

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 ESG 视域下中国神华企业绩效评价研究

研究生姓名: 夏娇

指导教师姓名、职称: 孔陇 教授 姜新录 注册税务师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 成本与管理会计

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： 夏妍 签字日期： 2023.5.25.

导师签名： 孔院 签字日期： 2023.5.27

导师(校外)签名： 姜新录 签字日期： 2023.5.31

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： 夏妍 签字日期： 2023.5.25.

导师签名： 孔院 签字日期： 2023.5.27

导师(校外)签名： 姜新录 签字日期： 2023.5.31

Research on Performance Evaluation of China Shenhua Enterprises from the Perspective of ESG

Candidate :Xia Jiao

Supervisor:Kong Long

摘 要

在我国提出的 2030 年前实现碳达峰、2060 年前实现碳中和的“双碳”目标下，煤炭企业受到碳达峰、碳中和浪潮冲击的同时，也面临新的发展机遇。通过提高能源使用效率，开展能源结构转型，实现向可再生能源产业转型发展成为煤炭企业未来的核心竞争力。在此背景下，以环境、社会、治理为主题的 ESG 理念逐渐显现了其优势，ESG 在财务信息的基础上，对企业的战略发展、运营管理等方面进行了有效补充，客观反映了企业长期可持续发展的能力和信用品质。

因此，本文将 ESG 引入企业绩效评价中，对企业绩效进行全面、综合性的评价。在同行业企业中中国神华率先引入 ESG 理念，故本文选其作为案例企业。文章首先以可持续发展理论、利益相关者理论和三重底线理论为深入研究奠定理论基础，同时，厘清了 ESG 理念影响企业绩效的机理，并以此为研究的逻辑起点，对中国神华进行财务和非财务维度的整体绩效评价，得出以下研究结论：第一，企业绩效应该涵盖企业的财务和非财务层面，以煤炭企业为代表的重污染行业企业，更应注重经济、生态、社会三重绩效的均衡发展。第二，ESG 理念的引入有助于企业绩效提升，其对企业绩效的促进作用经历了从前期投入、弥补成本、稳固成效到长足发展的过程。第三，中国神华在实施 ESG 治理举措的过程中关注各利益相关者的权益，但是仍存在 ESG 维度信息披露缺陷等问题，此外，还发现行业内普遍存在 ESG 报告缺乏统一、规范、可比标准的问题。最后提出针对性建议，希望以中国神华为例，由央企作为标杆，吸引其他企业贯彻 ESG 理念，促进企业实现长期可持续发展的目标。

关键词：ESG 理念 企业绩效评价 可持续发展 中国神华

Abstract

Under the goal of achieving carbon peak by 2030 and in carbon by 2060 proposed by China, coal enterprises are facing new development opportunities while being impacted by the wave of carbon peak and carbon neutrality. By improving energy efficiency, carrying out energy structure transformation, and achieving the transformation towards renewable energy industry, it has become the core competitiveness of coal enterprises in the future. In this context, the ESG concept with the themes of environment, society, and governance has gradually demonstrated its advantages. Based on financial information, ESG has effectively supplemented the strategic development, operational management, and other aspects of the enterprise, objectively reflecting the long-term sustainable development ability and credit quality of the enterprise.

Therefore, this article introduces ESG into enterprise performance evaluation to comprehensively and comprehensively evaluate enterprise performance. China Shenhua is the first company in the same industry to introduce the ESG concept, so this article selects it as a case enterprise. The article first lays the theoretical foundation for in-depth research based on sustainable development theory, stakeholder theory, and the triple bottom line theory. At the same time, it clarifies the mechanism by which ESG concepts affect corporate performance, and uses this as a logical starting point for research. It evaluates the overall performance of China

Shenhua from both financial and non-financial dimensions, and draws the following research conclusions: firstly, corporate performance should cover both the financial and non-financial aspects of the enterprise, Heavy polluting industry enterprises, represented by coal enterprises, should pay more attention to the balanced development of economic, ecological, and social performance. Secondly, the introduction of ESG concept contributes to the improvement of corporate performance, and its promoting effect on corporate performance has gone through a process from initial investment, cost compensation, stable results, to significant development. Thirdly, China Shenhua pays attention to the rights and interests of various stakeholders in the implementation of ESG governance measures, but there are still issues such as deficiencies in ESG dimensional information disclosure. In addition, it has been found that there is a widespread lack of unified, standardized, and comparable standards in ESG reporting within the industry. Finally, targeted suggestions are proposed, hoping to use China Shenhua as an example, with central enterprises as benchmarks to attract other enterprises to implement ESG concepts and promote the achievement of long-term sustainable development goals.

Keywords: ESG Concept Enterprise; Performance; Evaluation Sustainable Development; China Shenhua

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	3
1.2.1 ESG 研究	3
1.2.2 企业绩效评价研究	6
1.2.3 ESG 对企业绩效的影响研究	6
1.2.4 文献评述	8
1.3 研究内容与方法	9
1.3.1 研究内容	9
1.3.2 研究方法	10
2 理论基础	12
2.1 相关概念	12
2.1.1 ESG	12
2.1.2 企业绩效	12
2.1.3 企业绩效评价	12
2.2 基础理论	13
2.2.1 可持续发展理论	13
2.2.2 利益相关者理论	14
2.2.3 三重底线理论	14
2.3 ESG 对企业绩效的影响机理	15
3 中国神华及其 ESG 实践概况	18
3.1 中国神华概况	18
3.2 中国神华经营及财务现状	18

3.2.1 经营现状	18
3.2.2 财务现状	20
3.3 中国神华 ESG 评级及实践历程	22
4 ESG 视域下中国神华企业绩效评价及结果分析	25
4.1 企业绩效评价方法选择	25
4.2 财务绩效评价及结果分析	26
4.2.1 盈利能力评价	27
4.2.2 偿债能力评价	30
4.2.3 营运能力评价	32
4.2.4 发展潜力评价	33
4.2.5 财务绩效评价结果分析	35
4.3 非财务绩效评价及结果分析	36
4.3.1 非财务绩效评价框架构建	36
4.3.2 非财务绩效评价	38
4.3.2.1 投资者维度评价	38
4.3.2.2 伙伴方维度评价	43
4.3.2.3 员工维度评价	49
4.3.2.4 政府及社会公众维度评价	54
4.3.3 非财务绩效评价结果分析	60
4.4 小结	61
5 ESG 视域下提升中国神华企业绩效的建议	63
5.1 稳定多元化战略，提升市场风险应对能力	63
5.2 提升降耗减排能力，推进可再生能源项目	63
5.3 强化社会责任维度信息披露，提高规范性和可量化性	64
5.4 提高董事会多样性，发挥专门委员会效能	64
5.5 重视生态环境绩效与社会绩效，促进平衡发展	64
6 研究结论与未来展望	66
6.1 研究结论	66
6.2 未来展望	66

参考文献..... 68

后 记..... 73

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

温室气体排放引起的气候变化问题已经成为全球共同面对的一大挑战，加快碳中和进程和生产生活方式的低碳、可持续转型，已成为全球共识。联合国所提倡的可持续发展战略，包含着社会、文化和环保三个层面的普遍性问题，该主张与我国“创新、协调、绿色、开放、共享”的发展战略思想高度一致。应对气候变化问题成为中国经济可持续发展的内在需要，企业作为宏观经济发展的微观主体，其低碳可持续发展是实现国家经济可持续发展的必要条件。

以煤炭企业为代表的能源业企业正面临机遇与挑战。高碳化石能源在我国能源结构中占据主导地位，在全社会碳排放总量中，每年消费化石能源而产生的碳排放量占比达 90%，其中煤炭是“碳排放大户”，占石化能源排放总量的 79%。在“双碳”目标的压力下，2022 年提出的《“十四五”节能减排综合工作方案》进一步明确了能源消耗目标。随着我国进入工业化后期，对于传统煤炭资源的需求和使用数量逐步降低，加上“三去一补一降”政策、碳中和约束以及新能源快速发展等影响因素，煤炭产业的发展空间受到限制。煤企受碳达峰、碳中和浪潮影响的同时，也面临新的发展机遇：通过提高能源使用效率，开展能源结构转型，将向可再生能源产业转型发展作为企业未来的核心竞争力，降低企业和行业碳排放水平。基于此，以环境、社会和治理为主的 ESG 治理理念逐渐显现出优势。

ESG 是针对企业在环境、社会和公司治理层面表现的综合评价体系。在 ESG 治理理念的指引下，企业应超越利润最大化的短期目标，追求兼顾环境、社会和公司治理的长期可持续发展目标。关注 ESG 各维度风险的应对并抓住 ESG 带来的机遇，为企业制定宏观发展战略提供支撑，帮助企业分析优势和不足，推动企业向可持续、高质量发展的目标前进。

煤企作为达成碳中和目标的基础单元的一份子，需要探索和建立以可持续发展为引领的路径规划，关注环境、社会及公司治理，联同利益相关方共同推动创

新发展，引领行业碳中和方向，为构建绿色低碳的循环经济体系助力。在实体企业中，ESG 究竟如何影响企业的整体绩效，企业又将如何以贯彻 ESG 治理理念提升企业绩效，仍是业界极为关注的问题。本文以中国神华为研究对象，一是因为中国神华自 2007 年以来一直关注企业社会责任，至 2018 年开始引入 ESG 理念并不断践行发展完善，在行业范围内取得了一定的成效。二是因为中国神华作为大型能源企业且是煤炭行业的龙头企业，以其为研究对象具有一定的代表性，能够发挥标杆作用。本文在梳理 ESG 对企业绩效产生影响的理论基础上，对中国神华进行整体的绩效评价，并针对企业在实施 ESG 治理过程中存在的问题给出具体的对策及优化建议，以期提升案例企业的绩效水平和市场竞争力。同时，为我国以煤炭企业为代表的重污染行业开展 ESG 活动提供一定的经验依据，助力能源企业向绿色可持续发展转型。

1.1.2 研究意义

（1）理论意义

以往企业追求的目标仅仅是企业利润最大化或者股东财富最大化，但是企业作为社会的一部分、经济发展的基础单元，承担的不仅仅是自身发展的任务，还应该兼顾对环境和社会的责任。ESG 包含的可持续发展理念，为企业目标的转变提供了理论支撑。ESG 将环境、社会和公司治理纳入到企业管理和运营流程，在 ESG 理念的指导下，企业负责地经营，应对不断变化的市场需求，满足多重利益相关方的诉求，创造商业价值，实现社会价值。选题以绿色、可持续发展转型为背景，分析中国神华 ESG 理念的发展历程，并对企业整体绩效进行评价，旨在研究 ESG 指引下实体企业实现绿色转型和可持续发展的意义和必要性，为企业管理层践行 ESG 理念，开展 ESG 活动提供一定的理论依据，具有一定的理论价值。

（2）实践意义

首先，现有研究多以实证研究为主，以行业大样本数据验证 ESG 对企业绩效存在一定影响，而实体企业仍缺乏开展 ESG 活动、披露 ESG 信息的主动性。要想广泛推动 ESG 在能源企业中的普及与实施，必须让企业看到 ESG 带来的实际效果，意识到开展 ESG 活动对于企业低碳转型的必要性。选题评价分析 ESG 理念下中国神华的整体绩效，能够强化 ESG 在实体企业中的实践价值，更进一步地推动企业在经营过程中贯彻 ESG 理念，形成良性循环。其次，从财务和非财务方面全面地评

价中国神华的绩效,有助于分析中国神华在 ESG 治理过程中影响企业绩效提升的问题,并提出针对性建议以提高企业的绩效水平,同时促进 ESG 理念与经营理念相融合、强化风险和责任主体意识。最后,中国神华作为央企,处于行业领先地位,研究中国神华实施 ESG 治理举措的情况,以期对以煤企为代表的能源企业实践 ESG 理念、实现绿色低碳转型提供经验借鉴,便于其他企业对标优秀、对标一流。

1.2 文献综述

1.2.1 ESG 研究

(1) ESG 的兴起及概念形成

ESG 概念源自社会责任。西方国家早期经济快速增长带来的社会 and 环境的负面影响,催生了基于环境保护和社会责任的公众运动,社会责任投资也逐渐渗透到商业活动中,企业和投资者开始将社会和环境因素纳入管理和投资决策中。根据 1997 年的可持续发展承诺宣言,联合国环境规划署表示,企业在展开业务和制定战略时应考虑环境和社会因素。2004 年,联合国环境规划署提出的 ESG 投资概念强调了投资中的环境、社会和治理问题。2006 年,联合国负责任投资原则(UNPRI)组织成立,主张将 ESG 各因素纳入投资决策;同年,高盛集团发布的 ESG 研究报告整合了“环境、社会、治理”的概念,这标志着 ESG 概念正式形成。此后,国际组织和投资机构等市场主体不断深化 ESG 概念。

(2) ESG 引入国内的发展情况

随着 ESG 理念在国际中盛行,ESG 逐渐引入国内。与欧美资本市场相比,中国的 ESG 投资起步较晚,主要以“自上而下”的政策引导投资者和企业。自 2008 年,深交所、上交所先后发布关于上市公司承担社会责任的文件,2012 年,港交所出台《环境、社会和治理指引》,并先后三次修订、完善该指引。2016 年,国家七部委进一步明确了我国环境信息披露路径。2019 年,上交所针对科创板上市公司提出强制披露 ESG 相关信息的要求。2020 年出台的《深圳经济特区绿色金融条例》,首次以法律形式要求企业提供环境信息资料。ESG 理念逐渐受政府部门和监管机构高度重视,在未来将持续发展。

(3) ESG 的应用领域

近年来, ESG 成为金融市场一种重要的投资理念, 也成为引导企业可持续发展的行动指南。具体来看, 可以从“ESG 投资”和“企业 ESG 实践”两个层面来考察 ESG 的应用。投资层面倡导在投资分析、决策和管理流程中考虑 ESG 因素, 企业层面将环境、社会、治理等因素纳入企业管理运营流程。具体应用情况如下:

一方面, ESG 在投资层面得以应用并持续扩容。ESG 投资的雏形是 20 世纪初欧洲国家的教会投资, 20 世纪 70 年代形成了 ESG 理念为核心的责任投资, 自 20 世纪 90 年代后, 受到西方众多投资者的广泛关注。Renneboog 等 (2008) 指出, ESG 指标在投资者中广泛普及并受到监管政策的支持, 表明社会责任投资发展潜力极大。近年, 负责任投资原则组织 (PRI) 的签署机构数量迅速增长, 截至 2022 年 2 月, 全球已有 4700 多家签署机构。ESG 投资在欧洲发展最为迅速, 2012-2020 年间欧洲在全球 ESG 投资中处于领先地位, 2020 年欧洲的可持续投资规模达 12.02 万亿美元, 占全球主要国家可持续投资规模的 34%。

ESG 投资在中国发展的如火如荼, 截至 2023 年 2 月, 中国 PRI 签署机构已从 2017 年的 21 家增至 129 家。星焱 (2017) 研究指出, 责任投资在发展演化中逐渐纳入了伦理投资 (孙美, 2017) 和绿色投资, 但融入 ESG 因素之后的综合投资绩效更受学术界和行业的关注。机构投资者通过 ESG 指导投资, 控制风险的同时, 有望提升长期收益 (张飒, 2017)。屠光绍 (2019) 提出, ESG 责任投资的本质是通过考量社会责任因素, 优化投资结构, 以控制风险。李瑾 (2021) 研究发现投资者对 ESG 投资理念是认可的, ESG 表现好的企业可以获得额外收益。

另一方面, ESG 在微观企业层面持续运用研究。屠光绍 (2019) 指出, ESG 理念不仅在投资行业达成共识, 在政府的引导下, 企业社会责任承担也逐渐受到关注。《中国 ESG 报告白皮书 2021》研究发现, 上市公司是践行 ESG 理念的重要参与者。重视 ESG 信息披露工作、促进 ESG 理念与经营管理相融合、强化风险和责任主体意识, 是上市公司实现自身高质量发展的重要抓手。近年来积极践行 ESG 理念并披露 ESG 信息的 A 股上市公司越来越多, 据中国资本市场研究院统计, 2020 年沪深两市 A 股公司中近 27% 的公司发布了 ESG 报告。从行业分布看, 金融行业的 ESG 报告披露率领先于其他行业, 其次是钢铁、交通运输、房地产和采矿业等传统行业, 医药生物、电子通信、计算机、汽车等行业的披露率处于较低水

平。按照企业性质，国企 ESG 信息披露意识相对较高，尤其是中央国有企业，披露率达 53%，地方国有企业为 37%，相比之下，民营企业 ESG 信息披露意识相对不足。

（4）ESG 评级相关研究

ESG 评级具有一定的理论意义，理论研究表明，可持续发展理论（西南财经大学课题组，2015）、利益相关者理论和企业竞争力评价理论（于武等，2002）都阐明了企业在实现自身发展的同时，兼顾经济和社会的可持续发展的必要性。此外，投资决策中考虑 ESG 因素有助于优化风险控制，从而提高投资回报，ESG 评级是投资决策所实际需要的，建立 ESG 评价标准能够为中国 ESG 投资提供支撑，并助其完善资本市场结构（屠光绍，2019）。随着对环境问题的日益重视，绿色和可持续发展理念深入人心，ESG 信息披露要求也愈加丰富，进行 ESG 评级成为应对日益严格的信息披露要求的有效方法（张红力等，2017）。

在国外，随着企业对 ESG 的关注度越来越高，专业的 ESG 评级机构开始出现。全球范围内大约有 600 多家 ESG 评级机构，其中具有代表性的包括彭博、明晟、汤森路透、富时罗素、路孚特和晨星，他们有各自独立的计算和衡量方法（Sherwood 和 Pollard，2018）。不同 ESG 评级机构在机构使命、机构特性、评级目标、评级框架、评级方法、打分机制、评级结果，以及产品与服务方面存在巨大差异。例如，富时指数包含多个不同系列的指数；汤森路透 ESG 评级囊括了 10 个领域的 178 个指标；道琼斯指数涉及环境和社会的六大领域；明晟指数涉及 10 个主题 35 个关键议题；晨星 ESG 涉及 6 个领域共 18 个关键议题。值得注意的是，各评级机构之间相关性不强，曾有美国学者采用 2014 年的数据，计算明晟等六家机构的评级相关性，发现其平均相关性仅为 0.54。

相较国外，国内 ESG 评价体系发展相对滞后，但近几年发展较快，涌现了一批评级机构，主流 ESG 评级体系诸如华证 ESG 评级、中证 ESG 评级、商道融绿 ESG 评级、嘉实 ESG 评级、社会价值投资联盟 ESG 评级、万得 ESG 评级以及由高校构建的中央财经大学绿色金融国际研究院 ESG 评价体系等。在评级对象方面，华证、中证、商道融绿与嘉实基金等机构的 ESG 评级体系均为全部 A 股公司，其他机构以中证 800、沪深 300 成份股为主。在指标体系方面，多数评级的一级指标体系从 ESG 三个维度展开，如华证、中证、商道融绿等。数据搜集方面，多数

机构通过公司公开披露与多方监控等多渠道获取，部分有特色的如微众揽月的 AI-ESG 评级通过分析卫星图像收集数据以便监测企业环境情况。因评级体系、数据、方法各具特色，不同评级机构对 A 股公司的评级结果呈现差异化。

ESG 评级发展至现在，国内外评级机构众多，但由于评级方法各不相同，针对同一对象，评级指标体系和评级结果存在差异。

1.2.2 企业绩效评价研究

通过已有文献，梳理了国内外企业绩效评价的历史进程。王化成和刘俊勇（2004）指出，随着不同时期企业经济的发展，企业绩效评价的目标导向经历了从利润最大化、股东财富最大化到企业价值最大化的转变，企业绩效评价应针对企业管理实践的发展，不断解决实践中发现的问题。孙永凤和李垣（2004）认为，企业绩效评价从以财务评价为重点，逐渐扩展到引入非财务信息的企业综合状况和未来趋势的整体评价，但财务绩效评价在企业绩效评价中的基础地位不会动摇。企业发展涉及了不同的利益相关方，不同利益相关者的利益诉求不同，他们对企业绩效评价的侧重也有所不同，这就要求对企业绩效综合全面地评价（陈共荣和曾峻，2005）。张玉琴（2014）为中国企业绩效评价提出了建议，企业绩效评价应做到财务与非财务指标相平衡，尽量使非财务指标量化，建立起满足各利益相关方要求的企业绩效评价体系。企业绩效评价要结合定量与定性的方式，进行绩效评价能够衡量企业当下的管理水平，反映企业的发展潜力，同时可以为企业未来的经营方向提供指导（李璿萍，2021）。

总体来看，企业绩效评价的研究较早且已发展成熟，对于企业绩效评价的发展方向学界也达成了一致，企业绩效评价要综合全面，以满足各方利益相关者的需求，从而实现企业价值最大化。

1.2.3 ESG 对企业绩效的影响研究

（1）ESG 与企业绩效关系研究

自 20 世纪 70 年代开始，就有学者对 ESG 与企业绩效之间的关系展开研究。根据弗里德等（2015）基于 2000 多项实证研究的汇总研究分析，截至 2015 年，国际上与责任投资相关的实证研究文献已经超过 2200 篇。关于 ESG 表现对企业绩

效影响的相关研究主要包含三种结论：正相关、负相关和 U 型相关：

一是 ESG 表现与企业绩效存在正相关关系。Friede 等（2015）研究发现，在已有研究中大约九成的研究结果表明 ESG 对企业财务绩效存在非负影响。企业的大多数 ESG 治理举措都表现出这样的非负关系（Jun Xie 等，2019），企业投资 ESG 对以 ROA（Patrick Velte，2017）、ROE（Qureshi 等，2021）为代表的财务指标影响显著，这在环境敏感型企业中影响更为明显（李井林，2021）。企业的 ESG 绩效能够很好地预测财务绩效，积极开展 ESG 活动有助于提升财务绩效（Qureshi 等，2021）。由于 ESG 治理对提升财务绩效具有时滞性（李百兴，2018），企业应保持对 ESG 的长期投入，以获得效益。除了以上对财务绩效的影响，ESG 也影响着企业非财务绩效，它能够反映企业在可持续发展方面的表现情况（孙冬，2019），且与企业价值呈正相关（张琳和赵海涛，2019；徐光华等，2022）。二是 ESG 表现对企业绩效呈负相关关系。有学者从新古典经济学理论的角度提出，应对环保政策，需要企业付出环保成本，这无疑会增加企业的生产管理成本、抵消产生的社会和环境效应，甚至会影响企业竞争力，对企业经济增长产生负面影响（Cordeiro 和 Sarkis，1997）。国内也有学者提出，在有限的资源条件下，增加 ESG 投资会挤占企业用于生产的资源（高杰英，2016），ESG 若被管理层作为提升声誉的工具还可能增加企业发展的风险（张琳和赵海涛，2019）。杨皖苏（2016）以中小板上市企业为样本，研究发现大中小型企业履行对职工和客户的社会责任对企业长期财务绩效产生负向影响。另外，在非国有企业和非环境敏感型企业中开展 ESG 活动对企业绩效的负面影响更显著（Ruan 和 Liu，2021）。三是 ESG 表现对企业绩效呈 U 型相关。Wagner 和 Schaltegger（2004）通过研究欧洲制造业的数据，发现环境与经济绩效之间存在 U 型关系。Alexandre 等（2017）以 300 多家上市企业为样本，研究发现 ESG 表现与企业绩效存在 U 型关系。李慧云等（2022）的研究也证实了重污染企业披露的 ESG 信息与绿色创新绩效之间的 U 型关系。

（2）ESG 影响企业绩效的途径

张红力等（2017）研究发现，企业绩效主要取决于企业在不损害经济和社会可持续发展的情况下实现自身发展，以及与社会和环境和谐相处的能力。环境绩效表现良好的企业易受到市场投资者的青睐，获得投资者支持（刘璐和吁文涛，

2021)。ESG 表现能够通过促进企业承担社会责任，树立起企业在社会和媒体心中的品牌形象，从而提升企业声誉和竞争力，促进企业财务绩效（Hemlata Chelawat 等，2016）。良好的 ESG 表现能够向市场主体传达财务报表所无法传递的企业价值（张琳和赵海涛，2019；高杰英，2021）、战略决策、产品安全以及企业文化等非财务信息，有利于更加全面的评估公司的治理能力、可持续发展水平（施懿宸，2020）。而且，开展 ESG 活动有助于企业识别潜在风险，ESG 表现水平的改善能够降低企业风险（Hemlata Chelawat 等，2016），能够缓解融资约束（王波和杨茂佳，2022），减轻企业的财务负担。ESG 治理中公司治理与公司业绩之间存在的积极关系（Nollet 等，2016）也得到了众多学者的论证，适当增加股东权利（Paul 等，2003）、董事持股比例（Bhagat 和 Bolton，2019）对企业绩效有正向影响，能够提升企业价值。

1.2.4 文献评述

综上所述，关于 ESG、企业绩效以及 ESG 对企业绩效影响的研究成果已颇为丰富，且多集中于理论和学术研究层面。目前，关于 ESG 的研究，国外研究趋于成熟，形成了比较权威的评级体系。我国也出现了一批加入中国特色的本土化评级体系，但我国现今还是以引导、鼓励为主，缺乏统一、规范的评价标准。关于企业绩效以及企业绩效评价的研究，不同学者从不同的视角探索企业绩效，但普遍认同企业绩效是经营成果的具体体现。此外，ESG 能够影响企业发展已经大样本实证研究得到证实，但鲜见针对某一行业企业的案例研究；另外，对企业绩效的影响分析大多基于其对财务绩效的影响，缺乏在企业整体层面的全面、综合绩效的影响分析。

总的来说，现有研究中对企业绩效的评价大多聚焦于企业的财务绩效，存在企业绩效评价缺乏全面性、综合性的问题。本文分财务绩效和非财务绩效两方面进行企业绩效评价，其中，在非财务绩效维度，借助绩效棱柱评价模型，将 ESG 各维度指标解构到绩效棱柱评价模型当中，将生态环境绩效、社会绩效和公司治理绩效三部分通过利益相关者直观地展现出来，进行非财务绩效考核，总体上实现了企业业绩评价的全面性和综合性，这是文章可能的创新性所在。

从社会责任到 ESG 的发展，企业在经营活动中引入 ESG 理念势在必行，而且，

ESG 能够反映企业非财务信息，将其纳入企业绩效评价将使企业整体绩效更为综合、全面。因此，本文选取引入了 ESG 治理理念的中国神华作为案例企业，以 ESG 影响企业绩效为逻辑起点，从经济、生态环境和社会责任多角对企业绩效进行整体、全面地评价，深入、系统地剖析中国神华引入 ESG 对其发展的具体效果，为企业引入 ESG 治理理念，实现可持续发展提供新视角。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

全文共分为六部分，主要内容如下：

第一部分：绪论。该部分主要阐述本文的研究背景、研究意义、国内外研究现状，明确研究内容以及研究方法。

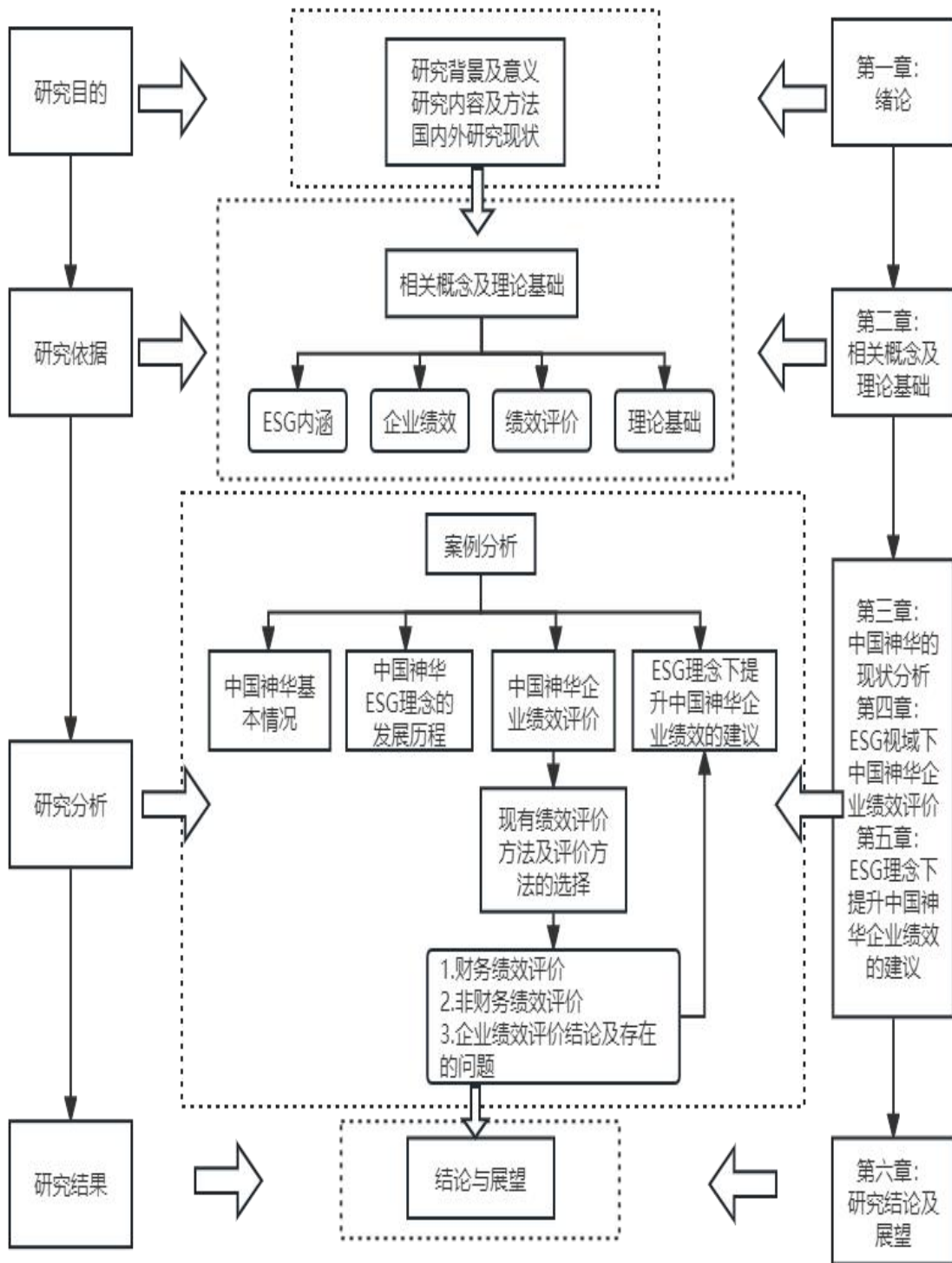
第二部分：相关概念及理论基础。该部分界定了 ESG 的内涵、企业绩效和绩效评价的概念以及支撑 ESG 对企业绩效影响的相关理论基础，包括可持续发展理论、利益相关者理论和三重底线理论。

第三部分：中国神华现状分析。该部分首先对中国神华的基本情况进行了简单介绍，包括公司简介、经营状况和财务状况，然后介绍了中国神华 ESG 理念的发展历程。

第四部分：ESG 视域下中国神华企业绩效评价。首先，介绍现行绩效评价方法并选择适用本文的评价方法。其次，通过纵向分析和横向同行业对比分析，对案例企业进行财务绩效分析，然后，借助绩效棱柱评价模型，对企业进行非财务绩效评价分析。最后，得出评价结论并指出中国神华开展 ESG 治理过程中存在的问题。

第五部分：ESG 理念下提升中国神华企业绩效的建议。通过上一章节的分析，针对上一章节中总结出的问题提出优化建议。

第六部分：结论与展望。经过对前文的理论研究及案例企业的实际分析得出本研究的主要结论，并提出未来展望。



1.3.2 研究方法

(1) 案例研究法

本研究选取中国神华作为案例公司，主要通过对中国神华引入 ESG 理念前后的财务和非财务绩效进行分析，并得出评价结论、指出存在的问题，然后针对具

体问题给予合理的优化建议。以中国神华为案例研究对象，为同行业为企业实施 ESG 治理举措，实现企业长期可持续发展提供经验借鉴。

（2）比较分析法

研究运用可量化指标对 ESG 理念下中国神华的整体绩效进行评价，一方面选取了中国神华引入 ESG 理念前后 7 年的财务指标，通过绘制折线图、列表等方式对比其经营业绩；另一方面结合中国神华 7 年间 ESG 相关的指标，借助绩效棱柱评价模型，对比分析其非财务绩效。

2 理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 ESG

2006年，高盛集团（Goldman Sachs）首次明确地提出 ESG 概念。ESG 由 Environmental、Social 和 Governance 三个单词的首字母合并而成，意为将环境、社会和治理相结合，引领企业超越利润最大化的短期目标，以环境保护、社会责任和公司治理为中心，追求绿色可持续发展。具体来看，ESG 中的环境维度关注企业合规生产、绿色发展，社会维度反映企业树立的公众形象，治理维度衡量企业管理层的公司治理能力。

2.1.2 企业绩效

绩效可拆解为业绩、成绩和效果，是指组织、团队或者个人，在一定的资源、条件和环境下完成任务的程度，是对目标达成效率或者实现效果的一种衡量与反馈。企业绩效经历了一系列发展与变化，从最初对企业成本效益的考察、对企业财务表现的衡量，到财务与非财务相结合的平衡绩效及全面绩效等（杨富，2010），企业绩效所涵盖的范围和内容不断扩大、充实。企业绩效不再局限于财务绩效，以及在某一经营期间的经营效益和经营者业绩，而是扩展到对企业财务与非财务维度的全面、综合绩效。

2.1.3 企业绩效评价

企业绩效评价是以企业法人作为具体评价对象，将反映企业全面、综合绩效的企业盈利能力、资产质量、偿债能力和经营成长等方面作为主要评价依据，运用一定的评价方法，通过定性和定量分析，对企业做出客观、公正的评判结果，以加强对企业主体经营运作过程的监督管理，提高企业的经营管理水平，增强企业发展能力。基于企业发展的时期以及不同阶段企业绩效考评的需要不同，企业所采取绩效评价模式不尽相同，从国外的沃尔综合评分法、杜邦分析和经济增加值

等评价方法到国内拓展新视角、结合可持续发展的三重绩效评价（刘章胜，2008）等不一而足。

2.2 基础理论

为大众广泛接受的 ESG 理念及其方法论有着坚实的理论支撑，其中，受到广泛支持的是可持续发展理论（黄世忠，2021；西南财经大学课题组，2015），不论是考虑后代需求的代际公平角度还是涵盖经济、社会和环境协调发展的代内公平角度，可持续发展理论都对 ESG 产生了深远影响；其次是由企业社会责任发展而来的从股东利益至上到履行多方责任的利益相关者理论，以及弥补了企业社会责任未涉及责任边界问题的三重底线理论；此外，还有学者提出，企业竞争力评价理论（波特，1997；于武等，2002；中国工商银行绿色金融课题组，2017）、经济外部性理论（黄世忠，2021）也对 ESG 理念的发展提供了坚实的基础。综观现有研究成果，本文基于对 ESG 理念提供了最为全面支撑的最具代表性的三大理论——可持续发展理论、利益相关者理论和三重底线理论，分析其对 ESG 的意义。

2.2.1 可持续发展理论

可持续发展思想是人类对自身生存环境深刻反思的产物。工业革命在助力人类实现飞跃性发展的同时也带来了诸如环境破坏、工业污染等问题。在以环境为代价的经济增长、快速城市化、人口爆发式增长等导致的资源短缺的压力下，可持续发展理论应运而生。20 世纪 60 年代初，由海洋生物学家蕾切尔·卡（Rachel Carson）出版的《寂静的春天》向“征服自然”这一传统思想发起挑战，为人类环境意识点燃了启蒙之灯。十年后，一份名为《增长的极限》的报告，通过对人口数量、农业生产、资源、工业生产和污染五大变量进行了研究，证实了高速的资源消耗和人口增长将加速达到经济与人口增长的极限，并呼吁人类，将无限增长的发展模式转变为可持续增长模式。自此，可持续发展思想逐渐引发社会关注和相关理论研究。

到 20 世纪八十年代末，世界环境与发展委员会阐明了“可持续发展”的概念及定义。经学者们不断的探索与论证，可持续发展的定义达成共识，即当代人在解决自身的公平发展、满足自身的生存和发展需要的同时，还要为后代的生存

与发展做贡献（方行明等，2017）。该理论的核心是包容性发展，一方面，可持续发展意味着在满足当代人发展需求的同时考虑后代发展所需的资源，即所谓的代际公平；另一方面，持续增长、合理的持久的发展要求强调兼顾经济、社会 and 环境的协调发展，也即所谓的代内公平。其中，代内公平是基础，更是实现代际公平的前提。在目前的发展形势下，只有满足当代人生存与发展的需求，才有实现代际公平的可能性。ESG 的绿色、可持续发展理念以及 ESG 报告框架中环境、社会和治理的三维度设计均吸收了可持续发展理论的精髓。促进代内公平的实现，从而使得可持续发展得以在代际间延续。

2.2.2 利益相关者理论

ESG 理念与企业社会责任理论一脉相承，企业社会责任理论包括股东至上主义和利益相关者主义两大支流，在股东至上主义极端盛行、企业一味地牟利而罔顾生态与经济平衡的情况下，利益相关者理论渐渐崛起。“利益相关者”一词最早出现在《战略管理：利益相关者管理的分析方法》一书中，作者爱德华·弗里曼提出，企业管理者不仅要关注利润最大化的目标，还要关注企业本身与其他利益团体共赢的目标。此后，关于利益相关者的研究甚嚣尘上，学者们从不同角度提出了对利益相关者的定义。最具代表性的广义定义回归到弗里曼的论述，即利益相关者包括在实现组织目标中受到影响的所有个体和群体。

利益相关者理论认为，利益相关者对公司的发展至关重要，企业管理者在为股东谋求利益最大化的同时，也应该对其他利益相关者负责。综观已有学者的论述，利益相关者不仅包括股东、债权人和企业价值链上的经济利益相关者，还包括政府、社区和媒体等社会利益相关者，以及受企业经营活动影响的其他利益相关者，诸如自然资源、生态环境和子孙后代。利益相关者理论要求企业平衡各个利益相关方的利益诉求，这与 ESG 的基本理念——实现互相兼顾的平衡，相一致，为企业实现利润最大化的同时，兼顾环境和社会责任提供了可靠的理论支撑。

2.2.3 三重底线理论

利益相关者理论提出企业应当对股东之外的其他利益相关者负责，但并未涉及企业承担社会责任的边界问题，而三重底线理论（Triple Bottom Line）正好

弥补了这一缺口。三重底线理论由约翰·埃尔金顿于 1997 年提出，他将企业社会责任细分为经济责任、社会责任以及环境责任。其中，“三重底线”中的第一条底线是利润（Profit），即企业追求利润最大化、满足对投资者分红的经济责任底线；第二条底线是人（People），即人力资本，既包括企业内部的人力资源也包括企业外部的其他利益相关方，或者说是整体人类福祉；第三条底线是星球（Planet），也即人类赖以生存的生态环境。

长期以来，企业仅关注经营利润这条底线，往往忽视了人类福祉和生态环境保护，这种竭泽而渔的做法实在不利于企业、乃至人类生存的长期可持续发展。因此，三重底线理论为企业的发展勾勒出了企业财务绩效、人力资源和生态环境这三重底线，通过衡量这三方面的表现，来提升对社会责任和环境责任的关注度，以确保企业长期可持续发展。在三重底线的约束下，ESG 理论指导的 ESG 评价体系通过定性指标的描述、定量指标的度量，衡量企业在环境、社会和治理维度的表现情况，指出企业存在的成长优势和成长空间，引导企业追求兼顾环境保护、社会责任和治理多方面的效益。

2.3 ESG 对企业绩效的影响机理

ESG 表现水平在一定程度上是对企业在环境保护、社会责任和公司治理方面的反映，也是企业可持续发展能力的体现，ESG 对企业绩效的影响机理可以有以下几方面的考虑：

可持续发展理论下 ESG 对企业绩效的影响机理如图 2.1 所示。在可持续发展理论的要求下，要实现长期的持续发展，首当其冲的是满足当代人生存与发展需求的代内公平，当代人占有资源、享受资源是不容置疑的事实，在当代人发展与后代利益发生矛盾时，只有保持当代人优先原则，满足了当代人的基本需求，当代人才有能力为后代谋取福利。而且代内公平问题会直接或间接传递到后代，从而影响代际公平的实现。因此要解决当代人与自然环境之间的问题，在节约、创新的驱动下实现资源可持续利用，促进生态良性循环，同时发展经济。在这一角度下，企业作为促进人类社会发展的力量，其发展也落脚于代内公平、致力于代际公平，ESG 理念对企业大发展要求便体现了促进代内公平的实现，引导企业关注环境、社会与治理方面的责任，逐渐形成绿色发展理念，并贯穿于企业经

营运行之中，使企业实现可持续的高质量发展。

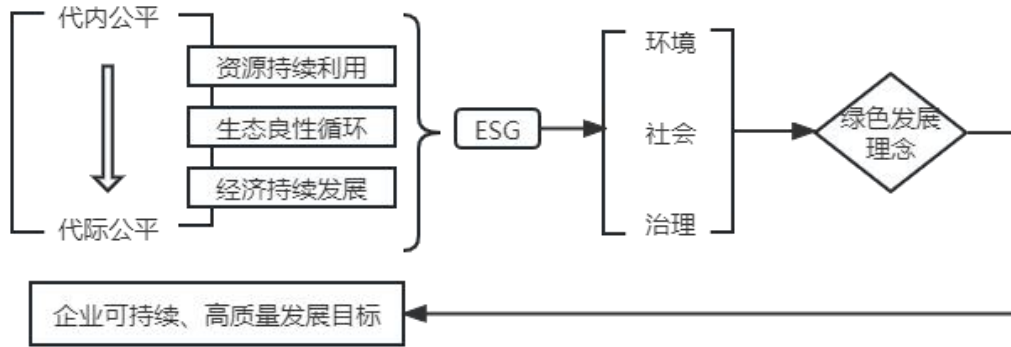


图2.1 可持续发展理论下ESG对企业绩效的影响路径

社会性决定了每个个体、组织都无法脱离整体环境而单独存在，利益相关者理论也强调企业要实现自身生存和发展，就要和利益相关者维持关系，形成共赢的良性发展体系，实施 ESG 治理并披露相关 ESG 信息就是一种实现方式。利益相关者的存在，促使企业的关注点从自身经营效益拓宽到经营管理的外部性。如图 2.2 利益相关者理论下 ESG 影响企业绩效的路径所示，以利益相关者的需求为起点，企业内部直接相关者希望企业在经营过程中降本增效，获得更大利润；企业外部利益攸关方希望企业履行社会责任，践行绿色环保、提升社会贡献率，以实现社会效益最大化。ESG 中的 G（公司治理），旨在公司治理层面推进治理层的变革，将环境议题和社会议题纳入公司的治理体系和战略决策当中，指导企业在贯彻绿色理念和承担社会责任的要求下谋求经济效益，在企业自身发展的同时促进整体社会效益取得长足进步，从而实现可持续、高质量的发展。

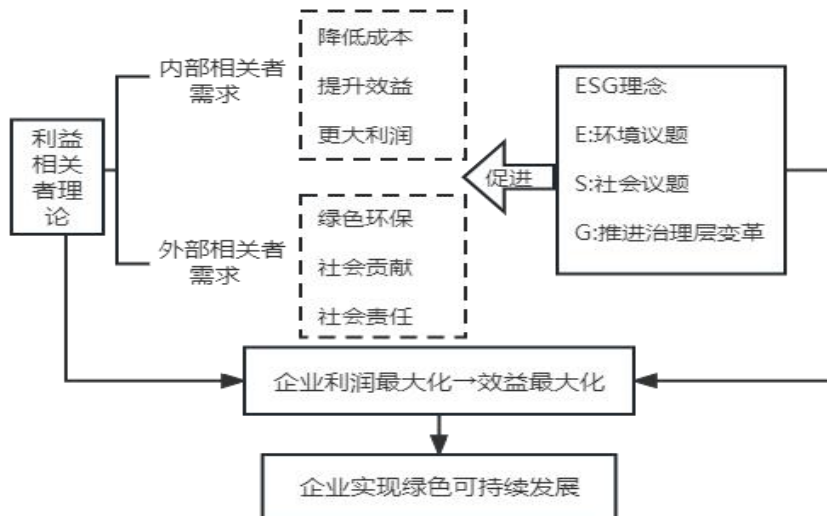


图2.2 利益相关者理论下ESG对企业绩效的影响路径

三重底线理论下 ESG 影响企业绩效的路径如图 2.3 所示。三重底线理论中的三条底线分别是经济利润底线、生态环境保护底线和人类福祉底线，它们为企业生产经营划定了红线。企业意识到仅依靠传统的追求经济利益的目标是一种短浅的发展模式，要想可持续经营下去，还需要为人类福祉考虑，严守环境保护和社会责任的底线。ESG 理念的引入使环保和社会责任在公司治理层达成共识，得以在企业营运中贯彻落实，分环境、社会 and 治理三维度多层次、多指标细化反映企业“防守”底线的情况。企业在履行环保和社会责任的同时促进企业整体绩效的提升、实现经济效益的增长，形成促进企业长足发展的动力机制。



图2.3 三重底线理论下ESG对企业绩效的影响路径

3 中国神华及其 ESG 实践概况

3.1 中国神华概况

中国神华能源股份有限公司（下文简称“中国神华”）于 2004 年成立，是国家能源投资集团有限责任公司（下文简称“国家能源集团”）下属的 A+H 股上市公司。中国神华属于煤炭开采行业，是一家以煤炭为基础的综合型能源公司，主要从事煤炭和电力的生产销售，铁路、港口和航空运输以及煤化工。公司业务布局以煤炭开采业务为起点，利用自由的运输路线及销售体系，构建了火电厂以及煤化工产业，实行多元化行业与产业相结合、网状一体化的发展运营模式，呈现出由点到面的布局。近三年，中国神华均位列世界 500 强企业前排，且在中国煤炭企业 50 强中稳居 TOP3。

3.2 中国神华经营及财务现状

3.2.1 经营现状

（1）主营业务情况

从图 3.1 中国神华 2021 年各营业务收入及占比可以看出，中国神华的营业业务包括六大板块，分别是煤炭、发电、铁路、港口、航运及煤化工。其中，煤炭业务占比最大，达 70.36%，是中国神华的第一大主营业务，其次是占比 15.42% 的发电业务，港口、航运及煤化工业务占比最小，仅占 1% 左右。中国神华的营业收入与营业成本相配比，见图 3.2，煤炭业务成本占比 69.37%，发电业务占比 19.36%。

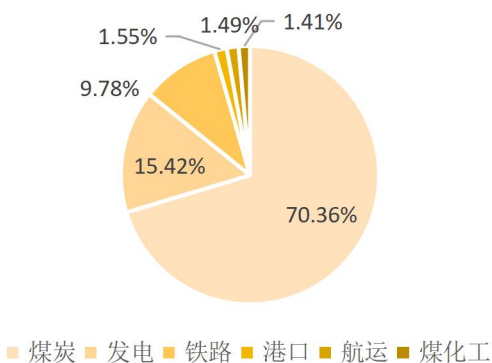


图 3.1 中国神华 2021 年各业务收入占比

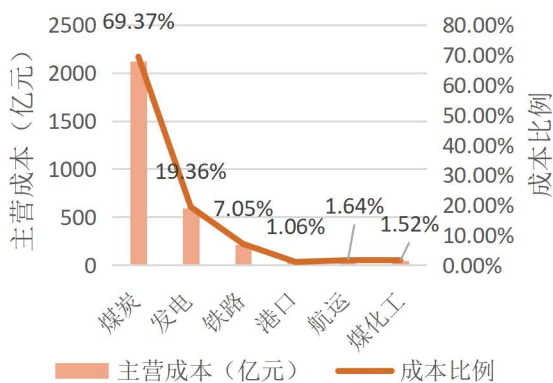


图 3.2 中国神华 2021 年各业务成本及占比

(2) 主营业务收入及主营业务成本

中国神华 2015-2021 年营业收入及营业成本情况见图 3.3，可以看出，2015-2020 年期间，中国神华的营业收入呈倒 V 形，到 2021 年又有了显著上升的变化，其营成本与营收入的变化趋势保持一致。营业收入继 2017、2018 年达到较高水平后，2021 年达到峰值，究其原因与中国神华的主营业务有关。煤炭是中国神华的第一大主营业务，受市场需求影响，煤炭价格与销售量成为引起营业收入变动的一大因素。根据图 3.4 中国神华 2015-2021 年煤炭均价及销售量，煤炭均价自 2015 年开始走高，自 2017 年连续三年保持基本平稳，至 2021 年，市场需求旺盛，价格持续走高，2021 年中国神华煤炭平均销售价格同比上涨 43.4%，销售量同比上涨 8.0%。

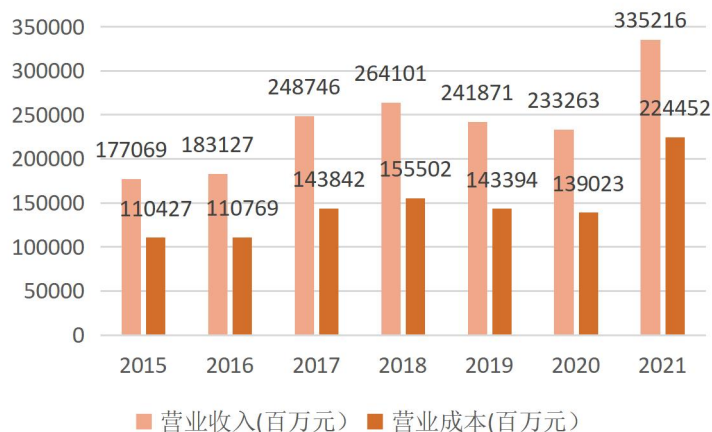


图 3.3 中国神华 2015-2021 年营业收入与营业成本

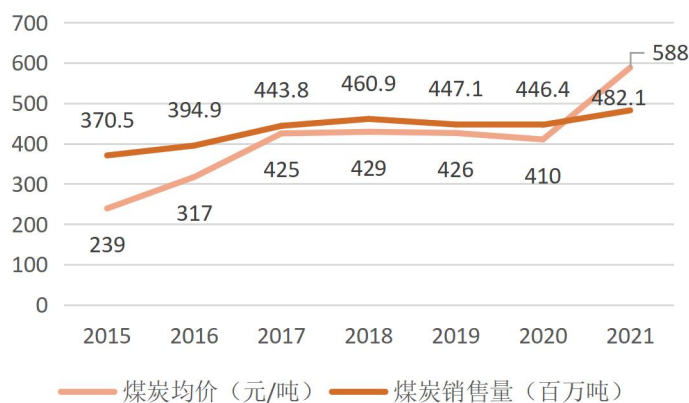
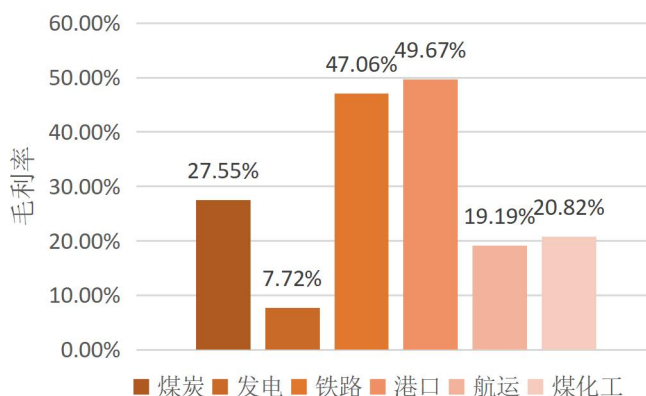


图 3.4 中国神华 2015-2021 年煤炭均价及销售量

从毛利率来看，中国神华的港口和铁路业务毛利率最高，其主营业务煤炭的毛利率达到了 27.55%，比行业毛利率低 2.73 个百分点。营业收入占比第二大的

发电业务毛利率最低，仅 7.72%，如图 3.5。



3.5 中国神华 2021 年各业务营业毛利率

3.2.2 财务现状

(1) 资产状况

中国神华 2015-2021 年间流动资产和非流动资产的变动及其占资产总额的比重如表 3.1 所示。中国神华的总资产规模在 2015-2021 年间整体呈增长态势，总资产从 2015 年 553965 百万元，到 2021 年达 607052 百万元，增长幅度为 9.58%。其中，流动资产的占比波动上升，截止 2021 年占比达 34.32%，同比上升 20.95%，比 2015 年增长了 72.11%。非流动资产的规模整体呈下降的趋势，从 2015 年占比 78.15% 下降到 2021 年占比 65.68%，下降幅度为 7.9%。2021 年，流动资产的增长幅度超过了总资产的增长幅度，在总资产中的比重也有所上升，说明中国神华的资产流动性在不断提升。

表 3.1 中国神华 2015-2021 年的资产结构

年份	流动资产		非流动资产		资产总计	
	金额(百万)	占比(%)	金额(百万)	占比(%)	金额(百万)	同比增长(%)
2015	121036	21.85	432929	78.15	553965	-
2016	133463	23.35	438201	76.65	571664	3.19
2017	132644	23.39	434480	76.61	567124	-0.79
2018	233296	39.73	353943	60.27	587239	3.55
2019	160494	28.74	397990	71.26	558484	-4.90
2020	172229	30.84	386218	69.16	558447	-0.01
2021	208310	34.32	398742	65.68	607052	8.70

资料来源：根据中国神华 2015-2021 年年报资料汇总整理

(2) 负债状况

中国神华 2015-2021 年间流动负债和非流动负债的变动及其占负债总额的比重如表 3.2 所示。2015-2020 年,中国神华总负债规模呈逐年下降趋势,至 2021 年同比增长了 28059 百万元,增长幅度为 21.05%,这是由 2021 年流动负债增长了 32%引起的。中国神华的流动负债虽然呈下降态势,但流动负债占负债总额的比重基本稳定,且远高于非流动负债的比例。

表 3.2 中国神华 2015-2021 年的负债结构

年份	流动负债		非流动负债		负债合计	
	金额 (百万)	占比 (%)	金额 (百万)	占比 (%)	金额 (百万)	同比增长率 (%)
2015	101487	51.83	94321	48.17	195808	-
2016	112185	58.50	79575	41.50	191760	-2.07
2017	115905	60.21	76592	39.79	192497	0.38
2018	123381	67.50	59408	32.50	182789	-5.04
2019	95483	66.83	47382	33.17	142865	-21.84
2020	69493	52.13	63824	47.87	133317	-6.68
2021	91748	56.85	69628	43.15	161376	21.05

资料来源:根据中国神华 2015-2021 年年报资料汇总整理

(3) 所有者权益状况

中国神华 2015-2021 年间负债和所有者权益的变动如图 3.6 所示,权益整体上保持平稳,2021 年达到 607052 百万元,比 2020 年增加了 48605 百万元,增长幅度为 8.7%。其中,所有者权益变动对权益合计数的增长贡献最大,整体上呈增长态势,2021 年比 2020 年增长了 20446 百万元,增长幅度为 4.83%;负债整体上呈下降趋势,因此,在所有者权益不断上升和负债不断下降的作用下,权益合计整体呈增长趋势,所有者权益对总资产的增长作用越来越大。

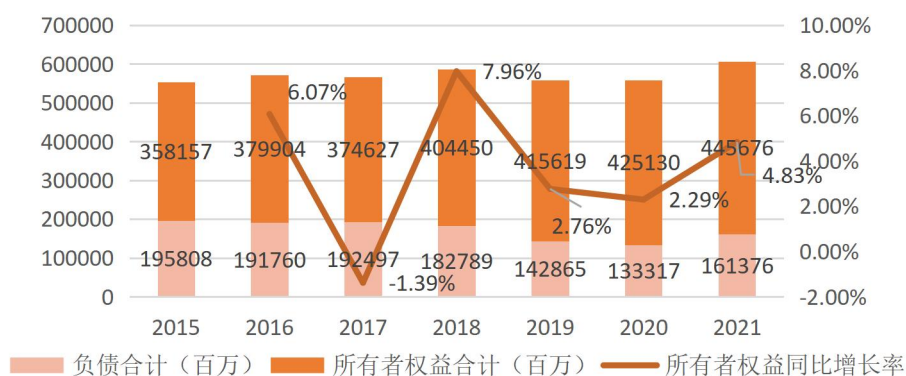


图 3.6 中国神华 2015-2021 年权益变动

3.3 中国神华 ESG 评级及实践历程

中国神华在现有的权威 ESG 评级机构中的评级表现良好，其优秀的 ESG 评分表明了中国神华在企业管理中深刻贯彻了 ESG 理念，且 ESG 实践取得了明显的成效。彭博 ESG 评级覆盖了全球 60 多个国家 11500 多家公司，其利用自有的量化模型，通过可持续性和行业框架分析和研究来标准化数据，能够处理规模偏差和披露不足的问题。如表 3.3，在彭博 ESG 评分下，中国神华的 ESG 评分自 2011 年至 2020 年逐年上涨，且远高于同行业可比企业。华证 ESG 数据中的 ESG 评分按照 A、B、C 等的顺序，依次划分为 AAA 级、AA 级、A 级、BBB 级、BB 级、B 级、CCC 级、CC 级和 C 级，共 9 级。中国神华从 2011 年至 2020 年，十年间的华证 ESG 评分均为“AA”级，在同行业可比企业中表现得优异且稳定，见表 3.4。

表 3.3 中国神华 2011-2020 年的彭博数据库 ESG 评分

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国神华	40.9	42.2	42.6	50.0	49.6	48.8	49.2	52.1	54.1	51.7
中煤能源	21.5	23.1	31.8	30.6	30.6	33.5	38.8	40.5	40.5	40.5
兖矿能源	27.3	26.9	30.6	31.4	31.8	36.8	40.5	43.0	40.9	40.9

资料来源：Wind 数据库

表 3.4 中国神华 2011-2020 年的华证 ESG 评分

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国神华	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
中煤能源	BBB	BB	BBB	B	BB	A	AA	AA	A	AA
兖州煤业	AA	AA	AA	A	AA	AA	AA	AA	AA	AA
陕西煤业	-	-	-	CCC	CC	B	A	A	AA	AA

资料来源：Wind 数据库

双碳政策下，碳资源将被新能源加速替代，煤企或将面临开采量下降、煤价下跌、关停落后产能等一系列挑战。实现节能减排、绿色发展，成为中国神华面临的重要问题。在国家能源集团“绿色发展，追求卓越”的核心价值观的引领下，中国神华也积极践行绿色理念，制定了“建设世界一流的清洁能源供应商”的战略目标。2007 年，根据社会责任相关标准，中国神华在各业务板块构建了涵盖关键责任要素的社会责任指标体系；2013 年起自觉按照 ESG 要求披露其社会绩效；自 2015 年，依据上交所和港交所发布的有关环境信息披露的指引编制社会责任报告；2018 年主动发布由第三方鉴证的 ESG 报告，并于 2019 年设立专门的

ESG 治理工作办公室；2021 年 1 月，国家能源集团建成 ESG 信息系统，实现了利用信息化全面提升公司 ESG 履责能力。

在实施 ESG 治理的过程中，首先从治理层着手，ESG 中的 G（公司治理），旨在公司治理层面推进治理层的变革，将环境和社会议题纳入公司的治理体系和战略决策当中，指导企业在贯彻绿色理念和承担社会责任的要求下谋求经济效益。中国神华逐渐将 ESG 理念融入到整个公司的治理和经营中，形成了自上而下的治理体系，如图 3.7 所示。董事会是 ESG 治理体系中的最高决策者，主要负责 ESG 决策和 ESG 治理运作。董事会下设的安全、健康和环境保护委员会负责评估公司的 ESG 相关风险，定期制定公司的 ESG 管理政策，开展 ESG 管理和监督，并向董事会报告 ESG 事项。其下设三个工作组，负责落实具体事项，并定期向安全、健康与环境保护委员会报告。ESG 治理办公室和公司管理层联合推动 ESG 治理相关业务的实施。安全、健康和环境保护委员会有审计委员会定期审查公司的年度 ESG 报告和披露，并提交董事会审查和批准。

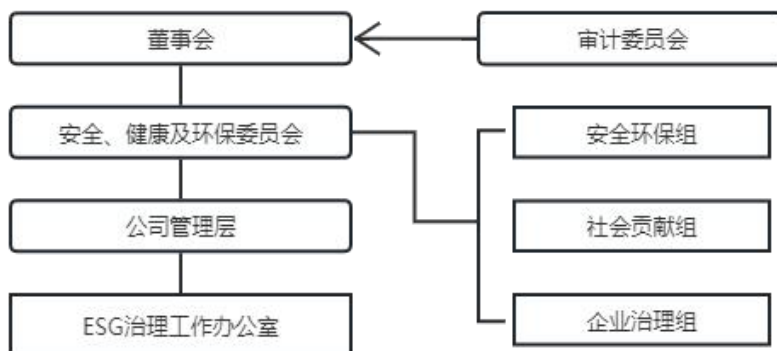


图 3.7 中国神华 ESG 管治架构图

引入 ESG 理念后，中国神华逐渐规范确定了各维度的关注内容。考虑了行业中常见的 ESG 议题，经过与利益相关方多种形式的沟通，中国神华以线上问卷评估了公司关注的 ESG 议题的重要性，筛选出十大重要议题，中国神华 2018 年至 2021 年确定的十大关键实质性议题如表 3.3 所示，可以看出，2018 年以来中国神华对环境保护的关注度有了极大提升，碳排放位列十大议题之首，污染防治和节能降耗的重要性也有所上升。其次，在产品质量方面产品质量和科技成果应用两大议题的重要地位稳居不动，势在提升产品质量和竞争优势，从而保护客户基本权益，为企业获取更大的市场份额。在社会维度还注重员工权益保障，安全管

理系统和职业健康是该层面的重要议题。在公司治理层面，严抓风险预控管理系统、反腐倡廉和合规管理，致力于打造合规高效的治理层。

表 3.5 中国神华 2018-2021 年十大关键实质性议题

年份	重要性排序依次递增→									
2021	科技 成果 应用	节能 降耗	合规 管理	反腐 倡廉	职业 健康	风险 预控 管理	产品 质量	污染 防治	安全 管理 系统	碳排 放
2020	科技 成果 应用	节能 降耗	合规 管理	职业 健康	反腐 倡廉	风险 预控 管理	产品 质量	污染 防治	安全 管理 系统	碳排 放
2019	科技 成果 应用	节能 降耗	合规 管理	职业 健康	反贪 污	风险 预控 管理	产品 质量	污染 防治	安全 管理 体系	碳排 放
2018	污染 物治 理	合规 管理	薪酬 福利	科技 创新	ESG沟 通	投资 者沟 通	安全 生产	业绩 增长	员工 权益 保护	职业 健康

资料来源：根据中国神华 2018-2021 年 ESG 报告资料汇总整理

4 ESG 视域下中国神华企业绩效评价及结果分析

4.1 企业绩效评价方法选择

企业绩效评价的研究可分为成本业绩评价时期、财务绩效评价时期、融入非财务绩效的综合评价时期三个阶段，不同的时期形成了顺应企业目标需求的绩效评价方法。

企业绩效评价最早可以追溯到 19 世纪初期，这一时期主要关注生产耗费的资源，如当时的纺织、铁路、钢铁等企业以生产所消耗的成本和费用为评价目标，因此，产生了成本会计方法。19 世纪末 20 世纪初，“科学管理之父”泰勒研究出的标准成本法进一步推动了成本业绩评价的发展。20 世纪初期逐渐进入了财务绩效评价阶段，出现了以投资回报率为核心的杜邦财务分析法和评价企业信用水平的沃尔评分法。20 世纪 60 年代，随着企业规模的扩大和集团公司的发展，出现了划分责任中心的业绩评价方法，该方法分成本中心、利润中心和投资中心对企业业绩进行评价。20 世纪 80 年代后期，财务绩效评价取得了进一步发展，在这一阶段，企业使用现金流量指标来评估企业创造现金的能力。1991 年，思腾思特公司（Stern Stewart）推出了经济增加值法（简称 EVA），被广泛采纳。90 年代以后，经济全球化不断加快，企业为了获得竞争优势，取得长远发展，开始转变经营理念，相应地，企业业绩的评价融入了非财务指标，如技术创新、售后服务、生态环保、客户和员工满意度、市场占有率等。在这一时期，业绩评价理论和方法逐渐与企业经营战略相结合，开始把财务指标和非财务指标结合形成综合评价体系，最具代表性的是平衡积分卡。

综上，在不同时代，企业的战略目标不同，进行绩效评价的视角不一样，采用的方法也不尽相同。当今时代，企业追求绿色、可持续发展和高质量发展，企业整体绩效既包含经济绩效，又包括其在生态环境、社会责任等方面的表现。因此，本文采用财务绩效评价和非财务绩效评价相结合的方法，对中国神华进行全面的绩效评价，反映企业全面、综合的业绩情况。其中，财务绩效评价部分采用传统的财务指标分析法，在非财务绩效评价部分加以创新，借助绩效棱柱评价模型，将 ESG 各维度的指标重归类到企业的重要利益相关方下，进行非财务绩效评价分析。下面主要对绩效棱柱评价模型进行介绍，图 4.1 是绩效棱柱评价模型：

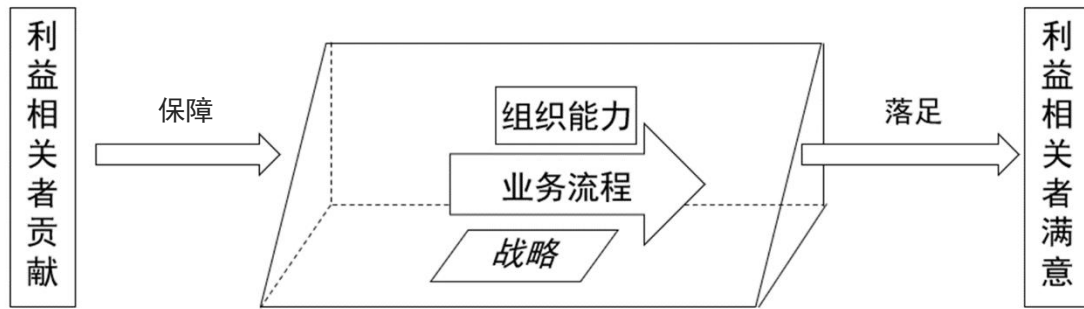


图 4.1 绩效棱柱评价模型逻辑图

绩效棱柱评价模型是基于利益相关者理论展开的，其遵循的逻辑是，企业的永续发展是离不开各利益相关方的。首先，要明确谁是企业重要的利益相关方以及其期望是什么，即利益相关者满意，企业据此制定战略，然后，通过有效的业务流程来实现战略落地，在此过程中要有足够的组织能力保证业务流程执行顺畅，最后，企业需要利益相关者贡献来支持整个循环、流程的持续运转。本文选择该方法进行企业在 ESG 视域下的非财务绩效评价，出于以下考虑：一是国内外现存的 ESG 评级体系无法直接用于非财务绩效评价。如前文文献综述，现有的海内外评级体系众多，但依据各自的评级方法，评价标准不统一，而且缺对某一行业企业具体的、有针对性的评价指标。二是绩效棱柱评价模型和 ESG 理念都基于利益相关者理论，其核心具有高度契合性。ESG 理念体现在对企业非财务绩效方面的要求，强调经济效益之外的生态效益和环境效益，这就涉及到了企业各利益相关方，而绩效棱柱评价模型正以利益相关者为核心，而且此模型在评价过程中注重战略实施和组织能力评价，恰适于 ESG 理念对企业绩效的影响研究。

4.2 财务绩效评价及结果分析

经济效益是企业运营的基础，企业应首先保障经营的效益，才有能力兼顾生态保护与社会责任。在以可持续发展为核心的 ESG 视角下，财务绩效在企业整体绩效评价中依然居于重要地位。本文遵循可获得性、可比性等原则选取中国神华 2015-2021 年 7 年的财务指标，在评价过程中加入三家同行业优秀企业——兖矿能源（600188）、中煤能源（601898）和陕西煤业（601225），进行横向对比评价分析。可比企业源自中国煤炭工业协会发布的“中国煤炭企业 50 强”名单，选

择了其中排名靠前且相对稳定的三家公司。

4.2.1 盈利能力评价

在对环境保护高要求、严标准的背景下,煤企不得不承担起保护环境的责任,这就要求煤企在生产经营过程中对高污染高能耗的流程、设备等加以改进,在前期加大研发投入,从源头上节能减排降耗,或者后期加强环境治理、环境恢复投入力度,这无疑都会加大营业成本,影响企业的盈利能力。本文通过成本费用和营收情况分析,评价中国神华在贯彻 ESG 理念期间获得利润、实现盈利方面的能力水平。

(1) 成本费用情况

从图 4.2 可以看出,中国神华在引入 ESG 理念前后 7 年间环保投入强度呈先降后升的变化趋势,以 2018 年为拐点,其环保投入逐年攀升,尤其在 2020 年新冠疫情影响下,全国范围内各行业经济受挫,中国神华的业务也受到了一定影响,但是当年的环保投入较上年上升了 47.4%,环保投入强度跃升到了更高的水平。根据表 4.1,在 2021 年营业收入同比上涨 43.7%的情况下,环保投入随之同比上涨 11.72%。在 ESG 理念的引导下,中国神华对节能环保提出了严要求,环保投入力度不断加大,用于改造设备流程、提升清洁生产的能力、强化资源循环利用能力。

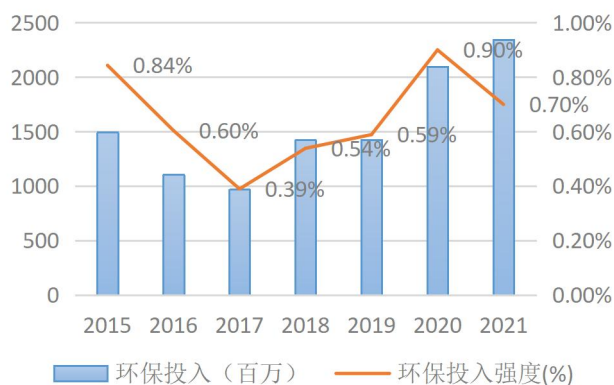


图 4.2 中国神华环保投入强度

表 4.1 中国神华环保投入与营业收入

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
环保投入 (百万)	1493	1105	968	1422	1424	2099	2345
环保投入强度 (%)	0.84	0.60	0.39	0.54	0.59	0.90	0.70
营业收入 (百万)	177069	183127	248746	264101	241871	233263	335216

资料来源:中国神华 2015-2021 年企业社会责任报告和 ESG 报告

就营业成本而言,由表 4.2 可以看出,中国神华的营业成本 7 年内整体呈上升趋势,变化幅度最大的一年是 2021 年,同比增长 61.45%。这主要是因为营业收入上涨了 43.71%,成本与收入相配比。另一方面是由于各项成本均有不同程度的上涨——占营业成本将近一半的外购煤成本同比上升 111%;原材料、燃料及动力同比增长 21.5%;人工成本上升 21.5%;环保投入和研发支出较上年度也有较大幅度的提升,其中,在绿色开发煤炭、清洁利用煤炭和清洁转化方面的研发投入同比增长了 55.7%。

表 4.2 中国神华营业成本情况

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业成本(百万)	110427	110769	143842	155502	143394	139023	224452
成本费用利润率(%)	23.66	27.53	39.75	36.74	37.85	36.62	30.55
成本费用利润率 行业均值	-5.23	1.57	16.70	18.38	12.52	10.31	28.36

资料来源:中国神华 2015-2021 年年报和国泰安数据库

中国神华的成本费用利润率先上升后缓慢下降,自 2017 年稳定保持在 30% 以上的水平,且每年的成本费用利润率都远高于行业均值。由图 4.3 可以看出,中国神华的成本费用利润率稳定且优于同行业企业,在行业获微利的状态下表现较为出色,每单位的成本费用所获得的利润均高于行业内其他企业,企业盈利能力较强。这一绝对优势可能是因为其形成了集煤炭、电力、交通运输和煤化工的开发、生产及运销为一体的规模高效的运营模式,也可归因于中国神华贯彻 ESG 理念、履行环境责任,不断加大环保领域的研发投入,专注于经营过程中实现清洁化生产、运输和转化,为后期形成绿色产品和提升成本获利能力提供了空间。环保投入在短期内会增加营业成本,影响成本利润率的转化,但是从长远来看,有助于提高企业的盈利能力。

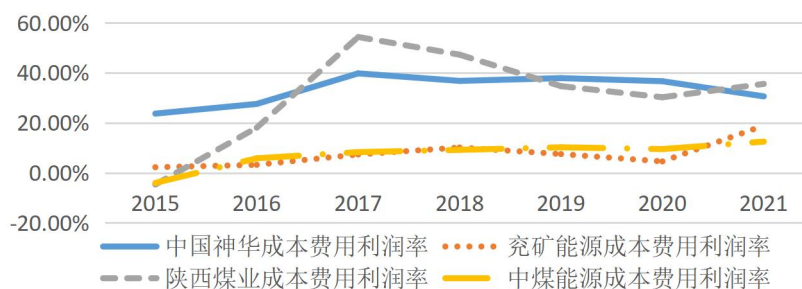


图 4.3 中国神华与同行业企业的成本费用利润率

图 4.3 中四家企业的成本费用利润率均在 2017 年和 2018 年出现了较为明显的变化,这是由于宏观经济向好发展,全国煤炭市场呈现出供需紧平衡状态,价格向上波动,煤炭企业的营收均有所提升,成本费用利润率因此爬升,陕西煤业借此机会实现了高营收增长,2017 年其利润总额涨幅达 279.27%,加之取消了“一票制”售价,因此其成本费用利润率获得了大幅提升。

(2) 营业收入情况

表 4.3 展示了中国神华 7 年间的营业收入状况,数据表明,中国神华的营业收入在波动中呈增长趋势。在我国市场能源结构调整的影响下,加之新能源等非石化能源的冲击,煤炭及煤电供需不稳,2015 年因煤炭供应宽松导致企业销售量和平均售价分别下滑 17.9%和 16.6%,售电量及售电均价也同比下降,而 2017 年和 2021 年因市场需求旺盛,营业收入大幅上升。2021 年度受能源业供需阶段性失衡、行业政策调整的影响,煤炭价格剧烈变化,且国内煤炭消费量增长,全国煤炭消费总量同比上涨约 4.6%,在这种背景下,中国神华的煤炭销售量和平均销售价格随之提升。企业营业收入虽然受市场影响大,一直处于波动状态,但是企业营业利润表现良好,7 年来均远高于行业均值,图 4.4 也表明中国神华的营业利润率较同行业其他企业稳定,且保持较高水平,说明企业的获利能力强于同行业企业。

表 4.3 中国神华营业收入及营业利润

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入(百万)	177069	183127	248746	264101	241871	233263	335216
营业收入同比增幅(%)	-28.70	3.42	35.83	6.17	-8.42	-3.56	43.71
营业利润率(%)	18.12	21.48	28.58	27.70	27.55	27.22	23.34
营业利润率行业均值	-7.57	0.27	12.54	13.82	9.42	7.44	19.05

资料来源:中国神华 2015-2021 年年报和国泰安数据库

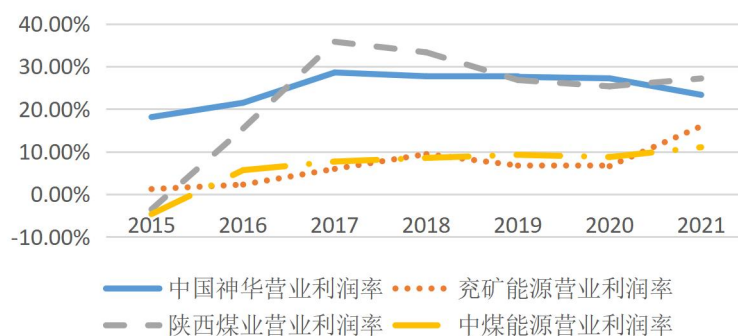


图 4.4 中国神华与同行业企业的营业利润率

中国神华一直以来都关注企业应该承担的企业社会责任,稳定且优于同行业企业的营业利润率体现出中国神华在环境责任和社会责任的约束下并未出现挤占资源等负面影响,亦或是前期的投入的研发支出与环保费用产生了溢价效应,使得表现良好的盈利能力进一步得以稳固。根据前文的路径分析,可以将此合理归因于治理层认同并树立 ESG 理念,搭建 ESG 治理框架,规范了企业绿色、可持续发展的标准,坚持煤炭产品为基础的“产运化”一体化协同高效、低成本运营模式;加大了环保技术及绿色工艺的研发,开采和安全生产的技术在国际上领先,清洁燃煤发电、重载铁路运输等技术在国内领先,这些技术优势维持了企业的产品溢价水平,保证了企业盈利能力。虽然企业营业利润率一直高于行业均值,但 2020 年和 2021 年的营业利润率有所下滑,表明在此期间获利能力受挫。考虑到一方面是因为 2020 年起国内各行业企业皆受到不可抗力的影响,供需市场疲软,产销降低,收益受到打击,另一方面,日趋严格的生态环保政策倒逼企业深化节能低碳发展,企业在这方面的投入加大,影响了企业营业利润率。

4.2.2 偿债能力评价

企业偿债能力分析,从债务人角度出发,考察企业在某一时期内偿还到期债务的能力,是债务人债权安全性的保障;从企业角度出发,为企业承担债务风险的能力释放了信号,是企业未来获取投资者信任,取得债务资本的名片,因此,偿债能力的分析可以反映企业存续和发展所需的财务状况。本文选择了反映短期债务偿还能力的流动比率、速动比率和现金流动负债率,以及保障企业长期偿债能力的资产负债率和利息保障倍数。

(1) 对短期偿债能力的影响分析

从表 4.4 中国神华 2015-2021 年短期偿债能力的变动趋势可以看出,7 年间,中国神华的短期偿债能力表现出色。具体来看,流动比率和速动比例变化趋势一致,逐年攀升,至 2020 年达到了 200%以上的水平。其中,速动比率基本上高于行业均值,如图 4.5,与同行业公司相比较,中国神华的表现一直优于同行业公司,尤其是从 2018 年开始远高于其他三家企业,这说明中国神华资产的变现能力较强,每元流动负债对应充足的净现金。现金流动负债率的变化也证实了这一点,企业用于生产经营活动产生的现金净流量充足。该表现可能得益于中国神华

持续打造煤电“超低排放”品牌，产品在市场有较好的市场份额，经营活动产生了大量现金流，现金流充裕。

表 4.4 中国神华 2015-2021 年短期偿债能力指标值

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
流动比率	1.19	1.19	1.14	1.89	1.68	2.48	2.27
速动比率	1.07	1.07	1.04	1.81	1.55	2.29	2.13
速动比率行业均值	0.80	0.85	1.41	1.26	1.08	0.74	0.87
现金流动负债率(%)	54.59	72.99	82.09	71.52	66.09	116.97	103.08

资料来源：中国神华 2015-2021 年年报和国泰安数据库

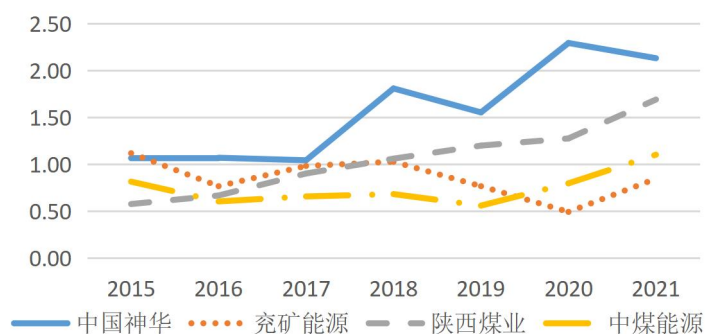


图 4.5 中国神华与同行业企业的速动比率

(2) 对长期偿债能力的影响

根据表 4.5 反映的内容，中国神华资产负债率低，基本保持稳定水平，7 年间整体呈下降的趋势，且远低于同行业均值。即便是 2020 年后国际国内大环境较为艰难的情势下，依旧有充足的自由资金用于周转经营。从图 4.6 也可看出，中国神华的资产负债率水平优于同行业其他企业，对债权人权益有充分的保障。从利息保障倍数的数据来看，中国神华的债务保障能力较强，债权人具有良好的债务安全性，投资风险低，同时，也表明企业未来获得债务融资的能力较为充足。2021 年利息保障倍数出现大幅度变化，是由于当年利息费用较上年下降，存放于关联方的存款产生的利息收入较上年提升，财务费用较少所致。

表 4.5 中国神华 2015-2021 年长期偿债能力指标值

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
资产负债率(%)	35.35	33.54	33.94	31.13	25.58	23.87	26.58
资产负债率行业均值	56.14	56.92	56.06	53.65	56.21	59.47	58.78
利息保障倍数	8.09	8.69	21.35	18.15	27.53	53.75	880.26

资料来源：中国神华 2015-2021 年年报和国泰安数据库

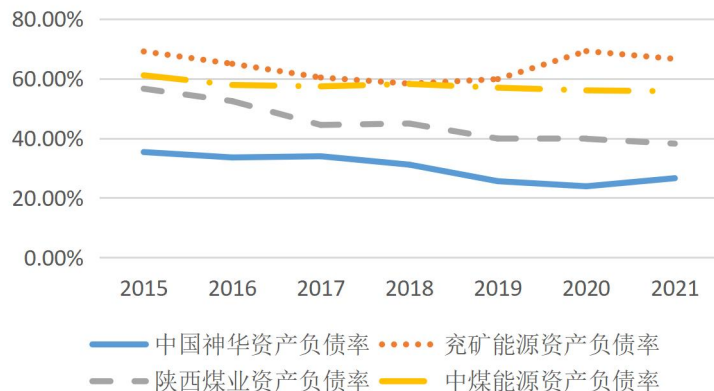


图 4.6 中国神华和同行业企业的资产负债率

整体来看，无论是短期偿债能力还是长期偿债能力，中国神华的表现都处于行业优值，这可能是出于以下几方面原因：一是中国神华作为国有企业且是行业龙头企业，具有资源优势，实现了规模化、一体化生产，有能力应对市场低迷的情况。面对能源“双控”政策等高环保约束更有余力加大研发力度进行环保投入，相较于体量小的企业，并不需要举债购入先进生产等设备和技術。二是由于同行业公司企业承担社会责任、保护环境的意识较弱，环保的研发投入力度不足，如兖矿能源仅在 2015、2017 和 2018 年进行了一定的环保投入，陕西煤业仅在 2018 和 2020 年度进行了环保方面的支出，相比之下，中国神华的产品更具竞争优势且其环保生产、履行社会责任的形象更为其带来了良好的声誉，基于此，债权人愿意对其进行投资，企业拥有更多的资金用于环保费用支出和环保技术的研发，促进绿色生产，从而为企业提供充足的现金流，进一步保障了企业的偿债能力。

4.2.3 营运能力评价

分析企业资产运营状况能够反映企业运用有限资源实现价值增值的情况，本文选取代表存货、应收账款和总资产周转效率的指标，来分析中国神华践行 ESG 理念对企业资产运营状况的影响。

图 4.7 直观反映了中国神华主要资产的营运状况，其存货周转率除 2020 年有所回落外，整体呈波动上升的趋势；应收账款周转率逐年上升，仅 2020 年上升幅度较小；总资产周转率整体 2020 年前后也呈现出较为明显的波动，说明中国神华的经营状况受市场环境低迷的影响。根据表 4.6 反映的数据，与行业均值

比较,中国神华的存货周转率一直低于行业均值,但这并不意味着企业的存货管理水平低,这跟企业的存货管理模式和管理要求有关。引入 ESG 理念后,中国神华不断强化 ESG 治理,在社会(S)治理维度,提出了保障客户权益的要求,相应地,为了做好客户保供增供,在自有煤矿生产的同时,组织外购煤源并进行运输统筹和库存管理工作,因此,保持了一定的库存保有量。应收账款周转率变化较大,自 2018 年超越行业均值,表明了企业价能力不断增强,应收账款政策从紧。在客户管理方面,成立了专门的团队来确定信用额度、进行信用审批,降低了信用风险,加强了应收账款的管理水平,公司与主要客户的业务关系保持稳定。总资产周转率与行业均值基本保持同向变化,呈上升趋势。纵向比较,企业主要资产的使用效率在不断提升,资产经营效率良好。

表 4.6 中国神华营运状况指标

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
存货周转率(次)	7.67	8.47	11.51	14.39	13.02	11.21	17.69
存货周转率行业均值	-	14.68	18.35	18.86	20.05	20.85	25.78
应收账款周转率(次)	7.38	9.26	16.87	24.22	29.61	29.82	37.13
应收账款周转率行业均值	10.18	10.40	17.47	21.55	23.50	20.64	29.01
总资产周转率(次)	0.32	0.33	0.44	0.46	0.42	0.42	0.58
总资产周转率行业均值	0.37	0.36	0.43	0.46	0.47	0.46	0.58

资料来源:中国神华 2015-2021 年年报和国泰安数据库

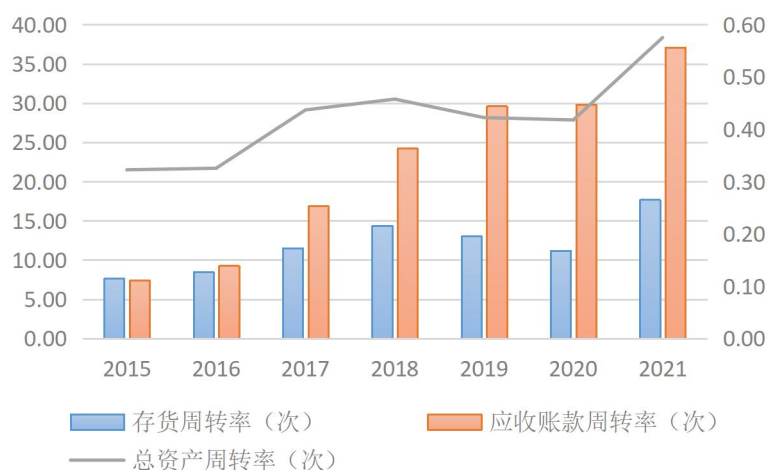


图 4.7 中国神华 2015-2021 年营运能力变动趋势

4.2.4 发展潜力评价

发展潜力是企业盈利能力、经营运作能力、债务偿还能力的综合体现,是企

业的日常生产经营活动形成的发展潜力，代表着企业地成长性和未来发展水平。本文选择了能够评价企业成长状况、市场占有率和未来经营发展能力的重要指标营业收入增长率，来分析中国神华的潜在发展能力。

从表 4.7 中数据可以看出，中国神华的营业收入增长率 7 年间呈波动变化，对比行业数据，其变化基本与行业均值保持一致，说明该波动是全行业的正常表现。由于行业性质和外界经济环境变化，煤炭行业企业受市场因素的影响大，2015 年营收大幅下滑是由于煤炭供应宽松，煤炭销量和平均售价分别下降 17.9% 和 16.6%，且由于全国内非化石能源发电占比上升，售电量和售电均价同比下降；2016 年起市场回暖，行业营业收入实现了正增长；近几年环境规制、新能源冲击，加上新冠疫情影响，国内外消费环境不振，煤炭行业在生产方面受到阻碍，因此，2020 年行业营业收入下滑。

表 4.7 中国神华 2015-2021 年发展潜力指标值

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入增长率(%)	-28.7	3.42	35.83	6.17	-8.42	-3.56	43.71
营业收入增长率行业均值	-20.2	2.60	36.56	290.7	3.16	-3.03	42.34

资料来源：中国神华 2015-2021 年年报和国泰安数据库

由图 4.8 看出，四家同行业企业的营业收入增长率变动趋势基本一致，仅中国神华 2019 年的值和兖矿能源 2021 年的值出现了异常变动，中国神华 2019 年的营业收入增长率低于行业均值，是由于公司自 2019 年 2 月 1 日起不再将一部分投资标的资产的销售额纳入公司合并报表范围，致使当年售电量同比下降 46.2%，这就排除了企业因环保投入和社会责任投资导致资源挤占影响营收的情况。而兖矿能源 2021 年营业收入变动原因是由于非煤贸易业务收入同比减少 903.98 亿元，排除特殊影响，四家同行业企业的营业收入增长率基本保持一致。中国神华在 2019 年做出业务调整后，营业收入增长率于 2021 年恢复到行业均值水平，足见其良好的营运能力和盈利能力水平，这可能是由于企业坚持绿色清洁生产，加强 ESG 治理，进行环保投入、科技研发，提升了产品竞争力，同时，强化产品质量管理和客户管理，不断优化一体化产业链，使其营运和盈利能力具有韧性。排除市场因素，可以预见中国神华在接下来的几年里将继续平稳发展。

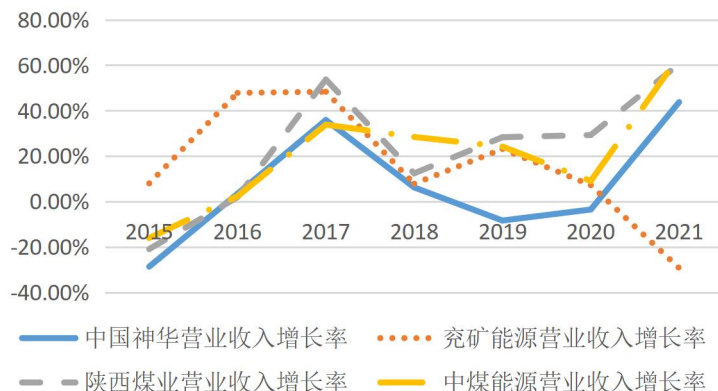


图 4.8 中国神华 2015-2021 年发展能力变动趋势

4.2.5 财务绩效评价结果分析

在这一部分，文章选取了反映企业财务绩效的四种能力指标，通过对企业纵向 7 年的数据对比分析，与三家同行业企业的横向对比分析，探究了中国神华贯彻 ESG 理念，强化 ESG 治理的举措对企业产生的影响。

从对企业的盈利能力来看，企业强化环境保护和社会责任的履行会加大企业的营业成本，主要体现在绿色生产、清洁生产的要求下，在产品研发、工艺流程改造等方面加大投入力度，但是研发费用资本化、绿色成果的形成，有利于企业以后期间优化成本控制，节能减排，享受环保达标带来的税收优惠，减少违规排放等不合规导致的罚款，长期而言形成绿色经营模式，稳固产品竞争优势，从而提升企业的获利能力，逐渐弥补前期的成本投入。从对企业偿债能力的影响来看，中国神华资本结构稳健，绿色清洁生产形成的产品竞争优势和企业形象为其带来了充裕的现金流，使其具备了充足的债务偿还能力，保障了债权人权益。从对企业营运能力的影响来看，企业通过加强库存管理和客户管理等活动，强化了企业日常经营管理，保持了适合企业自身的存货周转率，不断优化客户间关系，应收账款周转率逐渐提高，使企业资产使用率有效提升。从对企业发展能力的影响来看，中国神华所处煤炭行业受宏观经济波动影响较大，受新冠肺炎疫情以及环境政策和新能源布局带来的各种不确定性因素影响，外部环境复杂严峻，企业不断增强一体化管理的核心优势，大力推进技术创新，聚焦煤炭清洁高效利用，实现高端多元化发展，推行低碳煤化工产品开发，促进煤炭与新能源结合等措施，提升了管理和盈利能力，促进了高质量和可持续发展。

4.3 非财务绩效评价及结果分析

在这一节，本文将利用绩效棱柱评价模型，以中国神华披露的 ESG 信息为主要内容，建立起适用于案例公司的非财务绩效评价框架，分析 ESG 在非财务维度对企业绩效的影响。根据前文中国神华 ESG 理念的发展历程，以开始发布 ESG 报告的 2018 年为节点，选择 2015-2021 年前后 7 年的数据信息，进行中国神华贯彻 ESG 理念前后期间的对比分析。

4.3.1 非财务绩效评价框架构建

第一步，确定利益相关方。根据第三章中中国神华近几年的 ESG 关键议题，中国神华最为重要的利益相关方可以确定为投资人（包括股东和债权人）、伙伴方（包括客户和供应商）、员工、以及政府和社会公众。

第二步，确定中国神华 ESG 各维度的战略目标及衡量层面，以便于后续将 ESG 各维度的衡量指标解构到各利益相关方下。考虑到煤炭企业性质，从环境、社会和公司治理三个方面选取符合案例企业的代表性评价指标，如表 4.8 所示：

表 4.8 ESG 各维度的战略目标及衡量层面

ESG 维度	战略目标	衡量层面
环境	环境保护	碳排放、污染防治等
	环境管理	节能降耗、环保投入、科技成果应用
社会	客户管理	产品质量、商品煤客户满意度
	员工管理	反童工、员工性别比、员工薪酬及福利、职业健康与发展
	供应商管理	供应商绩效
	社区贡献	公益活动及捐赠、政府支持度、脱贫攻坚项目等
公司治理	董事会	董事会独立性、董事会多样性等
	风险预控管理	风险评估、反腐倡廉、党建等
	合规管理	审查、举报与问责机制、合规管理评估与报告制度等

资料来源：中国神华 2015-2021 年企业社会责任报告和 ESG 报告

第三步，将第二步中确定的 ESG 各维度衡量层面的细化指标重归类到绩效棱柱模型中各利益相关方下，各利益相关方的 ESG 指标与绩效棱柱模型五大要素一一对应，形成基于 ESG 的非财务绩效评价框架，如表 4.9 所示：

表 4.9 基于 ESG 的非财务绩效评价框架

利益相关者 绩效 棱柱维度	投资者	伙伴方	员工	政府及社会 公众
利益相关者满意	净资产收益率 现金流动负债率	客户满意度 应付账款 应付账款周转率	职工薪酬增长率 员工人均薪酬	每股社会贡献值 资本保值增值率
战略	营业利润率 可持续增长率	客户集中度 供应商集中度	煤炭生产百万吨工死亡率 职业健康资金投入 女性员工占比	低碳潜力 煤炭生产综合能耗
流程	董事会特征 公司治理流程 党建	研发投入占营收比 供应商数量增长率	培训时长	信息披露情况
能力	盈余现金保障倍数 利息保障倍数	产品质量管理 客户管理制度 供应商管理制度	高学历员工占比 员工专业结构	节能减排指标 公益事业活动
利益相关者贡献	资本积累率 负债增长率 总资产增长率	市场份额 供应商数量	员工人数增长 员工流失率	政府补助 社会认可度

利益相关者之投资者。根据资金的来源，企业的所有者包括股东和债权人，他们为企业提供了日常经营所需的资金，是企业的投资者。股东期望获得最大利益，债权人期望高回报和债务偿还保障。从表面看，ESG 是对企业在生态环境、社会责任以及公司治理方面的要求，这些看似难以带来直接的经济效益，实则有助于企业长期均衡发展。企业注重非财务绩效方面的表现，是出于对股东和债权人利益的考虑。同时，企业也需要获取投资者的信任，使其有意愿为企业做出贡献，为企业持续经营运转提供资金保障。

利益相关者之伙伴方。中国神华要维系的伙伴包括上游供应商和下游客户，二者是企业价值链条上至关重要的环节。客户希望得到优质的产品和服务，供应商期望阳光采购，长期合作。企业通过提升产品质量、完善服务体系、强化供应链管理，保障客户和供应商的权益，同时获得客户和供应商支持，与伙伴方互利共赢。

利益相关者之员工。员工是企业组织生产的重要资源。中国神华的员工包括从管理层到生产一线的人员。他们需要企业提供安全的工作环境，和谐的同事关系，不断增长的薪资福利，还有发展空间与价值感等。同时，中国神华的产品质量、生产技术、工艺流程改善和企业高效运转等都离不开人力资源的支撑。

利益相关者之政府和社会公众。政府和社会公众维度的利益相关者的范围比较广泛，包含国家、地方政府、社会个体、环保机构和公益团体等企业的外部利益相关方，它们是组成社会的一分子，企业生产经营的外部性也决定了他们之间的利益攸关关系。政府和社会公众为代表的外部利益相关者期望企业在实现自身经济效益的同时，能够反哺社会，带来正向的外部经济。同时，企业也需要树立起自己的品牌形象，以获取来自政府政策和社会公众等的支持。

第四步，按照第三步形成的非财务绩效棱柱评价模型分维度展开评价，具体分析见下一节。

4.3.2 非财务绩效评价

4.3.2.1 投资者维度评价

(1) 投资者满意度

在这部分本文选取了净资产收益率和现金流负债比率两个指标进行衡量。净资产收益率越高越能体现股东权益获得净利润的水平。根据前文对企业财务状况的分析，中国神华流动负债占总负债的比例大，因此，用经营活动产生的现金流量净额负担地流动负债比例来衡量企业现金流对债权人债务偿还的能力。具体数据如表 4.10：

表 4.10 中国神华 2015-2021 年度投资者满意度指标

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
净资产收益率(%)	6.48	8.00	14.33	13.87	12.57	11.24	13.63
净资产收益率 行业均值	-6.95	-3.50	5.87	10.02	7.13	2.86	17.36
现金流负债率(%)	54.59	72.99	82.09	71.52	66.09	116.97	103.08
现金流负债率行业 均值	11.32	15.74	24.61	25.80	28.00	23.15	40.78

资料来源：中国神华 2015-2021 年年报资料和国泰安数据库

从表 4.10 的数据可以看出，中国神华在进行 ESG 治理前后的净资产收益率出现了波动，在 2017 年达到峰值 14.33%，净资产收益率自此迈上了新台阶，往后几年都维持在 10% 以上的水平。2020 年受“黑天鹅”事件的影响，净资产收益率遇谷底，而在 2021 年显现出向上爬升的趋势，不难预见，中国神华未来的盈利能力将逐渐升温，恢复以前的状态甚至持续提升。2018 年、2019 年受营收的影响，企业的税后利润略微下滑，而其净资产分别增长了 8.7% 和 7.4%，故净资产收益率有所下降。另外，中国神华的现金流动负债比率 7 年间整体呈波动上升的趋势，该负债比率保持较高的水平且远高于行业均值，且从上文分析中发现企业资产负债率水平低，长短期偿债能力都很强，为债权人提供了良好的权益保障。尤其是在受不可抗力影响的 2020 年度，企业依旧保持充裕的现金负债率。由此可见，投资者满意度指标均在波动中上升，中国神华贯彻 ESG 理念，进行 ESG 治理举措后，为股东带了稳定的回报，为债权人带来了充分的权益保障，同时也稳固了企业的日常经营能力，使企业有能力应对突发事件。

（2）投资者战略

基于投资者期望，在投资者战略层面，投资者关注的是企业长期的发展性和盈利性。因此，选择了可持续增长率和营业利润率两个指标。其中，可持续增长率是假定企业经营效率、财务政策保持不变的理想状态下可以实现的销售增长率。若其小于实际销售增长率，说明企业处于初创期和成熟期，现金短缺；否则，说明企业进入成熟和衰退期，有现金多余的状况。

从表 4.11 看出，可持续增长率的值呈波动变化，在 2017 年达到最大值，2018 年后一直平缓下滑并趋于稳定，其行业均值也呈现出先上升后下降的波动趋势，但其增长率基本上高于行业均值，尤其是 2017 年达到最值 10.61% 后，持续高于行业均值。2018 年后，可持续增长率基本上大于实际增长率，说明企业拥有多余的现金，在经济下行的大环境下，这也为债权人提供了充足的资金保障。其营业利润率波动不大，但与可持续增长率呈相似趋势，自 2017 年达到峰值，2018 年开始有所下滑。这些变动趋势均表明，在贯彻 ESG 理念、强化 ESG 治理举措后，相关投入的高强度支出一定程度上影响了企业的经营效率和持续成长性，但是经过前期的成果转化，中国神华的实际增长率开始焕发了新动力，2020 年受新冠疫情影响后其业务增长势头迅速恢复，2021 年实现正增长。总体来看，可持续

增长性下滑，这一规律符合整个行业的发展趋势，同时 ESG 治理举措的实施在前期对中国神华产生了一定的影响，随着时间的增长，中国神华的前期投入沉淀了一定的成果，促使企业持续增长，其 2022 年第一、二、季度的数据显示，可持续增长率分别为 5.02%，12.03%和 17.31%，因此，ESG 理念长期内有助于企业平衡发展，但是在前期确实影响了企业投资者战略的实现。

表 4.11 中国神华 2015-2021 年投资者战略指标

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
可持续增长率(%)	4.95	-7.21	10.61	9.93	6.80	2.72	2.04
可持续增长率行业均值	-6.41	-3.49	4.45	7.76	4.71	0.49	-
实际增长率(%)	-28.7	3.42	35.83	6.17	-8.42	-3.56	43.71
实际增长率大于或小于可持续增长率	小于	大于	大于	小于	小于	小于	大于
营业利润率(%)	18.12	21.48	28.58	27.70	27.55	27.22	23.34

资料来源：中国神华 2015-2021 年年报资料和国泰安数据库

(3) 投资者业务流程

投资者业务流程层面以公司治理的有效性加以衡量。自 2018 年开始发布 ESG 报告，中国神华对公司治理的内容不断扩充，在三会管理（董事会、股东大会和监事会）和合规管理的基础上，逐渐充实了三会建设与治理、专门委员会治理、诚信合规管理、党风廉政建设和反腐败工作等内容。在这部分文章选取了中国神华的董事会特征、治理流程以及党建三部分来衡量其公司治理的有效性。

在董事会方面，中国神华在公司章程的基础上，依据 ESG 理念，不断规范董事会的运作并落实董事会职权，注重董事会多元化建设，提高董事会议事效率和决策科学性。中国神华的董事会特征如表 4.12 所示，独董占比维持在 1/3 以上，且在 2018 年以后明显上升，独立董事发表意见的次数也显著增加，表明独立董事能够切实履行职责，参与议事和发表意见。深入探究发现，中国神华自 2018 年明确了董事会多元化政策，董事会成员根据人员特征、业务模式和工作需要而定，其成员构成具有专业性和互补性，保证了多元化特征的要求。2020 年和 2021 年虽然女性占比为零，但是董事会成员专业背景多元，人数和专业比分别为 9:7 和 8:7。另外，中国神华个别年份出现了偶数位董事人数，可能影响公司的决策，其中，2021 年 11 月一名董事由于工作变动原因而辞任，因此，整体未产生不利

于公司的影响。

表 4.12 中国神华 2015-2021 年董事会特征数据表

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
董事人数	7	9	7	10	9	9	8
董事会女性占比(%)	14.29	11.11	42.86	30.00	33.33	0.00	0.00
独董占比(%)	42.86	33.33	42.86	50.00	44.44	33.30	37.50
独董发表意见次数	-	4	2	12	3	18	14

资料来源：国泰安数据库

在治理流程方面，通过中国神华董事会、监事会、股东大会以及专门委员会的召开情况来衡量公司治理流程的规范化和有效性，具体数据如表 4.13 所示，2018 年前后，中国神华的董事会、监事会以及专门委员会召开的次数明显上升，股东大会召开的次数近两年也有所增加。这些都表明中国神华在治理层面，为股东和管理层提供了丰富的沟通渠道，有效的沟通有助于保障各方利益相关者的权益，促进治理层组织健康、高效地运作。

表 4.13 中国神华 2015-2021 年各项会议召开次数表

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
董事会会议次数	9	7	14	9	8	7	5
监事会会议次数	4	5	7	7	4	5	4
股东大会召开次数	3	1	1	2	1	6	4
专门委员会召开次数							
战略委员会	2	-	3	2	2	2	2
审计委员会	9	0	10	11	9	7	6
薪酬与考核委员会	2	-	1	3	1	2	1
提名委员会	2	-	3	5	4	2	3
安全、健康及环保委员会	-	-	-	1	1	3	2
合计	15	-	17	22	17	16	14

资料来源：国泰安数据库

中国神华在公司治理层面最具特色的是以党建引领企业高质量发展，不断加强党的领导与公司治理之间的融合。自 2018 年在公司治理层面加入了党建元素，每年组织召开党委会，审议重要议题，组织党委理论学习，以党组织和党员为模范先锋，开展宣传教育等工作。董事会与党委密切配合，由董事会负责公司战略、经营等管理事项，党委会把握方向，使决策事项符合党的理论和政策保持一致，维护社会公众和职工群体的合法权益，提高企业效益。

综上，中国神华自从引入 ESG 理念，在董事会多样性建设方面充分考虑了董事会多元化的因素，完善了公司治理层组织建设；在公司治理层面从党建引领到各委员会积极履责，其公司治理流程方面愈加规范、高效，保证了公司经营管理的效率。

（4）投资者组织能力

在这部分针对股东和债权人分别选取了反映企业收益质量的盈余现金保障倍数和偿付债务利息能力的利息保障倍数两项指标，具体数据如表 4.14。中国神华的利息保障倍数逐年攀升，表明企业经营活动所获得的现金能够偿付债务利息，债权人的权益得到了很好的保障。一方面是因为中国神华的资本成本结构中债务比例低，短期负债比例占比高，企业所负担的债务利息少；另一方面是由于企业经营活动取得的现金流充足，足以负担债务利息。盈余现金保障倍数一直大于 1，收益质量较好，其值与利息保障倍数呈现交互式变化，一方下降，另一方上升，这是股东和债权人之间的利益交互平衡的体现。

表 4.14 中国神华 2015-2021 年投资者组织能力表

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
盈余现金保障倍数	2.38	2.77	1.76	1.63	1.22	1.72	1.59
利息保障倍数	8.09	8.69	21.35	18.15	27.53	53.75	880.26

资料来源：根据中国神华 2015-2021 年年报资料和国泰安数据库整理

（5）投资者贡献

投资者对企业的贡献体现在以低成本提供充足的资金，支撑企业日常经营管理活动，促进企业长期可持续发展。因此，选择了总资产增长率、资本积累率和负债增长率三项指标，来衡量投资者对企业的贡献度。为了便于看出趋势，以 2018 年为节点，分别做前三年和后四年的均值，比较贯彻 ESG 理念前后期间的变化（下文的“均值”同）。数据如表 4.15 所示，中国神华的资本积累率一直波动变化，2018 年该值为负，表明企业的资本被侵蚀，所有者利益受损，2019 年升至最高点 7.96%，挽回了这一趋势。从开展 ESG 治理前后两期数据的均值来看，资本积累率平均下降 2%，中国神华的资本保全性受到了影响，持续发展的能力受挫。负债增长率整体呈下降趋势，直到 2020 年开始缓慢回升。这一方面是投资者投资意愿下降的体现，另一方面是由于企业资本成本结构调整，可归因于后者，据上文分析，中国神华 2017 年至 2019 年营收情况稳定，现金流充裕，资本

结构中负债比例较低。总资产增长率低，且一度出现负增长，一方面是由于神华处于煤炭行业，行业周期性强，受宏观经济影响大，另一方面，神华作为传统能源企业，产品受到新能源冲击，成长势头不足。

表 4.15 中国神华 2015-2021 年投资者贡献度

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
资本积累率(%)	7.92	0.71	6.07	-1.3%	7.96	2.76	2.29
均值	4.90			2.91			
负债增长率(%)	10.65	-2.07	0.38	-5.04	-21.84	-6.68	21.05
总资产增长率(%)	4.01	3.19	-0.79	3.55	-4.90	-0.01	8.70

资料来源：中国神华 2015-2021 年年报资料和国泰安数据库

总体来看，中国神华的发展受到了 ESG 治理举措的影响，2015 年至 2017 年中国神华的 ESG 战略规划及 ESG 的市场口碑使得投资者对中国神华引入 ESG 理念持有期待，而在 2018 年 ESG 治理具体开展后，担心 ESG 治理短期内会影响企业经营绩效，因而降低了投资热度，随着后期的发展，中国神华营业业绩回温，三大指标在 2020 年后呈上升趋势，表明投资者信心重振，可以预见未来中国神华将会获得更多的投资者贡献。

4.3.2.2 伙伴方维度评价

(1) 伙伴满意度

投资者、客户和供应商是中国神华极为重视的利益相关者，上文已探讨了投资者维度，该部分将分析中国神华的合作伙伴维度，包括客户和供应商。客户期望诚信履约和优质的产品，供应商期望及时回款、长期合作。

在客户满意度方面，文章选取客户满意度指标，数据如表 4.16，2018 年以后，中国神华对客户满意度的调查逐渐细化，分产品和销售及运输流程进行规范，表明企业从提升产品质量和服务质量着手，不断满足客户需求。其中，合同履约和客户服务态度的满意度也保持较优值，产品满意度逐渐提升，2018 年后一直保持在 90% 以上，说明企业产品质量把关过硬。但是直达销售产品的满意度低于下水销售产品的满意度，直达销售的销售占比将近 40%，其客户满意度下滑需引起关注。另外，客户对产品定价的满意度逐渐提升，由前文分析可知煤炭企业受市场价格波动影响较大，客户对其产品定价的满意度较高，说明企业成本控制能

力强，具有产品定价优势。此外，客户对物流效率的满意度呈波动状态，2021年直达销售产品的物流满意度下降至 70.4%，中国神华需关注直达销售业务的物流运输能力，发挥自有铁路、航运和港运集运、疏运能力，提升物流作业中的港口作业服务、准时、准班服务的满意度

表 4.16 中国神华 2015-2021 年客户满意度

年份	2015	2016	2017	2018	2019		2020		2021	
					下水销售	直达销售	下水销售	直达销售	下水销售	直达销售
产品	89.6	97.6	89	98	97.06	94.5	97.6	100	99.3	96.9
定价		85					87.3	94	93.5	95.7
物流		装船工作 88					计划衔接 93.2	-	94.4	70.4
							自由港口作业 88.2			
							等泊时间 70.9			
准班轮服务 93.2										
合同兑现	98.4	93	97	94.6	86.4					
服务态度		98.40	100	98.6	100					

资料来源：中国神华 2015-2021 年企业社会责任报告和 ESG 报告

产品质量是高客户满意度的保证。中国神华根据消费者选择低碳产品的偏好变化，推动煤炭和新能源优化组合，提供清洁产品和服务，煤炭产品相关的生产技术、能耗和环保等指标均达到世界先进水平；煤化工产品主要为聚乙烯、聚丙烯产品，截止 2021 年其年度累计优品率分别达到 95.19%和 99.12%。通过煤质管理网络控制商品煤质量，除此之外，还在矿区装车、港口卸车、装船三道环节逐一把控制量。

供应商关注的是采购商的稳定性和回款的及时性，因此，供应商的满意度通过应付账款及周转率变化来衡量，应付账款的相关指标见表 4.17。中国神华的应付账款主要包括应付材料款、应付煤款、应付工程款和应付设备款，从中筛选了应付材料款和煤款，作为应付采购款进行分析。应付采购款占应付账款总额的

比重自 2018 年后有所下降，且应付账款周转率提升，间接反映出中国神华对供应商的付款较为及时，中国神华充足的现金流也为供应商回款提供了保障。研读报表发现，中国神华对供应商的款项支付账龄自应付账款确认日起开始计算，2015 年至 2021 年不存在账龄超一年的重大款项。因此，中国神华维系了与供应商之间良好的伙伴关系。

表 4.17 中国神华 2015-2021 年供应商满意度指标

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
应付材料款(百万)	5340	6131	5521	4452	3002	6233	6717
应付煤款(百万)	3559	6259	5877	2378	1904	2818	2019
应付账款合计(百万)	31517	31982	31588	25579	24251	27872	33790
应付采购款占比(%)	28.24	38.74	36.08	26.70	20.23	32.47	25.85
应付账款周转率	3.34	3.49	4.53	5.44	5.76	5.33	7.28

资料来源：中国神华 2015-2021 年年报

(2) 伙伴战略

企业是否提升了伙伴满意度，能否维持长久的、良好的伙伴关系，可以通过客户和供应商的集中程度来判断。有研究表明，客户集中度与企业经营风险呈显著负相关（徐杰和张强, 2018），稳定的客户关系有助于企业降低经营风险，同样地，稳定的供应商关系也有助于企业降低经营成本和经营风险。

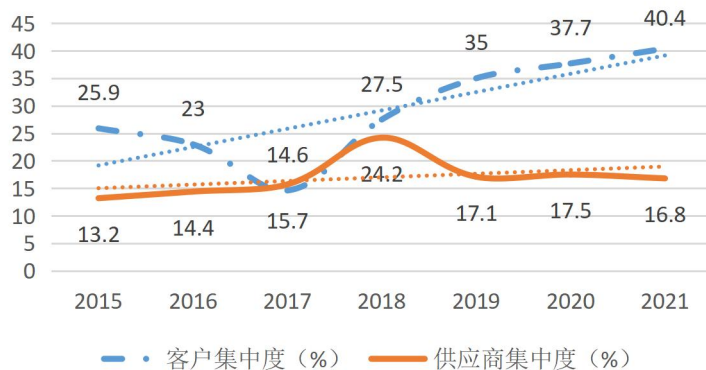


图 4.9 中国神华 2015-2021 年客户和供应商集中度趋势图

中国神华的客户和供应商集中度趋势图见图 4.9，客户集中度整体呈上升趋势，自 2017 年达到谷底后开始反弹，2018 年起客户集中度逐渐上升。其供应商集中度也呈上升趋势，2018 年达到峰值后，2019 年有所回落，继而维持一个基本稳定的水平。开始实施 ESG 治理举措后，中国神华对供应链上下游加强了管理，客户集中度从 14.6% 提高至 40.4%；供应商集中度从 15.7% 波动上升至 16.8%。客

户集中度和供应商集中度提高，有助于整合供应链，提升企业经营效率。

(3) 伙伴业务流程

整合供应链，提升客户集中度和供应商集中度，这一战略的实现一方面需要在生产过程中强化产品质量责任，保障客户基本权益；另一方面需要在业务流程中优化供应商管理。该部分针对客户和供应商分别选择了产品科研投入和供应商数量变化率来反映中国神华在伙伴业务流程中的表现。

在客户业务流程方面，中国神华以客户为中心，紧抓客户需求，提升产品质量，保障客户基本权益。由表 4.19 可以看出，研发投入占营业收入的比重逐渐提升，尤其在 2018 年后持续上升。自 2018 年开始落实 ESG 治理措施，中国神华在环保维度（E）贯彻创新驱动煤炭绿色化开发、清洁利用和转化的战略要求，在社会维度（S）承担起提高产品质量，保障客户权益的责任，不断加大研发投入，增强科技创新能力，在产品技术、生产装备、重载铁路检测应用等方面，从生产到运输服务全方位改进。根据表 4.20，近两年产品退货率为 0，客户对产品与服务的投诉数量减少，表明其产品质量与服务水平均得到了提升。但是，表 4.19 数据显示出中国神华研发支出资本化的比例有所下降，研发成果不显著，在这种情况下，中国神华依旧持续注入投资，反映出对科研助力产品品质提升的信心。

表 4.19 中国神华 2015-2021 年研发投入情况

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
研发投入占营收比（%）	0.4	0.3	0.3	0.3	0.5	0.9	1
均值	0.33			0.68			
资本化支出占研发投入比重（%）	35.6	30.4	60.5	47.2	24.5	36.6	25.3

资料来源：中国神华 2015-2021 年年报资料和国泰安数据库

表 4.20 中国神华 2020-2021 年产品与服务质量

年份	2020	2021
产品退货率（%）	0	0
关于产品与服务的投诉数量（件）	13	0

资料来源：中国神华 2020-2021 年 ESG 报告

在供应商业务流程方面，中国神华不断健全供应商管理体系，坚持对供应商统一管理、动态考核，打造采购透明、互利共赢的供应商伙伴关系。从表 4.21 中数据看出，供应商总数逐年增加，且在 2019 年后保持平缓的增长幅度。中国

神华在保持供应商集中度的同时，鼓励发展优质供应商，构建了动态调整、良性竞争的供应商体系。

表 4.21 中国神华 2015-2021 年供应商总数变化表

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
供应商总数（万）	3.4	4.1	5.2	6.4	9.3	11.5	12.7
供应商总数增长率（%）	-	20.59	26.83	23.08	45.31	23.66	10.43

资料来源：国泰安数据库

因此，ESG 治理措施促使中国神华通过提升产品质量保障客户基本权益，并逐渐强化供应商管理，在伙伴业务流程方面表现出色。

（4）伙伴组织能力

要维持良好的伙伴关系，需要企业强化客户和供应商管理，该部分选择中国神华对客户和供应商管理制度的变化来反映其供应链管理能力和表 4.22，表中内容逐年展示新增举措，没有新增内容的年份延续实施上年举措。

表 4.22 中国神华 2015-2021 年伙伴组织能力表

年份	客户管理	供应商管理
2015	邀请专家对用户技术走访； 对长协客户和主要市场客户开展满意度调查；	电子信息化系统平台全面管理； 加强准入管理； 建立寻源与供应商管理信息化平台电商采购；
2016	档案管理和售后服务管理； 客户经理制度； 创新线上销售；	建设责任供应链， 专项准入、物资供应环节把控；
2017	延续	延续
2018	延续	供应商管理制度； 准入、选择、评估、退出标准； 采购过程 100% 电子化； 组织座谈会、生产现场调研、信息化系统互动；
2019	完善煤质管理制度； 产品质量管控； 成立商业秘密保护委员会；	承包商和供应商管理制度； 准入、选择、使用、评价和考核全过程管理； 绩效考核； 供应商座谈交流、实地考察； 安全及环保的采购理念；

年份	客户管理	供应商管理
2020	制定《煤炭质量管理办法》； 建煤质信息网； 煤质数据监控体系； 科技创新和知识产权保护制度； 客户经理服务制度体系；	供应链风险管理； 绿色采购；
2021	制定《货运质量管理办法》； 产品质量检测； 科技创新容错机制； 科技考核与企业绩效考评、工资总额挂钩制度； 设销售热线电话	制定《本部采购管理规定》； 供应商管理信息系统； 供应商电子档案； 供应商全生命周期电子化管理和信息共享； 制定《绿色采购办法》

资料来源：中国神华 2015-2021 年社会责任报告和 ESG 报告

在客户组织能力方面，中国神华对客户管理的组织能力逐渐加强，从最初走访调查、关注客户满意度，渐渐转被动为主动，在强化客户管理的同时，重视自身产品品质提升，加强产品质量管控，拓宽销售渠道，完善物流运输，全方位贯彻“以客户为中心、以市场为导向”的原则。在供应商组织能力方面，不断强化供应商管理能力，严格规范供应商。从建立供应商电子信息化系统，到严格供应商筛选制度，重视供应商在绿色发展和承担社会责任方面的表现，在整个供应链中推动落实环境保护和社会责任。

（5）伙伴贡献度

客户和供应商对企业的支持体现在对企业的忠诚度上，客户、供应商与企业建立稳定的合作关系，有利于企业降低经营风险。因此，该部分从客户维度选择市场份额来衡量客户对企业的忠诚度，从供应商角度通过供应商数量变动来反映供应商对企业的支持。

中国神华的营业收入在 2015 年至 2021 年整体呈上升趋势，但是随着行业的扩张，其市场份额却呈下降的趋势，如图 4.10，2015 年至 2020 年持续下滑，2021 年稍有起色。中国神华虽然致力于提升产品品质，以保障客户基本权益，不断强化客户管理，加强客户集中度，但是，在环境规制等政策要求下，绿色环保观念深入人心，消费偏好倾向于绿色节能产品。产品绿色化转型升级尚处于初级阶段，新能源产品冲击，导致市场份额受到影响。2021 年其市场份额有所回升，可以预见未来的市场份额将持续回暖。

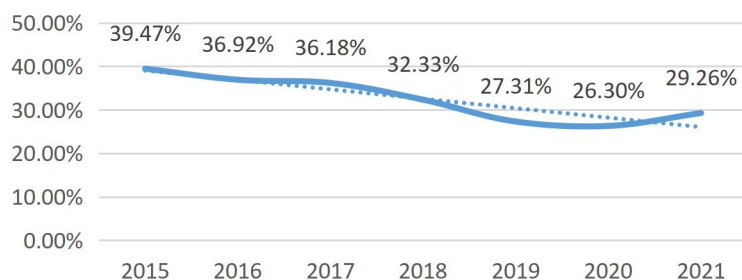


图 4.10 中国神华 2015-2021 年市场份额变化趋势图

根据表 4.21，供应商数量逐年攀升，从 2015 年至 2021 年，供应商数量增长了 3.4 倍，这得益于中国神华打造的动态调整、良性竞争的供应商管理制度。在供应商管理中，中国神华每年通过供应商绩效考核取消违规或者失信供应商的准入资格，同时经过严格的准入规则筛选，吸引纳入绿色环保的优质供应商。

综上，中国神华的伙伴贡献度表明，其客户支持力不足，企业应该稳定现有客户，保持客户集中度的同时，加快产品转型升级，恢复市场占有率。供应商为其提供了良好的支撑，企业应继续致力于打造责任供应链。

4.3.2.3 员工维度评价

(1) 员工满意度

对员工满意度的衡量，选择职工薪酬增长率，职工薪酬是对员工劳务付出的报酬，是劳动价值的转换，是企业提供给员工的物质保障，数据如表 4.24，职工薪酬增长率于 2018 年出现负增长后，第二年便恢复了正增长，在 2020 年后受新冠疫情影响而频繁停工停产的艰难时期，职工薪酬增长率依然保持正增长，且在 2021 年大幅上涨。员工人均薪酬逐年提高，自 ESG 治理措施实施以来其增长明显加快。为了满足 ESG 理念中关爱员工的要求，公司不断完善薪酬管理制度，保障员工为公司贡献的价值得以公正回报。同时，根据岗位和技能的差异，合理设置工资分配差距，鼓励员工不断提高自己，提升工作积极性。因此，ESG 理念的贯彻，提升了公司对员工福利待遇问题的关注，增强了员工满意度。

表 4.24 中国神华 2015-2021 年员工满意度指标

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
职工薪酬增长率 (%)	0.98	9.71	8.45	-2.35	7.65	2.59	36.29
人均薪酬(元)	35571	41009	45387	45443	56189	57218	76292

资料来源：中国神华 2015-2021 年年报资料和国泰安数据库

(2) 员工战略

在员工战略层面，ESG 理念对员工职业健康和员工权益保护作出了要求，重点关注员工工作环境的安全与健康以及员工就业的平等性和合法性。因此，文章选择了煤炭百万吨死亡率、员工职业健康资金投入和员工性别比指标。

煤炭生产百万吨死亡率，反映生产过程安全生产的效果，值越低说明企业履行安全生产的效果越好。从图 4.11 可以直观地看出，全国的煤炭百万吨死亡率逐年下降，中国神华的比率上下浮动，但是一直保持远低于全国的水平。在 ESG 理念引导下，中国神华愈加关注生产环境的安全和职工健康，运行安全风险预控管理体系、开展重大隐患查治与考核，建立了从本部到子分公司再到各矿/厂/处/段的安全管理体系，落实安全责任与职称评定、奖惩挂钩，保障了安全管理的有效性。



图 4.11 中国神华原煤生产百万吨死亡率对比图

中国神华作为煤炭企业，员工在生产建设活动中会面临粉尘、噪声等污染，这意味着存在极大的健康隐患。从表 4.25 中的数据可以看出，职业健康资金投入在 2015 年至 2018 年期间持续减少，2018 年后迅速提升，恢复到了较高水平。中国神华将这部分资金用于开展职业病风险评估与防治、改进技术路径的专项研究，以改造工作环境。同时，对员工全覆盖健康体检，进行职业健康培训和心理健康辅导，提升员工的职业防护意识。

表 4.25 中国神华 2015-2021 年职业健康资金投入

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
职业健康资金投入（亿元）	7.79	4.18	3.98	3.06	6.52	6.75	5.56

资料来源：中国神华 2015-2021 年社会责任报告和 ESG 报告

在员工权益方面，可通过员工构成来考察。中国神华的员工构成不论国籍、性别、民族、宗教信仰和文化背景，同工同酬。从表 4.26 可以看出，少数民族占比较为稳定，基本保持在 5% 左右；残疾员工占比低，呈逐渐上升的趋势。这表明，在实施 ESG 治理措施后，中国神华更加关注员工权益保障，贯彻依法、平等、合规的用工原则，积极为弱势群体提供就业机会。其中占比原本就少的女性员工呈现出比重下降的趋势，一是由于煤炭企业的工作环境艰苦和工作强度大，女性员工占比少；二是受环境政策的影响，煤炭企业生产经营形势严峻，加之 2020 年以来受新冠疫情影响，企业不断调整用工制度，女职工工作受到压力和冲击。

表 4.26 中国神华 2015-2021 年员工构成

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
女性员工占比 (%)	20.73	21.01	20.85	20.02	19.62	18.66	17.42
少数民族员工占比 (%)	4.88	5.43	5.49	5.23	5.30	未披露	未披露
残疾员工占比 (%)	0.40	0.45	0.51	0.57	未披露	未披露	未披露

资料来源：中国神华 2015-2021 年社会责任报告和 ESG 报告

综上，中国神华自引入 ESG 理念，愈发关注安全生产，保障员工基本权益，员工战略的实施取得了良好成效，员工职业健康和平等就业的权益得到了落实。

(3) 员工业务流程

员工培训是对员工技能、知识等的提升，有助于员工持续提升能力实现自我成长和发展，因此，本文选择员工培训时长。如表 4.27 数据显示，中国神华员工培训时长波动上升，自具体落实 ESG 治理举措的后一年，培训时长急剧增加，2018 年前后期间的培训时长均值翻了一番。在 ESG 理念对员工发展提出要求后，中国神华加强了对员工的培训，在培训基地和培训网络建设方面进行了投入，举行知识培训、专业培训、岗位培训等，全员推进，提升员工经营管理、专业技术、操作技能和国际化水平方面的能力。

表 4.27 中国神华 2015-2021 年员工培训时长

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
培训时长 (万小时)	413.72	393.29	405.56	617.7	1311.65	670.21	805.28
均值	404.19			851.21			

资料来源：中国神华 2015-2021 年社会责任报告和 ESG 报告

(4) 员工组织能力

员工组织能力主要考察企业人才结构和人力资源管理水平。以员工助力企业发展，离不开高层次高能力人才，既要吸引人才，又要留得住人才。因此，本文选择员工学历构成和员工流失率来反映企业对员工的组织能力。中国神华员工的学历结构包括五个层次，各学历层次人员的变动趋势如图 4.12，员工学历结构逐渐调整，以大学本科为主，研究生及以上和大学本科的占比逐年攀升，而大学专科及以下的三个学历层次人数占比呈下降的趋势。这说明中国神华在不断调整员工学历构成，倾向于吸纳高学历人才，如表 4.28 所示，大学本科及以上的占比逐年上升 2018 年后迈上新台阶，均值增长了 8.26%。

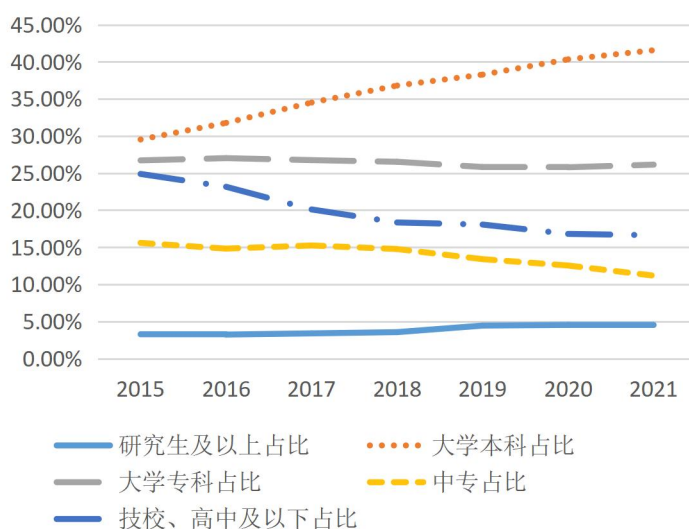


图 4.12 中国神华 2015-2021 年员工各学历变化趋势图

表 4.28 中国神华 2015-2021 年员工组织能力指标

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
本科及以上占比 (%)	32.81	35.01	37.91	40.36	42.72	44.87	46.05
均值	35.24			43.50			

资料来源：中国神华 2015-2021 年社会责任报告和 ESG 报告

中国神华职工专业构成丰富，据图 4.13，2021 年的职工专业构成图中经营及维修人员、管理及行政人员和技术支持人员这三类专业人才占比近 87%，是中国神华专业人才中的支柱，因此，神华调整员工学历占比，吸纳高层次人才，为企业日常经营和管理提供智力支撑。

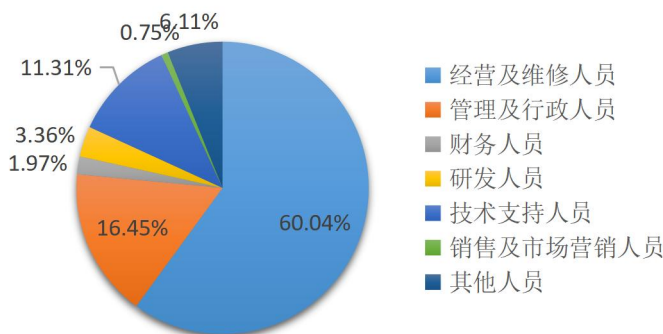


图 4.13 中国神华 2021 年职工专业结构

高员工流失率表明企业对人力资源管理的能力不足，难以留住现有人才，反之，该指标可以从侧面反映企业对现有员工的保有量，员工流失率越低越能体现出员工离职人数少，现有员工人数稳定。从图 4.14 的趋势线可以看出，中国神华的员工流失率较低，且呈现下降趋势，2018 年后持续下降，并维持在 1%左右的正常人员流动水平。

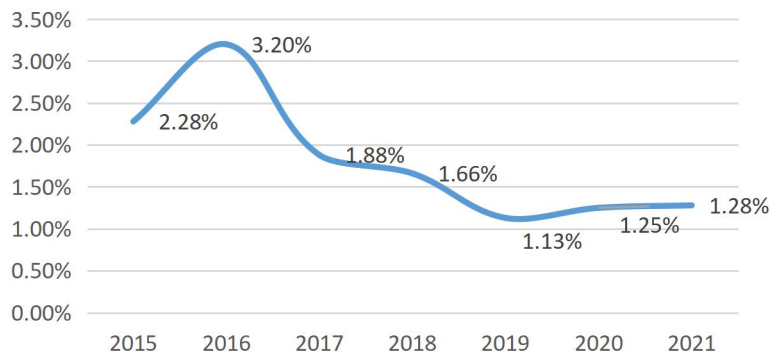


图 4.14 中国神华 2015-2021 年员工流失率

总体上，中国神华在 ESG 治理措施落地后，着力关注员工组织能力的提升，优化人才结构，提升员工素质和专业技术水准，人力资源管理也为留住人才提供了保障。因此，ESG 理念对员工组织能力的提升有显著作用。

(5) 员工贡献度

本文选择员工增长率来反映员工对企业的支持，具体数据如趋势图 4.15，中国神华的员工人数整体上呈减少趋势；其员工增长率一度为负，从 2020 年开始出现正增长后维持一定的水平。中国神华作为大型国企，本身发展规模大，且承担了更多为社会提供就业机会的责任，前期发展中人员冗杂，难免影响经营效

率。在传统能源企业转型升级的背景下，中国神华主动进行结构性调整，精简完善人员人才构成，员工人数下降的同时高学历人才占比逐渐提升也证实了这一点。因此，中国神华在 ESG 理念的贯彻落实助推企业优化调整人才结构。

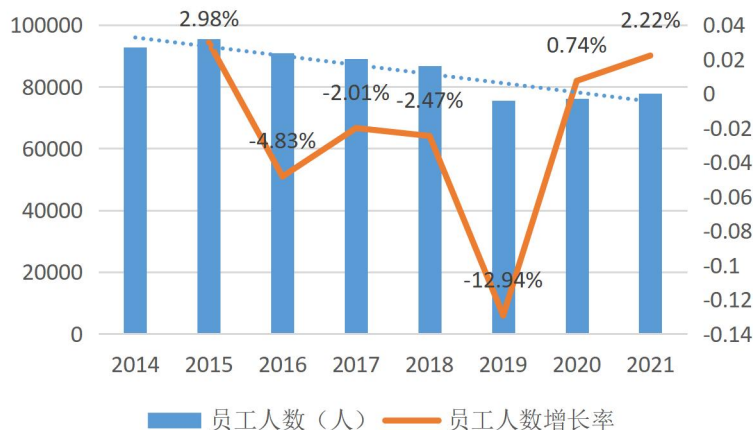


图 4.15 中国神华 2015-2021 年员工人数变化趋势图

4.3.2.4 政府及社会公众维度评价

(1) 政府及社会公众满意度

政府和社会公众期望企业能够健康运营，在促进地方经济发展的同时，兼顾社会效益。文章选择了资本保值增值率和每股社会贡献值指标。资本保值增值率能够体现企业资本的经营效益和稳定性。每股社会贡献值是公司每股股票所承担的净利润、税收、职工薪酬、债务利息和对外捐赠等，反映了公司对股东、债权人、职工、客户以及整个社会所创造的价值。

资本保值是增值的基础，从表 4.30 可以看出，中国神华资本保值增值率一直处于轻微波动状态，除 2017 年低于 1 以外，其余年份均实现了资本保值，2018 年迅速上升，后续几年稳定保持在 1 以上，说明公司在保本经营的基础上获得了一定的经济效益，原始资本得以增值。2018 年至 2021 年的变化与企业营业收入的变动情况保持同一趋势，说明公司资本保值增值率的变动主要受经营盈亏的影响。在后疫情时代下，随着经济回温，在公司营业收入的影响下，公司有望实现资本的增值。每股社会贡献值整体呈增长趋势，从均值来看，2018 年前后期间，每股平均上升了 2.5 元，足见中国神华不断为社会各方利益相关者创造价值。自从将 ESG 治理理念纳入公司经营，中国神华开始在满足股东价值最大化的同时，更多地关注债权人权益、客户和供应商的诉求、员工的成长与发展以及对社会的

反哺，在 ESG 理念对环境和社会维度的要求下，针对不同的利益相关方实施具体的 ESG 治理举措。因此，ESG 促进企业关注自身经营的同时兼顾社会责任，提高了公众的满意度。

表 4.30 中国神华 2015-2021 年政府及社会公众满意度指标

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
资本保值增值率	1.01	1.06	0.99	1.08	1.03	1.02	1.05
均值	1.02			1.04			
每股社会贡献值（元/股）	4.02	4.16	6.29	6.65	5.95	5.69	6.99
均值	4.82			6.32			

资料来源：国泰安数据库

（2）政府及社会公众战略

在政府及社会公众战略层面，ESG 理念要求中国神华在环境保护和社会责任承担方面落地具体的战略措施。在环境保方面，中国神华致力于探索低碳发展的模式，因此选择了碳排放强度和万元产值综合能耗作为衡量指标。在社会责任承担方面，选择社会捐赠额来考量。

碳排放强度指标是指公司每单位产值所带来的碳排放量，该指标越低越能体现公司减排的能力。中国神华早在 2015 年开始完善二氧化碳统计核算体系，并预计于 2017 年开始披露相关信息，直到 2019 年正式在 ESG 报告中发布碳排放强度指标，因此，只有近三年的碳排放强度数据。从表 4.31 数据可以看出，碳排放强度整体上呈下降趋势，从 2019 年的 11.1 下降到 2021 年的 9.56。中国神华的万元产值综合能耗正逐渐降低，尤其是 2018 年后，每万元产值的综合能耗降至 3 吨标准煤以下，平均下降了 0.29 吨标准煤。2018 年引入 ESG 理念后，公司致力于生产中节能减排降耗，取得了明显的成效。

表 4.31 中国神华 2015-2021 年政府及社会公众战略指标

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
碳排放强度	-	-	-	-	11.1	9.35	9.56
万元产值综合能耗（吨标准煤/万元）	3.14	3.28	3.18	2.72	2.96	3.05	2.92
均值	3.20			2.91			
社会捐赠额（百万）	209	791	63	460	279	178	389
均值	354.33			326.5			

资料来源：中国神华 2015-2021 年社会责任报告和 ESG 报告

社会捐赠额是公司践行公益活动、承担社会责任的表现之一，社会捐赠额作为绝对数据，能够更为直观地展现公司对社会公益事业的投入。中国神华历年的捐赠规模都很大，2016 年大规模捐赠的下一年，捐赠额大幅下降，但仍达到了 6.3 亿，2018 年捐赠额又大幅提升，总体上呈现出两年为一周期，这与中国神华开展的社会公益活动性质有关，中国神华将社会捐赠额多用于学校建设、基础设施建设和产业培育等中长期资本性建设项目。随着 ESG 理念不断深入，中国神华贡献社会的模式发生了转变，从最初以捐资助学为主，到 2019 年后逐渐形成教育扶贫、医疗扶贫和产业扶贫等“扶志扶智”的新模式，切实让为社会提供的服务有价值、有实效。可以看出，ESG 治理理念让中国神华在节能减排和社会责任承担方面表现得更出色。

(3) 政府及社会公众业务流程

政府和社会公众是公司的外部利益相关者，公司满足该利益相关方的利益关切后，还需要在业务流程方面实现对外的信息呈现与传递。ESG 报告清晰地向政府及社会公众汇报了公司在环保和社会责任方面的作为和取得的绩效，这在一定程度上提高了信息透明度，降低了信息不对称性。对外提供信息的同时，公司行为受到外部监督，使公司受到外部约束而进一步规范经营。因此，在该部分，文章将公司的信息披露情况作为对政府及社会公众业务流程的考量要素，得到了表 4.32 所示的信息披露情况表：

表 4.32 中国神华政府及社会公众业务流程评价表

评价标准	2015-2021 年度信息披露情况	
编写依据	《上海证券交易所上市公司环境信息披露指引》； 《〈公司履行社会责任的报告〉编制指引》； 《关于进一步完善上市公司扶贫工作信息披露的通知》； 《上市公司环境、社会责任和公司治理信息披露指引》； 港交所《环境、社会及管治报告指引》； 全球可持续发展标准委员会（GSSB）发布的《GRI 可持续发展报告标准》	
披露方式	2015-2017 年发布独立的社会责任报告； 2018-2021 年发布独立的 ESG 报告	
已披露信息	股东权益保护	均披露；
	债权人权益保护	2015-2017 未披露；
	职工权益保护	均披露；
	供应商权益保护	均披露；
	客户及消费者权益保护	均披露；

评价标准	2015-2021 年度信息披露情况	
已披露信息	环境和可持续发展	均披露；
	社会责任制度建设及改善措施	仅 2017 年和 2020 年披露；
	安全生产内容	均披露
未披露信息	温室气体总排放量及密度	2015 年开始建设完善系统，预计 2017 年披露，2017-2019 年均未披露
第三方机构审验	2015-2018 年德勤华永会计师事务所； 2019-2021 年毕马威华振会计师事务所	

资料来源：中国神华 2015-2021 年社会责任报告和 ESG 报告

中国神华的信息披露整体上较为规范，参考的编制依据丰富，且均是由第三方机构审验的独立报告，这种应规式披露保障了披露内容的合规性以及披露内容的全面性。通过对比已披露的信息，发现中国神华的 ESG 报告内容更为广泛详实，不断规范信息的涵盖内容，弥补了对债权人权益信息的披露，但在社会责任制度建设面的信息披露不足。在对比不同年份的披露信息时发现，中国神华各年度的报告所涉及的主要内容和主要利益相关方虽然一致，但是由于尚未形成统一的报告模式，披露信息既包括定性描述，又包括定量指标，且存在间隔年披露的指标不一致、不连贯等问题，这对外部利益相关者获取信息造成了障碍。总体上来说，中国神华披露的信息情况较为规范完善，但是仍存在细节上的问题，亟需改进。

（4）政府及社会公众组织能力

本文从节能减排和社会公益事业两方面来衡量公司在保护环境、回馈社会方面的能力，选择了节能减排方面的指标和开展的公益事业活动。

在节能减排方面，根据煤炭行业性质，从废气、废水、固体废弃物和生态环境四方面选择了代表性的相对指标来衡量节能减排的能力。从表 4.33 的数据可以看出，火电二氧化硫绩效指标的数据逐年下降，绩效水平显著提升，2018 年到 2021 年，绩效水平上涨 21.43%。实施 ESG 治理举措后，中国神华对标废气排放达标要求，对燃煤锅炉进行改造。万元产值固体废弃物排放量在 ESG 治理措施落地的当年出现了大幅下降，从 2.17 吨/万元下降到 1.2 吨/万元，下降幅度达 44.7%，后继续保持在 1 吨/万元左右水平。在生态方面，绿化面积保持正增长。可以看出，自 2018 年环保投入力度不断加大，助力中国神华在环境保护方面不断节能减排降耗。但是，废水综合利用率水平从 2017 年至 2019 年连续三年提升后下滑，中国神华应持续加大对污废水处理及回用的力度，落实重点区域废水

“零排放”，从源头控制；核定排放浓度和总量，建立配套污水处理设施，废水循环利用，实现过程中控制；进行在线监测，加强事后控制与反馈。

表 4.33 中国神华 2015-2021 年节能减排指标

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
废气-火电二氧化硫绩效(克/千瓦时)	0.096	0.096	0.08	0.07	0.07	0.065	0.055
废水-废水综合利用率(%)	69.90	68.57	71.41	79.43	83.20	74.84	76.03
固废-万元产值固体废弃物排放量(吨/万元)	2.25	2.46	2.17	1.2	1.5	2	0.9
生态-新增绿化面积(万平方米)	-	1999	3612	3133	1472	1083	9256

资料来源：中国神华 2015-2021 年企业社会责任报告和 ESG 报告

在政府及社会公众组织能力层面还需考量社会公益表现。通过整理中国神华 2015-2021 年披露的相关报告中关于社会公益方面的内容，得到表 4.34：

表 4.34 中国神华 2015-2021 年社会公益活动评价表

社会公益主题	具体项目
社区	开展“环境开放日”活动，与社区沟通交流； 同等条件优先雇佣当地员工，增加社区就业
教育	爱心书屋 10170 所；爱心学校增至 13 所
医疗	筛查和救助贫困家庭“两病儿童”
公益事业	公益基金会开展慈善事业； 2017 年神华公益基金会捐赠 1216 万元，援建四川省凉山州普格县贫困户安全饮水
抢险救灾	应急救护队伍助力当地政府和受灾单位； 同心抗疫，2019 年支援保障疫情防控阻击战，向湖北省捐赠资金，紧急转产医用口罩熔喷布原料 S2040 聚丙烯树脂
精准扶贫	①资金支持：2017 年扶贫资金支出约 1.35 亿元； ②教育扶贫、产业扶贫、医疗扶贫、投资基础设施建设等多措帮扶——2019 年三区三州深度贫困地区和革命老区扶贫； ③定点扶贫：陕西省陕西省榆林市米脂、吴堡两县和定点帮扶的西藏自治区聂荣县； ④2020 年决胜脱贫攻坚，负责的对口贫困县全部脱贫
乡村振兴	①资金支持：2021 年专项帮扶资金合计约 12300 万元； ②定点帮扶和对口支援——陕西省米脂县和吴堡县、四川省布拖县和西藏自治区聂荣县； ③产业培育：落实“央地百对企业”振兴东北； ④扶志扶智：开展技能人才培养；
服务海外社区	员工本地化；文化融合；保护当地环境

资料来源：中国神华社会责任报告和 ESG 报告

中国神华历年来坚持社会公益事业，其主题始终围绕着社区关怀、志愿奉献、抢险救灾和海外社区建设等内容，与时俱进地，中国神华作为央企主动承担起精准扶贫和乡村振兴的任务，这些活动贯穿着社会关怀和实现共同富裕的主线。其中，最为明显的变化是 2018 年后，中国神华逐渐转变了开展社会公益事业的思路，从最初的捐资助学，发展到资金支持、教育扶贫、医疗扶贫、产业扶贫、基础设施建设相融合的造血式扶贫模式，“央地百对企业”策略的落地，更实现了自身业务与社会公益相促进。

综上，中国神华在 ESG 治理理念的引导下，不断加大环境保护和承担社会责任的能力，提高了资源利用率，节能减排降耗成效显著，社会公益事业蒸蒸日上，因此，ESG 治理理念强化了企业对政府及社会公众组织能力的保障。

（5）政府及社会公众贡献度

政府及社会公众对企业的支撑体现在对企业经营活动的支持以及对企业形象的良好评价，因此，文章选择了政府补助和企业获得的评价来反映政府及社会公众对公司的贡献度。其中，政府补助主要用于补偿因非市场因素导致企业产品价格低于成本，也针对资源整合能力强、发展空间大的行业领先型企业扩大发展规模而提供贷款贴息资助。

根据表 4.35，中国神华接受的政府补助整体上呈下降的趋势，从 2015 年的 12.6 亿元降到 2021 年的 5.51 亿元，降幅达 56.27%。在 ESG 治理措施落地的前三年中，中国神华一直接受政府的高额补助，自 2018 年，政府补助水的额度基本上稳定下来，前后两个阶段的年平均值下降了 4.66 亿元。这说明，中国神华作为大型能源企业，处于行业领先地位，具有资源整合优势，政府为其进一步提高综合运营能力和转型升级提供了补助。我国的能源布局结构在短期内保持稳定，煤炭仍然是国家能源的重要支柱，煤炭供应关乎民生，因此，煤炭价格波动会受到政府补助。2016 年前后在“三去一降一补”政策的影响下，政府对煤炭行业投入了大量补贴，在 2018 年后，也即中国神华的 ESG 治理措施落地后，绿色转型初见成效，政府补助随之下降。

表 4.35 中国神华 2015-2021 年政府补助指标

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
政府补助(百万)	1260	899	401	317	304	378	551

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
均值	853.33			387.5			

资料来源：中国神华 2015-2021 年年报和国泰安数据库

中国神华引入 ESG 理念、发布 ESG 报告以来，其 ESG 治理措施取得了成效，受到了业界和社会的认可，如表 4.36。公众的认可是企业最好的口碑，为企业持续发展营造了良好的环境，声誉和口碑树立的企业形象同时也能够降低企业融资约束的成本，为企业带来发展机遇。

表 4.36 中国神华社会声誉评价表

年份	荣誉项目
2017 年	获得 2017 年度中国 A 股市场 ESG “美好 50 公司” 荣誉
2019 年	在沪深 300 成分股中，位列 4 家 ESG 综合评级中最高评级 A- 之一
2020 年	荣登 “2020 中国石化产业上市公司 ESG 评级榜单” 榜首
2021 年	“ESG 中国论坛 2021 冬季峰会” 上入选首批 “中国 ESG 示范企业”，成为唯一入选的央企控股上市公司； 荣获 2021 人民企业社会责任年度推荐案例

资料来源：中国神华社会责任报告和 ESG 报告

4.3.3 非财务绩效评价结果分析

通过以上中国神华引入 ESG 理念前后从主要利益相关者角度展开的非财务绩效比较分析，汇总评价结果如下：

表 4.37 中国神华非财务绩效水平评价表

是否得到优化	投资者	伙伴方	员工	政府及社会公众
利益相关者满意度	是	是	是	是
战略	是	是	是	是
业务流程	是	是	是	否
组织能力	是	是	是	是
利益相关者贡献	是	否	是	是

根据表 4.37 的评价结果，中国神华的四大主要利益相关者在绩效棱柱评价模型的五个维度、共 20 项总体绩效指标中，18 项得到了优化，占比达 90%。从绩效棱柱评价模型的五维度来看，四大利益相关者的满意度指标以及相应、战略制定和组织能力都都得到了全面的优化，其中，投资者和员工层面的绩效水平得

到了全面的优化,但是,伙伴和社会及社会公众维度各有一项尚未得到全面优化。这表明中国神华在追求自身经济利益的同时兼顾了各大利益相关者的需求,战略制定出色,组织能力得到强化,利益相关者满意得到提升。但是,政府及社会公众的业务流程层面表现得不尽完善;伙伴关系中客户的支持度不足。

4.4 小结

作为能源型企业,高污染高能耗也成为煤企的一大标志,在国家环境规制以及绿色发展的约束下,中国神华关注并贯彻 ESG 理念,在生产经营中践行 ESG 治理举措。绿色生产的投入究竟会挤占企业的发展资源、对企业绩效产生负面影响,还是会增强企业的竞争优势,促进企业绩效提升,对企业长期发展产生积极作用?上文通过对中国神华近七年纵向经济绩效分析、与三家同行业企业的横向对比评价,以及非财务绩效评价,对中国神华的企业绩效进行了总体的评析。概括来说,ESG 治理理念对中国神华企业绩效的影响主要体现在资金获利能力增强,资本配置和资源利用效率提升以及利益相关者权益保障力提升这几方面。

第一,经济效益阶段性攀升,盈利能力优于同行业企业。ESG 治理初期,环境保护义务和社会责任在一定程度上倒逼中国神华改进和创新生产技术,由于生产经营过程的改进和技术创新的投资,企业的经济效益会受到抑制,但随着技术改进效果的逐渐形成,降本增效的优势显现,企业的整体绩效得到提升。发展至现在,从具体的盈利能力指标来看,纵向比较营业利润率有所下滑但高于行业均值,早期对环保与社会的投入短期内会增加营业成本,影响成本利润率的转化,但是从长远来看,有助于提高企业的盈利能力,相较于同行业企业,盈利能力表现出色。

第二,有效配置资源,提升营运能力。在双碳目标的要求和新能源发展的冲击下,煤企兴建煤矿、投资扩产的信心受挫。从中国神华的整体营运状况来看,这样的大环境并没有对中国神华的营运能力造成负面影响,反而由于环境政策的压力和 ESG 治理理念不断强化深入,使得企业在生产运营过程中发挥现有规模优势,进行产品质量控制和客户管供应链管理,形成了一体化产业链,实现了有效配置资源,经营业绩稳步提升,使企业有能力应对不可抗力因素,在逆境中保持平稳发展。

第三，保障利益相关方权益。在 ESG 治理理念的引导下，中国神华贯彻落实了兼顾经济效益与利益相关者权益相平衡的策略，在提升企业经济绩效的同时，保障了主要利益相关方的权益。自 2015 年至 2021 年，所有者权益保持持续增长的态势，2021 年较 2015 年所有者权益的增长幅度达 24.44%。同时，资本结构得到优化，债权在权益中保持较低比例，且有赖于中国神华雄厚的资金实力和快速的资产变现力，债权人权益得到了充分保障。此外，在承担环境保护和社会责任的过程中，满足了主要利益相关方的利益诉求。

通过对中国神华企业绩效的分维度评价，在践行 ESG 治理理念的过程中，中国神华仍存在一些问題：

首先，在经济效益层面，中国神华的经营效益受宏观环境及宏观政策影响明显，经营成果受制于价格波动，发展不稳定，实施 ESG 治理的经济基础受到动摇。其次，在生态层面，中国神华在煤炭生产过程中能耗较高，废物利用水平有待提升，生态效益有待进一步提升。再次，中国神华在 ESG 各维度存在各年度之间指标披露不连贯的问题，尤其是社会责任维度，多以定性描述为主，且信息可比性不足。最后，在公司治理层面，中国神华的专门委员会召开次数减少，专门委员会参与治理的水平有待加强，公司治理的有效性有待进一步提升。总的来说，中国神华需要不断强化企业的经济、生态和社会三重业绩的发展与协调程度。

5 ESG 视域下提升中国神华企业绩效的建议

5.1 稳定多元化战略，提升市场风险应对能力

在环境保护和绿色发展的要求下，国家正加紧能源结构调整，煤炭行业面临产能过剩、供需失衡等问题，但煤炭作为我国的主要能源，其在未来很长时间内仍是处于主导地位的能量消费品。煤炭生产与销售容易受到宏观环境的影响，经济效益波动性较大。煤炭业务作为中国神华的第一大主营业务受市场价格和市场需求的影响最为明显，电力业务板块占比较高但是毛利率最低，也容易受市场的影响。经济效益表现不好不仅会影响所有者的权益，还会影响投资者对 ESG 治理的信心。综观中国神华的主营业务板块，铁路和港口业务毛利率最高，2021 年度分别达到 47.06%、49.67%，远高于主营业务占比达 85% 以上的煤炭业务和电力业务的毛利率，而铁路业务和港口运输业务在业务收入中的占比仅为 9.78% 和 1.55%。基于此，中国神华可以继续稳定多元化、一体化的经营战略，在稳定煤炭产业的基础上，发展强势产业，提升其在主营业务中的占比，使不同业务板块相互协调，以应对市场风险，加强企业的获利能力，从而为稳定、持续开展 ESG 治理活动提供坚实的经济基础。

5.2 提升降耗减排能力，推进可再生能源项目

在双碳目标的约束下，煤炭企业高能耗的生产方式亟需转变。中国神华取得的生态绩效尚未稳固，万元产值综合能耗水平缺乏稳定性，废水综合利用率下滑。中国神华应持续加大清洁生产方面的研发投入，升级改造生产机组，推进煤炭开采、生产、转化实现绿色化，如引进高效能的锅炉、燃气轮机，购入使用电力的发电设备等，提升能源利用综合效能。保证源头节能减污的同时，在生产过程中持续以煤矸石为原料开发新型建筑材料、促进矿井排水的产业化利用等，提高生产过程中产生废弃物的利用效率，生产高附加值产品。另外，中国神华的可再生能源投资自 2020 年开始规划，2021 年占资本开支的比重仅 0.08%，距实现 2023 年将不少于 40% 的年度资本开支用于可再生能源的目标还有一定差距。中国神华应继续同地方政府和企业合作，发挥产业基金作用，积极推进可再生能源项目，

提升企业的生态绩效，引领煤炭行业绿色低碳转型。

5.3 强化社会责任维度信息披露，提高规范性和可量化性

ESG 在我国起步相对较晚，尚未形成统一、规范、具体的评价标准，上市公司往往以自我报告的形式披露信息，披露的信息主观描述性较强。中国神华出具的 ESG 报告年度报告之间可比性不足，存在披露指标不全面、不连贯等问题。在社会责任信息披露方面，客户管理中的客户满意度各细分维度未连续披露，员工管理中的员工构成比近三年存在信息缺失等。社会维度指标化信息少，多是开展活动的情况效果描述。这些问题导致报告使用者解读其 ESG 水平及表现存在一定的障碍。因此，对企业而言，在编写 ESG 报告时应秉持重要性和可比性原则，完善并稳固 ESG 各维度披露的重要指标信息。在国家和行业层面，构建与我国企业情况相适应的 ESG 信息披露框架和披露体系的任务迫在眉睫，以解决 ESG 信息披露不规范的问题，提高 ESG 信息披露的完整性和可比性。

5.4 提高董事会多样性，发挥专门委员会效能

中国神华应该强化董事会成员多元化政策，董事会成员的知识结构和专业领域要具有专业性和互补性，保持独立非执行董事的比例，同时也应该继续保障董事会成员构成的多样性、平等性和决策的科学性。另外，中国神华应该充分发挥专门委员会的作用，通过提升召开五大专门委员会的次数，尤其是与员工权益保障相关的薪酬与考核委员会和安全、健康及环保委员会，加强 ESG 治理议题的沟通，及时反馈与监督，预防可能存在的风险，提升公司治理效能。

5.5 重视生态环境绩效与社会绩效，促进平衡发展

ESG 理念的核心是可持续发展，这要求企业不仅要追求经济绩效，还需关注生态与社会绩效，更应重视这三重绩效的均衡发展。环境保护政策力度加大，新能源发展冲击传统能源业，煤炭企业受挫，这是不争的事实。不论是主动适应，谋求长期可持续的生存之道，还是应对外界压力，煤炭企业都需要谋求新的发展路径。中国神华应强化 ESG 治理工作办公室的职能，与管理层联动，自上而下贯

彻 ESG 理念，开展环境保护和社会责任承担战略路径研究，由意识层面及行动层面，重视生态与社会方面的发展。积极保护生态环境并履行社会责任，促进企业多重业绩均衡，实现可持续发展。

6 研究结论与未来展望

在上文已有文献梳理、理论分析与案例分析的基础上，本章梳理了整篇文章的研究结论，并反思了文章存在的不足。

6.1 研究结论

ESG 治理理念与可持续发展思想一脉相承，不同于以往粗放式经济发展的理念，它更强调谋求经济效益的同时也要兼顾生态效益和社会效益。企业作为促进宏观经济发展的微观主体，其发展就是我国经济发展的缩影，因此，探索企业的长期可持续发展之路是很有必要的。现有的企业绩效评价体系主要关注企业的经济绩效，但是仅关注企业的经济绩效是不全面的，也是无法适应可持续发展要求的。本文以 ESG 理念为视角，在阅读相关文献的基础上，结合可持续发展理论、利益相关者理论和三重底线理论，梳理了 ESG 影响企业绩效的路径，并以此为逻辑起点，对案例企业展开了全面的绩效评价。本文通过分析得出以下结论。

第一，为了衡量企业的整体业绩表现，企业绩效评价应该涵盖财务和非财务层面。尤其是以煤炭企业为代表的重污染行业企业，应注重经济、生态、社会三重绩效的均衡发展。

第二，通过对 ESG 影响企业绩效的路径梳理，以及对神华进行分维度绩效评价分析，可以得出 ESG 对企业绩效具有积极作用的结论。以神华为例，企业进行 ESG 投入是一项久久为功、利在长远的投资，其对企业的绩效的促进作用经历了从前期投入、弥补成本、稳固成效到长足发展的过程。

第三，对神华进行绩效评价，通过分维度对比分析发现，神华整体的资产营运管理水平较好，债权人的债务保障性较高，具有较好的抗风险能力。ESG 理念下的治理举措与利益相关者关联性强，对主要利益相关方均产生了积极影响，但是在战略实施中仍存在细节问题，影响企业获得利益相关者的支持。

6.2 未来展望

本文虽有一定的创新，但由于本人专业能力有限，论文中仍有很多不足之处，在未来的研究中可以加以完善。

首先, 本文将企业绩效评价涵盖了企业财务与非财务方面, 一定程度上实现了企业业绩评价的全面性和综合性。虽然在业绩评价中引入 ESG 框架下的环境、社会责任和公司治理维度的内容具有一定的创新性、评价角度较为全面, 但是由于鲜有此做法且本人知识水平有限, 各评价维度选取的指标代表性有限。因此, 在今后的研究中要考虑各维度下指标的全面性, 并将其转化为具有代表性的指标。

其次, 本文在对中国神华进行横向业绩评价时, 由于自身精力及知识水平有限, 仅选取了三家有代表性的煤炭企业与案例企业进行横向比较, 加之 ESG 报告仅是自愿性披露, 且没有统一规范的披露标准, 存在数据缺失的问题, 导致行业间可比性不足。希望在未来行业规范的要求下能够得到横向可比的、全面性更强的数据加以分析。

最后, 经过对已有研究文献的梳理, ESG 影响企业绩效的确得到了现有实证研究的支持, 但限于本文是案例研究, ESG 理念对企业的影响更为直观地表现在企业经营理念、战略方针的变化, 以及在保护环境和承担社会责任的具体措施上, 而对于经济绩效的作用缺乏直接衡量的指标, 以经济绩效的整体表现支撑 ESG 对其影响说服力不足。在今后的研究中要考虑“学术+案例”的研究模式, 更好的支撑案例分析。

参考文献

- [1] Alexandre Sanches Garcia and Wesley Mendes-Da-Silva and Renato J. Orsato. Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets[J]. *Journal of Cleaner Production*, 2017, 150 : 135-147.
- [2] Bhagat S, Bolton B. Corporate governance and firm performance: The sequel[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2019, 58.
- [3] Cordeiro J J , Sarkis J . Environmental proactivism and firm performance: evidence from security analyst earnings forecasts[J]. *Business Strategy & the Environment*, 1997, 6(2):104-114.
- [4] Hemlata Chelawat, Indra Vardhan Trivedi. The business value of ESG performance: the Indian context[J]. *Asian Journal of Business Ethics*,2016,5(1-2).
- [5] Halbritter G, Dorfleitner G . The wages of social responsibility — where are they? A critical review of ESG investing[J]. *Review of Financial Economics*, 2015, 26(SEP.):25-35.
- [6] Knoll M. S. Ethical screening in modern financial markets: the conflicting claims underlying socially responsible investment. *The Business Lawyer*, 2002, 57(2): 681-726.
- [7] Mervelskemper L , Streit D . Enhancing Market Valuation of ESG Performance: Is Integrated Reporting Keeping its Promise?[J]. *Business Strategy & the Environment*, 2015, 26(4):536-549.
- [8] Nollet J, Filis G, Mitrokostas E . Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach[J]. *Economic Modelling*, 2016, 52(JAN.PT.B):400-407.
- [9] Paul G, Joy I , Andrew M . Corporate Governance and Equity Prices[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2003(1):1.
- [10] Renneboog L., Ter Horst J. and Zhang C. Socially responsible investments: Institutional aspects,performance, and investor behavior. *Journal of Banking &*

- Finance, 2008b, 32(9): 1723-1742.
- [11] Ruan L, Liu H. Environmental, Social, Governance Activities and Firm Performance: Evidence from China. 2021, 13(2): 767.
- [12] Sherwood M W , Pollard J L . The risk-adjusted return potential of integrating ESG strategies into emerging market equities[J]. Journal of Sustainable Finance & Investment, 2018, 8(1):1-19.
- [13] Sharma S , Vredenburg H . Proactive corporate environmental strategy and the development of competitively valuable organizational capabilities[J]. Strategic Management Journal, 1998, 19(8):729-753.
- [14] The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance[J]. Management Science, 2014, 60(11) : 2835-2857.
- [15] 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.
- [16] 巴曙松, 郑子龙. 中国资本市场监管变迁中的上市公司责任 [J]. 新金融, 2019(01) : 52-56.
- [17] 陈共荣, 曾峻. 企业绩效评价主体的演进及其对绩效评价的影响 [J]. 会计研究, 2005(04) : 65-68+96.)
- [18] 中国工商银行绿色金融课题组, 张红力, 周月秋, 殷红, 马素红, 杨苕, 邱牧远, 张静文. ESG 绿色评级及绿色指数研究 [J]. 金融论坛, 2017, 22(09) : 3-14.
- [19] 中央财经大学绿色金融国际研究院与负责任投资原则、联合国环境署金融倡议、世代基金会共同发布投资者责任中国路线图 [J]. 中央财经大学学报, 2018, (05) : 129.
- [20] 高杰英, 褚冬晓, 廉永辉, 郑君. ESG 表现能改善企业投资效率吗? [J]. 证券市场导报, 2021(11) : 24-34+72.
- [21] 耿云江, 赵欣欣. 环境规制、绿色创新与企业绩效——基于重污染上市公司的经验检验 [J]. 财务研究, 2020(02) : 15-24.
- [22] 胡元林, 孙华荣. 环境规制对企业绩效的影响: 研究现状与综述 [J]. 生态经济, 2016, 32(01) : 94-98.

- [23] 黄世忠. 支撑 ESG 的三大理论支柱[J]. 财会月刊, 2021(19):3-10.
- [24] 嵇国平, 阚云艳, 吴武辉. 企业社会责任对财务绩效的影响:一定是线性的吗?[J]. 经济问题, 2016(10):92-97.
- [25] 姜雨峰, 田虹. 绿色创新中介作用下的企业环境责任、企业环境伦理对竞争优势的影响[J]. 管理学报, 2014, 11(08):1191-1198.
- [26] 李璎萍. 企业绩效评价文献综述[J]. 中国市场, 2021, No. 1074(11):88-89.
- [27] 李国平, 韦晓茜. 企业社会责任内涵、度量与经济后果——基于国外企业社会责任理论的研究综述[J]. 会计研究, 2014(08):33-40+96.
- [28] 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.
- [29] 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.
- [30] 李百兴, 王博, 卿小权. 企业社会责任履行、媒体监督与财务绩效研究——基于 A 股重污染行业的经验数据[J]. 会计研究, 2018, No. 369(07):64-71.
- [31] 李慧云, 刘倩颖, 李舒怡等. 环境、社会及治理信息披露与企业绿色创新绩效[J]. 统计研究, 2022, 39(12):38-54.
- [32] 吕靖焯, 韩珂. 强环境约束下煤炭企业环境绩效对财务绩效的影响[J]. 煤炭工程, 2020, 52(12):188-192.
- [33] 刘璐, 吁文涛. 企业 ESG 评价和传统信用评级体系比较研究[J]. 新金融, 2021(04):59-64.
- [34] 柳学信, 李胡扬, 孔晓旭. 党组织治理对企业 ESG 表现的影响研究[J]. 财经论丛, 2022(01):100-112.
- [35] 钱玉东. 双碳背景下有色冶金行业绿色发展路径:浅议 ESG 体系对有色冶金行业绿色可持续发展的推动作用[J]. 中国有色冶金, 2021, 50(06):5-8.
- [36] 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.
- [37] 孙美, 池祥麟, 永田胜也. 社会责任投资的发展趋势和策略研究[J]. 四川大学学报(哲学社会科学版), 2017(06):141-152.
- [38] 孙永风, 李垣. 企业绩效评价的理论综述及存在的问题分析[J]. 预

- 测, 2004(02):41-47+60.
- [39] 苏畅, 陈承. 新发展理念下上市公司 ESG 评价体系研究——以重污染制造业上市公司为例[J]. 财会月刊, 2022(6):6.
- [40] 屠光绍. ESG 责任投资的理念与实践(上)[J]. 中国金融, 2019(01):13-16.
- [41] 屠光绍. ESG 责任投资的理念与实践(下)[J]. 中国金融, 2019(02):21-23.
- [42] 田虹, 王宇菲. 动态环境下的企业环境战略转型研究综述与基本框架构建[J]. 科技管理研究, 2020, 40(05):233-242.
- [43] 吴梦云, 张林荣. 高管团队特质、环境责任及企业价值研究[J]. 华东经济管理, 2018, 32(02):122-129.
- [44] 王静. 我国绿色金融发展驱动因素与进展研究[J]. 经济体制改革, 2019(05):136-142.
- [45] 王波, 杨茂佳. ESG 表现对企业价值的影响机制研究——来自我国 A 股上市公司的经验证据[J]. 软科学, 2022, 36(06):78-84.
- [46] 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, 2022(05):23-34.
- [47] 王化成, 刘俊勇. 企业业绩评价模式研究——兼论中国企业业绩评价模式选择[J]. 管理世界, 2004(04):82-91+116.
- [48] 温素彬, 薛恒新. 基于科学发展观的企业三重绩效评价模型[J]. 会计研究, 2005(04):60-64+95.
- [49] 徐雪高, 王志斌. 境外企业 ESG 信息披露的主要做法及启示[J]. 宏观经济管理, 2022(02):83-90.
- [50] 徐杰, 张强. 客户集中度、管理层权益激励与企业经营风险[J]. 会计之友, 2018, No. 579(03):46-53.
- [51] 星焱. 责任投资的理论构架、国际动向与中国对策[J]. 经济学家, 2017(09):44-54.
- [52] 杨皖苏, 杨善林. 中国情境下企业社会责任与财务绩效关系的实证研究——基于大、中小型上市公司的对比分析[J]. 中国管理科学, 2016, 24(01):143-150.
- [53] 闫立东. 我国 ESG 评价体系中环境评价应用的建议[J]. 环境保

- 护, 2019, 47(07):45-48.
- [54] 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.
- [55] 于武, 张晓文, 韩培. 聚焦企业的力量——企业竞争力评价理论与方法研究综述[J]. 企业管理, 2002(12):78-80.
- [56] 张玉琴. 关于企业绩效评价体系的思考[J]. 财经问题研究, 2014, No. 372(S2):107-111.
- [57] 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.
- [58] 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.

后 记

本文从选题到撰写完成历时已近一年，期间反反复复历经多次修改，值此收尾之际，心中不由感慨时光之飞逝、世事艰辛多磨难。

回看过去三年的学习和生活，我首先要感谢的是我的家人及朋友，是他们给予我无条件的支持和包容，给了我耐心、倾听与关怀。我更要感谢我的导师，他是我本科期间就很敬仰的老师，万分有幸在研究生期间能够成为他的学生。老师在我选题和撰写论文的过程中给了我极大的帮助，他认真负责，专业严谨，一次又一次地耐心指导，并在我受挫时给予鼓励，助我重新找回写作思路。除了在科研中为我指点迷津，老师在生活中更是亦师亦友，他经常与我们坐在一起谈心，倾听我们遇到的问题并给我们分享经验。在此，还想向老师表达我的歉意，我在研究生期间表现平平，没有取得出色的成果，辜负了老师对我寄予的厚望。另外，还要感谢开题到答辩期间我遇到的每位答辩组老师，以及为我指导过论文的每位专业课老师，很感谢老师们细心提出建议，为我答疑解惑，增加学术知识，给我的文章添砖加瓦。最后，还要特别致谢我的小肚，感谢你为我的学生生涯带来一抹不一样的色彩。

三年时光，匆匆而逝，在此，我向研究生期间遇到的每位老师和同学致以诚挚的谢意，感谢人生中能够与你们走过一段难忘时光！