务，而牺牲了追求利润最大化的目标，使得盈利方面表现并不突出，影响了公司基本面，并且影响了企业股票市场的表现。其中工业、公用事业和综合领域受到的打击较为显著，体现了市场对于这两个行业在环境方面做出的改变得到市场的重点关注，但可能系ESG的体系发展不完善以及和讯网ESG评分体系忽视了环境维度的重要性，评分占比以及内容都有所缺失，而影响了回归结果。再者，我们研究了ESG表现对国有企业和非国有企业的影响，发现ESG表现对非国有企业的影响更为显著正向，可能是由于非国有企业更多地关注到了可持续发展，从而调整了公司自身的发展战略，而国有企业受政策约束较多，对于承担社会责任更多是强制性而并非主动自愿，同时国有企业内部存在的公司治理问题，也使得国有企业的股票市场表现没有对ESG表现做出正向积极的显著反应。

（3）最后，我们对ESG表现是否对上市公司股票市场表现产生滞后影响进行研究，发现ESG表现虽然衡量的是企业的可持续发展能力，但基于我国A股市场，仅能作为中短期衡量上市公司发展潜力的指标，这也反映出我国目前对于ESG的发展还处于初期，ESG在我国虽然有所发展。对于投资者来说并没有形成重视，并没有将ESG表现纳入考虑范围，公司并没有对企业自身发展进行战略调整以及担负起社会责任，而是更多的关注企业的利润最大化和价值最大化。

基于以上的发现，我们对政府、公司和投资者提出了以下建议：

从政府和监管者的角度，随着气候问题越来越严重以及国际局势的持续不稳定，为构建人类命运共同体，我国应该从自身做起，积极参与可持续发展的建设，而我国股票市场作为经济的晴雨表，更需要注重股市的健康和平稳发展，因此我们对政府和监管机构提出了以下几点建议。

虽然ESG在国内刚刚起步，但是其发展速度一直处于高速增长阶段，随着国家层面越来越重视碳中和等相关话题，ESG的发展前景不容小觑。政府应该准确把握我国进入新发展阶段的内外部环境，发挥我国独特的体制和制度优势。随着我国进入“十四五”发展阶段，我们更应该融入ESG发展理念，建立起适合中国发展路线的ESG生态系统，探索我国绿色投资的路径。政策层面，主要通过政策法规导向，在ESG相关领域、投资标准和要求方面，连接起政府、企业和资本市场的投资链条，积极引导企业朝着绿色、健康、可持续的发展路线前进。地方政府应加大对ESG体制建设的投入，对在ESG方面表现较好的企业给予一定的政策优惠，以此来鼓励企业承担社会责任，为资本市场持续注入新动力。目前我国对于ESG信息披露并没有形成统一的监管要求以及第三方机构对于ESG评分存在差异，相关部门应针对不同行业制定行业特色标准，提高行业整体ESG表现水平，并且定时向公司宣传ESG理念和文化，使企业主动承担起社会责任，履行社会义务；还可以加强国际间的合作，由于发达国家ESG起步时间较早，目前已形成了完整的ESG体系，借鉴国外ESG治理体系，以及国际上有些投资机构的ESG评级已将我国股票市场的上市公司纳入评级范围，我国可以加强此方面的合作和交流，帮助企业改善社会责任表现，吸引更多的投资。随着气候问题和环境问题成为了全球急需解决的议题，企业为了提高环境方面的表现做出了大量的投入而对其股票市场表现造成负面影响，政府应该尽快完善出台环境方面的相关政策，限制企业污染物的排放量，以及对环境友好的企业或者表现突出的企业提供一定的优惠政策和资金扶持，建立产业园，实施资源共享，提高资源的使用效率，避免不必要的浪费，帮助企业缓解自身发展与环境问题的矛盾，实现资本市场的绿色发展。

从企业的角度来说，公司治理一直是ESG表现评判的一个维度，企业有必要提升内部的管理水平，管理能力的提高可以促进企业的工作效率和生产效率，完善内部控制体系，国有企业更需要提高自身发展的活力，借助政策的颁布，为自身的发展增添动力。除此之外，企业也要主动承担在环境、社会方面的责任，在内部制度体系中，将ESG的发展理念融入企业战略规划并构建ESG信息的披露和监管体系；在践行ESG理念的同时，需要转变对ESG投入的观念，从简单的“成本投入”到“价值投资”，通过ESG的发展来带动企业自身业务的不断扩大和经济效益的提高。对可持续发展的追求还可以通过提高自身的创新能力，加大对技术创新、研发投入力度，技术的不断变革，例如工业行业通过研发新产品实现智能化转型，能够平衡企业发展与环境保护的关系，不仅能够减少环境污染，还能够通过技术升级实现降本增效，推动自身业务的发展。因此良好的ESG表现能够帮助企业在股票市场中获得更高的收益，提高企业的绿色发展能力的同时，满足各方利益相关者的需求和要求，实现可持续发展的长远愿景。一个具有较好ESG表现的企业，在股票市场中会越来越受到投资者的青睐，会有更高的企业知名度和社会责任感，在一定程度上也拓宽了融资渠道和降低融资成本，从ESG的角度来推动企业绿色转型和可持续发展。

从投资者的角度来说，实证结果已经表明高ESG评分的组合往往会有更高的超额收益，投资者为了在市场中获得更高的收益，可以将ESG表现纳入自己的考虑范围。ESG表现能够从中短期内预测企业未来的股票市场表现，可作为中短期投资衡量指标之一。由于我国股票市场存在着信息不对称的问题，ESG评级的披露是对过往一年企业的表现做出评判，往往具有滞后性，ESG表现的变化对公司股票市场表现的影响并不是立竿见影，但我国ESG发展不够成熟，暂不能从长远的角度预测企业的发展方向，如果投资者考虑将ESG纳入自己的投资决策体系，做出决策的时候需要有一段时间的投资准备，要对上市公司在环境、社会和公司治理方面做出的表现进行一段时间的观察，同时积极发挥ESG的筛选功能，排除不符合可持续发展路径的公司，筛选并纳入适合国际发展准则的投资标的。

5.2 创新与不足

本文的研究结果能够丰富ESG表现对于我国上市公司股票市场表现的相关文献。我们不仅从股票收益率的角度考虑了ESG表现越好，上市公司的股票收益是否会更高，投资者是否能从中获得更多的回报；同时还从公司的角度，将年均股票交易价格作为因变量，探究两者的关系，发现ESG表现越好，企业的股票年均交易价格增长越多，能够为企业获得更多的融资；以及对于大部分行业，环境表现对于企业股票市场的发展呈现负向作用，企业为了提高自身的环境表现，而放弃追求经济效益。为企业应该平衡好发展ESG表现和公司业务开展之间的关系，发展战略转型提供建设性的意见。

同时由于本人的研究能力有限，因此本课题的研究内容还存在一定的缺陷。从样本上来说，由于ESG是近几年才发展起来的，并且国内监管机构并没有形成对ESG信息披露的统一标准，更多的是第三方机构依照自己的维度进行打分，和讯网的ESG评分体系更多注重公司治理层面，而对于环境和社会层面的考量不够全面，并没有涉及多维度内容的考评，因此实证结果会存在一定的失真。同时采用年度数据，会使回归结果的拟合度不高。以及ESG作为衡量可持续发展能力的一项指标，可能需要更长的时间以及披露更频繁的数据去探讨它与企业股票市场表现关系的问题。建议未来在此方面的研究，可以通过构建适合本国资本市场行情的ESG评价体系进行研究分析；对于ESG与上市公司股票市场表现关系的异质性研究，行业层面可以细分领域，以及从地区、环境敏感等层面进行不同维度的异质性分析。此外，还可以采用更高频的ESG数据对上市公司相关的指标进行分析，从月度，季度的维度检验ESG表现对于股票市场表现的预测能力。

致谢

四年大学时光，即将落下帷幕，夏天的味道属于树上的蝉鸣，淡淡的青草味还有到来的毕业季。疫情似乎压缩了原本看起来漫长的大学生涯，踏进学校的那一天仿佛就在昨日。回忆在大学里的点点滴滴，在这里学习、娱乐，交友都让我这辈子难以忘怀。无论是东九每日的早八，图书馆每天打卡自习，在光谷体育馆举行的新生典礼，骑车必经的绝望坡还是寝室每天晚上闲聊的片刻，都构成了美好的大学生活的一块拼图。

感谢家人们的陪伴，感恩父母这二十多年的教导，是父母在过去我成长的道路上给予的鼓励和支持，才让我有机会进入华科的校园里，与优秀的同学一起学习、交友、实现梦想。正是父母一直做我依靠的大山，一直陪伴在我左右，帮助我走过迷茫的时刻，与我一起分享成功的喜悦，让我可以勇敢地追逐自己的梦想。感谢馒头一直作为我的精神寄托，让我在繁忙、压力大之时有动力继续向前。

非常感谢在大学期间，教导我学习的各位老师。每堂课上所传授的知识，都让我不断充实自己，成为一个具有专业技能的财务人，不断在金融的领域发光发热，不断积累经验达到自己的职业目标。同时，也很感谢薛老师在我做科研路上的不断鞭策，一次次的教导更让我明白学术的意义和魅力所在。

同时还要非常感谢在大学认识的各位朋友。感恩在我陷入困境的时候，是你们带我走出这片泥泞，开导我继续向前；也是你们在我不知所措的时候，给予我帮助，成就了更好的我。与一群优秀的伙伴学习和成长，是一件非常幸运的事情。

最后，感恩在华科的点点滴滴，四年的时光愿用一生去回忆。将近700公里的上下学路程，五个小时的旅程即将画上最后的句号。这所有的经历都绘成了属于自己独特的那一本画册。在今后努力的道路上，我依然会不忘初心，砥砺前行。纸短情长，最后希望各位同学在今后的道路上依然是勇敢的追梦人！老师们身体健康，桃李满天下！父母健康平安，万事如意！馒头能健康快乐地成长！在华科70周年之际，也祝母校70周年生日快乐！

时光很短，遇见你们刚刚好，在1037号大学，非常开心遇到各位！如果说离别是为了更好遇到，那希望再次见面我们都成为了更好的自己！后会有期！

王怡玲

2022年5月8日

参考文献

1. Aboud, A. and Diab, A. (2018), "The impact of social, environmental and corporate governance disclosures on firm value: Evidence from Egypt", Journal of Accounting in Emerging Economies, Vol. 8 No. 4, pp. 442-458.
2. Ali Fatemi, Martin Glaum, Stefanie Kaiser,ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure,Global Finance Journal,Volume 38,2018,pp. 45-64.
3. Atan, R., Alam, M.M., Said, J. and Zamri, M. (2018), "The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies", Management of Environmental Quality, Vol. 29 No. 2, pp. 182-194.
4. Chouaibi, S., Chouaibi, J. and Rossi, M. (2022), "ESG and corporate financial performance: the mediating role of green innovation: UK common law versus Germany civil law", EuroMed Journal of Business, Vol. 17 No. 1, pp. 46-71.
5. Limkriangkrai, M., Koh, S., and Durand, R. B. (2017) Environmental, Social, and Governance (ESG) Profiles, Stock Returns, and Financial Policy: Australian Evidence. International Review of Finance, 17: 461– 471.
6. Melinda, A. and Wardhani, R. (2020), "The Effect of Environmental, Social, Governance, and Controversies on Firms’ Value: Evidence from Asia", Barnett, W.A. and Sergi, B.S. (Ed.) Advanced Issues in the Economics of Emerging Markets (International Symposia in Economic Theory and Econometrics, Vol. 27), Emerald Publishing Limited, Bingley, pp. 147-173.
7. N. C. Ashwin Kumar, Camille Smith, Leïla Badis, Nan Wang, Paz Ambrosy & Rodrigo Tavares (2016) ESG factors and risk-adjusted performance: a new quantitative model, Journal of Sustainable Finance & Investment, 6:4, 292-300.
8. Sharpe, W.F. (1964), CAPITAL ASSET PRICES: A THEORY OF MARKET EQUILIBRIUM UNDER CONDITIONS OF RISK\*. The Journal of Finance, 19: 425-442.
9. Velte, P. (2017), "Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany", Journal of Global Responsibility, Vol. 8 No. 2, pp. 169-178.
10. Verheyden T, Eccles R G, Feiner A. ESG for all? the impact of ESG screening on return, risk, and diversification[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2016, 28(2): 47-55.
11. 安国俊,华超,张飞雄,郭沛源,王骏娴,苟明宇.碳中和目标下ESG体系对资本市场影响研究——基于不同行业的比较分析[J].金融理论与实践,2022(03):48-61.
12. 陈静. ESG与企业财务绩效的相关性研究[D].对外经济贸易大学,2019.
13. 胡豪.上市公司ESG评级提高会给投资者带来超额收益吗？——来自沪深两市A股上市公司的经验证据[J].金融经济,2021(08):56-62+85.
14. 黄连蓉. 企业ESG表现对股票投资收益的影响研究[D].贵州财经大学,2021.
15. 李瑾.我国A股市场ESG风险溢价与额外收益研究[J].证券市场导报,2021(06):24-33.
16. 李井林,阳镇,陈劲,崔文清.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(09):71-89.
17. LIU PEI. 投资者情绪、ESG评级与股票超额收益[D].浙江大学, 2020.
18. 马挺,李辰颖.ESG投资可以给投资者带来更高回报吗？[J].会计师,2021(16):8-9.
19. 马喜立.ESG类股票投资价值分析——基于中国A股上市公司的实证研究[J].中国市场,2019(32):1-5.
20. 梅饶兰.ESG投资对上市企业股票收益率的影响分析[J].江苏商论,2021(12):118-121.
21. 潘海英,朱忆丹,新夫.ESG表现与企业金融化——内外监管双“管”齐下的调节效应[J].南京审计大学学报,2022,19(02):60-69.
22. 商道融绿-北京绿色金融协会联合课题组. 北京地区上市公司ESG绩效分析研究[C]//.北京地区上市公司ESG绩效分析研究.[出版者不详],2019:1-18.
23. 施懿宸,赵龙图,朱一木.ESG因素在企业估值的运用[J].金融纵横,2021(07):23-31.
24. 孙冬,杨硕,赵雨萱,袁家海.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(02):37-43.
25. 孙为政.环境-社会-治理（ESG）绩效关系及其对企业绩效的影响[J].当代经理人,2020(03):16-19.
26. 仝佳.ESG表现、融资约束与企业价值分析[J].商讯,2021(29):89-91.
27. 汪琪. 突发事件下公司ESG表现对股票收益率的影响[D].上海社会科学院,2021.
28. 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/OL].软科学:1-10[2022-04-22].
29. 王琳璘,廉永辉,董捷.ESG表现对企业价值的影响机制研究[J/OL].证券市场导报:1-12[2022-04-03].
30. 王树强,李秋熠.A股投资者关注企业环境表现吗?——基于“绿色领先”股票指数发布的事件研究[J].武汉金融,2019(05):57-60.
31. 杨铮,李永刚.环境、社会责任和公司治理（ESG）对企业估值与价值投资的重要意义——以采掘业为例[J].中国资产评估,2022(03):15-23.
32. 于俊秋,王莹.生态文明视角下企业ESG表现对企业价值的影响研究——以京津冀制造业上市公司为例[J].财经理论研究,2021(02):81-91.
33. 袁业虎,熊笑涵.上市公司ESG表现与企业绩效关系研究——基于媒体关注的调节作用[J].江西社会科学,2021,41(10):68-77.
34. 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.
35. 张鲜华,高媛源.上市公司的ESG表现与财务绩效相关吗?——来自沪深300指数成分股的数据[J].福建商学院学报,2021(04):54-61.
36. 张永辉,瞿晓宇,李可萱,宋淑鸿.企业的财务绩效及系统性风险对ESG表现影响程度的实证研究——以A股造纸业上市企业为例[J].热带农业工程,2020,44(05):119-124.
37. 张长江,张玥,陈雨晴.ESG表现、投资者信心与上市公司绩效[J].环境经济研究,2021,6(04):22-39.
38. 周方召,潘婉颖,付辉.上市公司ESG责任表现与机构投资者持股偏好——来自中国A股上市公司的经验证据[J].科学决策,2020(11):15-41.

附录 A 行业对应表

|  |  |
| --- | --- |
| 房地产 | 房地产业，土木工程建筑业，房屋建筑业，建筑安装业 |
| 工业 | 计算机、通信和其他电子设备制造业，化学原料及化学制品制造业，专用设备制造业，医药制造业，电气机械及器材制造业，汽车制造业，电力、热力生产和供应业，非金属矿物制品业，通用设备制造业，食品制造业，铁路、船舶、航空航天和其它运输设备制造业，酒、饮料和精制茶制造业，有色金属冶炼及压延加工业，橡胶和塑料制品业，黑色金属冶炼及压延加工业，金属制品业，煤炭开采和洗选业，纺织服装、服饰业，纺织业，农副食品加工业，燃气生产和供应业，家具制造业，造纸及纸制品业，有色金属矿采选业，仪器仪表制造业，化学纤维制造业，石油加工、炼焦及核燃料加工业，开采辅助活动，皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业，其他制造业，石油和天然气开采业，印刷和记录媒介复制业，木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业，废弃资源综合利用业，文教、工美、体育和娱乐用品制造业，非金属矿采选业，黑色金属矿采选业 |
| 公用事业 | 软件和信息技术服务业，道路运输业，水上运输业，互联网和相关服务，新闻和出版业，商务服务业，专业技术服务业，生态保护和环境治理业，水的生产和供应业，电信、广播电视和卫星传输服务，航空运输业，广播、电视、电影和影视录音制作业，公共设施管理业，装卸搬运和运输代理业，研究和试验发展，仓储业，教育，铁路运输业，卫生，文化艺术业，邮政业，租赁业，体育 |
| 商业 | 零售业，批发业，住宿业 |
| 综合 | 农业，综合，建筑装饰和其他建筑业，渔业，畜牧业，林业 |

附录 B 异方差和自相关修正

表B-1 修正后ESG表现基于行业异质性影响的回归结果

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1)  房地产 | (2)  工业 | (3)  公用事业 | (4)  商业 | (5)  综合 |
|  |  |  |  |  |  |
|  | 0.023\* | 0.011 | 0.002 | 0.008 | 0.003 |
|  | (0.011) | (0.010) | (0.015) | (0.010) | (0.025) |
| TobinQ | 2.406\*\* | 0.691\* | -0.003 | 1.517\*\*\* | -0.547\*\* |
|  | (0.638) | (0.319) | (0.004) | (0.188) | (0.164) |
| SIZE | 2.439\*\*\* | 11.965\*\*\* | 8.972\*\*\* | -0.724 | 8.228\*\* |
|  | (0.424) | (1.486) | (1.538) | (1.073) | (2.660) |
| PE | -0.004\*\* | -0.000 | -0.000\*\*\* | -0.000\* | 0.000 |
|  | (0.001) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.001) |
| ROE | 2.256 | 0.045 | 0.023 | 0.099 | 0.078 |
|  | (1.247) | (0.070) | (0.097) | (0.093) | (0.554) |
| Lev | -6.403\*\*\* | -14.050\*\*\* | -9.221\* | -2.383 | -18.061\*\*\* |
|  | (1.280) | (2.224) | (4.472) | (1.384) | (2.733) |
| Age | -2.304\*\*\* | -15.096\*\*\* | -10.512\*\*\* | 1.742 | -9.122\*\* |
|  | (0.461) | (2.046) | (2.191) | (1.260) | (3.374) |
| \_cons | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
|  | (.) | (.) | (.) | (.) | (.) |
| Year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 792 | 8172 | 2022 | 696 | 270 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01 | | | | | |

表B-2 修正后环境表现基于行业异质性影响的回归结果

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1)  房地产 | (2)  工业 | (3)  公用事业 | (4)  商业 | (5)  综合 |
|  | STP | STP | STP | STP | STP |
| ENP | 0.045\* | -0.016 | -0.234\*\* | -0.064\*\* | -0.180\*\*\* |
|  | (0.018) | (0.016) | (0.062) | (0.019) | (0.026) |
| TobinQ | 2.346\*\*\* | 0.686\* | -0.003 | 1.495\*\*\* | -0.564\*\* |
|  | (0.581) | (0.322) | (0.004) | (0.189) | (0.175) |
| PE | -0.004\*\* | -0.000 | -0.000\*\*\* | -0.000\* | 0.001 |
|  | (0.001) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.001) |
| SIZE | 2.470\*\*\* | 11.986\*\*\* | 8.901\*\*\* | -0.817 | 8.278\*\* |
|  | (0.431) | (1.483) | (1.563) | (1.075) | (2.679) |
| ROE | 2.756\* | 0.056 | 0.027 | 0.136 | 0.151 |
|  | (1.199) | (0.076) | (0.096) | (0.099) | (0.502) |
| Lev | -6.671\*\*\* | -14.186\*\*\* | -9.255\* | -2.599\* | -17.965\*\*\* |
|  | (1.247) | (2.165) | (4.379) | (1.216) | (2.706) |
| Age | -2.300\*\*\* | -15.104\*\*\* | -10.390\*\*\* | 1.880 | -9.178\*\* |
|  | (0.476) | (2.051) | (2.226) | (1.267) | (3.389) |
| \_cons | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
|  | (.) | (.) | (.) | (.) | (.) |
| Year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 792 | 8172 | 2022 | 696 | 270 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01 | | | | | |

表B-3 修正后ESG表现基于产权性质异质性影响的回归结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | (1)  国有企业 | (2)  非国有企业 |
|  | STP | STP |
| ESG | 0.013\* | 0.031\*\* |
|  | (0.005) | (0.011) |
| TobinQ | 1.199 | 0.011 |
|  | (0.796) | (0.009) |
| PE | -0.000 | -0.000\*\*\* |
|  | (0.000) | (0.000) |
| SIZE | 14.387\*\*\* | 8.722\*\*\* |
|  | (1.744) | (1.192) |
| ROE | -0.031 | 0.039 |
|  | (0.065) | (0.133) |
| Lev | -14.172\*\*\* | -9.478\*\*\* |
|  | (2.090) | (1.672) |
| Age | -17.031\*\*\* | -10.830\*\*\* |
|  | (2.242) | (1.706) |
| \_cons | 0.000 | 0.000 |
|  | (.) | (.) |
| Year | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes |
| N | 4860.000 | 7092.000 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01 | | |

表B-3 修正后ESG表现滞后性影响的回归结果

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | Model1 | Model2 | Model3 |
|  | STP | STP | STP |
|  | 0.010 | 0.005 | 0.015\*\* |
|  | (0.008) | (0.004) | (0.004) |
|  |  | -0.004 | -0.008 |
|  |  | (0.004) | (0.007) |
|  |  |  | -0.006 |
|  |  |  | (0.003) |
| TobinQ | 0.039 | 0.933 | 2.472\*\* |
|  | (0.029) | (0.561) | (0.544) |
| PE | -0.000 | -0.001 | -0.000\* |
|  | (0.000) | (0.000) | (0.000) |
| SIZE | 11.433\*\*\* | 11.366\*\*\* | 9.996\*\*\* |
|  | (1.700) | (1.099) | (0.989) |
| ROE | 0.026 | -0.053 | -0.116 |
|  | (0.106) | (0.121) | (0.117) |
| Lev | -13.217\*\*\* | -12.485\*\* | -8.476\*\* |
|  | (1.764) | (3.090) | (1.976) |
| Age | -13.967\*\*\* | -11.182\*\*\* | -9.962\*\*\* |
|  | (2.291) | (1.153) | (1.032) |
| \_cons | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
|  | (.) | (.) | (.) |
| Year | Yes | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes | Yes |
| Type | Yes | Yes | Yes |
| N | 11952 | 9960 | 7968 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01 | | | |

附录 C 变量替换

表C-1 变量替换——ESG表现基于行业异质性影响的回归结果

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1)  房地产 | (2)  工业 | (3)  公用事业 | (4)  商业 | (5) |
|  | STP | STP | STP | STP | STP |
| ESG | 0.033\*\* | 0.046 | 0.039 | 0.060\*\* | 0.018 |
|  | (0.013) | (0.030) | (0.030) | (0.029) | (0.052) |
| TobinQ | 6.411\*\*\* | 2.208\*\*\* | 0.055\*\* | 2.259\*\*\* | 0.558\*\*\* |
|  | (0.470) | (0.130) | (0.021) | (0.208) | (0.215) |
| PE | -0.003\* | -0.000 | 0.000 | -0.003\*\* | -0.001 |
|  | (0.002) | (0.000) | (0.000) | (0.001) | (0.003) |
| SIZE | 1.335\*\*\* | 7.807\*\*\* | 2.514\*\*\* | 2.461\*\*\* | 3.476\*\*\* |
|  | (0.147) | (0.364) | (0.388) | (0.404) | (0.716) |
| ROE | 2.950\*\*\* | -0.021 | 0.061 | 0.509 | 1.872 |
|  | (1.139) | (0.390) | (0.242) | (0.449) | (1.379) |
| Lev | -2.671\*\* | -25.622\*\*\* | -12.913\*\*\* | -6.488\*\*\* | -5.115 |
|  | (1.188) | (1.970) | (1.739) | (1.984) | (3.136) |
| Age | 0.145\*\*\* | -0.189\*\*\* | -0.289\*\*\* | 0.250\*\*\* | -0.033 |
|  | (0.032) | (0.068) | (0.072) | (0.069) | (0.114) |
| \_cons | -30.870\*\*\* | -153.757\*\*\* | -20.536\*\* | -45.514\*\*\* | -60.743\*\*\* |
|  | (3.658) | (8.040) | (8.813) | (9.108) | (16.930) |
| N | 792 | 8172 | 2022 | 696 | 270 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01 | | | | | |

表C-2 变量替换——环境表现基于行业异质性影响的回归结果

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1)  房地产 | (2)  工业 | (3)  公用事业 | (4)  商业 | (5)  综合 |
|  | STP | STP | STP | STP | STP |
| ENP | 0.052 | -0.248\*\* | -0.473\*\*\* | -0.164 | -0.460\* |
|  | (0.055) | (0.098) | (0.125) | (0.113) | (0.236) |
| TobinQ | 6.327\*\*\* | 2.181\*\*\* | 0.053\*\* | 2.195\*\*\* | 0.543\*\* |
|  | (0.471) | (0.130) | (0.021) | (0.208) | (0.213) |
| PE | -0.003\* | -0.000 | 0.000 | -0.003\*\*\* | -0.001 |
|  | (0.002) | (0.000) | (0.000) | (0.001) | (0.003) |
| SIZE | 1.415\*\*\* | 8.095\*\*\* | 2.824\*\*\* | 2.770\*\*\* | 3.750\*\*\* |
|  | (0.144) | (0.343) | (0.370) | (0.387) | (0.688) |
| ROE | 3.920\*\*\* | 0.043 | 0.086 | 0.675 | 2.004 |
|  | (1.071) | (0.388) | (0.241) | (0.443) | (1.328) |
| Lev | -3.046\*\*\* | -26.476\*\*\* | -13.190\*\*\* | -7.287\*\*\* | -4.788 |
|  | (1.181) | (1.891) | (1.705) | (1.941) | (3.119) |
| Age | 0.165\*\*\* | -0.181\*\*\* | -0.298\*\*\* | 0.266\*\*\* | -0.016 |
|  | (0.031) | (0.068) | (0.072) | (0.069) | (0.112) |
| \_cons | -31.958\*\*\* | -158.656\*\*\* | -25.782\*\*\* | -50.593\*\*\* | -66.888\*\*\* |
|  | (3.646) | (7.793) | (8.612) | (8.939) | (16.451) |
| N | 792 | 8172 | 2022 | 696 | 270 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01 | | | | | |

表C-3 变量替换——ESG表现基于产权性质异质性影响的回归结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | (1)  国有企业 | (2)  非国有企业 |
|  | STP | STP |
| ESG | 0.087\* | 0.053\*\*\* |
|  | (0.045) | (0.014) |
| TobinQ | 4.129\*\*\* | 0.112\*\*\* |
|  | (0.248) | (0.017) |
| PE | -0.002 | 0.000 |
|  | (0.002) | (0.000) |
| SIZE | 7.523\*\*\* | 4.578\*\*\* |
|  | (0.511) | (0.190) |
| ROE | -0.015 | 0.095 |
|  | (0.527) | (0.169) |
| Lev | -26.851\*\*\* | -14.792\*\*\* |
|  | (3.114) | (0.873) |
| Age | -0.023 | -0.112\*\*\* |
|  | (0.123) | (0.030) |
| \_cons | -162.422\*\*\* | -81.469\*\*\* |
|  | (12.315) | (4.355) |
| Year | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes |
| N | 4860 | 7092 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01 | | |

表C-4 变量替换——ESG表现滞后性影响的回归结果

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | Model1 | Model2 | Model3 |
|  | STP | STP | STP |
|  | 0.042\*\* | 0.068\*\* | 0.185\*\*\* |
|  | (0.021) | (0.028) | (0.046) |
|  |  | 0.009 | -0.002 |
|  |  | (0.025) | (0.033) |
|  |  |  | -0.001 |
|  |  |  | (0.028) |
| TobinQ | 0.276\*\*\* | 3.078\*\*\* | 5.591\*\*\* |
|  | (0.034) | (0.131) | (0.201) |
| PE | 0.000 | -0.002\* | -0.002 |
|  | (0.000) | (0.001) | (0.001) |
| SIZE | 6.002\*\*\* | 6.683\*\*\* | 7.032\*\*\* |
|  | (0.264) | (0.300) | (0.359) |
| ROE | 0.062 | -0.018 | -0.261 |
|  | (0.257) | (0.300) | (0.325) |
| Lev | -22.895\*\*\* | -19.679\*\*\* | -16.390\*\*\* |
|  | (1.392) | (1.602) | (1.958) |
| Age | -0.065 | -0.093 | -0.103 |
|  | (0.051) | (0.058) | (0.069) |
| \_cons | -113.889\*\*\* | -144.059\*\*\* | -162.128\*\*\* |
|  | (6.114) | (6.834) | (7.999) |
| Year | Yes | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes | Yes |
| Type | Yes | Yes | Yes |
| N | 11952 | 9960 | 7968 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01 | | | |

附录 D 缩短样本周期

表D-1 缩短样本周期——ESG表现基于行业异质性影响的回归结果

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1)  房地产 | (2)  工业 | (3)  公用事业 | (4)  商业 | (5)  综合 |
|  | ratio | ratio | ratio | ratio | ratio |
| ESG | 0.042\*\*\* | 0.063\*\*\* | 0.042 | 0.071\*\* | 0.045 |
|  | (0.015) | (0.019) | (0.028) | (0.031) | (0.048) |
| TobinQ | 5.456\*\*\* | 1.023\*\*\* | 0.008 | 1.783\*\*\* | 0.256 |
|  | (0.546) | (0.083) | (0.018) | (0.218) | (0.197) |
| PE | -0.003 | -0.000 | -0.000 | -0.003\*\* | -0.002 |
|  | (0.002) | (0.000) | (0.000) | (0.001) | (0.002) |
| SIZE | 1.142\*\*\* | 4.366\*\*\* | 0.303 | 2.335\*\*\* | 1.573\*\* |
|  | (0.181) | (0.254) | (0.371) | (0.467) | (0.726) |
| ROE | 2.961\*\* | 0.066 | 1.501 | 0.425 | 2.133\* |
|  | (1.332) | (0.244) | (0.997) | (0.463) | (1.237) |
| Lev | -2.596\* | -19.471\*\*\* | -11.052\*\*\* | -7.370\*\*\* | -3.150 |
|  | (1.437) | (1.323) | (1.585) | (2.218) | (3.100) |
| Age | 0.086\*\* | -0.187\*\*\* | -0.303\*\*\* | 0.227\*\*\* | -0.061 |
|  | (0.038) | (0.046) | (0.066) | (0.078) | (0.110) |
| \_cons | -23.782\*\*\* | -73.731\*\*\* | 29.852\*\*\* | -41.425\*\*\* | -17.470 |
|  | (4.490) | (5.602) | (8.418) | (10.546) | (17.029) |
| Year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 660 | 6810 | 1685 | 580 | 225 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01 | | | | | |

表D-2 缩短样本周期——环境表现基于行业异质性影响的回归结果

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1)  房地产 | (2)  工业 | (3)  公用事业 | (4)  商业 | (5)  综合 |
|  | STP | STP | STP | STP | STP |
| ENP | 0.084 | -0.170\*\*\* | -0.384\*\*\* | -0.123 | -0.409\* |
|  | (0.060) | (0.060) | (0.105) | (0.117) | (0.209) |
| TobinQ | 5.381\*\*\* | 0.997\*\*\* | 0.007 | 1.721\*\*\* | 0.239 |
|  | (0.548) | (0.083) | (0.018) | (0.219) | (0.195) |
| PE | -0.003 | -0.000 | -0.000 | -0.003\*\* | -0.002 |
|  | (0.002) | (0.000) | (0.000) | (0.001) | (0.002) |
| SIZE | 1.253\*\*\* | 4.740\*\*\* | 0.629\* | 2.721\*\*\* | 2.015\*\*\* |
|  | (0.176) | (0.239) | (0.356) | (0.448) | (0.695) |
| ROE | 4.103\*\*\* | 0.141 | 1.885\* | 0.592 | 2.404\*\* |
|  | (1.270) | (0.243) | (0.968) | (0.460) | (1.198) |
| Lev | -3.025\*\* | -20.693\*\*\* | -11.270\*\*\* | -8.395\*\*\* | -2.964 |
|  | (1.433) | (1.273) | (1.565) | (2.173) | (3.079) |
| Age | 0.114\*\*\* | -0.179\*\*\* | -0.313\*\*\* | 0.247\*\*\* | -0.034 |
|  | (0.037) | (0.046) | (0.066) | (0.078) | (0.108) |
| \_cons | -25.513\*\*\* | -80.198\*\*\* | 24.152\*\*\* | -48.068\*\*\* | -27.211\* |
|  | (4.468) | (5.435) | (8.260) | (10.349) | (16.497) |
| Year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 660 | 6810 | 1685 | 580 | 225 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* *p* < 0.1, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.01 | | | | | |

表D-3 缩短样本周期——ESG表现基于产权性质异质性影响的回归结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | (1)  国有企业 | (2)  非国有企业 |
|  | STP | STP |
| ESG | 0.014 | 0.028\*\*\* |
|  | (0.018) | (0.010) |
| TobinQ | 0.375\*\*\* | 0.006 |
|  | (0.137) | (0.010) |
| PE | -0.000 | -0.000 |
|  | (0.001) | (0.000) |
| SIZE | 10.993\*\*\* | 6.441\*\*\* |
|  | (0.811) | (0.336) |
| ROE | 0.031 | 0.446\*\* |
|  | (0.179) | (0.213) |
| Lev | -10.922\*\*\* | -7.555\*\*\* |
|  | (2.797) | (1.046) |
| Age | -1.036\*\*\* | -3.166\*\*\* |
|  | (0.151) | (0.074) |
| \_cons | -217.927\*\*\* | -71.042\*\*\* |
|  | (19.200) | (7.903) |
| Year | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes |
| N | 4050 | 5910 |
| |  | | --- | | 注：括号内为稳健标准误 \* *p* < 0.1, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.01 | | | |

表D-4 缩短样本周期——ESG表现滞后性影响的回归结果

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | Model1 | Model2 | Model3 |
|  | STP | STP | STP |
|  | 0.061\*\*\* | 0.060\*\*\* | 0.198\*\*\* |
|  | (0.014) | (0.019) | (0.033) |
|  |  | 0.026 | 0.009 |
|  |  | (0.016) | (0.022) |
|  |  |  | -0.000 |
|  |  |  | (0.018) |
| TobinQ | 0.112\*\*\* | 1.413\*\*\* | 2.790\*\*\* |
|  | (0.022) | (0.088) | (0.149) |
| PE | -0.000 | -0.001 | -0.001 |
|  | (0.000) | (0.001) | (0.001) |
| SIZE | 3.232\*\*\* | 3.657\*\*\* | 4.020\*\*\* |
|  | (0.189) | (0.216) | (0.264) |
| ROE | 0.153 | 0.166 | -0.134 |
|  | (0.209) | (0.267) | (0.291) |
| Lev | -16.635\*\*\* | -14.926\*\*\* | -12.178\*\*\* |
|  | (0.966) | (1.112) | (1.389) |
| Age | -0.097\*\*\* | -0.093\*\* | -0.092\* |
|  | (0.035) | (0.040) | (0.049) |
| \_cons | -50.126\*\*\* | -69.516\*\*\* | -86.182\*\*\* |
|  | (4.364) | (4.911) | (5.879) |
| Year | Yes | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes | Yes |
| Type | Yes | Yes | Yes |
| N | 9960 | 7968 | 5976 |
| |  | | --- | | 注：括号内为稳健标准误 \* *p* < 0.1, \*\* *p* < 0.05, \*\*\* *p* < 0.01 | | | | |

附录 E 工具变量法

表E-1 工具变量法——ESG表现基于行业异质性影响的回归结果

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1)  房地产 | (2)  工业 | (3)  公用事业 | (4)  商业 | (5)  综合 |
|  | STP | STP | STP | STP | STP |
| ESG | 0.023\*\* | 0.011 | 0.002 | 0.008 | 0.003 |
|  | (0.010) | (0.017) | (0.022) | (0.018) | (0.031) |
| TobinQ | 2.406\*\*\* | 0.691\*\*\* | -0.003 | 1.517\*\*\* | -0.547\*\* |
|  | (0.447) | (0.106) | (0.014) | (0.193) | (0.232) |
| PE | -0.004\*\*\* | -0.000 | -0.000 | -0.000 | 0.000 |
|  | (0.001) | (0.000) | (0.000) | (0.001) | (0.001) |
| SIZE | 2.439\*\*\* | 11.965\*\*\* | 8.972\*\*\* | -0.724 | 8.228\*\*\* |
|  | (0.467) | (0.576) | (0.667) | (0.730) | (1.026) |
| ROE | 2.256\*\*\* | 0.045 | 0.023 | 0.099 | 0.078 |
|  | (0.840) | (0.197) | (0.159) | (0.237) | (0.769) |
| Lev | -6.403\*\*\* | -14.050\*\*\* | -9.221\*\*\* | -2.383 | -18.061\*\*\* |
|  | (1.840) | (2.071) | (1.828) | (2.166) | (3.526) |
| Age | -1.246\*\*\* | -1.166\*\*\* | -2.866\*\*\* | -1.570\*\*\* | -1.293\*\*\* |
|  | (0.092) | (0.113) | (0.151) | (0.122) | (0.204) |
| \_cons | -20.670\*\* | -233.301\*\*\* | -128.471\*\*\* | 63.316\*\*\* | -138.498\*\*\* |
|  | (9.604) | (13.015) | (15.981) | (16.931) | (23.127) |
| Year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 792 | 8172 | 2022 | 696 | 270 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01 | | | | | |

表E-2 工具变量法——环境表现基于行业异质性影响的回归结果

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1)  房地产 | (2)  工业 | (3)  公用事业 | (4)  商业 | (5)  综合 |
|  | STP | STP | STP | STP | STP |
| ENP | 0.045 | -0.016 | -0.234\*\*\* | -0.064 | -0.180 |
|  | (0.038) | (0.052) | (0.085) | (0.064) | (0.134) |
| TobinQ | 2.346\*\*\* | 0.686\*\*\* | -0.003 | 1.495\*\*\* | -0.564\*\* |
|  | (0.447) | (0.105) | (0.014) | (0.193) | (0.230) |
| PE | -0.004\*\*\* | -0.000 | -0.000 | -0.000 | 0.001 |
|  | (0.001) | (0.000) | (0.000) | (0.001) | (0.001) |
| SIZE | 2.470\*\*\* | 11.986\*\*\* | 8.901\*\*\* | -0.817 | 8.278\*\*\* |
|  | (0.469) | (0.574) | (0.662) | (0.734) | (1.021) |
| ROE | 2.756\*\*\* | 0.056 | 0.027 | 0.136 | 0.151 |
|  | (0.813) | (0.196) | (0.159) | (0.233) | (0.747) |
| Lev | -6.671\*\*\* | -14.186\*\*\* | -9.255\*\*\* | -2.599 | -17.965\*\*\* |
|  | (1.841) | (2.058) | (1.809) | (2.125) | (3.474) |
| Age | -1.258\*\*\* | -1.182\*\*\* | -2.941\*\*\* | -1.607\*\*\* | -1.322\*\*\* |
|  | (0.093) | (0.114) | (0.149) | (0.122) | (0.204) |
| \_cons | -20.354\*\* | -233.161\*\*\* | -125.154\*\*\* | 66.655\*\*\* | -138.960\*\*\* |
|  | (9.643) | (13.050) | (15.982) | (17.033) | (23.034) |
| Year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 792 | 8172 | 2022 | 696 | 270 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01 | | | | | |

表E-3 工具变量法——ESG表现基于产权性质异质性影响的回归结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | (1)  国有企业 | (2)  非国有企业 |
|  | STP | STP |
|  | -0.748 | 4.236\*\* |
|  | (4.840) | (1.800) |
| TobinQ | 0.830 | 0.020 |
|  | (2.358) | (0.061) |
| PE | 0.000 | 0.000 |
|  | (0.005) | (0.000) |
| SIZE | 15.972 | -1.756 |
|  | (10.138) | (4.754) |
| ROE | 0.616 | -4.053\*\* |
|  | (4.125) | (1.852) |
| Lev | -33.295 | 33.587\* |
|  | (121.686) | (19.202) |
| Age | -1.388 | 1.941 |
|  | (5.601) | (1.811) |
| \_cons | -299.927\*\*\* | -77.065\* |
|  | (58.934) | (44.986) |
| Year | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes |
| N | 4860 | 7092 |
| 注：括号内为稳健标准误 \* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01 | | |



**本科毕业设计（论文）任务书**

**题 目** **我国上市企业ESG表现与股票市场表现关系研究**

（任务起止日期：2021年11月2日～2022年6月5日）

|  |  |
| --- | --- |
| 院 系 | 管理学院 |
| 专业班级 | 财务管理1801班 |
| 姓 名 | 王怡玲 |
| 学 号 | U201815864 |
| 指导教师 | 薛明皋 |

教研室（系、所）负责人 2021年11月2日审查

院（系）负责人 2022年2月21日批准

|  |
| --- |
| 课题内容：  为探讨ESG与我国上市公司股票收益的关系，我们进行了相关经济理论的学习和文献研读，对课题进行了问题和假设提出。根据研究问题，提出假设和建立模型。我们从和讯网获取ESG数据，同时从国泰安数据库获取非金融行业上市公司近6年的财务数据，由于金融行业尤其是银行不是用ROA进行绩效评定，因此剔除金融行业。我们首先对获得的ESG数据进行描述，总体了解ESG在各行业的发展情况，再研究ESG表现是否会影响公司股票市场的表现，并进一步分析不同行业间对ESG做出的反应是否存在差异以及是否具有滞后效应。利用国泰安数据库收集A股沪深两市上市公司的2015-2020年公司财务指标以及股价数据，同时采用和讯网每年披露的ESG数据，从环境、社会、治理三个方面进行多元回归。通过实证结果来分析ESG影响机制以及ESG影响的异质性和滞后效应，实证结果进行分析，验证假设的正确性，同时通过稳健性检验说明研究过程的科学与合理，以及结论的可靠性。最后，进行总结归纳。这部分是对全文的总结，肯定本文的研究结论，同时指出研究的不足指出，从不同的利益者角度提出实践性建议，也为之后ESG的研究做出展望。 |
| 课题任务要求：  （1）回答我们的研究问题通过研究我国上市公司的ESG表现，探索ESG与其股票收益的关系，试图理解公司企业发展的目标，探究金融市场发展动向。  （2）对相关文献的补充由于我国ESG起步晚，相较于欧美市场仍在初步阶段，希望通过我们的研究能够弥补我国关于ESG与企业发展和投资方面的研究匮乏，初步探究我国关于ESG的研究，为之后学者深入研究相关主题做出铺垫。  （3）向政府、公司的高管、管理者提出建议基于我们的研究，向有关政府建议重视公司ESG的表现以及ESG信息披露，同时给予投资者建议进行投资以实现可持续发展并且获得更高的收益。 |
| 主要参考文献（由指导教师选定）：  [1] Aboud, A. and Diab, A. (2018), "The impact of social, environmental and corporate governance disclosures on firm value: Evidence from Egypt", Journal of Accounting in Emerging Economies, Vol. 8 No. 4, pp. 442-458.  [2] Chouaibi, S., Chouaibi, J. and Rossi, M. (2022), "ESG and corporate financial performance: the mediating role of green innovation: UK common law versus Germany civil law", EuroMed Journal of Business, Vol. 17 No. 1, pp. 46-71.  [3] N. C. Ashwin Kumar, Camille Smith, Leïla Badis, Nan Wang, Paz Ambrosy & Rodrigo Tavares (2016) ESG factors and risk-adjusted performance: a new quantitative model, Journal of Sustainable Finance & Investment, 6:4, 292-300.  [4] Velte, P. (2017), "Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany", Journal of Global Responsibility, Vol. 8 No. 2, pp. 169-178.  [5] 安国俊,华超,张飞雄,郭沛源,王骏娴,苟明宇.碳中和目标下ESG体系对资本市场影响研究——基于不同行业的比较分析[J].金融理论与实践,2022(03):48-61.  [6] 陈静. ESG与企业财务绩效的相关性研究[D].对外经济贸易大学,2019.  [7] 胡豪.上市公司ESG评级提高会给投资者带来超额收益吗？——来自沪深两市A股上市公司的经验证据[J].金融经济,2021(08):56-62+85.  [8] 马喜立.ESG类股票投资价值分析——基于中国A股上市公司的实证研究[J].中国市场,2019(32):1-5.  [9] 梅饶兰.ESG投资对上市企业股票收益率的影响分析[J].江苏商论,2021(12):118-121.  [10] 潘海英,朱忆丹,新夫.ESG表现与企业金融化——内外监管双“管”齐下的调节效应[J].南京审计大学学报,2022,19(02):60-69. |
| 同组设计者：  无 |
| 指导教师签名：  年 月 日 |