

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 贵州茅台 ESG 报告编制与披露研究

研究生姓名: 李宗平

指导教师姓名、职称: 胡凯 教授、陈沛 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2023年6月19日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果，与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 李宗平 签字日期： 2023.5.29

导师签名： 胡云 签字日期： 2023.6.1

导师(校外)签名： 陈沛 签字日期： 2023.6.13

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 李宗平 签字日期： 2023.5.29

导师签名： 胡云 签字日期： 2023.6.1

导师(校外)签名： 陈沛 签字日期： 2023.6.13

Guizhou Maotai ESG Report Preparation and Disclosure Study

Candidate : Li Zongping

Supervisor: Hu Kai、 Chen Pei

摘要

随着全球资本市场对上市公司披露环境信息的日益关注,环境信息披露对于评估公司的可持续发展和价值创造具有重要意义。自从 2012 年香港交易所公布《环境、社会及管治报告指引》后,ESG 披露在我国资本市场上得到了快速的发展,但从目前的情况来看,ESG 信息评估系统在我国资本市场上的应用并不普遍,企业披露的信息也不能完全满足市场上各利益相关方的需要,所以,ESG 评估系统和披露指标仍然处在一个比较完善的阶段,不管是企业、市场还是监管部门对于 ESG 的关注都没有得到很好的体现。

为此,本课题拟通过对国内外有关 ESG 披露的研究,通过信号传递理论、合法性理论和利益相关者理论,综合分析企业发布 ESG 报告的行为动机,以贵州茅台为典型样本,运用回归分析、Tobin-Q 等方法,探索 ESG 披露的现实动机,并在此基础上,对贵州茅台的 ESG 披露的市场反应、企业价值等方面进行回归研究,最终,在回归分析的基础上,对当前的 ESG 披露制度的构建提出相应的对策和建议,以期丰富和发展 ESG 报告发展体系,同时,也为我国 ESG 报告公开制度的建立健全提供分析。

本文数据分析结果表明:首先,在贵州茅台公开发布 ESG 报告后,市场对该事件有积极反应,表明 ESG 报告的公开发布能够向市场传达企业良好运行发展的信息;其次,贵州茅台公开发布 ESG 报告后,其 Tobin-Q 数值逐步上升,验证了贵州茅台通过 ESG 披露最终提升了企业的价值。

在此基础上,文章从企业、市场和政府三个层面对我国证券市场的发展进行了分析和探讨。从公司的角度来看,公司应根据公司的发展战略,对公司的环境保护信息进行合理化、规范化的披露;在市场层次上,要加大环境保护和环境保护的力度,完善环境保护指数体系;在规制方面,要加快环境保护制度的构建,并引进第三方监督。

关键词: ESG 披露 编制形式 披露动因 企业价值

Abstract

With the increasing attention of global capital markets to the disclosure of environmental information by listed companies, environmental information disclosure is of great significance for evaluating the sustainable development and value creation of companies. Since the HKEX released the ESG Reporting Guidelines in 2012, ESG disclosure has developed rapidly in China's capital market, but from the current situation, the application of ESG information assessment system in China's capital market is not widespread, and the information disclosed by enterprises cannot fully meet the needs of various stakeholders in the market, so ESG evaluation system and disclosure indicators are still in a relatively perfect stage, whether it is for enterprises, markets or regulatory authorities None of the ESG concerns are well represented.

To this end, this project intends to comprehensively analyze the behavioral motivation of enterprises to publish ESG reports through the research on ESG disclosure at home and abroad, through signal transmission theory, legitimacy theory and stakeholder theory, take Kweichow Moutai as a typical sample, study the actual motivation of ESG disclosure through empirical analysis and Tobin-Q and other methods, and on this basis, use regression analysis, Tobin-Q and other methods to explore the actual motivation of ESG disclosure, and on this basis, Kweichow Moutai Empirical research on the market response and

enterprise value of ESG disclosure is carried out, and finally, on the basis of empirical analysis, corresponding countermeasures and suggestions are put forward for the construction of the current ESG disclosure system, in order to enrich and develop the ESG reporting development system, and at the same time, it also provides analysis for the establishment and improvement of China's ESG reporting disclosure system.

The data analysis results show that, firstly, after the public release of the ESG report in Guizhou Moutai, the market reacted positively to the event, indicating that the public release of the ESG report can convey the information of the good operation and development of the enterprise to the market. Secondly, after Kweichow Moutai publicly released its ESG report, its Tobin-Q value gradually increased, which verified that Kweichow Moutai passed ESG disclosure and ultimately enhanced the value of the enterprise.

On this basis, this paper analyzes and discusses the development of China's securities market from the three levels of enterprises, markets and governments. From the company's point of view, the company should rationalize and standardize the disclosure of the company's environmental protection information according to the company's development strategy; At the market level, it is necessary to increase the intensity of environmental protection and environmental protection, and improve the environmental protection index system; In terms of regulation, it is

necessary to accelerate the construction of environmental protection systems and introduce third-party supervision.

Keywords: ESG disclosure; Preparation form; The motivation of ESG disclosure; Enterprise value

目 录

1 绪论	9
1.1 研究背景及意义.....	9
1.1.1 研究背景.....	9
1.1.2 研究目的.....	10
1.1.3 研究意义.....	10
1.2 研究内容与方法.....	12
1.2.1 研究内容及框架.....	12
1.2.2 研究方法.....	14
2 理论基础与文献综述	15
2.1 ESG 报告介绍.....	15
2.1.1 ESG.....	15
2.1.2 ESG 报告与 CSR 报告的编制与披露区别.....	16
2.2 理论基础.....	17
2.2.1 信号传递理论.....	17
2.2.2 利益相关者理论.....	18
2.2.3 合法性理论.....	19
2.3 文献综述.....	20
2.3.1 ESG 编制与披露相关政策研究.....	20
2.3.2 ESG 编制与披露相关要求.....	22
2.3.3 ESG 报告的作用研究.....	25
2.3.4 文献评述.....	27
3 贵州茅台 ESG 编制介绍	29
3.1 案例选择.....	29
3.2 公司简介.....	29
3.3 ESG 报告编制分析.....	30
3.3.1 编制框架分析.....	30
3.3.2 编制内容分析.....	30
3.4 编制与披露的动因分析.....	33
3.4.1 符合市场对企业的监管要求.....	33
3.4.2 向利益相关者传递利好消息.....	33
3.5 本章小结.....	34
4 贵州茅台 ESG 披露实施效果分析	35
4.1 ESG 披露的市场反应分析.....	35
4.1.1 研究设计.....	35
4.1.2 数据来源.....	36
4.1.3 研究结果及分析.....	36
4.2 ESG 披露对企业价值的影响分析.....	38

4.2.1 研究设计.....	38
4.2.2 数据来源.....	38
4.2.3 研究结果及分析.....	38
4.3 本章小结.....	39
5 研究结论、建议及展望.....	41
参考文献.....	46
附录 1：各事件窗口期 CAR 的计算明细.....	50
附表表 1 贵州茅台 2019 年 ESG 披露累计超额收益.....	50
附表表 2 贵州茅台 2020 年 ESG 披露累计超额收益.....	51
附表表 3 贵州茅台 2021 年 ESG 披露累计超额收益.....	52
附录 2：各公司 Tobin-Q 计算数据.....	53
附表表 1 贵州茅台 Tobin-Q 计算数据.....	53
附表表 2 宜宾五粮液酒业 Tobin-Q 计算数据.....	53
附表表 3 泸州老窖酒业 Tobin-Q 计算数据.....	53
附表表 3 安徽古井贡酒业 Tobin-Q 计算数据.....	53
后记.....	54

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

最近几年，由于社会越来越关注上市公司的非财务信息披露，我国十八大正式确立经济发展进入新常态，并提出了新发展理念。十九大提出我国经济发展应该从速度规模型向质量效益型转型，这也是我国为了实现更高质量、更有效率、更加公平、更可持续发展，必须要攻克的难关。“十三五”至“十四五”期间，围绕联合国提出的 17 项可持续发展目标，中国积极推进落实《联合国 2030 年可持续发展议程》。我国在推进经济社会转型发展过程中，中国成为目前世界上首个构建了完整框架的绿色金融体系的国家。虽然诸多相关政策文件没有表明“ESG”字样，但是都涵盖了对环境（E）、社会（S）与治理（G）等可持续发展议题的系统性的深刻思考与持续改进。习近平总书记指出“我们迎来了世界新一轮科技革命和产业革命同我国转变发展方式的历史性交汇期”，尤其“双碳”目标的提出，对我国加快转型发展提出了更高的要求。经济结构调整和高质量发展转型需要巨额资金支持，这使得社会经济发展对绿色金融和可持续金融的需求迅猛扩大。

香港是我国企业环境相关信息披露的第一个试点城市。香港交易所的 ESG 报告披露制度是以 2012 年发布的《环境、社会及管治报告指引》为基础的。2019 年 5 月 17 日，对指引进行更深层次的补充与完善，港交所再次发布了相关报告指引及上市规则条文的咨询文件，报告指引的主要思想是：更深层次的规范上市公司 ESG 报告的公开发布程序与内容，以此提高上市公司整体信息质量。

但是在中国内地的资本市场上，伴随着“绿色金融”等新概念持续被人们所广泛地引入，绿色经济成为了我国未来经济发展的主流，这与 ESG 披露的终极目标是一致的。国家在推进生态文明建设与生态文明体制改革等相关文件的出台，其中包含多条关于发展绿色金融的内容，标志着绿色金融在中国的发展从此上升到国家战略层面，对上市公司在环境、社会、公司治理等方面的行为进行了规定与约束，以此规则为基础，搭建出了一个初级阶段的 ESG 信息披露体系。

从实践角度，国际 ESG 披露历程长、影响力广，能为国内 ESG 信息发展提供理论基础，在结合中国实际国情的同时，建立符合中国经济市场发展规律的 ESG 信息披露规范。在理论研究方面，梳理现有的对于 ESG 信息披露与企业市场价值的关系可以发现，学者对于这一领域的关注度日渐提升。不同学者所采用的数据来源、验证方法有所不同，所研究的具体角度也各有差异。特别是有些研究将 ESG 信息披露效果放置于某特定行业进行分析，或将国有企业与非国有企业的市场价值对 ESG 信息披露的敏感性进行对比分析。

1.1.2 研究目的

中国白酒是世界六大蒸馏酒之一。由于中国特殊的酒文化，白酒行业在我国与食品安全及环境安全紧密相关，但 19 家白酒上市公司只有 5 家进行了 ESG 报告披露，所以白酒行业的社会责任意识更应该被重视，促使其积极承担责任。提升企业 ESG 报告的披露质量，促进企业 ESG 报告披露良性发展，同时也能促进企业经济效益的提高。基于此，本文从企业 ESG 信息披露的方式、内容入手，进而研究企业 ESG 披露的作用，帮助企业进一步认识提升其 ESG 报告质量。本文首先通过文献整理的方法研究 ESG 披露的发展，进而分析企业披露 ESG 信息的现状、动因及经济后果，同时与同行业其他上市公司进行比较后提出改进意见，希望可以提高企业对 ESG 披露的重视程度、改善企业 ESG 披露现状。

1.1.3 研究意义

(1) 理论意义

2015 年，国家出台生态文明体制改革总体方案后，中国开启了绿色金融体系建设，先后制订、修订和出台了多项针对绿色信贷、绿色保险、绿色债券、碳排放交易等可持续投融资领域的重要政策。2020 年，随着碳达峰、碳中和目标的提出和 2035 年远景目标纲要，加快了我国绿色金融的研究与发展。因此，对国内市场关于 ESG 报告公开发布披露的思想和重视度提出了更高要求。本文借鉴现有研究中关于 ESG 信息披露和企业价值之间的实证研究，以国内企业 ESG 信息披露现状为背景，对 ESG 报告对于企业价值所产生的经济后果进行进一步的探索。

从理论方面来看，现在国外 ESG 报告公开发布体系相对完善，而我国 ESG 报告公开发布体系还处于探索阶段，加上我国特殊的市场形势，完全照搬国外标准是不现实、不科学的。本文以单独一个企业的 ESG 报告公开发布为研究起点，探索企业发布 ESG 报告的行为动因，以此为基础，对企业 ESG 报告公开发布后续所产生的经济后果进行研究，希望可以达到促进企业提升其 ESG 报告质量的效果。

本项目拟以我国上市公司的 ESG 信息披露为切入点，运用信号传递理论、合法性理论和利益相关者理论等相关理论，对我国上市公司的 ESG 信息披露动机及其影响因素进行案例分析，为我国上市公司 ESG 信息披露的案例分析提供案例支持。

在对 ESG 披露动机和经济后果进行分析的基础上，对在我国企业中开展 ESG 制度建设的必要性进行了探讨，并用例子为企业构建 ESG 制度提供了一个很好的实践基础。

在此基础上，提出了构建环境生态制度的一些对策。当前，我们的 ESG 披露的有关制度还不够完善，国内市场上还没有能够指导企业编制并发布完善的 ESG 报告的制度政策方针指引，企业发布的 ESG 报告之间的可比性存在很大不足，此现象对于企业在经营竞争过程中的相互比较非常不利。因此，从制度层面构建出适合我国市场发展的 ESG 报告构建体系是非常重要的，对于我国资本市场的进一步发展具有一定的促进作用。

（2）实践意义

在国内市场上，由于“绿色金融”、“双碳”、“两山论”等可持续发展理论的提出，绿色经济的建设与发展成为我国长期发展远景目标，该目标也同时顺应了 ESG 报告信息披露的目的。《上市公司治理准则》和《绿色投资指引(试行)》的出台，都是对企业环境保护、社会责任和内部管理行为进行规范，构建了一个 ESG 信息披露的基本框架。

本文选择对食品安全建设有重要意义的白酒行业，以贵州茅台作为案例分析对象，从企业 ESG 报告披露的角度出发，一是为白酒行业企业进行更系统的 ESG 信息披露提供支持，使其披露更为全面；二是为企业从思想上认可并践行 ESG 报告做出努力。

1.2 研究内容与方法

1.2.1 研究内容及框架

本文在分析国内外文献资料的基础上，通过理论分析与案例分析，讨论了 ESG 披露的要求及动因，并以贵州茅台为例，具体分析其 ESG 报告发布所产生的经济后果。

第一部分从我国经济发展政策、方向入手，结合习近平总书记提出的“双碳”目标，说明我国经济社会发展对绿色、可持续理念的需求迅速扩大。ESG 报告的理念在我国受到更多关注，深交所、上交所近年相继推出 ESG 相关指引披露准则，促进国内上市公司 ESG 报告披露的发展。目前，我国 ESG 报告披露还处于半强制向强制披露过渡阶段，加上我国特殊的市场形势，制定、健全适合我国市场发展的 ESG 披露标准是必要的。同时，顺应我国绿色经济发展方向，企业需要从思想上认可并践行 ESG 报告，进行更系统、完善的 ESG 信息披露。本文以我国上市公司发布 ESG 报告的要求及必要性入手，进而研究其所带来的财务效益、非财务效益，基于信号传递理论，说明企业 ESG 报告的披露质量会影响企业可持续发展。

第二部分从 ESG 披露政策、要求的相关文献研究出发，对相关研究进行梳理归纳和总结。从国内外文献可以看出，整体上，认为 ESG 报告的发布与企业财务效益的提升是有一定的正向相关关系，建立完整、系统的披露标准对企业的 ESG 评估结果有重要影响，一定程度上会影响投资者和其他信息使用者的决策。有研究表明，上市企业 ESG 得分与其股票的周收益率呈现明显的正向相关关系，增加 ESG 方面的投资能够有效提高企业价值。

第三部分为贵州茅台 ESG 披露的案例分析，从阐述选择贵州茅台作为研究对象的依据出发，对茅台 ESG 报告披露情况进行阐述，并从披露内容、披露动因方面进行分析，为接下来分析其披露中的问题提供依据。

第四部分分析贵州茅台 ESG 报告披露对市场反应和企业价值的影响分析。运用事件窗口期分析法，分析贵州茅台 ESG 报告披露对市场的反应；选取 Tobin-Q 作为指标，观测企业 ESG 报告公开发布对企业市场价值的影响程度。

第五部分为研究结论、建议及展望。

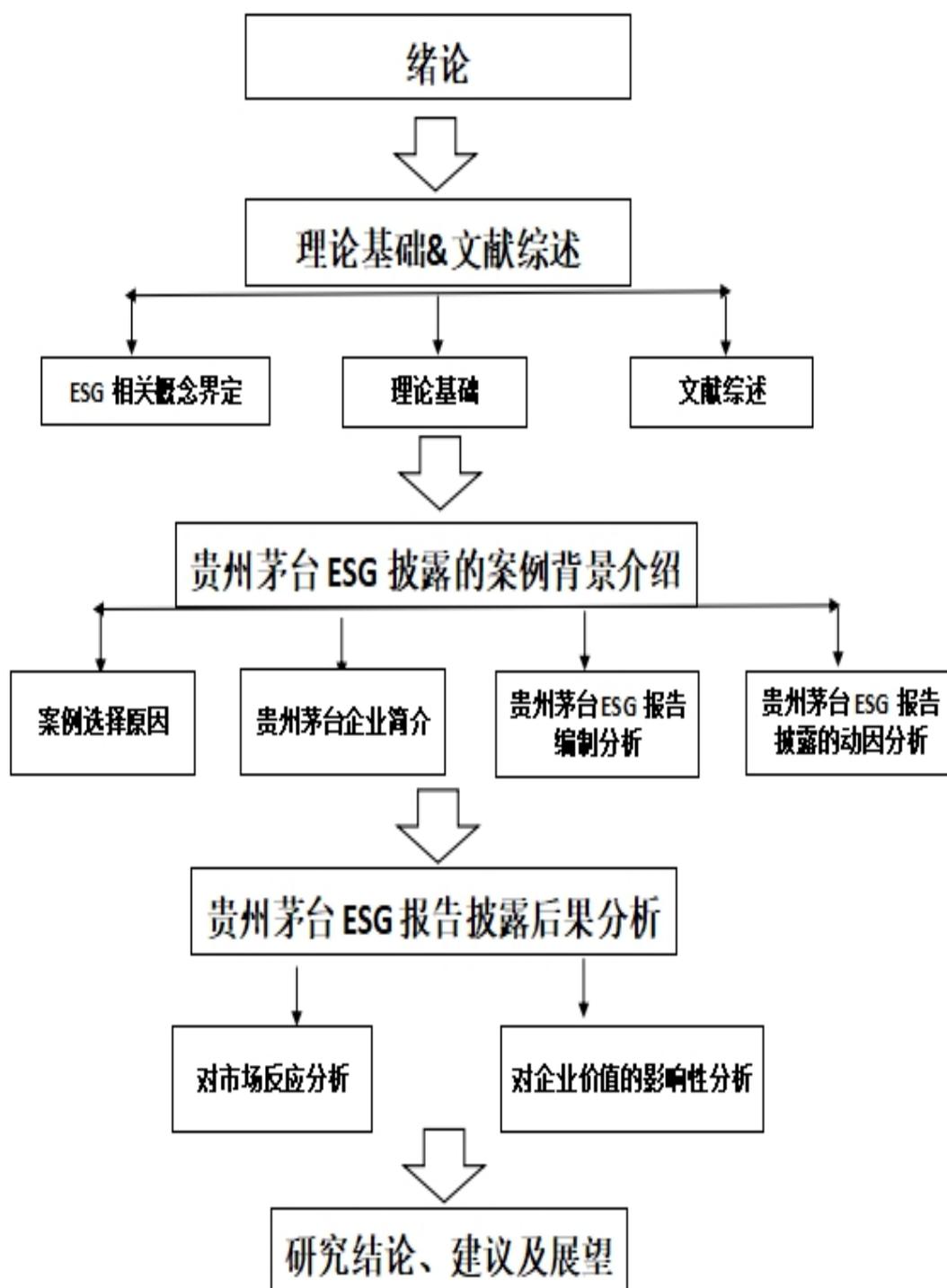


图 1.1 研究框架

1.2.2 研究方法

(1) 文献研究法。在查阅参考文献的基础上，对内容进行汇总分析、归纳总结，对前辈的研究思路、研究方法、研究视角和研究结果进行学习，从而提升对 ESG 投资的相关理论及研究方向的初步认识。并且，在阅读了大量国内外与 ESG 信息披露有关的文献之后，对环境、社会责任、公司治理等在报告中表现出来的披露方式和内容进行了归纳和总结，以便理解在可持续发展的视野下，企业 ESG 报告怎样才能更好地体现出企业的整体可持续能力，并尝试在对其披露内容进行本土化讨论的同时，对其披露内容的改进进行了探索，最终在对各种相关文献进行了总结的基础上，对其进行了进一步的分析。

(2) 案例研究法。本文选择的案例企业是贵州茅台，以案例研究的方式对其 ESG 信息披露情况进行研究，进而从个案到整体，对我白酒行业上市公司的 ESG 信息披露内容进行分析，以期在整体上市公司 ESG 信息披露的内容、形式方面有所启示。

(3) 事件研究法。运用事件研究法，分析当贵州茅台发布 ESG 报告时，股价是否会产生波动，是否会产生异常收益率，以此为依据，了解贵州茅台股价波动是否与 ESG 报告的公开发布之间存在正相关关系。

2 理论基础与文献综述

2.1 ESG 报告介绍

2.1.1 ESG

ESG (Environmental, Social and Governance) 代表环境因素、社会因素和公司治理因素, 是 ESG 报告中与企业的投资决策相关的重要考量因素。ESG 投资是投资者在进行投资决策时, 同时关注企业财务指标与非财务指标, 包括但不限于企业盈利能力、企业环境治理状况、企业主动承担社会责任的情况、企业内部治理现状等, 以这些资料为基础, 分析企业是否具有投资价值。在投资人对公司 ESG 的表现给予关注之后, 公司便会对自己的行动进行调整, 在环境、社会责任、公司治理等非财务要素方面进行优化, 希望能够满足投资人的需要。从外部利益者的角度来看, 公司提升对环保的重视度, 并主动担负所在行业涉及的社会责任, 对美化公司形象、提升公司信誉有很大推动作用。而突出的企业内管理措施, 例如重视给予员工的薪资福利、维系优良的供应链等, 可以对企业的可持续发展产生积极的影响。因此, 对于具有长线投资倾向的投资者来说, 更注重公司环境保护方面的信息披露。

欧美等发达国家更早地认识到了 ESG 投资对企业长远价值的作用, 并提出了一些建议。从上个世纪七十年代起, 欧美国家的公司出于市场竞争的需要, 在公司的会计报表中也出现了环境信息的披露。Friedman (20 世纪 70 年代) 的《CSR》一书, 引发了学术界对 CSR 的经济效应的探讨。Porter & Kramer (2006 年) 认为, 公司应该从他们自己的角度出发, 结合公司发展实际, 确定企业的社会责任并在公司内外部侧重于选取与本企业运营有关的一些社会问题, 并有目的地加以处理, 进而与社会分享经济利益, 做到一定程度上的回馈社会。20 世纪以来, 可持续发展的出现, 引发了投资者在追求资金收益的同时, 也开始重视其对环境与社会积极作用, 并引发了对政府介入公司可持续发展信息披露的强烈诉求, 例如, 欧洲联盟开始实施 WEEE、RoHS 等, 以上种种都为目前流行的 ESG 投资制度的建立奠定了基础。

2.1.2 ESG 报告与 CSR 报告的编制与披露区别

ESG 报告披露是从企业社会责任报告（CSR）等非财务信息的披露中衍生出来的，二者有许多相似之处，都是对非财务信息披露的重视。但两者的区别也很突出。从概念上来看，ESG 报告与企业社会责任报告（CSR）相比，涉及的范围比较小。首先，最根本的区别在于，一般的企业社会责任报告（CSR）和新兴的 ESG 在报告提供的对象上有很大不同。企业社会责任报告（CSR）是为企业的所有利益相关者服务，服务对象范围广泛，包括但不限于政府、员工、供应链上下游企业等，因此，要求企业所公开发布的 CSR 报告需要涉及所有服务对象的需求。但是，ESG 披露的提供对象范围比较窄，其主要服务对象为资本市场中与企业利益相关的相关者，并且，ESG 报告本身的性质和所涉及的内容决定了其对于投资者的重要性——ESG 报告是投资者在评估企业盈利能力与发展前景时，需要重点参考的非财务数据，而这些数据对企业维持其战略目标和创造企业长期价值的的能力具有很大影响力，这就使得 ESG 报告所涉及的内容基本上都要与企业的经营状况（短期和长期）相匹配。其次，两者的结构和内容不同：CSR 大多只是要求自愿披露的缘故使得企业在编制 CSR 报告时具有较大的灵活度，只需要具有普适性的报告架构，更多的是注重报告的可传播性；ESG 报告则具有较详尽的披露规则，除了应具有符合规定的报告结构，还需要根据 ESG 报告披露的政策文件要求进行编制，并且在一些重点领域要求公布将内容量化的具体数据。最后，在公布和使用上也存在区别：CSR 报告更重视报告所涉及的内容是否具有较强的传播与交流能力，主要看重的是报告整体的可传播性与信息的可流动性。相反，ESG 报告的目标对象是投资者等利益相关者，它们必须按照规则，在规定的时间内进行发布，并且在将其上传到公司官网的时候，还需要向上市地区交易所提交，这就是 ESG 报告可以发挥出与投资者交流的功能。

表 2.1 CSR 与 ESG 报告的区别

	CSR	ESG
受众人群	所有利益相关者	所有与企业利益相关的利益相关者,尤其是企业的投资者
报告结构	普适性的报告结构	参考 GRI 标准等规范结构,并遵循当地相关 ESG 报告的具体要求
报告内容	根据结构展开,内容灵活性大	对特定内容有明确要求(如员工、供应链、环境污染情况、碳排放等),对量化信息的披露要求高
强制性	鼓励披露为主	半强制披露渐渐向强制披露转化
发布时间	自主选择	与企业财务报告同步发布或在财务报告后的一定期间内发布
发布形式	单独发布或结合企业活动	上传到官网企业同时向上市区域的交易所提交
发布作用	对社会大众的宣传和交流	向投资者传递信息

2.2 理论基础

2.2.1 信号传递理论

在信号传递理论中,降低甚至消除市场中存在的上市公司信息不对称现象是要求企业进行 ESG 报告公开发表的最终目的。Akerlof (1970) 最早地在他的研究中发现了不对称的信息。要彻底消除资讯非对称性,不仅代价高昂,更因资讯

的即时特性，难以办到。信号传输是一种降低信息不对称的方法，因为在很多情况下，用户能够通过企业提供的信息，对其作出一个粗略的评价，进而作出相应的决定。在信息不对称的基础上，提出了具有信息优越性的企业可以将自身的真实状况告知外部世界，从而获取相应的收益；而在这种情况下，为了保证自己的权益不受侵犯，又会向对方施加压力，迫使对方公布有关情况。

在具有信息优势的一方，也就是公司的内部管理者方面，Healyand 和 Palepu(2001)提出，上市公司愿意进行信息披露的真实原因是为了解决上市公司内外部信息不对称所产生的问题。在这些研究中，以信号发送理论为主。公司的经理们拥有外界所不知道的公司真实的资料。当公司不愿意公开有关内情时，外部利益者可能会怀疑经营者通过公司的信息来影响公司的权益，进而抬高公司的收购价格，比如外部利益者对公司的投资收益率的追求等。同时，季晓佳(2019)等认为，在一定程度上，国家和媒体也会对公司产生一定的社会压力。在这种情况下，公司通过积极或消极的方式，对公司的内部消息进行公开，以减少公司的经营成本和减轻公司的经营负担。在处于资讯弱势的一方，也就是“外部投资人”，尽管他们能够透过自己搜集及分析有关资料来获取资讯，但这些行为必然会带来一些费用，因此他们对于公司资讯的要求也会比较高。从社会性的观点来看，由于不公开公司的内部资讯，使得大部分投资人需要付出更高的代价才能获得同等价值的资讯，因此，不公开公司的资讯可能是一种低效的行为。所以，为了降低投资人搜集资讯所需的高昂费用，公司会选择主动公开资讯。

2.2.2 利益相关者理论

利益相关者理论是企业管理者通过实行企业管理活动，以期实现各个利益相关者的利益诉求。与以往的股东需求最大化相比，利益相关者理论平等的重视每一个与公司经营相关的利益者的投资与参与，相信公司的运作应当是以全体股东的整体利益为目标的。利益相关者包括了企业股东、债权人、员工、需求方、供给方等市场主体，也包括了政府、居民、社区、媒体、环保组织等社会主体，更包括自然生态、人类后代等能够被一个公司的业务所涉及的任何一个直接或非直接对象。这些利益方与企业的生存和发展有着密切的联系，其中一些利益方为企业分摊了经营的风险，一些利益方还在企业的运营中给予了一定的支持，有的对

企业的生产经营行为进行监督和制约，因此，企业的经营管理决策必须将这些主体、客体纳入考虑范围，接受他们的监督。

综上所述，企业是治理与管理专业化投资向融合的机制载体，企业利益相关者的满意程度对企业的生产和发展产生很大影响。该企业管理思想从理论上阐述了企业绩效评价和管理决策的内核，为企业后续的经营评价打足了理论基础。

随着利益相关者理论的提出，分化了公司的经营目的，公司在实现经济上的目的之外，还必须承担社会和政治上的职责和义务。当公司的经营活动与其所在区域的法规、政策等因素背道而驰时，公司将面临来自各利益相关方的施压。由于社会对公司的非财务信息披露的预期一直在增加，所以，业绩越好的公司，所承受的社会压力也就越大，所以更有动力去进行积极的信息披露，来为自己辩护，也就是说，公司的信息披露水平和公司的业绩之间，将存在着一种反向的联系。

2.2.3 合法性理论

合法性是当前对公司信息披露进行最常用的解释。Suchman（1995）认为，合法（legitimacy）是指在一些道德规范、价值观、宗教信仰和社会规则所组成的社会制度中，一个实体的行为是被需要的、正当的或合适的（desirable, proper or appropriate）。一个社会要想让它井然有序地运转，并充分地利用它的协作效应，实现“众人拾柴火高”的目的，它的关键是，在这个世界上，每一个个体和所有的机构都要遵守一些规则。这种限制包括法律，政治权威，以及占主导地位的社会价值。如果满足了以上的限制条件，那么这个东西就可以持续地被认为是“合法的”；反之，一旦出现违规行为，则将被视为“异类”，在这个世界上很难再有立足之地。从正当化的视角来分析，公司进行环境信息公开，旨在对公众表明公司行为是“合法的”，也就是符合公众期望的行为要求。

为了向社会供给一种新的商品，公司不可避免地要向外界产生一些效应，比如产生环境污染，承担社会责任等等。所以，公司将通过政府的公共决策程序来确保自己的社会正当性。公司所作的一切行动，都是以对自己的利益为基础，公司要想取得社会的合法性，就必须主动地参加社会活动。Higginson等（2006）对之前的研究进行了归纳，得出结论：在公司觉得自己在社会公众中的合法性形象遭到了挑战的时候，公司就会希望用增强与公共沟通的方式，来显示公司的行

动是符合投资人等利益相关方的道德和价值标准的。因为即使公司遵守了国家的规定,如果公司因为环保、社会责任或者公司的经营问题而经常受到社会的注意,那么公司的声誉和形象都会受到很大的打击,这就是公司的“曝光成本”。公司能借由积极的 ESG 信息在各利益关系人心中树立起更高的形象,由此使利益相关者对其安心,不再用怀疑的目光审视企业,以此减少对企业的压力,也就减少了企业的曝光成本。

2.3 文献综述

2.3.1 ESG 编制与披露相关政策研究

(1) 国际 ESG 信息披露政策

目前,已有数个国际组织发布了有关 ESG 信息披露的原则,其中,GRI(全球报告倡议组织)发布的可持续发展报告指引是全球使用率最高的 ESG 报告信息披露标准,但也有部分公司结合使用多种信息披露标准。联合国部分机构对交易所提出了建设可持续证券交易所的倡议,以期促进各国交易所的共同参与和相互学习,以此来增强国际间的交流合作,促进国际 ESG 等可持续理念的发展和传播。我国上交所和深交所已于 2017 年加入该组织。从各国交易所对 ESG 报告的披露要求来看,大多为鼓励企业主动披露,一些证券交易所需要强制性信息公开,但是更多的证券交易所采用了“不遵从就解释”的方式。

(2) 我国 ESG 信息披露政策

我国 ESG 信息披露监管框架主要以政府、监管部门、交易所、行业协会发布的一系列指引和政策为主。中国证券监督管理委员会和中国经济贸易委员会于 2002 年 1 月公布的《上市公司治理准则》中,明确规定:“上市公司应当以企业的可持续发展和股东利益为导向,以企业的发展为导向,注重企业的社会责任,注重企业对企业的保护和对企业自身的保护。此外,还对上市公司经营管理信息的公开范围进行了明确的界定。此准则的出台开启了国内 ESG 理念形成与倡导的初步阶段。

国内企业环境信息披露的开端是 2003 年,由原国家环保部颁布的《关于企业环境信息公开的公告》,将重点关注的重点污染物的名录,定时向社会进行了

公示，倒逼企业重视生态治理工作，并要求列入名单的企业必须按照相关政策要求向市场和公众披露其环境信息。明确了企业环境行为的评价标准，要求各地因地制宜选择环境行为评价标准。

在上述基础上，2006年发布的《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》，在促进企业建立健全自身社会责任公开体系方面提供方法指引，使得企业加强对公开企业社会责任报告的重视程度，鼓励企业积极资源披露。同时，鼓励企业自愿公开企业环境信息并给予相应奖励。同年，国务院国资委印发《关于中央企业履行社会责任的指导意见》，《意见》提出，要建立企业社会责任报告制度，要求具备条件的企业通过固定时期发布社会责任报告或可持续发展（ESG）报告，将企业履行社会责任的现状、规划和具体实施细则向社会公众公开，但仍是一种自发选择的披露方式。

在我国，随着《关于加强上市公司环境保护监督管理工作的指导意见》的出台，将企业的CSR和ESG信息有机地融合在一起，这一概念在08年的时候就已经得到了初步的确认，《意见》中明确提出将上市公司环境信息披露的形式分为强制公开和自愿公开两种。在一家上市公司中，如果出现了有可能对其股票及衍生物的交易价格造成很大的冲击，并且还跟环保有关的重要的事情。在投资人没有得到消息的时候，就应该立刻进行积极的公开，并对这些事情的起因、经过、结果以及未来有可能会造成的后果进行详尽的描述。对没有按照要求披露环保资料的企业进行处罚，要求环保部门及时、准确地通报中国证监会予以查处。

2013年4月，深交所发布《上市公司信息披露工作考核办法》，明确提出了我国上市公司信息披露工作评价标准，按照其信息披露的质量高低，由高到低进行了排序划分。其中，按照要求应该披露而没有及时披露的，不能被评A类；对未按照要求进行社会责任披露的公司采取降级措施，是对其进行自愿性和强制性的双重处罚。2016年8月，央行等七部门共同发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，明确提出要在现有基础上，对我国证券市场及债券发行机强制实行环保信息公开制度。

在2020年9月，深交所发布《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法》（2020版），并在此基础上，率先将企业的ESG信息公开和企业的CSR行为纳入到了企业的绩效评价体系中。在次年六月，中国证监会公布了《公开发

行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号一年度报告的内容与格式》（修正），单独增加了“环保与社会责任”一栏，并对企业在本报告期内的信息披露要求进行了详细的说明，鼓励上市公司积极披露报告期内巩固拓展脱贫攻坚成果与乡村振兴相衔接等工作具体情况。

上述政策的发布，使得社会责任报告和 ESG 报告披露制度得到进一步完善，政府、监管机构、交易所都对实施细则进行不同程度的修订，向投资者传达更加可靠、真实、有效的上市公司 ESG 信息，相关研究机构提出了具体的量化评价模式。此外，部分国内上市公司被纳入 ESG 评级体系，实现了与国际的正式接轨。

2.3.2 ESG 编制与披露相关要求

（1）环境指标编制与披露要求

当前，公司发布 ESG 信息的主要途径是：公司年度报告和社会责任（CSR）。目前我国主流 ESG 评级体系使用的大部分 ESG 数据来自企业披露数据，渠道包括定期报告、临时报告与社会责任报告。

表 2.2 环境指标编制与披露要求

形式	要求	指标名称	是否强制
年报	重点排污单位强制披露、非重点排污单位不披露就解释	主要污染物及特征污染物名称	是（仅重大排污单位强制）
		排放方式	是（仅重大排污单位强制）
		排放口数量与分别情况	是（仅重大排污单位强制）
		排放浓度	是（仅重大排污单位强制）
		排放总量	是（仅重大排污单位强制）
		超标排放情况	是（仅重大排污单位强制）
		污染物排放标准	是（仅重大排污单位强制）
		核定排放总量	是（仅重大排污单位强制）
		防治污染设施建设和运行情况	是（仅重大排污单位强制）

		建设项目环境影响评级及环境保护行政许可	是（仅重大排污单位强制）
		突发环境事件应急预案	是（仅重大排污单位强制）
		环境自行监测方案	是（仅重大排污单位强制）
		环境行政处罚情况	是（仅重大排污单位强制）
	所有公司鼓励披露	维护生态相关信息	否
		污染防治相关信息	否
		履行环境责任有关信息	否
		环境信息核查机构、鉴定机构、评价机构、指数机构等第三方机构对公司环境信息进行核查、鉴定、评价的信息	否
		为减少公司碳排放产量所采取的措施及效果	否
社会责任报告	如果披露社会责任报告应至少包括	公司在维护和促进环境和生态可持续发展方面所做的贡献（比如：如何防止并减少污染环境、如何保护水资源及能源、如何保证所在区域的适合居住性、如何保护并提高所在区域的生物多样性等）	否

(2) 社会指标编制与披露要求

表 2.3 社会指标编制与披露要求

披露形式	披露要求	指标名称	是否强制
年报	鼓励披露	公司履行社会责任的宗旨和理念	否
		股东和债权人权益保护	否
		员工权益保护	否
		供应商、客户和消费者权益保护	否
		环境保护与可持续发展	否
		公共关系	否

		社会公益事业	否
		社会责任报告查询索引	否
		巩固拓展脱贫攻坚成果	否
		乡村振兴	否
社会责任报告	至少包括	公司在促进社会可持续发展方面的工作（例如对员工健康及安全的保护、对所在社区的保护及支持、对产品质量的把关等）	否
		公司在促进经济可持续发展方面的工作（例如如何通过其产品及服务为客户创造价值、如何为员工创造更好的工作机会及未来发展、如何为其股东带来更高的经济回报等）	否

(3) 公司治理指标编制与披露要求

表 2.4 公司治理指标编制与披露要求

披露形式	披露要求	指标名称	是否强制
年报	所有公司强制披露	男女董事数量	是
		男女高管数量	是
		独立董事数量	是
		董事会人员数量	是
		董监高年龄等基本情况	是
		董监高履历及职责	是
		董监高离职率	是
		董监高薪酬	是
		年度股东大会有关情况	是
		董事会下设专门委员会履职情况	是
		母子公司员工数量等基本情况	是

		员工薪酬	是
		社会保险费	是
		住房公积金	是
		职工福利费	是
		连续审计年限	是

2.3.3 ESG 报告的作用研究

在对报告发布的必要性进行的分析中，Kotsantonis（2019）认为，ESG 报告体现了社会公众对信息的需要，反应了企业是如何利用自然、社会、人力和智力以及金融等各种形态的资源，为消费者提供其产品和服务，以及企业的行为如何通过正外部性和负外部性对社会进行作用，进而导致了环境、社会和治理(ESG)的指标的出现和与之相关联的公司报告工作。张礼涛、王建玲（2016）从“股东-员工-供应链-环境-社会责任”的角度对 CSR 进行了深入的探讨。王丹励、管竹笋（2017）在对比了香港证券交易所 ESG 指南与 ESG 报告编写指南以及 IOS26000 的基础上，对比了主要业绩指数之间的区别，为公司选择 ESG 报告的基础和编写 ESG 报告提出了建议，同时也提出了公司在公布各项指数时要注意自己的产业特点。

在 ESG 报表的内容方面，许多专家和学者都认为，公司的 ESG 报表是影响公司 ESG 绩效的关键因素。Maria（2019）在 2012-2016 年期间，基于对马来西亚富时股票市场（FTSE）中相关企业的调研结果，研究了其在环境治理中的作用。经多元线性回归，发现企业治理环境与企业治理结构的规模、企业治理结构的多样性、企业治理结构的独立性以及企业治理结构的吸纳能力均存在极强的相关性。本课题的结论将为我国现有的上市公司治理机制中所面临的问题及改进建议，进而为我国上市公司治理机制的完善与完善提供实证依据。Muhammad（2020）在全球治理（GRI）的基础上，通过对马来西亚 878 个企业在 2011-2013 三年间的调查，我们认为在马来西亚企业环境治理中，提出了更多的关于提升企业环境治理能力的提议，同时也为企业环境治理提供了新的思路。另外，在 ESG 报告的方式方面，Laura（2015）从资本市场上的投资人对公司 ESG 业绩的评估的角度

和趋势入手，得出结论：不管是单独的公司治理业绩，或者是综合性的 ESG 报告，其 ESG 业绩都会向着人们所期待的正面发展，而且，综合性的 ESG 业绩也会得到更高的回报。

但是，在中国，环境保护政策的建立与实施还处于初级阶段，因此，环境保护政策对企业环境保护行为的影响还很大。谢安（2019）认为，香港证券交易所大部分公司的 ESG 报表都是以比较单一的内外部比较为基础的，这造成了大部分公司 ESG 报表的利害关系和利害关系项的确定方法雷同，同时也缺少了公司自身的特点。此外，一些公司并没有在其报表中对与利益相关者的交流事宜和项目的评价进行公开，只有极少数公司构建了比较完善的与之进行交流的关系和项目的评价流程。杨蕙宇（2020）对国内外 ESG 概念的总体架构进行了分析与对比，认为大多数的评分机构在 ESG 评分的过程中存在着不够明确的问题，他们对内部评分的方式和详情也存在着一定的限制，有些人还将这一方面的信息视为了公司的商业秘密，这就造成了投资人和其它 ESG 报告的用户难以对公司的评分结果做出正确的评估。在构建和健全 ESG 制度的过程中，张枫（2017）在对 ESG 制度发展的国外实践进行了分析之后，针对在构建 ESG 制度过程中出现的一些问题，给出了一些行之有效的对策，这些对策的内容包括了披露要求、对象、内容和质量，还有 ESG 评分的方式和成果的运用。马险峰（2016）在对国外 ESG 信息披露方式进行归纳的基础上，并与国内 ESG 披露现状相联系，针对 ESG 披露制度完善、ESG 评级评价较高的公司，对其提供相应的政策扶持，并加强 ESG 披露的监督管理。

在对公司 ESG 报告的编写和披露的动因进行了调查，文章参考了很多关于 ESG 的研究文献和材料，并进行了总结和梳理，结果表明，大多数国内外的学者都对 ESG 报告的披露的效果抱着肯定的、积极的态度。

对于股票价格效应的相关文献，Godfrey(2009)，乔和娜（2012），Oikonomou(2012)提出，ESG 属性越高的企业，其企业经营与企业经营中的企业风险管控越好，同时，ESG 等级越高的企业，其价值也越不容易受到诸如欺诈、贪污、诉讼等不利因素的冲击。虽然上述的消极因素对企业的估值有很大的冲击，但是，由于上述消极因素的存在，企业的股票价格下跌的风险也随之下降。Consolandi（2019）在对 ESG 重要性的强度和关联性在股市收益中的作用进行了分析后，认为 ESG 评分的改变不但会对股市造成持续的冲击，而且可能还

会让在 ESG 兑现中重要性较高的行业和公司得到更多的偏爱。Melas (2017) 的研究还发现, ESG 评分与价值因子 PE、PB 等成正相关, 即 ESG 等级高的公司, 其股价具有更高的价值。马喜立 (2019) 基于商道绿色金融与 Wind 数据, 结合公司的行业属性、规模、估值等因素, 研究表明, 公司的 ESG 水平与其股价的周度之间存在着明显的正向关联。

在对公司价值的作用上, Ali Fatemi 等 (2017) 在探究 ESG 行为和它的信息披露对公司价值的作用时, 得出结论: ESG 的有关行为与公司价值之间存在着明显的正向关系, 并且通过对 ESG 的投资, 可以对公司的价值产生明显的提升作用。舒伟与张咪 (2020) 认为, 单纯追求股东利益最大化的公司管理模型在当前的资本市场中已不适合, 企业需要对能够积极表现企业可持续经营能力与企业长远价值的 CSR、ESG 等方面的数据报告进行更多地重视, 才能为企业未来的发展奠定坚实的基石。张琳和赵海涛 (2019) 以 2015-2017 年度中国 A 股市场 417 只公司为样本, 利用二重固定效应理论, 分析了公司环境、社会和公司管理绩效与公司估值之间的关系, 结果表明: ESG 绩效与公司估值之间存在着正相关关系, 尤其是在非国有企业、小规模企业以及非环境类企业中, ESG 绩效与公司估值之间的关系更为密切。

2.3.4 文献评述

首先, 通过对上述文献资料的整理, 可以看出, 我国的环境信息公开还处在从“不披露就解释”到“强制公开”的转变过程中。当前, 我国上市公司的非财务信息披露正日益受到广大投资者的关注, 然而, 国内外关于非财务信息披露的实践与理论研究却进展缓慢, 其原因有很多。首先, 我国目前的环境会计研究进展较慢, 在现实生活中难以准确地识别、衡量公司在履行社会责任过程中所产生的真实成本效益。其次, 企业的内部管理状况也很难进行定量, 企业的组织结构, 企业的内部系统等无形资产的价值也很难进行精确的测量。并且, 我国上市公司非财务信息披露的相关法律法规还不健全。每个国家的经济都是由众多的公司所组成, 所以一个国家的经济发展将更多地依靠公司的经济发展。如果不是被逼无奈, 在环境和社会责任的履行等方面, 政府通常都会偏向于公司, 因此, ESG 报告很难得到公司的关注。作为一种新型的非财务信息披露方式, ESG 披露对企业

环境风险的影响及其对企业环境风险的影响尚待深入探讨。

目前，世界各国对与 ESG 投资有关的信息披露日益关注，而在中国，更多的公司已开始撰写和积极地对 ESG 投资进行披露。在我国，环境保护政策的制定和实施，环境保护政策企业对环境保护行为的影响日益显现。

本文将以贵州茅台公司为例，阐述 ESG 披露的需求和目前的状况，然后对 ESG 披露所带来的财务收益与非财务收益进行了剖析，从而更好地评估 ESG 披露在公司发展中的重要作用，为 ESG 披露的运用开辟了一条更加宽广的道路。

3 贵州茅台 ESG 编制介绍

3.1 案例选择

本文选择贵州茅台作为研究案例，主要原因如下：

在国内资本市场中，国企起到重要的主导作用，而贵州茅台作为 A 股上市的白酒企业，是整个白酒行业中发布 ESG 年度报告的 5 个企业之一已经连续 12 年发布企业社会责任报告，并且已纳入 MSCI 指数体系，其 ESG 披露对于整个白酒行业的 ESG 报告发展具有示范引领作用。

目前，内地的 ESG 披露尚处在半强制性到强制性的过渡时期，而香港的 ESG 披露从原来的自愿披露转向了“不披露即解释”的方式，在这种方式下，尽管有 11 个方面 43 个指标的规定，但自愿披露的比例还是很高的，比如企业管理层的参与，报告编制所遵守的原则，环境生态保护的衡量指标，社会参与工作的衡量指标，这些指标大部分都没有涉及，而与其有关的主要业绩指标，也只是建议性的披露，这给了企业更高的控制权限，然而，从实际执行效果来看，大部分的上市公司都是照章办事，总体质量不高。贵州茅台遵循上交所市场规则，2022 年 3 月 31 日首次发布正式的 ESG 报告，其 ESG 报告内容充实，但量化数据略显不足，体现出整体大陆市场 ESG 披露的综合问题，其 ESG 报告的披露经验可以为国内企业提供借鉴，也能够为国内 ESG 体系的建立提供帮助。

3.2 公司简介

中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司，1951 年成立，1996 年改制成为中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司。

茅台集团以“酒的生产、销售及相关配套的生产与服务，综合金融服务业，以及酒和旅游产业的结合”三大业务为中心，以贵州茅台酒为中心，旗下拥有全资、控股、参股 36 个企业，业务涵盖了白酒，保健酒，葡萄酒，证券，保险，银行，文化旅游，教育，房地产，生态农业以及白酒的相关产业，整个集团拥有超过 43000 名的职工。

2021 年，茅台集团累计实现白酒产量 17.1 万吨，销售收入 1326 亿元，利

润总额 851 亿元，上缴税金 528 亿元，企业总资产达 3301 亿元。

茅台集团将以“打造国际一流企业，塑造世界一流品牌”为愿景，积极践行新理念，主动融入新格局，树立“五匠”质量观，呵护茅台生命之魂，对标世界一流，形成现代化管理机制体制。以感恩凝聚共识，以敬畏坚守初心，以奋斗激发能量，忠诚实干、担当奉献，走“五线发展道路”开创茅台高质量发展的新未来。

3.3 ESG 报告编制分析

3.3.1 编制框架分析

贵州茅台集团在 2019 年以前，均发布的是社会责任报告（CSR），从 2019 年开始发布环境、社会责任、公司治理方面的信息报告，并于 2021 年首次将三方面报告汇总编制企业 ESG 报告。从内容板块来看，贵州茅台将报告主要分为引言、社会责任管理、公司治理、经济责任、环境责任、社会责任六方面进行系统阐述。通过对贵州茅台自身社会责任观——“五线”发展道路理念的讲解阐述，以总体概括的形式对贵州茅台的企业理念进行说明。在后文中，对社会责任领导机制、相关利益方期望与诉求的回应关切、企业管治、风险管控、依法经营、商业伦理、“五匠质量观”、创新与发展、环境管控、绿色产业链等内容具体展开叙述，并从投资者、客户、伙伴、员工等角度分类阐述企业的公司治理理念。

报告在公司治理板块着重对乡村振兴、疫情防控等国内特有政策措施的助力落实进行了归纳阐述，突出了国内公司，尤其是国内上市公司、国有企业，在承担社会责任、建设公司治理方面的特殊性，以此为加快建设中国化 ESG 报告披露与评价体系提供很好的例证说明。

3.3.2 编制内容分析

(1) 环境（E）相关信息

从贵州茅台 ESG 报告披露的环境信息可以看出，在最近几年的发展中，贵州茅台坚持问题导向、目的意识、强化顶层设计、注重生态效益，聚焦“气、水、

渣”等方面，不断加强设施建设、优化制度建设、加强监管、做好企业员工的利益保障，强化对企业发展赖以生存的生态环境的治理工作；贯彻落实水资源可持续利用的原则、加强水资源管理力度，构建水资源科学化取用治理体系，创建赤水河生态健康的茅台水循环模式；大力践行绿色发展理念，不断加强企业生态保护科技化投入，精心打造绿色供应链；高度重视生态环境保护，在围绕赤水河生态建设绿色厂区、保护流域生物多样性等方面持续推进，助力人与自然和谐共生新格局的形成。

(2) 社会 (S) 相关信息

贵州茅台践行“大品牌大担当”的企业社会责任感，接续推动道真县乡村振兴，持续开展公益慈善行动，勇于投身疫情防控和抢险救灾，联合经销商真情奉献社会，传递温暖。

认真落实中央、省委巩固脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接部署要求，充分发挥“1+10+1”帮扶模式作用，进一步整合资源，集中优势力量，以更高标准推进道真乡村振兴。选派优秀年轻干部到道真担任驻村第一书记、干部和帮扶工作队员，对帮扶工作中表现优异、成绩突出的同志进一步提拔任用，圆满完成 2021 年乡村振兴驻村轮换工作。根据发展需要，优化稻草和小麦等原原材料的生产，推广范围涵盖仁怀，习水，从江等多个县城和城市，使贫困山区的农业向产业化和专业化方向发展，并辐射到将近十万农民。贵州茅台 2021 年，完成优质农产品直接采购金额 4800 余万元，协调社会力量帮助道真县销售优质农产品。协调道真农副产品进驻线上线下平台，通过公司活动或宣传媒体推荐道真农副产品，提升道真农副产品品牌影响力。

“中国茅台，国家之柱”、“梦想计划”已经持续十个年头，我们将一直为中国青年发展基金提供捐助 10000 万元，资助 18500 名学子解决就读困难。其中，花费 1000 万元投入贵州省试点持续性资助，帮助将近 500 名在乡村振兴过程中需求迫切的专业就读的学生，帮助其完成大学学业，为青少年成长发展提供新助力、播种新希望。截至 2021 年底，“中国茅台·国之栋梁”公益助学项目已帮助 20 余万名贫困学生，受助范围涉及全国 31 个省（市、区）。

贵州茅台坚持发展不忘回馈社会，倡导子品牌成立华茅酒“思源三孝”慈善

专项基金、“赖茅·爱羽成长”少儿羽毛球发展公益基金、“王茅·繁星计划”公益基金，倡导携手经销商陆续成立“茅台王子·明亮少年”公益基金、“贵州大曲·点滴有爱”专项基金、“汉酱·匠心传承”文物保护公益基金。

(3) 公司治理 (G) 相关信息

贵州茅台大力推进现代企业制度建设，健全完善法人治理结构，有效落实风险管控，坚持依法合规经营，强化商业伦理管理，以实际行动促进企业治理能力全方位提升，推动公司稳健高效运转，助力长期可持续发展。不断加强内控体系建设，提高风险抗御能力。完成公司及其6家子公司2020年度内部控制评价工作，及时下发内部控制评价缺陷整改通知。组织开展公司及其6家子公司2021年度内部控制评价工作。制定新版内控手册，包含一级业务流程15个，二级业务流程77个，更新控制点796条。加强项目结算审计工作，严格审查重点工程项目建设的规范性、合法性，项目可研论证、立项审批、招投标文件等资料，项目现场踏勘30余次，推进审计监督前移。2021年完成内审结算审计431项。

同时，按照“一融合、两转变、三防线”的思路和原则，提升合规经营能力，恪守商业伦理，深入推进商业贿赂行为治理，建立并完善公平的竞争审查制度，努力打造企业诚信经营、公平竞争的形象。坚持诚信经营，遵守业务所在地所有适用的反商业贿赂法律法规，禁止行贿或贪污，以获取或保留业务，或获取其他不当好处。积极建立反贿赂管理体系，加强对“一把手”和领导班子的监督。制定完善商业贿赂工作的管理办法或细则，修订印发《员工违纪违法行为处理办法》。将反腐败和反贿赂的控制措施有效地嵌入公司业务活动和流程，系统梳理营销、基建、采购、供应、广告、组织人事等重点领域廉洁风险点，细化防范举措60余条。实行销售省区派驻纪检监察员监督制，研究制定《关于员工利用茅台酒谋取私利的处理规定》，严肃查处贿赂行为。对利益输送、设租寻租、化公为私、对外投资合作等方面开展专项整治，全面深入清理排查并推动问题整改。加强对重要部位、重要环节人员廉洁从业的监督与管理，以茅台廉政教育馆为载体开展警示教育7156人次，推进警示教育全覆盖。持续加大惩治腐败力度，推动反腐败向产业链上下游延伸。

3.4 编制与披露的动因分析

3.4.1 符合市场对企业的监管要求

随着我国从 2018 年度起对我国境内企业 ESG 信息的“不披露就解释”，贵州茅台也是在这一背景下，主动向我国境内企业全面公开 ESG 的相关内容。在法制论看来，法制是制约一切行为的最根本的准则，也是使一个公司得以存在和发展的最基本的先决条件。香港证监局发布的《环境、社会及管治报告指引》，既可使公司在 ESG 资料的公开范围内，又可为公司作出有关决定，提出合乎逻辑的指南和意见。尽管在我国，上市公司也可以用解释的方式来回避 ESG 信息的披露，但是，这种做法无疑会增加公司的经营费用，甚至有可能会影响到公司的经济效益。从正当化的视角看，如果企业只是对 ESG 的披露进行说明，而没有披露，那么即便企业在环境、社会责任和公司治理上运作得很好，也可能受到市场公众的质疑，进而使得企业不得不加大对企业信息的公开投入，增加了企业的曝光成本，对企业在市场中维持良好的信誉和形象产生不利影响。

3.4.2 向利益相关者传递利好消息

ESG 报告是公司在公开发行的主要方式，它可以将公司的非财务风险信息传达给外界。从信号传导的角度来看，公司在上市公司中的地位越高，公司越希望通过公开公司的内部消息来提高公司的声誉，从而降低公司和投资人之间的不对称程度。此外，具有高潜力的、具有良好前景的公司，为了防止“劣币驱逐良币”的情况出现，他们也更乐意向外界公开公司的内部信息，以此获得市场的支撑。高质量的 ESG 报告可以让人们知道公司具有很强的可持续发展的特征，但是这些特征在公司的会计报表中并没有得到充分的反映。所以，贵州茅台可以在其公开的 ESG 信息中，向外界传达出企业可持续发展和未来现金流具有稳定性的积极信息，进而可以更好地引起投资者的注意和投资，提升企业的总体价值。

因此，向市场传递利好信息是贵州茅台进行 ESG 报告披露的重要动因之一。

3.5 本章小结

根据贵州茅台在 ESG 方面所做的披露，表明公司把自己的产品作为重点，继续向环境和社会责任方面扩展，同时依靠高效的内部治理，遵循茅台特有的“五线”发展观，走出了自己的可持续发展之路。

贵州茅台从环境管控、水资源管理、能源及气候变化应对、绿色供应链、生态保护等方面阐述其多方面协调可持续绿色发展观，通过有效的环境信息披露，向公众表达了自身环保绿色、健康发展、持续经营的理念，向市场释放了企业经营过程中存在较少的不可预见风险的正向信号，以此吸引投资者对企业的青睐。

贵州茅台关注公益事业，就“中国茅台·国之栋梁”希望工程圆梦行动来看，该企业积极相应国家号召，大力开展希望工程项目，助力乡村教育发展，推动乡村振兴，践行企业的可持续发展与社会责任。贵州茅台积极践行其企业使命，受到了全行业的高度重视与肯定，积极参与乡村振兴、公益慈善、疫情防控、抢险救灾等多方面的社会公益活动，利用对社会责任的信息进行了充分的公开，公司将积极、慈善的正面形象展现给了大众，从而推动了公司的良好信誉和口碑的建设。

贵州茅台集团对企业的内控管理也很关注，而从公开的资料来看，一个较好的内控管理也是贵州茅台集团可持续发展的一个重要标志。从内部治理来看，注重风险管控，不断加强内控体系建设，可以提高企业风险抗御能力；重视依法治企，加强法律审核把关，切实维护公司利益；恪守商业伦理，建立并完善公平的竞争审查制度，努力打造企业诚信经营、公平竞争的形象，进一步降低了贵州茅台内部管控方面未来整体的不可预知风险。

4 贵州茅台 ESG 披露实施效果分析

4.1 ESG 披露的市场反应分析

4.1.1 研究设计

本文通过事件研究法测量分析企业在公开发布 ESG 报告后的市场反应,事件选取 2019 年—2021 年贵州茅台发布 ESG 报告的时间日期作为事件日,具体为:2020 年 4 月 22 日,2021 年 3 月 31 日和 2022 年 3 月 31 日。

通过对其他文献的学习研究,大多数文献都是进行短、中、长三个窗口期分贝估计,因此本文事件窗口期选择[-3, 3]、[-3, 7]、[-3, 15]分别估计市场反应;选择[-154, -4]作为估计期,排除非公开交易日的日期,个期间的具体日期见下表。

表 4.1 事件日和时间窗口期的确定

2019 年	事件日	窗口期 1	窗口期 2	窗口期 3	估计期
T=	0	[-3, 3]	[-3, 7]	[-3, 15]	[-154, -4]
日期	2020-04-22	2020-04-17~2020-04-27	2020-04-17~2020-05-06	2020-04-17~2020-05-18	2019-09-22~2020-04-16
2020 年	事件日	窗口期 1	窗口期 2	窗口期 3	估计期
T=	0	[-3, 3]	[-3, 7]	[-3, 15]	[-154, -4]
日期	2021-3-31	2021-03-26~2021-04-06	2021-3-26~2021-04-14	2021-03-26~2021-04-22	2020-08-12~2021-03-25
2021 年	事件日	窗口期 1	窗口期 2	窗口期 3	估计期
T=	0	[-3, 3]	[-3, 7]	[-3, 15]	[-154, -4]
日期	2022-03-31	2022-03-28~2022-04-07	2022-3-28~2022-04-13	2022-03-28~2022-4-25	2021-08-11~2022-03-25

本文选择使用单因素市场模型法估计正常报酬率,具体计算方法如下:

第一步：用当天收盘价减去前一天收盘价的差额除以前一天收盘价，得到当日贵州茅台收益率，公式如式（4-1）：

$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1} \quad (4-1)$$

第二步：用公式（4-1），以第一步同样的方式，计算出 ESG300 指数的收益率；

第三步：将国证 ESG300 指数收益率作为 X 轴，贵州茅台集团收益率作为 Y 轴，生成以这两组数据为基础散点图，得出估计的 α 、 β 系数：

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + \varepsilon \quad (4-2)$$

第四步：依据第三步估计的 α 、 β 系数，计算正常报酬率；

第五步：计算预期收益率，将第三步估计得的 α 、 β 代入式（4-3），获得股票的预期收益率 $E(R_{i,t})$ ，如式（4-3）所示：

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon \quad (4-3)$$

第六步：计算超额收益率（AR）和累计超额收益率（CAR）：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (4-4)$$

$$CAR_i = \sum AR_i (t=t_1, t_2, \dots) \quad (4-5)$$

4.1.2 数据来源

上述计算用到的所有数据均来自同花顺 iFinD。

4.1.3 研究结果及分析

具体计算过程见附录 1，各事件窗口期走势图如图 4.1。

表 4.2 各事件正常收益率公式回归结果

事件名称	α_i	β_i	
2019 年 ESG 报告披露	0.0005	0.0172***	$E(R_{i,t}) = 0.0172R_{m,t} + 0.0005$
2020 年 ESG 报告披露	0.0006	1.1355***	$E(R_{i,t}) = 1.1355R_{m,t} + 0.0006$
2021 年 ESG 报告披露	0.0012	1.3189***	$E(R_{i,t}) = 1.3189R_{m,t} + 0.0012$

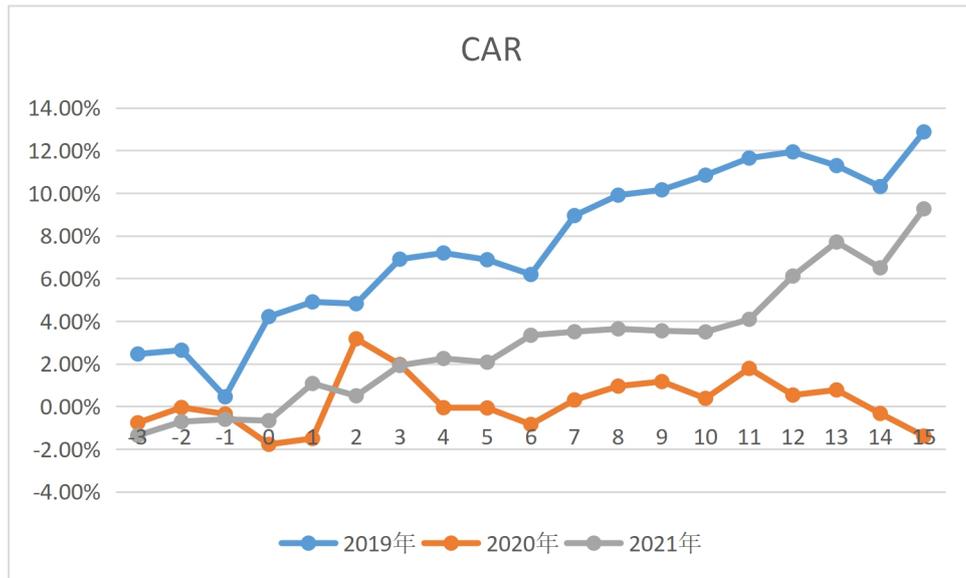


图 4.1 贵州茅台 ESG 披露事件窗口期的 CAR 走势

首先，我们发现贵州茅台在 ESG 的披露过程中，会给市场和投资人一个正面的信号，即公司具有较好的可持续发展能力和较高的信息披露透明度，从而使贵州茅台在 ESG 报告公开发布后将在市场上受到更多的欢迎。王诗雨等人（2019）认为，市场投资者更愿意选择及时披露公司的上市公司，这一现象反映在上市公司的股价累积异常回报和公司的信息披露之间存在着显著的正向联系。这也说明了当前投资者的投资理念已经出现了转变，与公司的财务业绩相比，投资者也已经渐渐地将注意力转移到了公司的非财务信息处。

其次，从各时间窗口的 CAR 趋势可以看出，在较长时间的时间内，股市的正面反应是最显著的。文章指出，造成这一现象的主要原因可能是：ESG 报告中所包含的大部分是与财务无关的信息，其中所包含的有利消息只有经过分析说明之后，才能被投资者所理解，这对于一般的投资者来说，是一件非常困难的事情，也就是说，ESG 披露所能引起的市场反应有很大的滞后，它的信息无法快速地与股票价格相结合。

综上所述，贵州茅台在 ESG 方面的信息发布，产生了积极的影响，说明用这样的信息发布手段传达好信息的效果很好，同时也确认，贵州茅台在 ESG 方面的信息发布目的是为了传达好信息。

4.2 ESG 披露对企业价值的影响分析

4.2.1 研究设计

本文选取 Tobin-Q 作为衡量指标,以此衡量 ESG 报告的公开发布对贵州茅台企业价值的影响程度。许健、魏训平(2004)认为,在股市具有更高的信息效率时,Tobin-Q 可以更好地反映公司的长远利益。所以,本文使用 Tobin-Q 来度量贵州茅台的市场价值。对 Tobin-Q 指标的测算,公式见式(4-6):

$$\text{Tobin - Q} = \frac{\text{企业市场价值}}{\text{企业重置成本}} \quad (4-6)$$

由于企业重置成本数据难以准确获得,本文将用企业总资产账面价值在计算过程中代替企业重置成本。

本文选择了在目前(2022年)未进行过 ESG 披露的国内市场上市白酒企业:宜宾五粮液、泸州老窖、安徽古井贡酒,共同计算四家企业的 Tobin-Q 数值,以便对贵州茅台 Tobin-Q 数值的变动进行比较。

4.2.2 数据来源

上述计算用到的所有企业财务数据均来自于贵州茅台企业年报以及 MSN 财经。

4.2.3 研究结果及分析

根据式 4-6 计算获得的 Tobin-Q 指标结果见表 4.3。

表 4.3 贵州茅台及对比公司 2019-2021 年 Tobin-Q 明细

	2019	2020	2021
贵州茅台	8.21	11.81	10.32
宜宾五粮液	4.99	10.18	6.63
泸州老窖	4.46	9.80	8.95
安徽古井贡酒	4.76	9.33	5.16

基于表 4.3, 我们可以发现贵州茅台 Tobin-Q 值处于稳定状态, 并且受疫情影响 Tobin-Q 值的下降幅度小于其他企业, 这表明, 贵州茅台的前景越来越乐观, 贵州茅台的企业价值也越来越高。对比部分白酒企业的上市公司的 Tobin-Q 数值变化, 表明贵州茅台 Tobin-Q 数值的提升不仅仅是由于整个行业大环境的改变。王垒等人(2019)认为企业非财务信息的公开发布可以在一定程度上降低公司所处环境的外部风险, 改善公司的信誉, 并最终实现公司的增值。宋晓华等人(2019)认为, 从公司的长远市值角度来看, 非财务披露能够显著提高公司的长远市值, 进而提升企业可持续发展的能力和水平。本文认为, 贵州茅台第一次对外公开发布 ESG 信息, 在对外显示其具有良好的可持续发展能力的同时, 也在向外释放出了其非财务风险更低、未来现金流量更稳定的信息, 从而让投资者更倾向于认为该公司可以在未来获得更高的收益, 从而提高了市场对该公司的价值。在此基础上, 得出结论: 贵州茅台实施 ESG 信息披露, 将有利于公司的价值提高。

在此基础上, 我们得出结论: 贵州茅台在 ESG 信息的披露下, 能够有效地减轻公司的资金压力, 从而推动公司的经营绩效稳步上升。基于“利益相关者”理论, 贵州茅台公司在 ESG 信息的高质量披露中, 增加了公司的信息透明度, 进而提高了自身的信用基础, 这将有助于解决公司内部管理者和外部股东之间的信息不对称问题, 使公司可以长期、稳定地、稳定地发展, 进而实现长期、可持续地、低成本地融资活动。金祥义和张文菲(2019)基于公司内部信息披露的作用路径, 研究表明, 公司内部信息披露的有效性能够降低公司的融资成本, 进而提高公司的成长性。李韵婷、欧晓明(2016)得出, 高水准的非财务信息披露能够积极地提高公司的增长业绩。

综上所述, 贵州茅台通过其有效的 ESG 披露提升本企业自身的市场信用值, 从而推动了企业业绩的增长, 达到为公司增值的效应。

4.3 本章小结

本章从市场反应、企业价值两个方面观察贵州茅台在公开发布 ESG 报告后所产生的经济后果。

第一, 本章将贵州茅台 2019—2021 年公开发布 ESG 报告作为研究事件, 运

用事件研究法以事件日前后 $[-3, 15]$ 的交易日作为窗口期，并选择 $[-3, 3]$ 、 $[-3, 7]$ 、 $[-3, 15]$ 短、中、长三个窗口期分布估计期市场反应，同时以窗口期之前的 150 个交易日，即 $[-150, -4]$ 作为估计期将贵州茅台的股票收益率与国证 ESG300 收益率带入市场模型进行回归分析，获得 α 、 β 系数，再对窗口期内的超额累计收益率（CAR）进行计算。在此基础上，对贵州茅台在 ESG 信息披露后的市场反应进行了分析，结果表明：（1）在 ESG 信息披露后，贵州茅台在三个年度都能得到正面的市场反响；（2）在 $[-3-0]$ 期内，贵州茅台股票的异常回报持续为负值，这表明贵州公司 ESG 报告中所披露的正面信息并没有被市场所响应；（3）从各窗口期的 CAR 变化趋势可以看出，在较大的时间窗内，股市的正面回应是最显著的。贵州茅台在 ESG 信息的公开中产生了积极的影响，说明采用 ESG 信息的公开方法对投资者产生了积极的影响，同时也确认了传递有利于公司发展的非财务信息是贵州茅台 ESG 信息公开的动力。

第二，ESG 报告的公开发布起到了为企业增值的效应。Tobin-Q 为衡量公司绩效的一个重要的衡量因素，选取 4 个没有发布 ESG 报告的酒类公司进行对比。通过统计得出的结论显示，贵州茅台在 2021 年实施 ESG 报告公开披露后，其 Tobin-Q 的增长率与没有公开发布报告之前相比，都有了明显的提高，这说明，公开发布 ESG 报告可以通过提高公司的信誉度，提升公司的市值。

5 研究结论、建议及展望

5.1 研究结论

本研究搜集了国内外有关 ESG 的研究成果，并以贵州茅台为个案，研究了其公开发布 ESG 报告的内部动机及执行效果。根据本论文的所得数据，本论文得出了以下几个主要的研究结论：

第一，公司 ESG 披露可以给市场和投资人带来公司价值被低估、可持续发展良好、信息披露透明等正面信息，这对公司来说是一种积极的影响。然而，因为 ESG 所公开的信息一般都是非盈利的，所以大部分 ESG 公布所公开的内容都很难短期进行定量，并且很难将其与公司的长远发展联系起来，这就造成了公司 ESG 公开披露的利益出现了一些迟滞。

第二，我国上市公司在实施环境保护政策后，实施环境保护政策，可以有效地降低其运营资金成本，进而提高公司的长远价值。通过高质量的 ESG 报告的发布，能够增加企业向外界公布的可持续增长信息，提高投资人投资的准确性；与此同时，高质量的 ESG 披露满足了地方法律法规的需要，可以给政府留下一个好的形象，还可以增强银行对企业债务风险的控制能力，从而也可以得到更低利率的银行贷款，从而推动公司的业绩和价值的提升。

第三，缓解融资约束是企业进行 ESG 披露的核心动因。虽然贵州茅台在融资方面没有压力，但是在当前的全球经济背景下，尤其是对私营公司而言，资金短缺一直是制约公司发展的重要因素，所以，高质量的 ESG 报告披露可以使公司的隐性价值得以有效地传导，进而引起银行贷款和投资人的注资，进而减轻公司的资金压力。此外，提高企业价值也是推动企业 ESG 信息公开的重要因素。ESG 报告的公开发布可以提高投资人对企业长远发展的信心，进而对公司整体的长期价值提供帮助。

5.2 对策建议

虽然，目前在 A 股市场上并没有要求全部上市公司进行 ESG 报告的强制性披

露，但从当前国家逐步将发展重点放在了推进绿色金融方面，MSCI 指数对上市公司 ESG 的评价标准逐步提高，香港的 ESG 信息公开相关规定也得到了进一步的完善，因此，在未来，内地资本市场构建一个统一的 ESG 披露制度，以提高内地上市公司的总体素质，是必然的趋势。所以，不管是已经在香港或只在内地上市的企业，都应该提高企业的 ESG 信息管理水平，以便更好地适应今后的监管变革和国内外投资者的需要。

最近几年，投资人等各权益相关方越来越重视公司的非财务数据，尽管 ESG 披露制度的制定满足了一些权益相关方的需要，但也有很多问题。当前，在我国，非财务信息披露的发展还处在初级时期，大多数的上市公司对其非财务信息的公开还停留在法律层面，并没有对其可持续发展进行更深层次的研究。此外，ESG 的评估制度也没有一个统一的规范，也没有一个具备一定的权威性的第三方认证，这些都导致了在国内进行 ESG 指标评估的可信性不高。根据以上情况，笔者以贵州茅台的 ESG 信息作为一个代表性的例子，为我国 ESG 信息的发展和改进提供了一些相关的意见，以期 ESG 信息的标准化工作带来一些启示。

5.2.1 思想层面：建立具有中国特色的 ESG 理念

在社会责任和公司治理方面，需要在西方 ESG 报告披露标准的基础上增加中国元素。在社会责任方面，由于我国资本市场发展还不完善，企业管理者及投资人对于社会责任关注度不高，灵活用工、加班文化、员工保护等方面的问题时有发生。在这方面，我们应该根据我国的经济水平，以自身经济发展水平为基础，顺应中国社会治理改革方向，循序渐进的推进中国化 ESG 披露体系的建立。在公司治理方面，要注重公司内外部治理机制以及党组织对公司治理的作用。

因此，建立具有中国特色的 ESG 理念，首先，要通过宣传、培训等方式，提升企业和投资者对 ESG 理念的认识和理解，改变企业和投资机构的短视行为；其次，提高利益相关者对高质量 ESG 信息的关注度，推动企业的高质量信息披露；最后，将投资收益与企业 ESG 表现挂钩，鼓励企业提高 ESG 表现，将 ESG 标准与企业经营目标相结合，降低企业执行 ESG 标准的成本，提升企业 ESG 披露动力，逐步实现企业短期利益和长期发展的平衡。

5.2.2 企业层面：依据自身战略目标，合理规范披露 ESG 信息

对于一个公开发行的企业来说，要想增强自身的可持续发展能力、稳定自身的上市公司地位，就必须支付一定的费用。在社会越来越关注非财务信息的今天，仅仅依靠财务数据的披露已无法跟上时代的步伐，而新发展的 ESG 披露必然会提高公司的披露费用，以适应投资人的需要。在我国，尽管目前尚无规范公司 ESG 信息的规定，但 ESG 投资作为一种新型的投资方式，其高质量的 ESG 披露可以有效地减少公司的资金投入，提高公司的长远价值，并对公司的可持续发展产生重大的作用。

所以，站在利益相关者的角度来看，在对 ESG 信息进行公开的时候，上市公司应该将其作为自己的策略目的，并将其作为对股东和潜在的投资者的有用的一部分，也就是对其所公开的内容进行详细的剖析，对其所公开的内容进行全面的描述。尤其是与投资者有关的信息，将从“资金重要性”和“ESG 本质效应”两个维度加以评判。但是，在 ESG 信息的披露中，需要搜集大量的非财务资料，但企业准备周期比较短。因此，这就对上市公司提出了一个新的需求，那就是要把 ESG 工作与每天的生活相结合，在一定程度上要避开在汇总整理环节的突然袭击。同时，积极利用数字化手段，建立 ESG 体系的编制系统，从而提升 ESG 报告的编制的效率和质量。

5.2.3 市场层面：加强 ESG 投资发展，提高 ESG 指数构建

现今，我国证券市场上 ESG 指数的发行还处于起步阶段，无法引起主流投资者的高度重视。为此，在此基础上，我们提出了在构建 ESG 指标体系和构建相应的权威性数据方面，以促进我国 ESG 投资基金的发展。根据美国证券市场的实践，我国证券公司所披露的基金中，有 66% 是用于传统的标准化基金，如公募基金和 ETF。日本的三个 ESG 指标都被纳入了国家的养老金体系，而日本的养老金体系也在积极地要求建立一个能够适应他们投资需要的国际环保股指数。所以，除了要加强公司的管理外，还要积极地发展出多样化的产品，以适应公司的需要。

在《上市公司治理准则》出台的背景下，我们认为应加速对企业执行 ESG 的效果评估，并应主动交流和推出符合中国国情的 ESG 指标，以促进企业在 ESG

方面的发展。与此同时，在建立指数的时候，为了能够达到 ESG 得分的可靠性和可比性，要建立具有较强针对性的行业标准，根据 ESG 得分的高低来挑选样品股，并将 ESG 得分与公司的市场价值的乘积来做为加权，来减少市值对指数构成的影响，从而确保指数可以实际反映出上市公司整体的 ESG 绩效。同时，还可以鼓励基金公司设立对 ESG 指标进行跟踪的被动式基金，或设立基于负面筛选、ESG 整合、股东主张等战略为基础的积极式基金，不断丰富 ESG 金融产品，进而提高了上市公司 ESG 信息的披露程度。

5.2.4 监管层面：加快 ESG 体系建设，引入权威第三方机构监管

虽然，香港证券交易所发布了《环境、社会及管治报告指引》和中国证券交易所发布了《上市公司治理准则》等 ESG 信息的有关制度，但在国内，ESG 信息的信息还处在起步状态，还没有一个行之有效的标准。从当前 ESG 披露的情况来看，虽然在我国企业中公开发表的 ESG 数据越来越多，但是缺少一套完整的 ESG 数据的编写标准和评估系统，导致 ESG 数据之间难以进行比较。这需要政府和金融机构加速制定 ESG 信息的公开标准，以提升企业的投资决策能力，推动资本市场健康发展。

其次，要促进我国 ESG 信息的公开，就必须加快我国 ESG 信息公开的发展和规范。在这一领域，我们可以充分发挥产业自我调节机制的功能，并通过对相关机制进行自我调节，使其能够按照《国际社会保障基金公约》的相关规定，对相关机制进行规范。国外的企业为提升 ESG 投资的市场效益，组建了相关企业组织，积极推动 ESG 报告在市场中的认可度和可用性。此外，借鉴哥伦比亚的经验，建议各大银行和银行都要对自己的 ESG 项目进行及时汇报，以提高公司的 ESG 项目的公开程度，以增强社会的监管功能，促使公司提高 ESG 项目的披露水平。

最后，审计机构还可以对上市公司的环境影响进行有效的监管。上市公司的非财务信息是上市公司评价上市公司是否具有上市公司的核心指标之一。通过对一家公司的审计结果的肯定，可以让一家公司的审计结果更加可信，进而提高公司的声誉，提高公司的审计结果。所以，文章建议，在我们的资本市场中，要继续推进和改进 ESG 披露，同时，还应该将诸如 ESG 披露这样的非财务数据，包括在会计机构的审计工作中，以此来促进企业更好更有效地进行 ESG 信息披露。

5.3 研究不足及未来研究展望

在此基础上,以贵州茅台作为我国A股上市公司ESG报告公开发布的研究个案,为我国上市企业ESG报告公开披露的动机及执行效果提供研究基础。但是,因为我的水平所限,对于公司ESG信息披露的数据分析还不够完善,因此,本论文还有很多的缺陷,具体如下:

第一,虽然本课题借鉴了现有的关于ESG报告公开发布的动机与实施效果的相关文献,然而,这些文献大多以传统企业社会责任报告中主要涉及的环境及社会方面的信息为基础,缺少对ESG报告整体特点的认识。虽然我试图对企业ESG披露的动机和执行后果进行全面、系统的分析,但由于缺少大样本的实证研究,所以对企业行为的动机和执行后果的讨论还不够全面。

第二,由于本课题只针对单个公司,且由于个案的特殊性,更多定量的结论还有待于进一步的大样本的实证检验。以贵州茅台为例,该公司在我国上市公司ESG信息披露方面取得了很好的成绩,可以说明我国上市公司ESG信息披露的有效性和可行性。但是从整体上来看,ESG披露仍处在起步阶段,它的发展成果还有待于未来的实践成果来验证。

从目前的情况来看,在我国,ESG披露这个课题的研究范围是比较广的,其中包含了对ESG披露体系的运作模式与体系建设,ESG披露风险管理,ESG报告发布动因与实施效果的检验和深化等,这些都是可以被当作是一个课题,但是因为本人水平的限制,以上几个方面的问题都没有被展开。在我们的证券交易中,随着我们对证券交易所的进一步发展,企业对证券交易所提供的ESG报告必然会变成一种主流的信息。

参考文献

- [1]Avetta Introduces Supply Chain Sustainability and ESG Risk Mitigation Solution on Avetta One Platform[J]. Wireless News,2022.
- [2]Associated Bank Releases 2021 Environmental, Social and Governance (ESG) Report[J]. M2 Presswire,2022.
- [3]JAGGAER Issues ESG Report[J]. Wireless News,2022.
- [4]Klinger Sebastian,Bayne Karen M.,Yao Richard T.,Payn Tim. Credence Attributes in the Forestry Sector and the Role of Environmental, Social and Governance (ESG) Factors[J]. Forests,2022,13(3).
- [5]Value Research Center (VRC) authors Value Model integrating ESG and Sustainability Measures[J]. M2 Presswire,2022.
- [6]Victoria Cherkasova,Irina Nenuzhenko. Investment in ESG Projects and Corporate Performance of Multinational Companies[J]. Journal of Economic Integration,2022,37(1).
- [7]Serafeim, George,Yoon, Aaron. Stock price reactions to ESG news: the role of ESG ratings and disagreement[J]. Review of Accounting Studies,2022,(prepublish).
- [8]Yun Jihye, Lee Jonghwa. Analysis of the Relationship between Corporate CSR Investment and Business Performance Using ESG Index—The Use-Case of Korean Companies[J]. Sustainability,2022,14(5).
- [9]王小芊. ESG 基金频“醉酒”财务回报与社会责任如何兼得? [N]. 证券时报,2022-03-28(A04).
- [10]邓建平,白宇昕. 域外 ESG 信息披露制度的回顾及启示[J]. 财会月刊,2022,(12):75-80.
- [11]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.
- [12]李德尚玉. 推动制定中国本土 ESG 标准, 央企践行 ESG 理念应在三方面重点发力[N]. 21 世纪经济报道,2022-03-31(006).
- [13]李晓蹊,胡杨璘,史伟. 我国 ESG 报告顶层制度设计初探[J]. 证券市场导

报,2022,(04):35-44.

[14]王鹏. ESG 视角下的公司债券信用评级[J]. 金融经济,2022,(03):59-64.

[15]唐玮,杜宜萱,鹿晓晴. 基于 ESG 表现、创新投入与企业价值研究——以 A 股上市公司为例[J]. 西北民族大学学报(自然科学版),2022,43(01):75-81+86.

[16]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.

[17]亓春羽. 从企业内部风险视角探析 ESG 信息披露[J]. 现代审计与会计,2022,(03):41-43.

[18]沈洪涛,李双怡,林虹慧,王徐. 基于风险视角的 ESG 评级价值相关性再思考[J]. 财会月刊,2022,(05):11-19.

[19]戴可,杨垚立. 数字科技助力金融 ESG 发展[J]. 中国金融电脑,2022,(03):85-87.

[20]王琳璘,廉永辉,董捷. ESG 表现对企业价值的影响机制研究[J]. 证券市场导报:1-12.

[21]王凯,李婷婷. ESG 基金发展现状、问题与展望[J]. 财会月刊,2022,(06):147-154.

[22]雷英杰. ESG 重塑企业价值[J]. 环境经济,2022,(04):26-31.

[23]徐光华,卓瑶瑶,张艺萌,张佳怡. ESG 信息披露会提高企业价值吗?[J]. 财会通讯,2022,(04):33-37.

[24]毛振华. ESG 基金的发展趋势与长期价值——读《ESG 基金:国际实践与中国体系构建》[J]. 中国金融,2022,(04):96.

[25]黄世忠. ESG 报告的“漂绿”与反“漂绿”[J]. 董事会,2022,(Z1):52-56.

[26]王维东. 构建 ESG 特色投资管理体系,高质量推进乡村振兴[J]. 国资报告,2022,(02):100-103.

[27]李愿. 强化 ESG 管理:从公司治理高度推进气候投融资业务发展[N]. 21 世纪经济报道,2022-01-26(007).

[28]朱清,谭卫,邹谢华,雷涯邻. 矿业企业 ESG 治理与矿业可持续发展[J]. 中国国土资源经济,2022,35(03):16-21+72.

[29]中国金融学会绿色金融专业委员会课题组. 碳中和愿景下机构投资者面临的

- 机遇与挑战[J]. 金融市场研究,2022,(01):41-51.
- [30]王宝会. 可持续发展渐成投资风口[N]. 经济日报,2022-01-23(005).
- [31]金纁. 机构投资者的 ESG 偏好对绿色创新价值的影响[J]. 金融理论与实践,2022,(01):65-75.
- [32]推动行业 ESG 可持续发展——物业管理行业 ESG 可持续发展报告首发[J]. 中国物业管理,2022,(01):37-47.
- [33]陈亚芹. “双碳”目标下的 ESG 投资[J]. 中国外汇,2022,(02):21-24.
- [34]袁婉君. 安永: 疫情促使投资者关注 ESG 表现[N]. 中国银行保险报,2022-01-13(005).
- [35]李娜. 绿色投资不是情怀, 券商 ESG 行动需不断突破[N]. 每日经济新闻,2022-01-05(004).
- [36]央企上市公司 ESG 工作分析报告[J]. 国资报告,2022,(01):94-97.
- [37]陈文辉. 将 ESG 嵌入经济发展的关键[J]. 中国改革,2022,(01):17-18.
- [38]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.
- [39]王凯,张志伟. 国内外 ESG 评级现状、比较及展望[J]. 财会月刊,2022,(02):137-143.
- [40]宋一程. “双碳”背景下商业银行 ESG 治理机制建设研究[J]. 福建金融,2021,(12):3-10.
- [41]孙嘉夏,张宝莲. ESG: 全新机遇, 共同责任[N]. 每日经济新闻,2021-12-24(001).
- [42]田地,高明,韩春燕. ESG 评级和数据产品发展启示[J]. 中国金融,2021,(24):35-37.
- [43]高驰. 普华永道: ESG 大热背景下, 汽车行业的发展与机遇[J]. 汽车与配件,2021,(23):33.
- [44]张宝莲. A 股上市酒企应积极发布 ESG 报告[N]. 每日经济新闻,2021-12-15(007).
- [45]刘云波. ESG 与责任投资[J]. 中国资产评估,2021,(12):81.
- [46]董江春,陈智,孙维章. 《财务信息与非财务信息互连》述评及对 ESG 标准制

定的启示[J]. 财会月刊:1-6.

[47]程磊,林琳. 欧盟可持续金融议程——可持续性衡量标准发展的双重重要性治理[J]. 经贸法律评论,2022,(03):130-158.

[48]胡天姣. MSCI ESG 与气候研究部亚太区主管王晓书: 投资者需要关注 ESG 机遇, 也需要推动企业向低碳转型[N]. 21 世纪经济报道,2021-12-13(012).

[49]段钢. ESG 投资与可持续发展[J]. 中国商界,2021,(12):114-117.

[50]孙嘉夏,张宝莲. 清华大学五道口金融学院副院长、金融学讲席教授田轩: 中国 ESG 信披标准与评价体系还有很大提升空间 [N]. 每日经济新闻,2021-12-27(049).

[51]陈文辉. 将 ESG 嵌入经济发展的关键[J]. 中国改革,2022,(01):17-18.

[52]臧宁宁. ESG 投资的超额收益分析与中国 ESG 投资建议[J]. 清华金融评论,2022,(01):81-84.

[53]王宝会. 可持续发展渐成投资风口[N]. 经济日报,2022-01-23(005).

[54]沈劭. ESG 投资,机遇遭遇责任[J]. 产城,2022,(01):64-65.

[55]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:1-10.

[56]李冰. “一带一路”背景下我国金融业 ESG 应用 [J]. 河北金融,2022,(04):26-30.

附录 1：各事件窗口期 CAR 的计算明细

附表表 1 贵州茅台 2019 年 ESG 披露累计超额收益

T	交易日期	市场回报率	正常回报率	预期收益率	异常收益率	累计收益率
-3	2020.4.17	0.46%	2.41%	-0.04%	2.46%	2.46%
-2	2020.4.20	-1.28%	0.11%	-0.07%	0.18%	2.63%
-1	2020.4.21	0.69%	-2.22%	-0.04%	-2.19%	0.45%
0	2020.4.22	-0.17%	3.71%	-0.05%	3.76%	4.21%
1	2020.4.23	-0.94%	0.62%	-0.07%	0.69%	4.90%
2	2020.4.24	0.03%	-0.14%	-0.05%	-0.09%	4.81%
3	2020.4.27	-0.35%	2.03%	-0.06%	2.09%	6.90%
4	2020.4.28	0.30%	0.25%	-0.04%	0.29%	7.19%
5	2020.4.29	2.08%	-0.33%	-0.01%	-0.32%	6.88%
6	2020.4.30	1.26%	-0.72%	-0.03%	-0.69%	6.18%
7	2020.5.6	-0.19%	2.71%	-0.05%	2.76%	8.95%
8	2020.5.7	0.92%	0.92%	-0.03%	0.96%	9.90%
9	2020.5.8	-0.04%	0.20%	-0.05%	0.25%	10.15%
10	2020.5.11	0.09%	0.64%	-0.05%	0.69%	10.84%
11	2020.5.12	0.20%	0.76%	-0.05%	0.80%	11.64%
12	2020.5.13	-1.13%	0.22%	-0.07%	0.29%	11.93%
13	2020.5.14	-0.38%	-0.70%	-0.06%	-0.64%	11.29%
14	2020.5.15	0.41%	-1.02%	-0.04%	-0.98%	10.31%
15	2020.5.18	0.95%	2.53%	-0.03%	2.56%	12.87%

附表表 2 贵州茅台 2020 年 ESG 披露累计超额收益

T	交易日期	市场回报率	正常回报率	预期收益率	异常收益率	累计收益率
-3	2021. 3. 26	2. 50%	2. 13%	2. 90%	-0. 77%	-0. 77%
-2	2021. 3. 29	0. 24%	1. 08%	0. 33%	0. 72%	-0. 05%
-1	2021. 3. 30	1. 16%	1. 08%	1. 38%	-0. 30%	-0. 36%
0	2021. 3. 31	-0. 81%	-2. 29%	-0. 86%	-1. 42%	-1. 78%
1	2021. 4. 1	1. 26%	1. 77%	1. 49%	0. 27%	-1. 51%
2	2021. 4. 2	0. 89%	5. 75%	1. 07%	4. 68%	3. 17%
3	2021. 4. 6	-0. 46%	-1. 66%	-0. 46%	-1. 20%	1. 96%
4	2021. 4. 7	-0. 96%	-3. 06%	-1. 03%	-2. 03%	-0. 06%
5	2021. 4. 8	0. 34%	0. 44%	0. 45%	-0. 01%	-0. 07%
6	2021. 4. 9	-1. 50%	-2. 42%	-1. 64%	-0. 77%	-0. 85%
7	2021. 4. 12	-1. 55%	-0. 55%	-1. 70%	1. 15%	0. 30%
8	2021. 4. 13	-0. 09%	0. 60%	-0. 05%	0. 65%	0. 95%
9	2021. 4. 14	0. 89%	1. 29%	1. 07%	0. 21%	1. 16%
10	2021. 4. 15	-0. 71%	-1. 53%	-0. 75%	-0. 79%	0. 38%
11	2021. 4. 16	0. 43%	1. 95%	0. 55%	1. 41%	1. 78%
12	2021. 4. 19	2. 46%	1. 61%	2. 86%	-1. 25%	0. 53%
13	2021. 4. 20	0. 02%	0. 33%	0. 08%	0. 24%	0. 77%
14	2021. 4. 21	0. 30%	-0. 71%	0. 40%	-1. 10%	-0. 33%
15	2021. 4. 22	-0. 16%	-1. 18%	-0. 12%	-1. 06%	-1. 39%

附表表 3 贵州茅台 2021 年 ESG 披露累计超额收益

T	交易日期	市场回报率	正常回报率	预期收益率	异常收益率	累计收益率
-3	2022. 3. 28	-0. 37%	-1. 73%	-0. 37%	-1. 36%	-1. 36%
-2	2022. 3. 29	-0. 30%	0. 37%	-0. 28%	0. 65%	-0. 72%
-1	2022. 3. 30	2. 70%	3. 79%	3. 68%	0. 11%	-0. 61%
0	2022. 3. 31	-0. 53%	-0. 64%	-0. 58%	-0. 06%	-0. 67%
1	2022. 4. 1	-0. 29%	3. 55%	1. 81%	1. 74%	1. 07%
2	2022. 4. 6	-0. 29%	-0. 84%	-0. 26%	-0. 58%	0. 50%
3	2022. 4. 7	-1. 17%	0. 00%	-1. 42%	1. 42%	1. 92%
4	2022. 4. 8	0. 48%	1. 08%	0. 75%	0. 33%	2. 25%
5	2022. 4. 11	-2. 68%	-3. 59%	-3. 41%	-0. 18%	2. 07%
6	2022. 4. 12	1. 68%	3. 60%	2. 34%	1. 26%	3. 33%
7	2022. 4. 13	-0. 77%	-0. 73%	-0. 90%	0. 17%	3. 50%
8	2022. 4. 14	1. 52%	2. 26%	2. 12%	0. 14%	3. 64%
9	2022. 4. 15	-0. 15%	-0. 17%	-0. 08%	-0. 09%	3. 54%
10	2022. 4. 18	-0. 69%	-0. 84%	-0. 79%	-0. 05%	3. 49%
11	2022. 4. 19	-0. 56%	-0. 03%	-0. 62%	0. 59%	4. 08%
12	2022. 4. 20	-1. 35%	0. 37%	-1. 66%	2. 03%	6. 11%
13	2022. 4. 21	-2. 02%	-0. 95%	-2. 54%	1. 59%	7. 71%
14	2022. 4. 22	0. 53%	-0. 39%	0. 82%	-1. 21%	6. 50%
15	2022. 4. 25	-4. 97%	-3. 67%	-6. 43%	2. 76%	9. 26%

附录 2：各公司 Tobin-Q 计算数据

附表表 1 贵州茅台 Tobin-Q 计算数据

	每股价格	总股本	负债账面价值	总资产账面价值	Tobin-Q
2019	1163.00	1256197800.00	41165991813.85	183042372042.50	8.21
2020	1998.00	1256197800.00	10442172963.77	213395810527.46	11.81
2021	2050.00	1256197800.00	58210688454.56	255168195159.90	10.32

附表表 2 宜宾五粮液酒业 Tobin-Q 计算数据

	每股价格	总股本	负债账面价值	总资产账面价值	Tobin-Q
2019	129	3,881,608,005.00	30,300,924,676.50	106,396,972,333.66	4.99
2020	291.85	3,881,608,005.00	26,134,892,369.01	113,893,139,013.72	10.18
2021	222.66	3,881,608,005.00	34,228,928,576.26	135,620,812,221.13	6.63

附表表 3 泸州老窖酒业 Tobin-Q 计算数据

	每股价格	总股本	负债账面价值	总资产账面价值	Tobin-Q
2019	81.71	1,464,752,476.00	9,365,238,050.22	28,919,969,078.32	4.46
2020	226.16	1,464,752,476.00	11,827,333,949.74	35,009,203,823.45	9.80
2021	253.87	1,464,752,476.00	15,074,520,882.85	43,211,782,005.68	8.95

附表表 3 安徽古井贡酒业 Tobin-Q 计算数据

	每股价格	总股本	负债账面价值	总资产账面价值	Tobin-Q
2019	122.35	503,600,000.00	4,439,142,651.42	13,871,297,363.16	4.76
2020	272	503,600,000.00	4,737,774,922.41	15,186,625,708.79	9.33
2021	244	503,600,000.00	8,165,225,566.27	25,418,086,447.80	5.16

后 记

三年前我带着重来一次的心情走进兰财，三年中我尽情享受快乐、提升自我，三年后的现在，我终于做回了最初的自己。以后的人生我也将永远只做李宗平！

感谢我的父母家人在我成长的过程中从不吝啬对我的支持与鼓励，在毕业找工作的时候给予了我无限的支持，也在未来规划中给我无限的自由，26年的人生里，比起限制我，父母更多的是保留了我自由随性的天性。

感谢我的胡凯老师，三年里对我的每一句教诲都让我受益匪浅。不论是学术、工作还是生活，都为我们做出了很好的榜样。三年前因为儒雅的气质毅然选择跟随老师学习，三年后虽然毕业了，但老师仍然是我人生的榜样。

感谢我的好朋友们！感谢铁锤在我每次暴躁的时候听我吐槽；感谢薇薇在我每次不舒服的时候都能充当我最贴心的私人医生；感谢雅雅在我焦虑的时候疏导我；感谢我的“老板”苗苗在三年时间里随时能出现在我的身边；感谢我的好弟弟们在我无聊的时候陪我玩、给我讲故事，毕业之际和我聊工作聊创业，只要有他们的地方都有人陪我一起吃饭，永远坚定的站在我的身后；感谢狗狗在三年的疫情生活里为我提供了两次快乐之旅的机会，也在我每一个决定中坚定的支持我；感谢师兄们在我的研究生生涯里给予的帮助，在找工作的艰难过程中一直在为我出谋划策、关心我、鼓励我；更要感谢我的两位室友兼好朋友在我睡不着的晚上陪我聊天，在我难过哭泣的时候安慰劝解。

最后，我依旧很想奶奶，希望奶奶能常来梦里看看我。