

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

论文题目 上市公司 ESG 表现对股票超额收益率
的影响研究

研究生姓名: 瞿继花

指导教师姓名、职称: 刘志军、教授

学科、专业名称: 应用经济学、金融工程

研究方向: 金融投资管理

提交日期: 2023 年 6 月 12 日

独创性声明

本人声明所提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： 瞿继花 签字日期： 2023. 6. 12

导师签名： 刘书军 签字日期： 2023. 6. 12

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： 瞿继花 签字日期： 2023. 6. 12

导师签名： 刘书军 签字日期： 2023. 6. 12

Research on The Influence of Listed Companies' ESG Performance on Stock Excess Returns Rate

Candidate: Qu Jihua

Supervisor: Liu Zhijun

摘 要

近年来，自如出租屋的甲醛超标、长春长生生物的毒疫苗、瑞幸咖啡的财务和运营数据造假、康美药物财务造假等黑天鹅事件不断发生，对社会产生了严重的负面影响，不仅让投资者遭受了巨大的经济损失，而且对我国资本市场的稳定发展造成了严重的损害。同时，经济的飞速发展也引起了气候环境恶化、污染、企业责任、人权、工作准则等众多问题，这将社会大众的目光聚焦到环境、社会和公司治理（ESG）。随着“十四五规划”和“双碳”目标中对我国绿色金融发展的高度重视和我国本土 ESG 评级机构的逐步发展完善，ESG 投资必将越发受到人们注重，ESG 会成为加速中国未来绿色发展和绿色投资的重要工具。本文通过对 A 股上市公司 ESG 表现和股票超额收益率之间的关系进行研究，为股票市场中 ESG 投资策略提供参考，并以此倒逼企业改革，注重可持续发展。

本文采用事件研究法，选用样本为在我国沪深 A 股上市的公司，时间段为 2018 年至 2021 年，以评级发表前后 5、15、30 天的事件超额收益率作为被解释变量，商道融绿 ESG 评级为解释变量，建立模型进行回归。接着考虑到这种关系可能会受到市场环境的影响，加入市场行情与 ESG 的交叉项，探讨市场行情的变化能否会让人们更加关注或者不关注上市公司的 ESG 表现，从而 ESG 所发挥出的筛选作用是否会显著增强或减弱。最后把样本公司按照规模不同、产权性质不同各划分为两组，讨论对于不同规模、产权性质的公司而言，ESG 表现能否提升公司股票市场表现。

通过实证分析，发现：（1）我国沪深两市 A 股上市公司 ESG 表现会给公司股票超额收益率带来显著正向影响，即 ESG 表现越好的公司股票超额收益率越高，ESG 表现对市场股票具有筛选作用。（2）在市场行情下降的情况下，股票超额收益率与 ESG 的正相关关系得到加强，即在市场下行时 ESG 对市场的筛选作用得到了加强；而在市场行情的上升的情况下，股票超额收益率与 ESG 的正相关关系减弱，即在市场上行时 ESG 表现对市场的筛选作用减弱。（3）通过异质性研究发现，对于大规模、国有上市公司，公司 ESG 评分越高，超额收益率就越高；而对于小规模、非国有上市公司，ESG 评分与事件期超额收益率 CAR 之间的回归结果并不显著，这说明不同规模、不同产权性质的公司股票超额收益率与 ESG 评级之间的相关关系存在差异性。

基于研究结论，本文提出了健全 ESG 信息披露相关法律法规体系、上市公司应积极主动提高 ESG 表现、大力倡导投资者注重 ESG 投资、建立健全我国特色 ESG 评级体系的建议，期望能对我国投资市场有所帮助。

关键词： ESG 表现 市场行情 规模异质性 产权异质性 超额收益率

Abstract

In recent years, the black swan incidents such as formaldehyde exceeding standard in free rental houses, Changchun Changsheng Biological's toxic vaccines, Luckin Coffee's financial and operational data falsification, Kangmei Pharmaceutical's financial falsification have occurred constantly, which have had a serious negative impact on the society, not only did it cause huge financial losses to investors, but also caused serious damage to the stable development of China's capital market. At the same time, the rapid development of the economy has also caused the deterioration of the climate and environment, pollution, corporate responsibility, human rights, work standards and many other issues, which has focused the attention of the public on the environment, social and corporate governance (ESG). With the emphasis on China's green finance development in the 14th Five-Year Plan and the goal of "Double carbon" and the gradual development and improvement of China's local ESG rating agencies, ESG investment will surely attract more attention and become an important tool to accelerate China's future green development and green investment. This paper studies the relationship between the ESG performance of A-share listed companies and the excess return of stocks, so as to provide reference for ESG investment strategies in the stock market, and to force enterprise reform and pay attention to sustainable development.

In this paper, the event study method was adopted, and the samples

were selected as A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2018 to 2021. The event excess returns of 5, 15 and 30 days before and after the release of the rating were taken as explanatory variables, and the ESG rating of SynTao Green Finance was taken as explanatory variables to establish A model for regression. Then, considering that this relationship may be affected by the market environment, the cross term between market conditions and ESG is added to discuss whether the changes of market conditions will make people pay more or less attention to the ESG performance of listed companies, and whether the screening function of ESG will be significantly enhanced or weakened. Finally, the sample companies were divided into two groups according to different sizes and property rights, and whether ESG performance could improve the stock market performance of companies with different sizes and property rights was discussed.

Through empirical analysis, it is found that: (1) The ESG performance of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen, it has a significant positive influence on the excess return rate of the company's stock, the better the ESG performance is, the higher the excess return rate of the company's stock, and the ESG performance has a screening effect on the market stocks. (2) In the case of market decline, the positive correlation between excess stock return rate and ESG is strengthened, the screening effect of ESG on the market is strengthened in the case of market decline;

In the case of rising market conditions, the positive correlation between excess stock return rate and ESG is weakened, the screening effect of ESG performance on the market is weakened. (3) The heterogeneity study found that for large-scale, state-owned listed companies, the higher the ESG score, the higher the excess return rate; For small-scale, non-state-owned listed companies, the regression result between ESG score and CAR of excess return in event period is not significant, which indicates that the correlation between excess return rate of shares and ESG rating of companies with different sizes and property rights is different.

Based on the above research conclusions, this paper propose the following suggestion that perfect ESG information disclosure related laws and regulations system, listed companies should actively improve the performance of ESG, advocate investors to pay attention to ESG investment, establish and perfect our characteristic ESG rating system, hoping to be helpful to our investment market.

Keywords: ESG performance; Market quotation; Scale heterogeneity; Property right heterogeneity; Excess return rate

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景、目的及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究目的	3
1.1.3 研究意义	4
1.2 文献综述	4
1.2.1 国外文献综述	4
1.2.2 国内文献综述	7
1.2.3 文献述评	11
1.3 研究思路、方法与内容	11
1.3.1 研究思路	11
1.3.2 研究方法	13
1.3.3 研究内容	13
1.4 主要的创新点与不足	14
1.4.1 主要的创新点	14
1.4.2 不足之处	14
2 理论基础	15
2.1 概念界定	15
2.1.1 ESG 定义	15
2.1.2 超额收益率	16
2.2 相关理论	17
2.2.1 可持续发展理论	17
2.2.2 信号传递理论	18
2.2.3 信息不对称理论	18
2.2.4 利益相关者理论	19
3 理论分析与研究假设	21
3.1 ESG 表现对超额收益率的影响机制	21

3.2 市场行情在 ESG 表现对超额收益率影响中的调节效应·····	22
3.3 上市公司 ESG 表现对超额收益率影响的异质性分析·····	23
3.3.1 规模异质性·····	23
3.3.2 产权异质性·····	24
4 研究设计 ·····	25
4.1 样本选取与数据来源·····	25
4.2 变量选取与度量·····	25
4.2.1 被解释变量·····	25
4.2.2 解释变量·····	26
4.2.3 调节变量·····	27
4.2.4 控制变量·····	28
4.3 建立模型·····	29
5 上市公司 ESG 表现影响股票超额收益率的实证分析 ·····	31
5.1 描述性统计·····	31
5.1.1 主要变量描述性统计·····	31
5.1.2 ESG 描述性统计·····	32
5.2 相关性分析·····	32
5.3 多重共线性检验·····	33
5.4 基准回归分析·····	34
5.5 调节效应分析·····	36
5.6 异质性分析·····	37
5.6.1 规模异质性检验·····	37
5.6.2 产权异质性检验·····	39
5.7 稳健性检验·····	41
5.7.1 更换被解释变量·····	41
5.7.2 缩尾回归·····	43
6 实证结论与建议 ·····	45
6.1 实证结论·····	45

6.2 对策建议	45
6.2.1 健全 ESG 信息披露相关法律法规体系	45
6.2.2 上市公司积极主动提高 ESG 表现	46
6.2.3 大力倡导投资者注重 ESG 投资	47
6.2.4 建立健全我国特色 ESG 评级体系	48
参考文献	49
后记	54

1 绪论

1.1 研究背景、目的及意义

1.1.1 研究背景

近年来，自如出租屋的甲醛超标、长春长生生物的毒疫苗、瑞幸咖啡的财务和运营数据造假、康美药物财务造假等黑天鹅事件不断发生，对社会产生了严重的负面影响，不仅让投资者遭受了巨大的经济损失，而且对我国资本市场的稳定发展造成了严重的损害。同时，经济的飞速发展也引起了气候环境恶化、污染、企业责任、人权、工作准则等众多问题，这将社会大众的目光聚焦到环境、社会和公司治理（ESG）。

ESG 由环境、社会和公司治理三个词语的英语单词的首字母构成，指的是在投资中考量企业在环境、社会责任、公司治理三个方面的表现，将 ESG 融入到投资决策和投资分析中。高盛在 2006 年发表了一份关于 ESG 的研究报告，第一次将 ESG 这个概念正式提出并引入到人们的视野中，在这之后，各个国家的政府机构、各个市场中的金融机构和各种类型的投资者对 ESG 的重视程度越来越高，逐步形成了较为完善的 ESG 评级体系和信息披露体系。

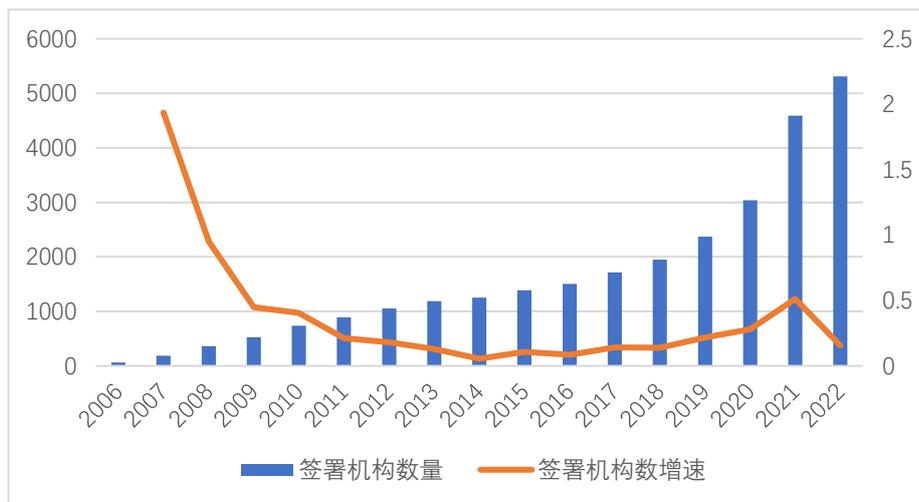


图 1.1 UN PRI 签署机构及其增速

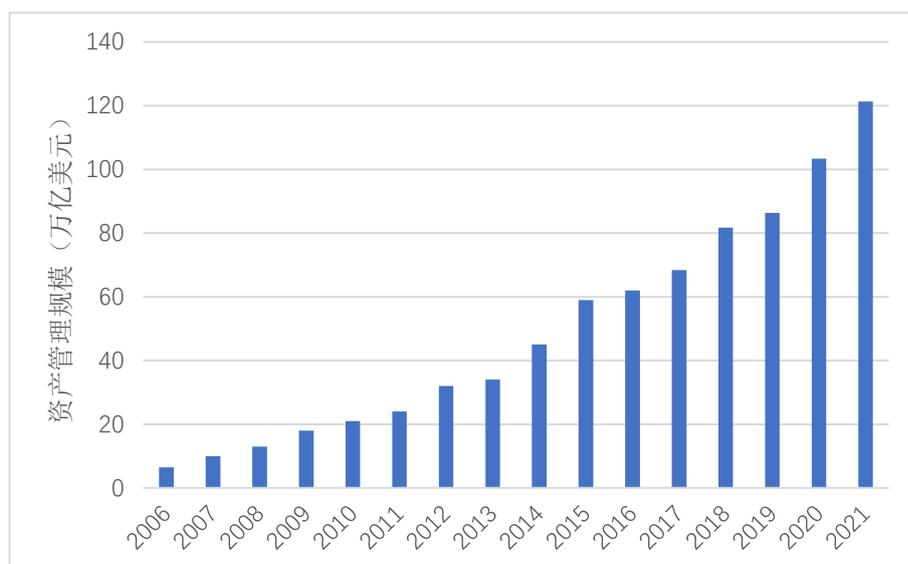


图 1.2 UN PRI 资产管理规模

同年，在纽约证券交易所发布的由联合国前秘书长科菲·安南先生发起的 UN PRI，致力于推动全球金融体系可持续发展，要求各机构在投资中考虑 ESG 因素，提高责任投资能力。根据 UN PRI 官网数据披露，如上图 1.1 和图 1.2 所示。截止 2022 年 12 月 30 日，全世界共有 5311 家机构参加了 UN PRI，在 2021 年 UN PRI 的签署机构所管理的资产首次超过了 120 万亿美元的规模，其在全世界所有资产管理规模中占比超 50%。目前，ESG 评级已逐渐成为国际上评价上市公司的主流理念。

我国关于 ESG 的研究和发展起步较晚，但伴随着我国经济发展转向高质量发展，环境、社会责任与公司治理（ESG）已成为可持续发展的重要驱动力，金融监管部门等政府各部门开始高度重视 ESG，从政策上不断推出顶层设计。2018 年 9 月 30 日，中国证监会发布《上市公司治理准则》修订版，确立了环境、社会和公司治理（ESG）信息披露的基本框架。2018 年 11 月 10 日中国证券基金业协会发布《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》和《绿色投资指引（试行）》，开启我国 ESG 投资实践新进程，对推动上市公司承担社会责任、服务绿色发展有重要意义。2018 年 MSCI 指数纳入中国 A 股，并对其 ESG 表现进行了评级，2019 年评级有所提升，促进 ESG 投资热情。2021 年 9 月 29 日中国绿发会标准工作委员会发布《ESG 评价标准》，为企业和机构提供环境、社会及治理的评价体系，规定了评价的基本原则、实践要求、评价指标和评价方法等内容，旨在规范社会责任的

同时，促进企业和机构在全球背景下的可持续发展，推进我国生态文明建设，构建人类命运共同体。2022年4月16日中国企业改革与发展研究会发布《企业 ESG 披露指南》，这是我国第一个企业 ESG 信息披露标准，规范了企业的披露要求，对企业进行 ESG 治理实践有指导意义。就目前而言，我国的 ESG 信息披露还处在半强制性加自愿性的发展阶段，缺乏统一的规范与制约，存在着参与度低、不全面、不规范等问题。在上市公司 ESG 的信息披露中，大部分都是以自发的方式进行的，只有受政府部门高度监管的污染单位等需要强制披露 ESG 信息，并未要求上市公司进行强制性披露。

随着“十四五规划”和“双碳”目标中对我国绿色金融发展的高度重视和我国本土 ESG 评级机构的逐步发展完善，ESG 投资必将越发受到人们注重，ESG 会成为加速中国未来绿色发展和绿色投资的重要工具。本文将通过对 A 股上市公司 ESG 表现和股票超额收益率之间的关系进行研究，为股票市场中 ESG 投资策略提供参考，并以此倒逼企业改革，注重可持续发展。

1.1.2 研究目的

本文对于 A 股上市公司 ESG 表现对股票超额收益率的影响的研究目的主要有以下两点：

第一，本文希望通过实证来分析我国 ESG 评价指标能否指导投资者进行有效投资，即在投资过程中能否通过运用 ESG 评级在资本市场取得超额收益。据 2022 年商道融绿的 ESG 评级分析报告中显示，中证 800 成分股上市公司在 E、S、G 三个维度中，公司治理维度的指标披露率平均为 60.57%，是三者中披露程度最高的，环境维度的指标披露率平均为 57.78%，社会维度的指标披露率只有 32.8%，不到三分之一，是三者中披露程度最低的。由此可知，我国上市公司在有关 ESG 方面的信息披露力仍不够强，在数据量和外部条件不够理想的条件下，ESG 评价指标能否指导我国证券市场中的投资者进行有效投资，能否成为我国股市投资者规避风险、获取较高回报的投资指引是本文的研究的核心问题。

第二，探讨市场行情对 ESG 表现与股票超额收益率的关系的影响，即市场行情对于 ESG 表现出的市场筛选作用的影响。市场行情的变动反映了股市的总体预期和基础价值共识的变动，它会受宏观政策发展规划、上市公司自身发展状况、

经营管理操作等多种因素的影响，牛市、熊市两词生动描述了股市行情的看涨与看跌，由于在牛市和熊市下投资者对信息反应的非对称性，本文想研究市场环境的变化是否会影响上市公司 ESG 筛选作用。

1.1.3 研究意义

(1) 理论意义。随着可持续理念的深入贯彻，ESG 投资理念越来越多的被社会大众所重视，但也随着“黑天鹅事件”的多次发生，投资者情绪大幅波动的现象屡次出现，探讨企业 ESG 表现会对股票超额收益率产生的影响，有助于完善和丰富 ESG 投资的理论知识体系，为其在证券市场上的运用提供借鉴，从而对我国上市公司的 ESG 评级、ESG 投资策略等方面的相关问题研究进行一定的补充。

(2) 实践意义。本文通过实证分析验证了上市公司 ESG 表现对股票超额收益率的影响，一方面，可以提示投资者在做出投资决策时，将 ESG 评级信息纳入考量，对上市公司的发展能力做出评价；另一方面，也可以为上市公司高效开展 ESG 行为、提升其 ESG 评价等级给予充分的激励。对于证券监管部门来说，本文对于推动我国资本市场的监管、规范上市公司的行为、健全股票市场制度体系、推动我国资本市场的不断发展、推动上市公司走出“绿色”、“可持续”的发展道路，都有着很强的实践指导作用。

1.2 文献综述

1.2.1 国外文献综述

1.2.1.1 ESG 表现相关研究

关于 ESG 表现对企业绩效影响方面，国外多数学者支持较好的 ESG 表现对企业财务绩效往往有正向促进作用这一结论。Bruna et al. (2022) 采用时间滞后的面板回归模型考察环境、社会和治理(ESG)表现对财务绩效的影响，采集 2014-2019 年共计 6 年的 350 家欧洲上市公司的数据进行回归，发现上市公司的 ESG 表现与其财务绩效之间有着显著正向的关系。Friede et al. (2015) 对 2200 份有关公司 ESG 表现和财务绩效的相关文献进行对比后发现几乎 90% 的文献都表明这两者之间并不是一种负面的关系，而且这种关系会随时间的流逝而变得更加稳

定。Qureshi et al. (2021) 以 2009-2018 年 3BL Media 公布的美国“100 名最佳企业公民”为样本，采用面板向量自回归，认为积极追求 ESG 可以帮助企业取得卓越的财务绩效。Zhao et al. (2018) 将研究对象定为中国上市发电集团，探讨在能源电力市场中 ESG 表现和财务指标之间的相关性，发现较好的 ESG 表现确实能够提升上市公司的财务绩效。然而，部分学者发现，ESG 表现与企业绩效之间存在着负向影响或者相关性不显著的状态。Yun and Lee (2022) 选取资产排名前 150 位的 49 家发布“可持续发展报告”的公司，根据 ESG 指数将企业分为高低组，结果发现，只有低组对企业经济责任与财务绩效之间的关系有显著的正向影响。Ruan and Liu (2021) 利用中国沪深两市 2015-2019 年共 5 年的 ESG 评级和其他相关数据为样本数据，发现上市公司 ESG 行为与其财务绩效之间存在着明显的负相关，进一步研究发现，与国有企业和环境敏感企业相比，非国有企业和环境敏感企业为支持上述结论提供了更有力的证据。

关于 ESG 表现与企业价值的文献，国外学者们基本上一致的观点是 ESG 表现与企业价值之间存在着正相关关系，企业的 ESG 评分越高，该企业市场价值也越大。Lee et al. (2013) 针对 2010-2011 年纳斯达克上市公司进行了分析，根据研究发现，ESG 指数、个人评价指数和企业价值具有显著正相关，良好的治理、社会和环境对企业价值观的积极影响非常高。对本年度和次年的 ESG 指数进行进一步分析，发现与前一个分析相同的正相关性：公司治理、社会、环境活动评价指标影响了下一年和当年的企业价值。

关于 ESG 表现与企业风险关系的研究，多数学者认为，ESG 表现与企业风险负相关，企业 ESG 表现越好，企业风险越低。Dorfleitner and Grebler (2022) 研究国际样本中企业社会责任对系统性风险的影响，运用工具变量法，发现总体企业社会责任对系统性风险的影响对北美公司最为明显，按降序排列，在欧洲、亚太地区和日本较弱，四个地区均存在风险缓解。Sassen et al. (2016) 基于涵盖 2002 年至 2014 年期间的 8752 个公司年度观察的大型欧洲面板数据集，发现较高的社会责任绩效会降低总风险和特殊风险。一般情况下，环境绩效可以减少特殊风险，但是只有在环境敏感性行业中，环境绩效才可以对公司面临的总风险和系统风险产生影响。相反，我们无法检测到公司治理绩效对公司风险的显著影响。

1.2.1.2 ESG 表现对股票收益率的影响研究

企业环境影响 (E) 对股票收益率的相关研究。Cai (2022) 以重污染行业上市公司环境信息披露水平为切入点研究发现, 公司在向政府和监管机构公开披露环境信息方面是有效率的, 而资本市场能够将这种信息反映到股票价格中, 重污染行业上市公司环境信息披露水平显著负向影响公司个股股价同步性, 有助于降低公司个股股价与大盘运动的同步性, 提高资本市场信息和资源配置效率。Alsahlawi et al. (2021) 认为环境可持续性披露对股票收益具有显著的负向影响。Xu et al. (2021) 认为由于法律规制不完备, 企业存在选择性环境信息披露动机 EID, 实证研究发现中国污染上市公司的 EID 显著增加了股价崩盘风险, 而非降低股价崩盘风险。

企业社会责任 (S) 对股票收益率的相关研究。Roy et al. (2022) 认为强制性企业社会责任监管能够降低信息不对称, 提高社会资本和声誉资本, 从而提高企业的股票市场流动性, 有社会责任的企业具有优越的股票市场流动性, 在长期获得了更高的市场估值。Feng et al. (2022) 利用 PMG 估计发现, 从长期来看, 企业社会责任显著促进了公司股票收益的提高。

公司治理能力 (G) 对股票收益率的影响研究。Yao (2022) 对公司治理指数与 Fama-French 三因素模型结合是否能更好地解释股票组合的超额收益的问题进行了解释, 选取 2011 年至 2020 年拥有完整公司治理信息的所有纽交所、AMEX 和纳斯达克股票数据, 实证结果表明, 扩展模型的 R 平方优于原 Fama-French 三因素模型, 公司治理因子的回归系数在中等账面市值组合中为正且显著。Rostami et al. (2016) 使用系统采样收集了大约 469 个固定年观测数据, 以股权集中度、机构股权、董事会独立性、董事会规模、CEO 双重性、CEO 任期等 6 个公司治理体系内部要素为自变量, 基于估计广义最小二乘法的研究结果表明, 股权集中度、董事会独立性、CEO 双重性和 CEO 任期与资产回报率之间存在显著的正相关关系。另一方面, 机构所有权与董事会规模和资产回报率之间存在显著的负相关关系。

ESG 对股票收益率的影响研究。Li et al. (2022) 量化了 ESG 数据背后的不确定性, 提出了一个具有现实约束的鲁棒增强指数模型, 利用中国三家主流评级机构在 2015-2020 年期间的 ESG 评级, 实证研究发现将 ESG 嵌入到增强的指数化中可以获得更高的收益和更低的风险。Rodionova et al. (2022) 研究了 2007

到 2022 年期间美国物流公司对环境、社会和公平治理（ESG）战略的承诺与其在美国股市上的表现之间的联系，进行了历史数据分析、CAPM 和优化投资组合的比较。根据分析结果，与“非绿色”物流库存相比，“绿色”物流库存的波动性较小，因此风险较小，利润较高。Kilic et al.（2022）研究考虑了环境、社会和治理，即 ESG 因素的股市回报和投资之间的联动性，使用 19 个发展中国家和 19 个发达国家 2007 年至 2021 年的每日数据研究传统股票市场和 ESG 股票之间的相互依存关系，发现在所有国家，特别是在金融动荡时期，ESG 回报和股票回报在不同频率、时间尺度和样本期间之间存在显著的联动模式。

1.2.2 国内文献综述

1.2.2.1 ESG 表现相关研究

关于 ESG 表现对企业绩效影响方面，国内多数学者支持较好的 ESG 表现对企业财务绩效往往有正向促进作用这一结论。袁业虎、熊笑涵（2021）利用我国 A 股上市公司 2011-2019 年共 9 年数据对 ESG 与企业绩效的关系以及媒体关注产生的调节效应进行了分析，研究认为 ESG 评分结果较高的公司会表现出更优良的绩效水平。李井林等（2021）选取中国沪深证券市场 2010-2017 年度 A 股主板上市公司股票为样本，研究表明上市公司 ESG 表现及 E、S、G 这 3 个方面的表现都能明显提高公司绩效；上市公司 ESG 表现及 E、S、G 这 3 个方面的表现都能明显提高公司创新水平；公司创新在上市公司 ESG 表现及 E、S、G 这 3 个方面的表现与公司绩效中存在着中介效应。任紫娴等（2021）使用 2015-2019 年我国 A 股市场中重污染行业的企业相关数据进行分析，以 ESG 为解释变量，研究 ESG 表现与经济增加值之间的相关关系，发现上市公司 ESG 表现和经济增加值之间有明显正向关系。陈承等（2019）结合信号理论，以沪深股市 2011 至 2016 年公司的 CSR 数据为基础，研究发现 CSR 的相关治理信息的披露程度对上市公司的财务绩效会有显著负向作用，而 CSR 的相关产出信息的披露程度对上市公司的财务绩效会产生正向影响。李茜等（2022）将 A 股上市公司作为研究样本，研究发现上市公司连续性负起社会责任对其财务绩效会有一定促进作用，而公平地承担社会责任则对财务绩效有负面影响。

关于 ESG 表现与企业价值的文献。国内学者们基本认为：ESG 表现与企业价

值呈正相关关系。唐玮等（2022）使用 2018-2020 年共 3 年的 A 股上市公司的年度数据，运用实证分析了企业 ESG 表现对其价值产生的影响，发现 ESG 表现与公司价值之间存在明显正向相关关系，企业的 ESG 评分越高，市场价值越大。王琳璘等（2022）使用 2009-2020 年我国 A 股 3096 家上市公司的季度数据，通过实证研究证明了公司 ESG 表现越好，那么其价值也会更高。对作用机制分析后发现，ESG 表现越好，越可以减轻公司的融资约束，提高公司的运营效率，降低公司的财务风险，进而提高公司的价值。张璇等（2019）认为我国投资者对 CSR 的态度是积极正面的，特别是主动自行公布企业社会责任报告的公司，它们承担社会责任的做法会在事件期内产生明显为正的超额回报，另外 CSR 的履行质量与其企业市场价值存在明显正向相关关系。薛天航等（2022）从理论和实证角度研究了 ESG 对中国企业价值的影响及机制，研究发现：企业提升 ESG 表现促进了其价值的提高，公司通过在 ESG 表现方面的改进可以帮助自身降低融资成本，增加对创新的投资，增强公司获取利润的能力，并增加机构投资者等市场主体对其的投资意愿，进而对企业价值产生积极影响。王海军等（2023）将 MCSI ESG 评级入选的 313 家 A 股上市公司作为试验组，使用双重差分倾向得分匹配模型来做控制组样本匹配，从理论机制和实证分析角度探讨了 ESG 评级对企业估值的影响机制与路径，研究发现无论是评级事件还是评级分值，入选 ESG 评级都可以有效提高公司估值；ESG 评级调整与上市企业估值调整存在正向相关关系，评级上调将推动估值上升，而评级下调则将导致估值下降，但随时间推移这种相关关系存在递减效应。

关于 ESG 表现与企业风险关系的研究，部分学者认为 ESG 表现与企业风险负相关。姜健（2021）根据社会价值投资联盟评级机构所发布的上市公司 ESG 评级等级，选取我国沪深两市 2016-2020 年共计 5 年的公司为对象，进行实证分析后发现：ESG 评级水平与上市公司的风险呈现明显负相关关系，这种关系在中长期内是不断降低的，但却持续存在；之后通过研究进一步发现不同的公司产权和规模均不会对二者之间的负向关系造成影响。冯丽艳等（2016）认为积极主动承担社会责任可帮助企业降低风险，其中，国有性质的企业积极承担社会责任对风险的降低作用要弱于非国有企业，积极承担社会责任有助于企业更好地抵御金融危机的负面影响。

1.2.2.2 ESG 表现对股票收益率的影响研究

企业环境影响（E）对股票收益率的相关研究。危平、曾高峰（2018）以上证 A 股强环境敏感型行业 2011-2015 年存在的公司为主，通过研究得出我国公司环境信息的披露水平与股票价格的同步性具有显著正相关关系的结论。向志平等（2011）采用事件研究法研究了我国股市对重污染行业上市公司环境信息披露做出的反应。结果表明，目前我国股票市场可以对重污行业的环境信息披露进行响应，对积极正面的环境信息产生了比较显著的正的累计平均异常收益率，但对有些类别的环境信息还未能做出反应。陈开军等（2020）运用事件研究法，以我国重污染行业的上市公司在市场中的行为作为基准，发现环境信息披露日公司异常超额回报显著为负，说明在事件日当天证券市场对上市公司做出了负向反馈。李岩等（2021）将重污染行业的企业定为研究样本，通过定量分析研究发现股票异常超额收益与其环境行为的改进之间存在着明显正向关系，环境信息披露逐渐显露出其对扭曲的资本市场具有一定程度的矫正功能。崔恺媛（2017）使用情绪分析程序，测试了环保信息的有效性，发现文本情绪越强，其股价的波幅越大，而文本情绪越弱，其股价的波动幅度越小，说明 CSR 报告中的企业环保信息是有效的，可以为投资者进行最终决策提供更多信息。国内还有学者认为环境信息披露质量与股价无显著相关性，卢丽娟（2014）以沪市上市公司为例，考察了环境信息披露的资本市场反应，证明了这点。

企业社会责任（S）对股票收益率的相关研究。关于股票价格，国内一部分学者认为企业社会责任与股票价格呈正相关关系，但也有一部分学者观点与前者相反。孟婷、吴立源（2018）发现金融公司披露的社会责任报告越多，往往越能从公司股价中得到正向反馈，也更好说明了目前阶段我国金融公司倾向于积极主动发布社会责任报告的原因。胡建军等（2013）认为我国民营企业的 CSR 信息披露水平与股价呈现明显负相关。孔东民、林之阳（2018）认为上市公司社会责任报告的披露会对其将来股票收益率造成一定的负面影响，市场未能给予企业社会责任以积极的反应。李新丽等（2018）认为社会责任报告的强制性披露和股价同步性之间呈现显著负相关关系。关于股票价格波动，多数学者也认为社会责任表现越好时，企业股票价格的波动性越小。张延良等（2022）选用 2016 至 2020 年中国 A 股上市交易企业的数据信息，实证研究发现企业发布社会责任报告与股价波动之间存在显著负向关系，并且当企业发布的社会责任报告质量越高时，企业

股票价格的波动性越小。关于股票流动性,李姝、肖秋萍(2012)发现上市公司社会责任履行度越高,该公司的股票流动性越好,越易受到投资者的青睐。

公司治理能力(G)对股票收益率的影响研究。国内多数学者认为公司治理能力与实际股票价格正相关。赵雪悦(2016)以2009-2014年我国沪深A股上市公司为样本,实证研究发现上市公司治理能力与股票价格同步性存在着负向关系,公司治理能力越高,其展示的相关信息的透明度越高,股票价格中有关于上市公司的特质信息含有量越高,股票价格的同步程度就越低。蒋海等(2010)发现上市公司的微观治理机制越好,其股价波动同步性越低。李维安(2006)认为良好的公司治理在公司价值和股票价格上得到了体现。雷光勇等(2012)认为上市公司的公司治理质量与外部投资者信心之间存在正向关系,这种投资者信心的变化,又会通过市场中的投资行为形成溢价,进而对股票回报造成影响,并且其产生的正向效应会在较高的治理质量公司中得到增强,也就是说对治理质量高的公司投资中,投资者信心会越足,股票回报也会越大。赵玉洁(2014)从实证上分析了我国上市公司治理质量的改变与公司经营绩效、企业价值和股票超额回报之间的关系,发现结果均呈现正相关关系。

ESG对股票收益率的影响研究。李瑾(2021)利用我国证券交易所的ESG评级等级和相关A股上市公司和市场数据,运用因子模型实证分析了ESG的风险溢价和超额收益,发现没有得到评级的公司,其股票平均收益会相对较高;评级等级越高的公司,其平均收益率就会越高,故资本市场中存在ESG风险溢价和ESG超额收益。胡豪(2021)以ESG评级为基础,利用我国沪深交易所中的A股上市公司的数据,实证结果显示:ESG评分对公司股票累计超额收益率存有显著的正向影响,即ESG评级的提高可以使投资者获得超额收益。张小溪、马宗明(2022)阐明ESG与上市公司高质量发展之间的关系,从政府部门产生的影响和资本市场自身所发挥的作用这两个角度出发,通过实证研究ESG表现与股票收益率之间的关系,发现ESG评分以及其中的组成部分环境“E”和社会责任“S”的评分能够显著正向影响股票收益率。LIU PEI(2020)采集2016-2019年各公司每半年期的沪深A股上市数据,对其进行了实证研究分析,结果表明ESG表现水平与公司股票超额收益存在正向关系,被评级的上市公司,其相对于没有被进行ESG评级的公司,会具有更高的超额回报。

1.2.3 文献述评

综上所述,随着 ESG 概念受到越来越多的关注,国内外与 ESG 相关的研究以 ESG 与企业价值、ESG 与企业风险、ESG 与企业绩效的关系研究为主,且研究方法也已经较为成熟。近年来,国内的学者已经着手 ESG 表现能否对公司股票收益率产生影响展开了相关研究,但也存在以下问题:其一,大部分实证分析都是从环境、社会责任、公司治理这三方面的其中一个维度出发开展研究而且最终得出的结论也不一致,未形成统一的认知,单个维度的研究出发点不能够满足对影响股票收益的因素进行全面和准确的衡量,而将 ESG 作为研究出发点则将这三个因素都纳入了考量。其二,部分学者仅仅选取某一行业的上市公司为研究对象,这会导致最终的研究结果具有局限性。其三,部分学者仅仅用股票价格的同步变动来度量有关信息披露给股票市场带来的影响,而在这段时间内其他因素的变化也会导致股票价格出现波动,所以在进行研究的时候,我们应更加注意在有关信息披露后的股票超额收益率的变化。因此,本文以 ESG 整体表现为出发点,研究探讨 ESG 表现对股票超额收益率的影响,并且在研究过程中不拘泥于某一个单独行业。尽管对我国证券市场来说,ESG 还是一个比较新鲜的概念,但是,随着我国 A 股市场的进一步开放以及 ESG 投资理念的逐步推广深入,能够预期在将来我国上市公司自身和外部投资者都会更为重视 ESG 表现,机构投资者与个人投资者会将 ESG 表现作为其投资决策的一个重要指标,因而,深入探讨研究上市公司 ESG 表现和股票超额收益率之间的关系有着深远的用意。

1.3 研究思路、方法与内容

1.3.1 研究思路

本文研究思路如图 1.3 所示。

首先,对国内外 ESG 表现、股票收益的相关文献进行梳理找出本文研究定位。

其次,进行 ESG 表现对股票超额收益率影响的理论分析。先对 ESG、股票超额收益率的概念进行界定,然后介绍其相关理论,再运用上述理论基础分析 ESG 表现对股票超额收益率影响的作用机制以及市场行情在其中的调节作用,并按照

公司规模、产权性质对其进行了异质性分析。

再次,进行我国沪深上市公司 ESG 表现与股票超额收益率相关关系的实证分析。选取 A 股中有 ESG 评级的上市公司的 2018-2021 年的样本数据,运用事件研究法,加入 ESG 评级因子,对取得的数据进行回归分析。之后,再引入市场行情与 ESG 的交互项,探讨市场行情对于 ESG 表现市场筛选作用的影响,再进行异质性分析、稳健性检验回归。

最后,得出本文的研究结论并依据结论提出建议,对全文进行总结。

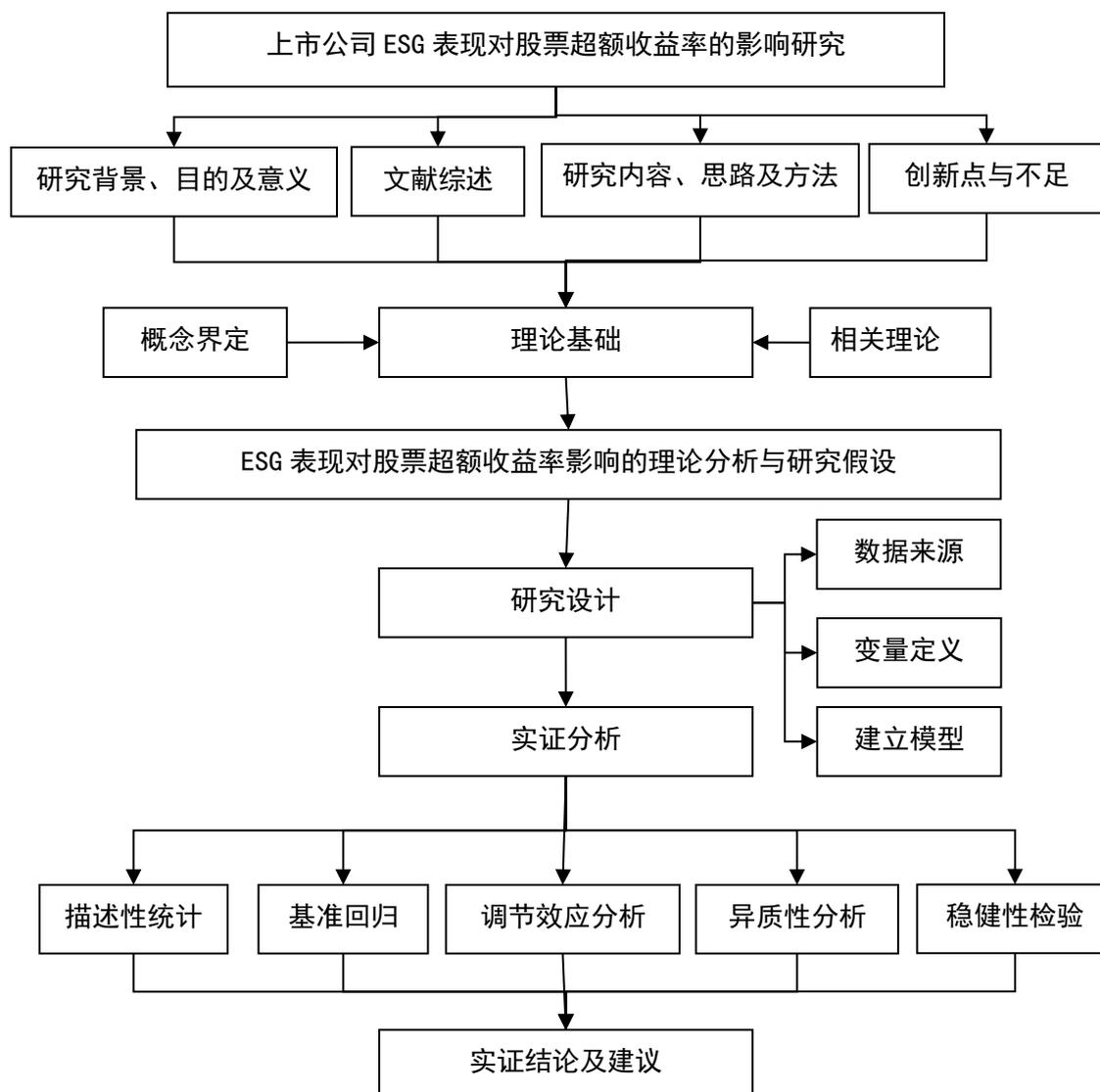


图 1.3 研究技术线路图

1.3.2 研究方法

文献研究和理论分析法。本文首先通过不同角度对与 ESG、股票收益相关的文献进行了梳理，分别从国内和国外两条线对有关文献进行了综述，并对已有的研究的进展以及存在的缺陷进行了分析和总结，为本文后续的研究做好了坚实的基础，同时也为本文的后续研究产生了指引。其次，介绍了与 ESG 表现研究相关的基础理论，并进行了一定的分析。最后，运用上述理论基础分析 ESG 表现对股票超额收益率影响的作用机制以及市场行情在其中的调节作用，并按照公司规模、产权性质对其进行了异质性分析，为本文接下来的研究做好理论支撑。

实证分析法。本文选取 2018-2021 年受商道融绿评级机构进行 ESG 评级的上市公司，以股票超额收益率 CAR 为被解释变量，ESG 评级为解释变量，对样本数据进行回归分析。之后，再引入市场行情与 ESG 的交互项，探讨市场行情对于 ESG 表现市场筛选作用的影响，再通过异质性分析，分析不同规模、不同产权性质的上市公司其是否存在 ESG 表现与超额收益率之间的显著性关系。最后，通过更换被解释变量和缩尾回归对基准回归进行稳健性检验。

1.3.3 研究内容

第一部分为绪论。阐述本文的研究背景、目的和意义，总结关于 ESG 表现、股票超额收益率相关的研究现状，概括本文的研究思路、方法与内容，并指出本文的创新之处与不足之处。

第二部分为理论基础。界定 ESG、股票超额收益率的概念并阐述相关理论。

第三部分为上市公司 ESG 表现对超额收益率影响的理论分析和研究假设，探讨 ESG 表现对超额收益率的影响机制，市场行情在 ESG 表现对超额收益率影响中的调节效应及在规模和产权性质上的异质性分析，并做出相应的研究假设。

第四部分为研究设计。结合前文研究假设，建立回归模型，说明本文选用的样本范围及数据来源，并对模型中的变量进行定义。

第五部分为实证分析。首先对样本数据进行描述性统计，其次进行相关性分析，再次做基准回归分析、调节效应分析、异质性分析，最后进行稳健性检验回归。

第六部分为实证结论与建议。该部分对本文的理论分析和实证结果进行归纳总结，形成文章的结论，在此基础上，提出具有针对性的建议。

1.4 主要创新点与不足

1.4.1 主要的创新点

本文可能存在的创新点主要有以下两点：其一，目前我国多数研究人员更多的是关注如何建立 ESG 评价体系并对 ESG 发展前景展开了较为深入的讨论，而展开实证研究分析的却比较少，而且在实证研究分析中，当前都是从环境、社会责任、公司治理这三方面的其中一个维度出发开展研究，而本文以 ESG 整体表现为出发点，研究探讨 ESG 表现对股票超额收益率的影响。其二，本文创新性的加入市场行情作为调节变量，针对市场行情对 ESG 表现与股票超额收益率的关系的影响进行了相关分析，即市场行情对于 ESG 表现市场筛选作用的影响进行了分析。

1.4.2 不足之处

尽管本文已经尽力展开了较为严谨的分析、处理与论证，但是由于受到时间、个人能力与认知等限制，本研究还存在一定的局限性。主要为以下三条：首先，在研究样本方面，因为评级机构所公布的 ESG 评级覆盖面逐渐扩大，为保证上市公司评级覆盖面广度，故研究样本时间仅用了 2018 年至 2021 年，而非从该评级机构第一年评级开始，即 2015 年开始，故选用样本量较小，使得实证分析的完整性和准确性受到影响。其次，在研究目标方面，将研究目标定位于短期内的 ESG 表现能否影响股票的超额收益率，而二者存在的这种影响关系能否在长期依旧保持，这一问题需要后续文献进行进一步的探讨。最后，鉴于我国的 ESG 评级的发展尚处在初级阶段，ESG 评级体系中所用到的各项指标及其所占权重，还没有形成一个统一且科学的共识，本文仅能以第三方机构给出的 ESG 评级为准进行实证分析研究，此评级数据是否能对上市公司环境治理、社会责任和公司治理准确全面体现，是否与我国上市公司的现状发展相一致，同样需要后续文献对此进行更进一步的探讨研究。

2 理论基础

2.1 概念界定

2.1.1 ESG 定义

ESG 是指环境、社会和公司治理，由 Environmental、Social、Governance 三词的首字母构成，是近年来金融市场兴起的重要投资理念和企业行动指南，亦是可持续发展理念在金融市场和微观企业层面的具象投影。ESG 强调企业不仅要关注财务绩效，也要从环境、社会及治理角度衡量企业价值，使企业履行社会责任的表现可量化、可比较并可持续改善。

具体而言，可以将 ESG 划分为 ESG 实践、ESG 投资两个层次，其中 ESG 实践层面主要指的是上市公司将环境、社会、治理要素融入到公司经营活动中，和以往社会各界人士所提倡的企业社会责任（CSR）是相联相通的，而在 ESG 投资层面，其指的不仅仅是单纯的财务绩效，而更关注公司在绿色环境、社会责任承担和公司治理方面做的好坏，提倡将 ESG 融入投资中，作为重要的考量因素，进行有针对性的研究、管理、决策。

ESG 是从 21 世纪初慢慢兴起的新型投资理念，它不是局部、单方面的去评估一个公司的现实表现，而是以联系的、发展的角度对各公司在社会环境中的行为、影响力等多维度做全面评估的科学性指标，不仅可以反映公司在生产经营管理过程中如何维护环境生态、保全员工利益、合规合理分配社会资源、提倡为人民服务的理念、完善公司治理构架的企业发展观，而且可以对公司的外部性财务业绩进行定量评估。在我国大力促进可持续发展和强力支持绿色金融的发展背景下，ESG 作为一个多维度进行全面评估的科学性指标，ESG 的发展是有巨大潜力的，将会在投资市场发挥重要作用。

在国外率先兴起的 ESG 理念，总是被拿来和企业社会责任 CSR 作对比，相对来说，ESG 可以更准确、清晰地度量公司的环境效益、社会效益和治理效益。在环境方面，从世界各国人民开始意识到是人类活动使得气候发生变化，到后期逐渐达成环境问题不容忽视并应尽早解决的社会共识，促成环境 E 发展成为 ESG 投资理念中的重要组成部分。环境维度主要衡量的是公司发展过程中在构建环境管

理体系、节约能源、建设低碳能源体系、绿色采购、提高资源使用效率、减少污水和废气的排放等方面的行为活动，要求各公司从全局出发，将绿色可持续发展的观念付诸实践，推动经济增长与环境保护协调发展。社会维度主要衡量的是公司对社会整体的影响，包括员工的发展和权益保障、客户信息的保密与管理、社区安全与沟通、产品和服务质量管理、社会捐赠与扶贫等因素，要求公司能够主动负起社会责任，积极参与公益事业，努力为社会发展做出自己的贡献。公司治理维度主要衡量的是各方面信息的披露、审计机构的独立性、纳税的透明程度、风险管理等因素，这就要求完善自身组织结构和管理制度，确保公司能够有效运作，以保障公司运营高效率和服务的高质量，能够及时解决问题和处理突发事件。

ESG 将环境、社会和公司治理三者有机结合在一起，使得三者密切相关，相辅相成，相互促进。在我国提出高质量发展规划、倡导人类命运共同体和双碳目标建立的背景下，ESG 的发展必将势不可挡，一家公司若想要生存并长久发展，就应当自觉主动提升其 ESG 表现，通过在环境、社会和治理中采取的积极行动，打造并形成良好的核心竞争力，促使公司行稳致远。

2.1.2 超额收益率

股票的超额收益率是指用股票的实际收益率减去预期收益率所获得的差值，其值等于某天该股票得到的收益率减去投资者或者市场当日要求获得的正常收益率，其中，所谓的正常收益率就是在事件不发生时对该股票本应获得的收益率做出的预期。超额收益率的计算一般都需要一个基准，比如说综合市场收益率、资本资产定价模型和因子模型等算出的基准收益率，之后用该股票的个股收益率减去该基准收益率就得到其超额收益。超额收益率的值可以是正数，也可以是负数，正的超额收益率说明该项投资表现比基准投资要优异，而当超额收益率为负值时，说明该项投资表现比基准投资表现更为不佳。一般来说，投资者关注力有限，只会将吸引自己关注的股票纳入投资范围，而且市场中对股票的关注度不同会导致对部分股票反应过度，而部分股票反应不足。超额收益率能够帮助资本市场中的投资者筛选具有收益优势的股票，在与其他投资选择进行比较后，做出更有优势的决策。正常情况下，市场上全部的投资者都渴望获取正的超额收益率，从而获取比其他投资渠道更多的股票收益，但由于投资者的专业性、偏好、信息

获取能力等有所不同，所以最终获得的股票超额收益率也具有差异。

2.2 相关理论

2.2.1 可持续发展理论

1987 年，国际环境与发展委员会给出了可持续发展的相关概念，即为具备满足当代人却又不损害子孙后代利益的发展。在 1997 年的“十五大”会议中，我国亦将可持续发展作为我们国家在现代化建设过程中的一项重要战略。可持续发展要求经济发展、资源生态环境和资源的保护能够相互协调，能为子孙后代留下充足的资源和良好的环境，促使经济健康发展。其所追求的目标就是既使人类各种需要得到充分满足，又使得个人得到充分发展；既保护资源和生态环境，又不使后人的生存发展产生威胁和障碍；强调对资源、环境有利的经济活动应给予鼓励，反之则应予以摒弃。

上市公司作为推动经济发展中的重要力量，必须在自身经济效益、环境发展和提供社会福利之间找到一个平衡点，达到可持续发展的目的，进而让整体经济与社会的发展均可持续。可持续发展使得市场对各上市公司提出了更高的要求，为满足市场的需求，上市公司为维护自身权益就会去积极主动转型，由之前仅仅注重经济效益的获得，向追求产品绿色化、生态优化与生产方式改良化方向转变发展。可持续发展理论将公司所承担环境保护、社会责任等非财务因素包含在评估公司的标准中，促进上市公司在生产经营发展中对 ESG 表现加以关注，做出更可持续发展的策略，对公司的资源进行最优化的分配，对公司的公共形象进行最好的塑造，从而提高公司的竞争力。ESG 评分能够对上市公司的可持续发展能力做出不错的测量，其能够综合衡量一家上市公司在保护环境、承担责任、回报社会、提高管理和治理效果等方面的行为。如果最后得到的 ESG 评级或者评分比较高，那么就表明这个公司有着比较好的可持续发展能力，政府就会加大对这种高质量发展的上市公司的扶持和优惠力度，为污染程度高且社会责任感低、可持续发展能力低的公司做出榜样。因此，这类上市公司一边可以获得政府青睐，享受政府所带来的优惠政策待遇，一边又可以获得投资者青睐，从而在市场中拥有更为坚挺的股价。

2.2.2 信号传递理论

从上世纪七十年代开始,信息在经济的相关研究中发挥的作用开始被一些学者所意识到。1971年,哈佛经济学博士斯宾塞发表了其博士论文《劳动市场信号》,其中首创性地提出了信号传递模型,通过观察发现接受过哈佛教育的学生能够在毕业后获得很高的薪资这一现象进行了研究,发现学历并不会很快提升一个人的能力,而仅仅是为了向雇主发出信号,让雇主认为自己是一个有能力的人。这项研究为世界经济研究开辟了新路径,为信号传递理论的后续研究奠定了基础。根据信号传递理论,作为市场中具备信息优势的一方,上市公司如何将信息成功传递给作为信息劣势的投资者,优秀的上市公司会积极借助信息披露方式,向市场和投资者们传递有利信号,从而吸引到资本市场上更多的投资者。

现如今全社会对能够反映公司致力于环境保护、主动履行社会责任并具有较为良好的公司治理结构等非财务信息给予高度关注,不再像以往仅仅关注于各公司披露的财务信息,因此,ESG表现较为良好的上市公司会积极公布利益相关者所关注的公司信息,从而更加透明化的展示自身发展状况,更好的体现公司责任感和发展能力,从而和其他企业拉开差距,也使得公司树立良好形象,向市场传递出积极信号以提高在公众中的声誉。利益相关者也借助这些信息对公司发展能力、当前发展状态进行有效识别和综合判断,从而做出相应的更为准确的选择。因此,评级较高的上市公司会在资本市场上更加受到投资者关注,上市公司主动践行ESG理念并积极披露相关信息,就能够为其发展和公司价值的提升做出较大贡献,服务我国经济实现高质量发展。

2.2.3 信息不对称理论

信息不对称是指每个市场参与者由于有着不同的信息获取渠道和不同的信息获取能力,从而使得经济主体所缺乏的信息程度往往是不一样的。市场经济的一个重要特点就是产品的卖方一般要比产品的买方对产品的质量有更为清楚的了解。举个例子来说,二手车的买卖中卖家会比买家更清楚这辆车所存在的问题;对于那些卖出“风险”的保险投保人来说,其会比保险公司更清楚将会面临风险的程度,这些都是信息不对称的具体表现。一般来说,信息不对称主要可以分为

两种，其一是逆向选择，指的是市场的某一方如果利用多于另外一方的信息使自己受益而使另一方受损，则他会倾向于与对方进行交易，比如：劣币驱逐良币，易出事故的人更会积极买保险；其二是道德风险，指的是合同一方当事人所面对的另一方当事人有可能因另一方变更其行为而使自己受到损害的风险，比如：在没买保险时，潜在投保人小心防止风险的发生，而买了保险后，就会变得粗心大意。

在资本市场上，相对于外部投资者，上市公司内部管理具备天然信息优势，产生逆向选择和道德风险的可能性较大。现如今，我国资本市场信息不对称的问题依然存在，上市公司作为筹资者和市场中活跃着的投资者掌握的信息程度很大程度上是不对称的。上市公司更了解自身经营状况，直接掌握着公司的内幕信息，而投资者只能依靠公司所公布的历史信息做出自身的决策，现实生活中公司为筹集资金而财务造假的事情不时也会发生。目前资本市场中股票的价格同步性反应较差，上市公司管理者也总是会隐藏公司负面消息，所以股价在一定程度上只反映了或者说错误反映了公司的历史信息，而由投资者根据当前信息基础做出的投资决定，其所面临的风险也会比较大。而上市公司 ESG 信息的披露，可以增加投资者获取信息的渠道，从多个方面去认识公司，减少公司与投资者之间的存在的信息不对称程度，从而避免投资暴雷，而且可通过各公司之间 ESG 评级信息的对比，提供获得更高利益的机会。

2.2.4 利益相关者理论

利益相关者管理理论是由弗里曼于 1984 年在其出版的著作《战略管理：利益相关者管理的分析方法》中提出的，其就是指公司的经营管理人员为实现综合平衡各个利益相关者的利益要求从而进行的相关管理活动。比起传统的股东至上主义，认为公司为达到自身的发展目标，就要让各利益相关者投入并参与其中，公司要思量的是社会各界利益相关者的价值需求与全体利益，而不仅仅是公司股东的利益实现最大化。在这之中，能够影响公司生产经营与管理并又会受到公司影响反作用力的群体与个人，就是该公司的利益相关者。而对直接利益相关者来说，比如：公司职员、客户、生产商等，良好的 ESG 评级公司能够满足他们工作的质感，提升工作中的幸福感，有更为科学管理的规制，增加认同感与归属感。

对于政府、监管部门等间接利益相关者，高 ESG 评分的上市公司更容易与政府等建立良好的关系，在政府资源配置时得到更多财政支持、优惠政策等机会，并满足环境、劳动等法律法规的要求，承担相应的责任和义务。因此，上市公司在保证各利益相关者总体利益的前提下，能够有效地减少道德风险，提高公司的股票投资效益。

3 理论分析与研究假设

3.1 ESG 表现对超额收益率的影响机制

围绕上市公司 ESG 表现对超额收益率的影响，可以从投资者、债权人、上市公司三者的角度进行分析。其一，站在投资者角度上。投资者最根本的利益诉求就是能对资本的投入进行保值增值并可以得到分红回报，随着我国生态文明建设持续深化的情况下，对环境产生严重污染的上市公司会遭到监管机构严厉的惩罚，这肯定会给公司产生不良影响，甚至会导致公司财务发生亏损，这就迫使投资者在进行投资的过程中，将那些有高污染以及遭受过环境处罚的公司股票被筛选出去。而上市公司 ESG 表现越好，其面临环境处罚、社会事件违规惩罚等压力就会较小，公司治理也会更规范、效率，能够降低投资者亏损的可能性，所以更容易受到投资者青睐，增强了投资者信心，推动股价上升，进而带来更好收益。周方召等（2020）通过研究发现在 ESG 方面有较好表现的上市公司，更有可能会得到机构投资者的重视，进而提高机构的股票持股比例，与此同时，机构对股票的增持也会对个人投资者发出利好的消息，从而亦可推动股价上升。ESG 表现越好的上市公司其所表现出的对环保的重视、对社会责任的积极负责、对公司治理的高度关注等有利信息都会传达到投资者的手中，尽管某些 ESG 表现比较好的公司，其股票收益并不能算得上是同类中最佳的，而因为它让那些关注公司非财务方面表现的投资者感到满意，让投资者在规避一定风险的同时，在某种程度上也使将来收益的稳健性得到了确保，提高了投资者对公司之后发展的憧憬，进而引起投资者的投资目标和行为的改变，最终使其决定购买大量这类公司股票。鉴于在我国资本市场上，具备 ESG 投资观念的投资人越来越多，在从众效应的作用影响下，部分本来对 ESG 表现不怎么关心的投资人，也会产生购买 ESG 表现更好的公司股票的可能，在各种力量作用下，ESG 表现更好的公司股价价格将会上涨，而使投资者得到了更高的股票超额收益。其二，站在债权人角度上。在绿色金融改革的背景下，市场中的各金融机构更加倾向于能够在促进生态改善、缓解气候变化、支持节能减耗等方面做出更好改变的公司提供更为优惠和便利的贷款服务，这表明上市公司能够凭借其在 ESG 方面的优秀表现让公司可以有效减少负债成本，提高上市公司的经营业绩，进而推动股价上升，产生更高的股票超额收益率。其三，

站在上市公司角度上。首先，通过上市公司的 ESG 表现，以非财务因素发挥的作用为切入点，为科学评估上市公司价值并减少投资危机发生的可能提供信息依据。部分上市公司因财务舞弊等问题而产生了较大的非财务风险，这些问题一经披露，就有可能引起股票价格的大幅下跌，使投资者蒙受重大损失，也会给社会带来很大的不良影响。而 ESG 表现越佳的上市公司不但可以主动走向绿色发展之路、积极履行社会责任，以实际行动回馈社会，坚持社会效益与自身效益并行不悖，而且拥有一套客观合理的公司内部管理体系和监管制度，可以对风险展开有效的管理，从而让经营决策的有效力得到提升，保证公司按照恰当的策略和发展方向进行运作，尽最大努力去规避投资暴雷的风险，尽量降低由于忽视或轻视非财务因素的风险会给投资者带来的损失。其次，上市公司 ESG 的高质量表现对于公司声誉资本的形成十分有利，因为上市公司的资产价值与其声誉关系密切，ESG 表现越好的上市公司不仅可以帮助自身更轻松的取得竞争优势，占领市场有利位置，增添品牌附加值，也可以帮助公司构建核心竞争力，进而提升市场收益。所以来说，ESG 评级越高的企业越可以塑造起一个良好的社会组织形象，从而提高上市公司在社会上的声望，更加吸引社会各界来进行投资，凭借自身的竞争优势，创造出比一般公司更高的收益，从而也提供更优厚的投资收益给投资者。

基于以上分析，本文认为 ESG 表现越好的上市公司股票超额收益率越高。故本文提出如下假设：

H1：ESG 表现越好的上市公司股票超额收益率越高。

3.2 市场行情在 ESG 表现对超额收益率影响中的调节效应

市场行情的变动反映了股市的总体预期和基础价值共识的变动，它会受宏观政策发展规划、上市公司自身发展状况、经营管理操作等多种因素的影响。牛市、熊市两词生动描述了股市行情的看涨与看跌，由于在牛市和熊市这两种不同的市场行情状态下，投资者对市场上的信息响应都存在着不对称的现象。

在市场上行的过程中，股票价格不断上升，投资者就会预测后期股票价格会进一步上升，投资者则偏向于获得更高的超额收益，市场氛围的高涨带来的是对高成长性公司近乎疯狂的追逐，这些公司通常处于发展期，将其资源大量用于公司的自身建设而不是社会与环保责任，这使得这些 ESG 评级较低的公司收益率较

好。而在市场下行的过程中，股价整体越来越低，此时投资者就会呈现较高的风险厌恶水平和避险偏好，市场氛围的低迷带来的是对 ESG 表现较好公司的追逐，ESG 表现作为评估一个公司是否能够可持续发展成长的重要指标，有助于投资人从投资标的中筛选出更为优质的目标。通常 ESG 表现越好的上市公司，往往具有较强的资源利用能力、社会联系沟通能力和公司治理能力，能够在股市动荡中维持较好的盈利能力和稳健性。另外，因为要同一时间考虑到多个方面的要求，所以 ESG 表现越优异的上市公司就拥有着更高的利益冲突协调能力，可以有效降低公司内部摩擦，维持各方面的利益均衡，提供有利的宏微观环境和内部环境以供公司发展，可以保证投资者在市场投资中得到一个合理的收益，也可以增加投资者得到稳定的收益的可能性。使得在熊市中 ESG 表现良好的公司获得更高的股票超额收益。所以，上市公司 ESG 表现与其股票的投资业绩的筛选作用会受到市场环境的影响。具体来说，市场行情的变化会让人们对上市公司 ESG 表现的重视程度增加（非重视程度增加），从而 ESG 所发挥出的筛选效应将显著加强（削弱）。

H2：在熊市中，ESG 表现与股票超额收益率的正相关关系相比牛市中更强。

3.3 上市公司 ESG 表现对超额收益率影响的异质性分析

3.3.1 规模异质性

ESG 体系建设对于不同规模的公司意义不同，对于上市公司来说，ESG 的体系建设具有两面性，消极的一面是公司在 ESG 方面的资金投入会对当期的经济利润造成一定的削弱，积极的一面是上市公司 ESG 表现等级越高也会提升公司的盈利能力，从而增加公司收益水平。大规模企业通常拥有更为雄厚的资金实力，在改善 ESG 表现上有充分的资金和人力保障；而小规模企业资金实力不雄厚，改善 ESG 表现带来的好处可能不足以弥补投入的成本。除此之外，由于通过上市公司的 ESG 表现，以非财务因素发挥的作用为切入点，可以为科学评估上市公司价值并减少投资危机发生可能提供信息依据，所以规模越大的企业会更加重视 ESG 相关信息，提高 ESG 信息披露，从而拥有一套客观合理的公司内部管理体系和监管制度，对风险展开严格的管理，让经营决策的有效力得到提升，保证公司按照恰当的策略和发展方向进行运作，获取竞争优势和更高的战略地位，使其在市场中

处于优势地位,从而使投资者获取更高的收益。故在不同规模的上市公司中,ESG 表现对超额收益的影响存在一定的差异性,且规模较大的公司影响更为显著。

H3: 上市公司规模不同,其 ESG 表现对超额收益率影响存在差异,并且规模较大的公司影响更为显著。

3.3.2 产权异质性

企业的所有权性质在很大程度上会影响企业 ESG 表现,不同所有权性质的企业,履行 ESG 责任的效果也不尽相同,因而 ESG 对公司股票的筛选作用的影响也不同。

国有企业由于受政策性影响较多,本身就有为国家政策服务的特点,相比非国有企业,承担的社会责任更多,履行责任也更多,有天然的服务于宏观经济发展、实现产业结构转型升级、完善经济整体布局等使命,所以国有公司会积极承担社会责任、改善环境治理和公司治理结构等,从而提高 ESG 表现。而且在公众或投资者的监督下,要落实国家倡导的绿色发展政策,其积极形象也更容易被投资者所发现,从而树立良好的企业形象,也更高效地传递企业诚信经营、承担责任的信息,容易得到市场的关注与支持,从而获取更高的利益。而又由于我国对于 ESG 信息披露并非强制性要求,从而造成非国有企业 ESG 信息披露率低,不重视 ESG 表现,不利于投资者从多维度对上市公司进行考察分析,无法吸引投资者关注,进而无法为投资获利争得更多可能,从而导致非国有企业显著性不足。

H4: 上市公司产权性质不同,其 ESG 表现对超额收益率影响大小不同,并且国有企业的影响会更为显著。

4 研究设计

4.1 样本选取与数据来源

本文 ESG 评级数据来自 Wind 数据库，其他数据来自国泰安数据库 CSMAR，选用样本为在我国沪深 A 股上市的公司，考虑到商道融绿评级覆盖公司数量不断增长，为保证选取样本的覆盖面，故选取时间段为 2018 年至 2021 年共 4 年的数据。对数据进行了如下选择与处理：（1）非金融类上市公司；（2）删除研究期间退市的公司；（3）剔除 ST、*ST 公司的数据；（4）删除财务报表、股权变动、并购重组和董监高变动等与 ESG 评级同期公布的公司；（5）删除数据缺失的公司。最后获得了 650 家上市公司的 2600 个平衡面板数据。

4.2 变量选取与度量

4.2.1 被解释变量

超额收益率。用 CAR 表示，采用事件研究法，以 ESG 评分披露为研究事件，用市场模型计算得到上市公司事件期累计超额收益率为被解释变量，超额收益为高于投资人期望回报率的收益率，即为该公司在某一时期的报酬率减去投资人期望报酬率的值，这里的期望回报率指的是 ESG 评级结果未发布的情况下投资人所预期获得的回报。当超额收益率为正值时，这表明 ESG 评级等级的发布对股票价格有正面影响，并且使投资者在事件期间得到比预期更好的收益；相反，则表明 ESG 评级等级的发布对股票价格产生了消极的影响。本文通过事件研究法来观察 ESG 评分发布前后投资者通过市场交易对上市公司股票收益是否产生了影响，以此来判定 ESG 评分是否为投资者决策提供了有效信息，将事件期定为 ESG 评分公布日前后 15 天，即事件窗口为 $(-15, 15)$ ，将估计期定为事件日发生之前的 120 天，即估计窗口为 $(-150, -31)$ ，并选择使用市场模型进行回归，详细的计算方式如下所述。

第一步，将估计期 $(-150, -31)$ 共计 120 天内数据通过市场模型回归，得到样本上市公司的 α_{it} 和 β_i ，之后，将此市场模型带入事件期中，算出 ESG 评分未

公布时本应会产生的预期股票市场收益。

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_i Rm_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4.1)$$

第二步，用事件窗口（-15，15）内每天的股票实际收益减去预期收益率，获得各上市公司股票共计 31 天的异常收益率 AR_{it} 。

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_{it} + \beta_i Rm_t) \quad (4.2)$$

第三步，将事件窗口（-15，15）内每日异常收益率 AR_{it} 进行加总得到累计超额收益 CAR_{it} 。

$$CAR_{it} = \sum_t AR_{it} \quad (4.3)$$

其中， R_{it} 为第 i 个股票在第 t 日的个股回报率，采用考虑现金红利再投资的个股日收益率； Rm_t 为 A 股市场回报率，采用流通市值加权平均法计算的考虑现金红利再投资的综合日市场回报率来计算。为了选取有效的被解释变量，本文对设定的窗口期内上市公司股票超额收益率进行了 T 检验，说明研究窗口期内股票超额收益率显著不为 0，被解释变量 CAR 有效。

4.2.2 解释变量

ESG 表现，用商道融绿 ESG 评级表示。近年来，国内学者和业内专家都在努力构建一个完备的、适合我国上市公司的本土特色 ESG 评估体系。当前能够受到大家认可的主要有商道融绿 ESG 评级、华证 ESG 评级、社会投资者联盟等。其中商道融绿 ESG 评级体系基于对 ESG 的长期研究经验，于 2015 年形成了自己的 ESG 评级系统，构建了我国本土的上市公司 ESG 数据库。2021 年 6 月商道融绿作为我国唯一的 ESG 数据首家登陆彭博 Bloomberg 金融终端的 ESG 评级机构，帮助全球投资机构更好的了解目标企业的可持续发展水平，为投资机构、监管机构及其他利益相关方提供可靠参考依据。商道融绿在上市公司的 ESG 表现的评估体系中分别设立了一、二、三级指标，环境指标主要包括 E1 环境政策、E2 能源及资源消耗管理、E3 污染物排放管理、E4 应对气候变化、E5 生物多样性，社会指标主要包括 S1 员工发展、S2 供应链管理、S3 客户管理、S4 产品管理、S5 信息安全、S6 社区，公司治理指标主要包括 G1 商业道德、G2 公司治理、G3 合规管理。覆盖了 700 余 ESG 数据点，经过 50 多个行业模型，得到每家公司的 ESG 得分及 ESG 评级。

故本文 ESG 表现使用商道融绿 ESG 评级来表示，数据来自 Wind 数据库。商道融绿将 ESG 的整体水平划分成 10 个融绿 ESG 评级：A+、A、A-、B+、B、B-、C+、C、C-、D。参考已有学者的通用做法，对各评级等级进行赋值，如下表 4.1 所示。

表 4.1 商道融绿 ESG 评级赋值

评级	赋值
A+	10
A	9
A-	8
B+	7
B	6
B-	5
C+	4
C	3
C-	2
D	1

4.2.3 调节变量

市场行情，用 RET 来表示。由于本文选用样本为在我国沪深 A 股上市的公司，而沪深 300 可以反映我国沪深 A 股市场的整体表现，故选用沪深 300 指数来衡量市场行情。下图 4.1 为 2017 年 6 月 1 日至 2022 年 5 月 31 日沪深 300 每日收盘指数走势图，2018 年事件日处于牛市熊市转折点附近，2019 年收盘指数趋于平稳，处于调整期，2020 年事件日处于牛市周期，2021 年事件日处于熊市周期。因此，选取 2020 年和 2021 年分别代表牛市和熊市进行研究，当时间为 2020 年，RET 赋值为 1；当时间为 2021 年，RET 赋值为-1；其他时间赋值为 0。



图 4.1 沪深 300 指数每日收盘指数趋势图

4.2.4 控制变量

参考前人的研究方法并结合实际研究情况，选取以下控制变量：公司规模（SIZE）、杠杆比率（LEV）、净资产利润率（ROE）、企业年龄（AGE）、股权集中度（TOP1）、市净率（PB），见表 4.2。

公司规模，用 SIZE 表示。选取用公司总资产的对数形式来衡量该变量。其值越大，说明该上市公司在相应的市场和行业所处的地位较高，有着较好的价值基础水平和风险保障水平。

杠杆比率，用 LEV 表示。其值选用上市公司总负债和总资产之间的比值来计量，该指标可以全面评估公司的债务水平，也可以度量公司运用债务资本从事经营管理活动的的能力。同时作为公司财务风险程度的重要指标，反映出目前上市公司股票价格的风险水平，如果杠杆比率越偏离其合理范围，则公司所面临的财务风险也就会越大，从而形成迫使股票价格的上涨压力，总风险相对也就越大。

净资产收益率，用 ROE 表示。选用公司净利润占上年末和当年末净资产均值的比值来计量。其数值越大，代表着投资所产生的回报就越高，反映出了一家上市公司使用自有资本取得净利润的能力，衡量其运用自有资本的效率。

企业年龄，用 AGE 来表示。其值为当年年份与该公式上市年份之差。

股权集中度，用 TOP1 来表示。选用上市公司的第一大股东持股比例来表示，其既可以度量公司现有股份份额的实际分布状况，还能评估公司在经济活动中的稳定性强弱。

市净率，用 PB 表示。其值为上市公司每股股价与其每股净资产之比，可被投资者用来评估和剖析该公司股票是否具有投资意义。

表 4.2 变量表

变量类型	变量代码	变量名称	变量定义
被解释变量	CAR	超额收益率	根据市场模型用 Stata 回归计算得出
解释变量	ESG	ESG 评级	商道融绿发布的上市公司的 ESG 评级等级
调节变量	RET	市场行情	2020 年设为 1，2021 年设为-1，其它为 0
控制变量	SIZE	公司规模	对公司总资产取对数值
	LEV	杠杆比率	总负债/总资产
	ROE	净资产收益率	净利润/平均净资产
	AGE	企业年龄	观测年份-注册成立年份
	TOP1	股权集中度	第一大股东持股比例
	PB	市净率	每股股价/每股净资产

4.3 建立模型

近几年国内外很多文献在研究事件发生后的股市反应时，倾向于应用事件研究法。考虑到本文的研究目的并结合陈浪南、姚正春(2000)、LIU PEI (2020)、沈红波等(2021)等文献，本文以事件研究法算出的超额收益率作为被解释变量，ESG 评级作为解释变量，将公司规模(SIZE)、杠杆比率(LEV)、净资产收益率(ROE)、企业年龄(AGE)、股权集中度(TOP1)、市净率(PB)作为控制变量，进行固定效应面板回归模型的构建。

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4.4)$$

CAR 为个股事件超额收益率， α 为模型的截距项，解释变量 ESG 表示该公司的 ESG 得分， $Controls_{i,t}$ 为一组上述提及的控制变量， $\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差。

其次，为了检验假设 2 中市场行情对于 ESG 表现在市场筛选作用中的影响，在上述模型的基础上引入 RET 与 ESG 的交互项构建模型如下。

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 ESG * RET_{i,t} + \beta_3 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4.5)$$

5 上市公司 ESG 表现影响股票超额收益率的实证分析

5.1 描述性统计

5.1.1 主要变量描述性统计

用Stata 16.0统计分析变量进行描述，如表5.1所示。

表5.1 描述性统计结果

变量名	样本容量	平均值	标准差	极小值	极大值
CAR(-15, 15)	2,600	-0.00617	0.127	-0.769	0.716
ESG	2,600	5.297	0.977	3	9
SIZE	2,600	23.93	1.254	20.90	28.64
LEV	2,600	0.479	0.187	0.0143	0.960
TOP1	2,600	36.85	16.29	4.710	87.70
PB	2,600	2.717	3.175	0.121	42.87
ROE	2,600	0.0845	0.148	-1.484	0.806
AGE	2,600	15.32	7.358	0	30

如上表 5.1 所示，股票投资超额收益率 CAR(-15, 15) 的均值和标准差分别为-0.00617、0.127，最大值为 0.716，最小值为-0.769，说明在所考察的事件窗口期内股票投资超额收益回报差距明显。ESG 评级变量的均值和标准差分别为 5.297 和 0.977，最大值为 9，最小值为 3，这表明 ESG 评价等级在我国各上市公司中是有差别的。公司规模 SIZE 的均值和标准差分别为 23.93 和 1.254，最大值 28.64，最小值为 20.90，可以发现两者之间存在着较大的差异，表明所选择的上市公司的规模有一定差距，样本数据较为全面。杠杆比率 LEV，即资产负债率，平均值和标准差为 0.479、0.187，最大值 0.960，最小值 0.0143，这说明样本公司财务风险相差较大。股权集中度 TOP1 的平均值为 36.85，最大值为 87.70，最小值为 4.710，标准差为 16.29，表明各公司股权分布状态差距较大。市净率 PB 的最大值和最小值为 42.87、0.121，一般来说，市净率越低，持有该股票就

安全，而市净率越高，持有该股票的风险也就越高，投资价值存在较大的差距。净资产利润率 ROE 的最大值和最小值分别为 0.806 和-1.484，标准差为 0.148，表明样本公司盈利有一定差别，部分收益而部分处于亏损。公司年龄 AGE 的最小值为 0，最大值为 30，上市公司上市时间相差年数较大，平均值为 15.32，说明多数企业上市年份较长。

5.1.2 ESG 描述性统计

本文选取国内本土机构商道融绿的 ESG 评级作为标准，对 2018-2021 年的 ESG 样本数据进行梳理统计，由下表 5.2 可知，平均值由 2018 年的 5.042 增长至 5.532，上市公司 ESG 评级分数平均值总体呈上升趋势，说明 ESG 表现越来越受到上市公司的重视。

表 5.2 ESG 评级分布

时间	样本容量	平均值	标准差
2018	650	5.042	0.920
2019	650	5.26	0.923
2020	650	5.352	0.960
2021	650	5.532	1.038

5.2 相关性分析

本文对回归模型 4.4 中各变量展开了相关性分析，如下表 5.3 所示。解释变量 ESG 与被解释变量 CAR (-15, 15) 之间的相关关系在 1% 的置信水平下显著，相关性系数为 0.066，说明我国沪深两市上市公司 ESG 表现和股票的超额回报率之间呈现显著正向相关性。总资产净利润率 ROE 也在 1% 的置信水平下与 CAR 正向相关，相关性系数为 0.068。公司规模 SIZE 与 CAR 正向相关但不显著，杠杆比率 LEV 与 CAR 负向相关但也不显著。公司上市年龄 AGE、股权集中度 TOP1 与超额收益率负向相关，此外，市净率在 1% 的置信水平下与超额收益率呈正向相关，相关性系数为 0.100。

表 5.3 相关性分析

	CAR	ESG	SIZE	LEV	ROE	AGE	TOP1	PB
CAR	1							
ESG	0.066***	1						
SIZE	0.00400	0.229***	1					
LEV	-0.0170	0.0300	0.565***	1				
ROE	0.068***	0.076***	0.078***	-0.201***	1			
AGE	-0.062***	0.057***	0.200***	0.146***	-0.064***	1		
TOP1	-0.036*	0.120***	0.231***	0.038*	0.173***	-0.083***	1	
PB	0.100***	0.0310	-0.313***	-0.193***	0.190***	-0.209***	-0.0240	1

注：*、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。

5.3 多重共线性检验

为了防止模型各变量间存在多重共线性而产生不利影响，本文运用 VIF 检验了多重共线性，最终检验结果见下表 5.4。

表 5.4 多重共线性检验

变量	VIF	1/VIF
SIZE	1.99	0.515230
LEV	1.65	0.607774
PB	1.21	0.825292
ROE	1.19	0.843854
TOP1	1.11	0.900955
ESG	1.09	0.917934
AGE	1.09	0.918261
Mean VIF	1.32	

由表 5.4 可以看出,解释变量 ESG 的方差膨胀因子 VIF 为 1.09、公司规模 SIZE 的方差膨胀因子为 1.99、股权集中度 TOP1 的方差膨胀因子为 1.11、杠杆比率 LEV 的方差膨胀因子为 1.65、企业年龄 AGE 的方差膨胀因子为 1.09、净资产利润率 ROE 的方差膨胀因子为 1.19、市净率 PB 的方差膨胀因子为 1.21,各变量 VIF 值的均值为 1.32,得到的所有方差膨胀因子均远远小于 10,由此得出模型所有变量间不存在多重共线性关系的结论。

5.4 基准回归分析

通过对公司规模、杠杆比率、净资产收益率等变量加以控制后,进行基准回归分析验证假设 1。考虑到所选窗口期可能较长或者较短,可能会影响被解释变量测度的准确性和有效性,故本文对市场模型的窗口期长短做了调整,将窗口期调整为 (-5, 5)、(-15, 15)、(-30, 30) 共三组进行基准回归,结果见表 5.5。

由表 5.5 可知,CAR 窗口期为 (-5, 5) 时,ESG 与 CAR 在 5% 的显著水平上正相关,回归系数 β_1 为 0.003; CAR 窗口期为 (-15, 15) 时,ESG 与 CAR 在 5% 的显著水平上正相关,回归系数 β_1 为 0.007; CAR 窗口期为 (-30, 30) 时,ESG 与 CAR 在 10% 的显著水平上正相关,回归系数 β_1 为 0.007。通过以上基准回归,证明假设 H1 成立,ESG 表现越好的上市公司股票超额收益率越高,即 ESG 评级分数越高,A 股上市公司的超额收益率就越高,市场表现就越好,投资于 ESG 表现良好的公司可以获得超额收益,也就是说 A 股市场对于机构 ESG 评级以及投资理念是认可的,ESG 具有市场筛选作用。

控制变量中公司规模 SIZE 与 CAR 呈显著正相关,一般来说总资产越多,就意味着该公司的规模也就越大,而投资人会比较喜欢投资拥有较大资产规模的公司,因为这类公司具有更为良好的经营管理能力,可以帮助投资者获取更高的超额回报。杠杆比率 LEV 与 CAR 在窗口为 (-5, 5) 时存在显著负相关关系,作为公司财务风险程度的重要指标,反映出目前上市公司股票价格的风险水平,杠杆比率越高,公司所面临的财务风险也就会越大,导致破产的总风险就会更高,而带给投资人的超额收益反而变得越小,而在窗口更大的情况下却不显著。净资产利润率 ROE 与 CAR 在窗口期为 (-5, 5) 时存在负相关关系,但不显著,而在窗口期为 (-15, 15) 和 (-30, 30) 的情况下与 CAR 显著正相关,净资产利润率 ROE

的值越大,说明上市公司对资产的使用效率更高,带给投资人的超额回报就会越高,说明超短期内 ROE 还未反映到 CAR 中,而时间稍长情况下就会体现出二者的关系。股权集中度 TOP1 与 CAR 在 1%的置信水平下显著负相关,公司年龄 AGE 在回归中显示与 CAR 负向相关。市净率 PB 与 CAR 显著正向相关,市净率为上市公司每股股价与其每股净资产之比,反应其投资风险,故 PB 值越大,其股票超额收益率也越高。

表 5.5 基准回归结果

变量	CAR (-5, 5)	CAR (-15, 15)	CAR (-30, 30)
ESG	0.003** (1.97)	0.007** (2.52)	0.007* (1.89)
SIZE	0.007*** (3.86)	0.005* (1.78)	0.015*** (4.16)
LEV	-0.038*** (-3.42)	0.003 (0.16)	-0.004 (-0.19)
ROE	-0.007 (-0.58)	0.043** (2.39)	0.105*** (4.40)
AGE	-0.000 (-0.27)	-0.001** (-2.54)	-0.002*** (-3.53)
TOP1	-0.000*** (-2.95)	-0.000*** (-3.11)	-0.001*** (-5.20)
PB	0.001* (1.67)	0.004*** (4.37)	0.004*** (3.90)
Constant	-0.152*** (-4.08)	-0.135** (-2.32)	-0.357*** (-4.62)
Year Effect	Yes	Yes	Yes
Industry Effect	Yes	Yes	Yes
Observations	2,600	2,600	2,600
R-squared	0.073	0.069	0.098

注: t-statistics in parentheses, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1。

5.5 调节效应分析

为验证假设 H2，分析市场行情对 ESG 表现出的市场筛选作用产生的影响，在模型 4.4 的基础上，加入市场行情与 ESG 的交互项作为解释变量进行回归，回归结果如下表 5.6 所示。

由表 5.6 可知，加入了 RET 与 ESG 交互项后，CAR 窗口期为 (-5, 5) 时，ESG 与 CAR 在 5% 的显著水平上正相关，回归系数 β_1 为 0.004，交叉项与 CAR 在 1% 的显著水平上负向相关，回归系数 β_2 为 -0.015；CAR 窗口期为 (-15, 15) 时，ESG 与 CAR 在 1% 的显著水平上正相关，回归系数 β_1 为 0.008，交叉项与 CAR 在 1% 的显著水平上负向相关，回归系数 β_2 为 -0.026；CAR 窗口期为 (-30, 30) 时，ESG 与 CAR 在 5% 的显著水平上正相关，回归系数 β_1 为 0.008，交叉项与 CAR 在 1% 的显著水平上负向相关，回归系数 β_2 为 -0.024。与上文回归结果相符，并且可以看到，ESG 与市场行情的交叉项系数均在 1% 的显著水平上显著为负向相关，因此可以认为在熊市中，股票超额收益率与 ESG 的正相关关系得到加强，即在市场下行时 ESG 对市场的筛选作用得到了加强，而在牛市中，股票超额收益率与 ESG 表现的正相关关系被削弱了，即在市场上行时 ESG 对市场的筛选作用被削弱了。由此，假设 H2 得到验证，在熊市中，ESG 表现与股票超额收益率的正相关关系相比牛市中更强。

不同市场行情下，上市公司超额收益率与 ESG 评级等级之间存在的相关关系不同，且在市场下行时 ESG 会加强市场筛选作用，在市场上行时 ESG 会削弱市场筛选作用。出现这种结果的原因可能是在市场上行的过程中，股价会处于持续上涨状态，投资者会形成股价上涨的预期，此时风险厌恶水平也会比较低，市场氛围的高涨使得人们不太关注 ESG 表现，从而筛选作用就会减弱；而在市场下行过程中，股价趋于下降，投资者风险厌恶水平更高，市场氛围的低迷带来的是对 ESG 表现较好公司的追逐，使得人们更加关注上市公司的 ESG 表现状况，从而筛选作用增强。

与基准回归结果类似，公司规模 SIZE 与 CAR 呈显著正相关，杠杆比率 LEV 与 CAR 在窗口为 (-5, 5) 时存在显著负相关关系，而在窗口更大的情况下却不显著。净资产利润率 ROE 与 CAR 在窗口期为 (-5, 5) 时存在负相关关系，但不显著，而在窗口期为 (-15, 15) 和 (-30, 30) 的情况下与 CAR 显著正相关。股权集中度 TOP1 与 CAR 在 1% 的置信水平下显著负相关。公司年龄 AGE 在回归中显示与 CAR 负向

相关，市净率PB与CAR正向相关，且AGE和PB均在超短期不显著，而在窗口为（-15，15）、（-30，30）时显著。

表 5.6 市场行情与 ESG 表现的市场筛选作用

变量	CAR (-5, 5)	CAR (-15, 15)	CAR (-30, 30)
ESG	0.004** (2.18)	0.008*** (2.92)	0.008** (2.21)
RET*ESG	-0.015*** (-5.80)	-0.026*** (-6.75)	-0.024*** (-5.30)
SIZE	0.007*** (4.24)	0.005** (2.02)	0.016*** (4.42)
LEV	-0.039*** (-3.49)	0.001 (0.06)	-0.006 (-0.24)
ROE	-0.004 (-0.35)	0.047** (2.33)	0.109*** (4.09)
AGE	-0.000 (-0.34)	-0.001*** (-2.63)	-0.002*** (-3.58)
TOP1	-0.000*** (-3.18)	-0.001*** (-3.34)	-0.001*** (-5.43)
PB	0.001 (1.33)	0.004*** (3.30)	0.004*** (2.84)
Constant	-0.159*** (-4.41)	-0.148*** (-2.62)	-0.370*** (-4.84)
Year Effect	Yes	Yes	Yes
Industry Effect	Yes	Yes	Yes
Observations	2,600	2,600	2,600
R-squared	0.090	0.090	0.108

注：t-statistics in parentheses, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1。

5.6 异质性分析

5.6.1 规模异质性检验

不同规模的上市公司，为分析其股票超额收益率 CAR 与 ESG 表现评级之间的相关关系是否不同，将 650 家上市公司共 2600 组数据按照规模变量 SIZE 的大小

分成大规模上市公司、小规模上市公司,共 2 组进行分组回归,结果见下表 5.7。

表 5.7 不同规模下 ESG 评级与 CAR 的回归结果

变量	大规模CAR			小规模CAR		
	(-5, 5)	(-15, 15)	(-30, 30)	(-5, 5)	(-15, 15)	(-30, 30)
ESG	0.005*** (2.75)	0.009*** (2.84)	0.008** (2.06)	-0.000 (-0.09)	0.004 (0.81)	0.005 (0.72)
SIZE	0.005* (1.92)	0.006 (1.62)	0.013** (2.40)	0.013*** (2.68)	0.021*** (2.86)	0.027*** (2.75)
LEV	-0.034** (-2.01)	-0.028 (-1.08)	-0.027 (-0.79)	-0.046*** (-2.99)	0.010 (0.41)	-0.010 (-0.32)
ROE	0.022 (1.06)	0.044 (1.36)	0.107** (2.51)	-0.021 (-1.45)	0.035 (1.56)	0.098*** (3.27)
AGE	-0.000 (-0.12)	-0.001* (-1.65)	-0.002** (-2.42)	-0.000 (-0.28)	-0.001** (-2.24)	-0.002*** (-3.02)
TOP1	-0.000*** (-3.60)	-0.001*** (-4.09)	-0.001*** (-5.26)	-0.000 (-0.70)	-0.000 (-0.22)	-0.001** (-2.00)
PB	0.001 (0.75)	0.003** (2.20)	0.002 (1.14)	0.001* (1.70)	0.004*** (3.67)	0.005*** (3.80)
Constant	-0.112* (-1.85)	-0.173* (-1.84)	-0.300** (-2.40)	-0.270*** (-2.62)	-0.497*** (-3.06)	-0.611*** (-2.85)
Year Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,268	1,268	1,268	1,332	1,332	1,332
R-squared	0.043	0.055	0.084	0.132	0.119	0.155

注: t-statistics in parentheses, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1。

由表 5.7 所示,对于大规模上市公司,CAR 窗口期为(-5, 5)时,ESG 与 CAR 在 1%的显著水平上正相关,回归系数 β_1 为 0.005;CAR 窗口期为(-15, 15)时,

ESG 与 CAR 在 1%的显著水平上正相关, 回归系数 β_1 为 0.009; CAR 窗口期为 (-30, 30) 时, ESG 与 CAR 在 5%的显著水平上正相关, 回归系数 β_1 为 0.008。而对于小规模上市公司, CAR 窗口期为 (-5, 5), 回归系数 β_1 为-0.000, ESG 与 CAR 相关关系不显著; CAR 窗口期为 (-15, 15) 时, 回归系数 β_1 为 0.004, ESG 与 CAR 相关关系不显著; CAR 窗口期为 (-30, 30) 时, 回归系数 β_1 为 0.005, ESG 与 CAR 相关关系不显著。总的来说, 大规模上市公司 ESG 表现与事件期超额收益率 CAR 正相关, 即公司 ESG 评分越高, 超额收益率就越高; 而小规模上市公司 ESG 与事件期超额收益率 CAR 之间相关关系结果并不显著。因此, 假设 H3 得到验证, 上市公司规模不同, 其 ESG 表现对超额收益率影响存在差异, 并且规模较大的公司影响更为显著。

不同规模的公司股票超额收益率对于 ESG 评级的相关性不同, 且规模较大的公司影响更为显著。出现这种结果的原因可能是在我国当前的 ESG 建设中, 呈现出大企业先行的现象。一方面, 大规模上市公司通常拥有更为雄厚的资金实力, 在改善 ESG 表现上有充分的资金和人力保障; 而小规模上市公司资金实力不雄厚, 改善 ESG 表现带来的好处可能不足以弥补投入的成本, 故在不同规模的上市公司中, ESG 表现对超额收益率的影响存在一定的差异性, 且规模较大的公司影响更为显著。另一方面, 小规模上市公司多股权高度集中, 又由于我国对相关 ESG 信息披露虽然已从完全自愿披露的萌芽阶段逐步走向部分强制的深化阶段, 但还不具有普适性, 多数股东对 ESG 责任投资重视程度不够, 而大规模上市公司注重可持续发展, 从片面的追求传统经济效益向注重环境保护、履行社会责任和优化公司治理方向转变, 以此提升公司竞争力, 提高 ESG 信息披露程度并积极披露 ESG 报告, 从而规模较大的公司体现出的 ESG 筛选作用更显著。

5.6.2 产权异质性检验

不同产权性质的公司, 为研究其股票超额收益率 CAR 和 ESG 表现之间的相关性是否存在差异性, 将 650 家上市公司共 2600 组数据按照产权性质是否为国有性质将样本分成国有上市公司、非国有上市公司, 共 2 组进行分组回归, 回归结果见表 5.8。

表 5.8 不同产权性质下 ESG 评级与 CAR 的回归结果

变量	国有上市公司CAR			非国有上市公司CAR		
	(-5, 5)	(-15, 15)	(-30, 30)	(-5, 5)	(-15, 15)	(-30, 30)
ESG	0.007*** (3.25)	0.009*** (2.95)	0.012*** (2.81)	-0.001 (-0.35)	0.004 (0.86)	0.001 (0.23)
SIZE	0.003* (1.69)	-0.003 (-1.05)	0.009** (2.18)	0.015*** (4.42)	0.023*** (4.28)	0.031*** (4.62)
LEV	-0.033** (-2.38)	0.001 (0.07)	-0.014 (-0.51)	-0.054*** (-3.02)	-0.024 (-0.85)	-0.018 (-0.49)
ROE	-0.012 (-0.61)	0.052* (1.77)	0.084** (2.07)	-0.013 (-0.84)	0.022 (0.91)	0.096*** (3.04)
AGE	0.000 (0.41)	-0.001 (-1.13)	-0.000 (-0.66)	-0.000 (-0.74)	-0.002** (-2.54)	-0.003*** (-4.14)
TOP1	-0.000** (-2.36)	-0.001*** (-2.65)	-0.001*** (-4.11)	-0.000 (-1.31)	-0.000 (-1.16)	-0.001*** (-2.94)
PB	0.002** (2.08)	0.004*** (3.43)	0.006*** (3.56)	0.001 (0.69)	0.003*** (2.70)	0.003** (2.20)
Constant	-0.082* (-1.89)	0.046 (0.71)	-0.247*** (-2.73)	-0.316*** (-4.50)	-0.523*** (-4.67)	-0.690*** (-4.77)
Year Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,327	1,327	1,327	1,273	1,273	1,273
R-squared	0.066	0.090	0.127	0.099	0.088	0.118

注: t-statistics in parentheses, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1。

由表 5.8 所示, 对于国有上市公司, CAR 窗口期为 (-5, 5) 时, ESG 与 CAR 在 1% 的显著水平上正相关, 回归系数 β_1 为 0.007; CAR 窗口期为 (-15, 15) 时, ESG 与 CAR 在 1% 的显著水平上正相关, 回归系数 β_1 为 0.009; CAR 窗口期为 (-30, 30) 时, ESG 与 CAR 在 1% 的显著水平上正相关, 回归系数 β_1 为 0.012。而对于非国有上市公司, CAR 窗口期为 (-5, 5), 回归系数 β_1 为 -0.001, ESG 与 CAR 相关关系不显著; CAR 窗口期为 (-15, 15) 时, 回归系数 β_1 为 0.004, ESG 与 CAR

相关关系不显著；CAR 窗口期为 (-30, 30) 时，回归系数 β_1 为 0.001，ESG 与 CAR 相关关系不显著。总的来说，国有上市公司 ESG 与 CAR 均在 1%的显著水平上呈现正相关关系，即公司 ESG 评分越高，超额收益率就越高；而非国有上市公司 ESG 与各事件期超额收益率 CAR 之间相关关系结果并不显著。因此，假设 H4 得到验证，上市公司产权性质不同，其 ESG 表现对超额收益率影响大小不同，并且国有企业的影响会更为显著。

不同产权性质的公司股票超额收益率对于 ESG 评级的相关性不同，且国有企业的影响会更为显著。这可能是因为：一方面，产权性质为国有性质的公司容易被国家颁布的各项政策所影响，而且其自身就有服务于国家政策的特征。以信号传递理论为依据，将我国上市公司看作发送信号的主体，将各公司的 ESG 评级等级信息看作发出的信息，其中，国有产权性质的上市公司相对于非国有公司，其发送的信息更容易被投资者观测到，并且发送该种信号的成本也会比较低，这就使得国有产权上市公司所发出的信号具有更高的质量，也更易受投资者所接受和认同，其积极形象也更容易被公众所发现，从而树立良好的企业形象，也更高效地传递企业诚信经营、承担责任的信息，可以更好的减轻公司在经济调整中会面对的各类摩擦，使得我国的国有上市公司样本所表现出的 ESG 筛选作用更佳。另一方面，目前我国上市公司 ESG 报告披露以自愿为主，总体披露率还有很大的提升空间，从披露率来看，国有企业的披露率较高，对 ESG 相关责任重视程度也高，而非国有企业的披露率较低，对 ESG 相关责任重视程度也低，从而导致显著性不足。因此，综合两方面因素，国有上市公司的 ESG 市场筛选作用影响会更为显著。

5.7 稳健性检验

5.7.1 更换被解释变量

通过更换被解释变量对本文的基准回归结果进行检验，进一步保证研究结论的可信度。根据前文被解释变量 CAR 的计算步骤可知，在计算 CAR 时要事先确定好窗口期和估计期，为了对以上分析结果的稳健性进行测试，对事件的估计期做出一定的调整，以此为基础，再使用市场模型计算出新的超额收益率，再进行回归对结论的稳健性进行检验。

考虑到估计期 (-150, -31) 共 120 个交易日时间较短, 本文将基准模型中 CAR 计算所需确定的估计期进行重新界定, 将估计期扩大至为 (-200, -31) 共 170 个交易日, 分别在事件窗口期为 (-5, 5)、(-15, 15)、(-30, 30) 的情况下重新计算出股票累计超额收益率 CAR。在此基础上对模型 4.4 进行回归验证, 回归结果见表 5.9。

表 5.9 更换估计期稳健性检验

变量	CAR (-5, 5)	CAR (-15, 15)	CAR (-30, 30)
ESG	0.003* (1.90)	0.006** (2.43)	0.006* (1.82)
SIZE	0.007*** (3.95)	0.005* (1.93)	0.016*** (4.62)
LEV	-0.040*** (-3.65)	-0.003 (-0.19)	-0.017 (-0.76)
ROE	-0.001 (-0.11)	0.059*** (3.35)	0.138*** (6.00)
AGE	-0.000 (-0.10)	-0.001** (-2.21)	-0.001*** (-3.09)
TOP1	-0.000*** (-3.04)	-0.000*** (-3.27)	-0.001*** (-5.57)
PB	0.001** (2.57)	0.005*** (6.13)	0.007*** (6.70)
Constant	-0.153*** (-4.17)	-0.142** (-2.50)	-0.384*** (-5.17)
Year Effect	Yes	Yes	Yes
Industry Effect	Yes	Yes	Yes
Observations	2,600	2,600	2,600
R-squared	0.075	0.080	0.119

注: t-statistics in parentheses, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1。

由表 5.9 可知, 在更换被解释变量估计期后, CAR 窗口期为 (-5, 5) 时, ESG 与 CAR 在 10% 的显著水平上正相关, 回归系数 β_1 为 0.003; CAR 窗口期为 (-15, 15) 时, ESG 与 CAR 在 5% 的显著水平上正相关, 回归系数 β_1 为 0.006; CAR 窗口期为 (-30, 30) 时, ESG 与 CAR 在 10% 的显著水平上正相关, 回归系数 β_1 为 0.006。通过以上回归, 同样可证明假设 H1 成立, ESG 表现越好的上市公司股票超额收益率越高。故证明该模型回归显著性结果稳健。

5.7.2 缩尾回归

为防止个别异常值可能对研究结果造成影响，故考虑进行缩尾处理，因此本文对所有连续变量进行 1%和 99%的缩尾处理后，再进行回归，各窗口回归结果见下表 5.10。

表 5.10 缩尾回归稳健性检验

变量	CAR (-5, 5)	CAR (-15, 15)	CAR (-30, 30)
ESG	0.003** (2.05)	0.006** (2.26)	0.006* (1.76)
SIZE	0.006*** (3.73)	0.005** (2.01)	0.015*** (4.29)
LEV	-0.037*** (-3.52)	-0.002 (-0.10)	-0.003 (-0.15)
ROE	-0.006 (-0.47)	0.044** (2.14)	0.115*** (4.21)
AGE	-0.000 (-0.19)	-0.001*** (-2.58)	-0.002*** (-3.70)
TOP1	-0.000*** (-2.90)	-0.000*** (-3.27)	-0.001*** (-5.27)
PB	0.001 (1.16)	0.004*** (3.97)	0.004*** (3.24)
Constant	-0.142*** (-3.93)	-0.140** (-2.44)	-0.362*** (-4.71)
Year Effect	Yes	Yes	Yes
Industry Effect	Yes	Yes	Yes
Observations	2,600	2,600	2,600
R-squared	0.077	0.073	0.102

注：t-statistics in parentheses, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1。

由表 5.10 可知，在对所有连续变量进行 1%和 99%的缩尾处理后，CAR 窗口期为 (-5, 5) 时，ESG 与 CAR 在 5%的显著水平上正相关，回归系数 β_1 为 0.003；CAR 窗口期为 (-15, 15) 时，ESG 与 CAR 在 5%的显著水平上正相关，回归系数 β_1 为 0.006；CAR 窗口期为 (-30, 30) 时，ESG 与 CAR 在 10%的显著水平上正相关，

回归系数 β_1 为 0.006。通过以上回归，同样可证明假设 H1 成立，ESG 表现越好的上市公司股票超额收益率越高。故可证明该模型回归结果具备一定稳健性。

6 实证结论与建议

6.1 实证结论

本文采用 2018 年到 2021 年共 4 年的样本数据对我国沪深 A 股上市公司 ESG 评级对股票超额收益率的影响进行了实证分析,回归结果表明我国沪深两市 A 股上市公司 ESG 表现会给公司股票超额收益率带来显著正向影响,即 ESG 表现越好的公司股票超额收益率越高,上市公司的 ESG 表现与股票的投资业绩紧密相关,ESG 表现对市场股票具有筛选作用,然而这种筛选作用可能会受到市场环境的影响,进一步地,在实证模型的回归方程加入了上市公司 ESG 与市场行情的交互项,在此基础上进行回归分析,由回归结果可知,在市场下行的情况下,股票超额收益率与 ESG 的正相关关系得到加强,即在市场下行时 ESG 对市场的筛选作用得到了加强;在市场上行的情况下,股票超额收益率与 ESG 的正相关关系得到减弱,即在上行时 ESG 对市场的筛选作用减弱。之后,通过异质性研究发现,对于大规模上市公司,公司 ESG 评分越高,超额收益率就越高;而对于小规模上市公司,ESG 评分与事件期超额收益率 CAR 之间相关性不显著,这说明上市公司规模不同,其 ESG 表现对超额收益率影响存在差异,并且规模较大的公司影响更为显著。对于国有上市公司,公司 ESG 评分越高,超额收益率就越高,而非国有企业 ESG 评分与超额收益率 CAR 之间的相关关系也不够显著,这说明上市公司产权性质不同,其 ESG 表现对超额收益率影响大小不同,并且国有企业的影响会更为显著。最后,本文通过更换被解释变量和缩尾回归对模型结果进行稳健性检验。通过更换被解释变量,即对估计期进行调整,将估计期由(-150, -31)调整为(-200, -31),根据新计算得出的 CAR 重新进行基准回归,结果依旧显示上市公司 ESG 表现越好,其股票超额收益率就会越高,会给投资者带来超额收益;进行缩尾处理后,发现回归结果同样可证明 ESG 表现越好的上市公司股票超额收益率越高。两种方式均可证明该模型回归结果稳健。

6.2 对策建议

6.2.1 健全 ESG 信息披露相关法律法规体系

目前中国上市公司 ESG 报告披露以自愿为主, 总体披露率还有很大的提升空间。但随着国际上 ESG 信息披露政策要求趋严, 中国的 ESG 信息披露政策日渐完备, 制度要求日趋严格, 上市公司的 ESG 信息披露在质量和数量上也有一定的发展。但是就现实而言, 我国 ESG 披露的信息还缺乏真实性、完整性、覆盖广度和有效力, 由于当前缺乏一套具备强制性、系统化的信息披露体系, 很多上市公司在其 ESG 报告中仅仅披露了基础的数据和利己的内容, 而与 ESG 有关的一些重要量化数据并没有向社会公布, 这就导致了很难对上市公司真实的 ESG 等级进行评级。为了扩大中国投资市场中 ESG 投资理念的覆盖面, 政府应努力创造有利于的 ESG 信息披露的市场环境, 相关各部门可以把上市公司 ESG 信息的强制性披露列入相关的法律和规章中, 明晰 ESG 信息披露的内容和格式准则的要求。对与有意遮避披露消极信息的公司给予惩罚, 比如: 减少其在银行的可贷款额度、提高公司税率等, 而对于积极披露的公司给予奖励, 比如: 绿色信贷优惠、税收减免、市场准入放宽等。政府制定并健全我国 ESG 信息披露的相关法律法规, 监管部门按照规定夯实责任严格监管, 这所起到的主要作用有: 第一, 可以保证投资人在做市场投资时能够拥有准确、可信度较高的 ESG 信息, 可以减少投资者为获取相关 ESG 信息所需花费的信息成本, 也有助于增强整体资本市场中的投资人的 ESG 价值投资理念; 第二, 它可以激励上市公司加强对环境、社会和公司治理等领域的经营管理, 增强企业责任感, 助推企业可持续发展, 使投资者和上市公司形成良性互动、相辅相成, 推动 ESG 投资在我国金融市场中的广泛应用。

6.2.2 上市公司积极主动提高 ESG 表现

对上市公司而言, 不应只是片面地看到承担环境责任、社会责任和改善公司治理增加成本的一面, 而应该积极改善上市公司 ESG 表现, 注重长远发展, 实现具有社会意义、环保意义的利益创造。上市公司应转变 ESG 会增加负担甚至产生损失的传统思维, 树立可持续发展的观念。根据最近几年来的大量文献研究显示, 在 ESG 理念覆盖面越来越广泛的情况下, 社会各方面人士对上市公司的 ESG 表现越来越重视, 优越的 ESG 表现可以让公司获得正外部效应和高质量的经营发展。故上市公司需要适时改变自己的发展思路, 主动承担社会责任, 构建并健全公司的 ESG 管理体系, 按照金融市场中交易所等机构所公布的 ESG 信息披露指南去积极

主动地发布 ESG 报告，通过提高 ESG 表现的实际行动来塑造公司的积极正向形象，与各利益相关者维持长久稳定的关系，取得更为优厚的资源，从而提升公司在应对突发问题时抵御风险的水平，改善运营业绩，提升企业价值。对非国有上市公司，应积极披露 ESG 相关信息，提升自身对 ESG 的重视，树立良好的公司形象，更为高效地传递企业诚信经营、承担责任的信息，从而得到市场的关注与支持。对小规模上市公司来说，投资人可能还对 ESG 评级的效用存在怀疑，这可能是由于进行 ESG 建设的费用对于小规模公司来说产生了过重的负担，需要针对其行业特点，在其 ESG 评级指标中摘取重点问题做出有的放矢的整改，最大程度上实现成本最小化。

6.2.3 大力倡导投资者注重 ESG 投资

我国证券市场从 1990 年 12 月 19 日发展至今已有 30 多年，各基准机制得到进一步健全，资本和投资者也大量涌入其中，资本市场蓬勃发展。而随着我国不断推广生态文明理念，鼓励绿色发展，部分生产经营产生严重污染的公司会受到应有的惩罚，这肯定会对公司的发展产生不利影响，甚至会导致一定程度的财务亏损，迫使投资者将这些高污染和曾接受过环保处罚的公司从自己的投资目标中删除。除了环境方面的问题，近年来曾发生过的一些“黑天鹅”事件，问题都出自于公司治理，或是员工发展和权益方面存在分歧，或是产品服务等质量管理不善等问题，让很多投资者蒙受了巨大的损失。投资者应充分认识到 ESG 投资理念的价值性，即投资 ESG 表现好的企业有助于获取更高的投资回报。投资者应贯彻可持续发展理念，把握市场潜在机遇，构建符合自身需求的 ESG 投资筛选策略。相对于机构投资者，个人投资者缺乏 ESG 相关专业投资知识，更容易遭到黑天鹅事件的伤害，从而对我国金融市场的稳步发展产生不利影响。故个人投资者在证券市场进行投资活动时，不应只根据公司的基础财务信息就做出投资决定，而应当更加重视一家公司在生态建设、绿色发展、承担责任服务社会、合规管理体制等各个领域的作为，聚焦于上市公司的 ESG 信息披露、评级等级等信息的公布，因为 ESG 表现是促进一个公司持续向好发展的重要组成部分。通过对上市公司 ESG 相关信息做投资分析，不仅能够让投资者从中得到超额回报，而且还能推动我国金融市场中价值投资行为的发生。

6.2.4 建立健全我国特色 ESG 评级体系

与海外相比，我国 ESG 评价体系起步比较晚。现在，我国主流的 ESG 评级机构有商道融绿、中证、社会价值投资联盟等，由于评级体系、数据、方法各具特色，不同评级机构对上市公司的评级结果呈现出差异化特征。故在评级架构上，国内还未能形成普遍适用的 ESG 评级标准，部分 ESG 评级体系直接照搬国外标准，忽视了我国与国外市场之间存在的差异。因此，我国第三方评级机构应构建并健全具备“中国味道”的自主研发的 ESG 评级体系。国外评级机构有着巨大的 ESG 数据量和较为完备的评级体系，所以在构建我国本土 ESG 评级体系时，我们可以借鉴国际上的一些通用指标和做法，并按照我国市场对不同层面的需求去发布不同类别的 ESG 评价信息，以使投资者觉得满意。但评估体系的建立不能只是简单的模仿与复制，对国际经验应持批判性学习的态度，立足我国实际打造专属我国的 ESG 评级体系。与此同时，我国政府机构应增进其对 ESG 投资理念的总体了解和认知，多部门合力推动我国 ESG 数据库的构造，促成具备中国特色的 ESG 评价体系的构建，一步步将 ESG 的评价基准进行统一，加大对评级机构的经营资格的审查力度，促进我国评级更加客观反映公司状况，提高评级可信度，增强投资者对 ESG 投资的认识和信心，营造良好的社会氛围，促进 ESG 投资在我国的发展应用。

参考文献

- [1] Alsahlawi, A.M., Chebbi, K., Ammer, M.A. The impact of environmental sustainability disclosure on stock return of saudi listed firms: The moderating role of financial constraints[J]. *International Journal of Financial Studies*, 2021, 9(1): 4.
- [2] Bruna, M.G., Loprevite, S., Raucci, D., et al. Investigating the marginal impact of ESG results on corporate financial performance[J]. *Finance Research Letters*, 2022, 47: 102828.
- [3] Cai, R. Can environmental information disclosure reduce stock price synchronization of listed companies? —Empirical analysis based on China’s heavy pollution industry[J]. *Advanced Management Science*, 2022, 11(2).
- [4] Dorfleitner, G., Grebler, J. Corporate social responsibility and systematic risk: International evidence[J]. *The Journal of Risk Finance*, 2022, 23(1) : 85-120.
- [5] Feng, G.F., Long, H., Wang, H.J., et al. Environmental, social and governance, corporate social responsibility, and stock returns: What are the short-and long-Run relationships?[J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2022, 29(5): 1884-1895.
- [6] Friede, G., Busch, T., Bassen, A. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies[J]. *Journal of sustainable finance & investment*, 2015, 5(4): 210-233.
- [7] Kilic, Y., Destek, M.A., Cevik, E.I., et al. Return and Risk Spillovers between the ESG Global Index and Stock Markets: Evidence from Time and Frequency Analysis[J]. *Borsa Istanbul Review*, 2022, 22(S2) : S141-S156.
- [8] Lee, J.E., Kim, J.S. A study on relationship between corporate values and corporate governance, social and environmental evaluation index[J]. *Korean Acad. Soc. Account*, 2013, 18: 81-99.
- [9] Li, X., Xu, F., Jing, K. Robust enhanced indexation with ESG: An empirical study in the Chinese Stock Market[J]. *Economic Modelling*, 2022, 107: 105711.
- [10] Qureshi, M.A., Akbar, M., Akbar, A., et al. Do ESG endeavors assist firms in

- achieving superior financial performance? A case of 100 best corporate citizens[J]. Sage Open, 2021, 11(2).
- [11]Rodionova, M., Skhvediani, A., Kudryavtseva, T. ESG as a booster for logistics stock returns—evidence from the us stock market[J]. Sustainability, 2022, 14(19): 12356.
- [12]Rostami, S., Rostami, Z., Kohansal, S. The effect of corporate governance components on return on assets and stock return of companies listed in Tehran stock exchange[J]. Procedia Economics and Finance, 2016, 36: 137-146.
- [13]Roy, P.P., Rao,S., Zhu, M. Mandatory CSR expenditure and stock market liquidity[J]. Journal of Corporate Finance, 2022, 72: 102158.
- [14]Ruan, L., Liu, H. Environmental, social, governance activities and firm performance: Evidence from China[J]. Sustainability, 2021, 13(2): 767.
- [15]Sassen, R., Hinze, A.K., Hardeck, I. Impact of ESG factors on firm risk in Europe[J]. Journal of business economics, 2016, 86: 867-904.
- [16]Xu, F., Ji, Q., Yang, M. The pitfall of selective environmental information disclosure on stock price crash risk: evidence from polluting listed companies in China[J]. Frontiers in Environmental Science, 2021, 9: 622345.
- [17]Yao, X. Whether Corporate Governance is Another Factor to Stock Return ?[P]. 2022 2nd International Conference on Financial Economics and Investment Management,2022.
- [18]Yun, J., Lee, J. 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): 2911.
- [19]Zhao, C., Guo, Y., Yuan, J., et al. ESG and corporate financial performance: Empirical evidence from China’s listed power generation companies[J]. Sustainability, 2018, 10(8): 2607.
- [20]陈承, 王宗军, 叶云. 信号理论视角下企业社会责任信息披露对财务绩效的影响研究[J]. 管理学报, 2019, 16(03): 408-417.
- [21]陈开军, 杨倜龙, 李鋆. 上市公司信息披露对公司股价影响的实证研究——以

- 环境信息披露为例[J]. 金融监管研究, 2020(05):48-65.
- [22]陈浪南,姚正春. 我国股利政策信号传递作用的实证研究[J]. 金融研究, 2000, (10):69-77.
- [23]崔恺媛. 上市企业环保信息披露与股票投资者社会环境偏好[J]. 中国人口·资源与环境, 2017, 27(04):136-143.
- [24]冯丽艳,肖翔,程小可. 社会责任对企业风险的影响效应——基于我国经济环境的分析[J]. 南开管理评论, 2016, 19(06):141-154.
- [25]胡豪. 上市公司 ESG 评级提高会给投资者带来超额收益吗? ——来自沪深两市 A 股上市公司的经验证据[J]. 金融经济, 2021(08):56-62+85.
- [26]胡建军,董大勇,金炜东. 企业社会责任信息披露与股票价格关系研究——沪市民营企业的经验证据[J]. 商业经济与管理, 2013(04):73-80.
- [27]蒋海,张博,王湛春. 公司治理机制与股价波动同步性研究[J]. 价格月刊, 2010(04):22-24+34.
- [28]姜健. ESG 评级对企业风险的影响研究[D]. 山西大学, 2021.
- [29]孔东民,林之阳. 企业社会责任、公司价值和基金业绩[J]. 华中科技大学学报(社会科学版), 2018, 32(03):62-72.
- [30]雷光勇,王文,金鑫. 公司治理质量、投资者信心与股票收益[J]. 会计研究, 2012(02):79-86+97.
- [31]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.
- [32]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.
- [33]LIU PEI. 投资者情绪、ESG 评级与股票超额收益[D]. 浙江大学, 2020.
- [34]李茜,徐佳铭,熊杰等. 企业社会责任一致性对财务绩效的影响研究[J]. 管理学报, 2022, 19(02):245-253.
- [35]李姝,肖秋萍. 企业社会责任、投资者行为与股票流动性[J]. 财经问题研究, 2012(03):24-31.
- [36]李维安. 中国投资者支付了公司治理溢价[J]. 南开管理评论, 2006(3):1.
- [37]李新丽,万寿义,张雪梅. 企业社会责任能降低股价同步性吗?——基于强制

- 披露企业社会责任报告的准自然实验[J]. 科学决策, 2018(09):1-27.
- [38]李岩,于洋,宫大卫,王欣甜. 企业环境信息披露的市场反馈影响研究——基于中央环保督察的实证研究[J]. 南京工业大学学报(社会科学版), 2021, 20(04):75-86+110.
- [39]卢丽娟. 环境信息披露、行业差异与股票价格——来自沪市上市公司的经验证据[J]. 价格理论与实践, 2014(06):102-104.
- [40]孟婷, 吴立源. 我国金融业上市企业社会责任信息披露对股价影响的实证研究[J]. 工业经济论坛, 2018, 05(03):66-71+77.
- [41]任紫娴,顾书畅,杨雨竹,李婧雯. ESG 表现与企业财务绩效关系实证研究[J]. 经营与管理, 2021(11):26-32.
- [42]沈红波,田淳,宗赟. 上市公司承担社会责任影响股票市场表现吗——基于和讯网评级数据的实证检验[J]. 东南大学学报(哲学社会科学版), 2021, 23(04):79-92+151.
- [43]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.
- [44]王海军,陈波,何玉. ESG 责任履行提高了企业估值吗?——来自 MSCI 评级的准自然试验[J/OL]. 经济学报:1-29[2023-01-04].
- [45]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.
- [46]危平,曾高峰. 环境信息披露、分析师关注与股价同步性——基于强环境敏感型行业的分析[J]. 上海财经大学学报, 2018, 20(02):39-58.
- [47]向志平,孔祥峰,张先美. 我国股市对重污染行业环境信息披露的市场反应研究[J]. 金融与经济, 2011(07):72-75.
- [48]薛天航,郭沁,肖文. 双碳目标背景下 ESG 对企业价值的影响机理与实证研究[J]. 社会科学战线, 2022(11):89-99+281.
- [49]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.
- [50]张小溪,马宗明. 双碳目标下 ESG 与上市公司高质量发展——基于 ESG “101” 框架的实证分析[J]. 北京工业大学学报(社会科学版), 2022, 22(05):101-

122.

[51]张延良, 张擎宇, 张健彬. 企业社会责任信息披露能降低股价波动性吗?[J].

山东理工大学学报(社会科学版), 2022, 38(01):17-29.

[52]张璇, 林友威, 张红霞. 基于中国上市公司样本的企业社会责任与企业市场价值关系的实证研究[J]. 管理学报, 2019, 16(07):1088-1096.

[53]赵雪悦. 中国上市公司治理和股价同步性研究[J]. 上海管理科学, 2016,

38(05): 79-83.

[54]赵玉洁. 公司治理质量与股票收益的渐进性[J]. 财经论丛, 2014(05):59-66.

后 记

时光荏苒，始于初秋终于夏，纵有不舍，心怀感激。

感谢我的导师，待人和蔼可亲，悉心指导论文写作；感谢同师门的学姐，热心回答我每个问题，无论问题多么幼稚；感谢我的舍友，相扶相依，互诉衷肠。感谢三年中所有关心、爱护我的人，让我的研究生生活倍感温暖。

感谢这个世界上最美好的人们，我的家人们。谢谢你们一直以来对于我每个选择的支持与尊重，在我情绪低落时给我鼓励，促我成长，在我身体不适时无微不至的照顾。养育之恩，无以为报。愿家人一切安好，岁月温柔相待，万事胜意。

各从其欲，皆得所愿，所遇皆美好！愿有前程可奔赴，亦有岁月可回首！