



北京ESG研究院
BEIJING NATIONAL INSTITUTE OF ESG

企业ESG评级 对股票最大回撤影响研究

RESEARCH ON THE IMPACT OF
CORPORATE ESG RATINGS ON STOCK MAXIMUM DRAWDOWN

2025年8月

版权声明

本报告版权归北京ESG研究院所有。本报告基于王浩然中国人民大学硕士论文《企业ESG评级对股票最大回撤影响研究》编撰而成，未经北京ESG研究院授权，请勿转载、摘编或以其他方式使用其内容。如引用报告内容，应清晰注明来源。

北京ESG研究院

为加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，2022年在国家部委、北京市大力支持下，由国内外知名高校专家学者共同发起设立了北京ESG研究院。北京ESG研究院作为财政部可持续披露准则咨询专家组、国际标准化组织机构治理技术委员会ESG与气候变化特设专家组（ISO/TC309/AHG6）、国际标准化组织环境社会治理协调委员会（ISO/ESG CC）、ISO IWA 48《实施环境社会 and 治理（ESG）原则框架》专家单位成员，旨在成为国内一流、世界领先的具有中国特色的ESG国家级智库。

目 录

CONTENTS

01

绪论

研究背景与问题提出	01
研究内容与意义	03
研究方法	04
创新点与研究不足	05

02

文献综述

企业ESG评级的相关研究	06
ESG评级与企业股票表现的机制研究	07
机器学习的随机森林和LASSO算法	08

03

发展现状

ESG投资的发展现状	10
ESG投资在股票市场发展实务	13

04

研究假说与研究设计

研究假说	14
计量模型与变量说明	16
样本选择和数据来源	19

05

实证分析

基础回归分析	23
机制检验	25
内生性检验	29
稳健性检验	30
异质性检验	33

06

结论与政策建议

结论	36
研究建议	37



绪论

研究背景与问题提出

习近平总书记强调,“必须加快构建中国特色现代金融体系”。中国特色现代金融体系内涵包括科学稳健的金融调控体系、结构合理的金融市场体系、分工协作的金融机构体系、完备有效的金融监管体系、多样化专业性的金融产品和服务体系、自主可控安全高效的金融基础设施体系^[9]。其中,加快资本市场发展已成为社会主义强国及金融强国建设的一个突破口和一项枢纽工程。党的二十大报告明确提出“健全资本市场功能,提高直接融资比重”的战略要求,将资本市场改革置于现代化经济体系建设的关键位置。

这一战略定位赋予资本市场双重使命:一方面,股票市场是实体经济运行的“晴雨表”,准确反映实体经济运行质量,并通过价格信号引导资本向高效率领域流动,在宏观经济层面发挥着资源配置的功能。这些功能的实现有赖于市场的平稳运行。Ang (et al. 2006) 认为股价的频繁波动将会降低股票回报的可预测性,进而使其资源配置能力降低。另一方面,资本市场承担着服务实体经济的“造血功能”,通过风险定价机制为企业的科技创新、扩大生产持续输送发展动能。如果市场中股票价格波动性较高,会相应提高企业的资本成本 (Froot et al., 1992)^[34]。考虑员工股票激励因素,则会降低基于股票价格的薪酬激励效果,不利于企业管理 (Baiman and Verrecchia, 1995)^[22]。在股东方面,较高的价格波动性如股价突然下跌,也可能导致股东集体诉讼增加 (Grundfest and Perino, 1997)。中国特色金融体系的建设需要资本市场发挥“晴雨表”与“造血机”的双重功能。建设强大的中国特色金融之路,既要充分发挥资本市场在资源配置和服务实体经济中的重要作用,又要有效应对市场波动带来的风险挑战。因此,建设平稳运行、良性发展的股票市场对于推动我国经济高质量发展有着重要意义。

股票市场表现的测度指标中,最大回撤 (Maximum Drawdown) 相较于波动率、贝塔系数、夏普比率等传统指标具有鲜明优势。最大回撤能够衡量资产价格在一定时间内从峰值到谷底的最大跌幅,从而动态捕捉极端市场条件下的尾部风险,反映投资者在下跌过程中的实际承受损失。例如,在2020年新冠疫情期间,沪深300指数最大回撤达23.4%,而同期波动率仅上升18.7%,这表明在系统性风险事件(如疫情或政策冲击)中,波动率可能低估下行风险,而最大回撤通过识别连续下跌过程,更精准刻画风险暴露的持续性与严重性。综上所述,股票回撤是衡量股票市场稳定性的重要参考之一,具有较强的现实意义。

近年来,气候、健康、安全、劳资关系等社会问题在全球范围内越演愈烈,这敦促各利益相关者需要加大对可持续发展的重视程度,启示着投资者与企业从过往的“利润最大化”、“股东价值最大化”目标转向到兼顾各利益相关者的发展模式。环境、社会和治理(ESG)投资理念在全球资本市场迅速兴起。ESG理念最早可追溯至16世纪宗教伦理投资,其现代形态的形成始于2004年联合国《Who Cares Wins》报告的系统阐述。其内涵包括环境、社会、治理三大支柱,环境维度(E)聚焦碳排放、资源利用效率及生态保护实践;社会维度(S)涵盖员工权益、供应链管理及社区关系;治理维度(G)则涉及董事会结构、内部控制及合规性管理。在投资领域,ESG投资发展迅速。截至2023年,全球ESG资产管理规模已突破35万亿美元,占全球资产管理总量的三分之一(Global Sustainable Investment Alliance, 2023)。上海华证指数信息服务有限公司发布的《中国ESG基金发展报告》显示,近年来,我国ESG基金的数量和规模大幅增长。ESG基金数量从2020年底的44只增加到2023年底的162只,年复合增长率为54.4%;ESG基金规模从2020年底的594.9亿元增加到2023年底的942.6亿元,年复合增长率为16.6%。

除了投资领域实践,各国监管方面也对ESG高度重视。对于ESG监管条例的修订,欧美国家处于领先地位。欧盟2022年发布的《企业可持续发展报告指令》,在政策层面确认了上市公司报告可持续发展信息的必要性。同年,美国证券交易委员会(SEC)发布披露气候变化相关信息的规则变更草案,要求美国上市公司进行ESG信息的强制性披露。2022年香港交易所将上市公司的ESG信息披露从原先的非强制性升级为强制性披露^[15]。与之相对,中国的ESG发展起步较晚,但发展迅速,且呈现较为鲜明的政策驱动特征。2018年,中国证监会发布的《上市公司治理准则》增加了利益相关者、环境保护与社会责任章节。2022年4月15日,中国证监会首次将ESG纳入投资者关系指引中^[13],意味着ESG相关理念与资本市场建设目标一致。2024年2月8日,上交所、深交所、北交所三大交易所同时发布《上市公司自律监管指引——可持续发展报告(试行)(征求意见稿)》,明确纳入上证180指数、科创50指数、深证100指数、创业板指数的沪深上市公司应当披露《可持续发展报告》,并鼓励其他上市公司自愿披露。自此中国ESG监管条例进入强制披露时代。

国内外的共同趋势背后,既有投资者和监管方对可持续发展的价值认同,也隐含着对ESG降低投资风险的期待。然而,ESG实践的效果始终存在争议:一方面,Meta、特斯拉等企业因ESG争议遭遇股价剧烈波动;另一方面,中国A股市场中部分ESG评级较低的企业却表现出较强的抗跌性。这种理论与现实的矛盾,暴露出传统ESG研究范式的局限性——多数文献较多关注收益率波动(如标准差、夏普比率),却一定程度上忽视了投资者实际持有体验中的关键风险指标:股价回

撤 (Maximum Drawdown)。回撤直接反映投资者面临的极端损失风险,其非对称性和不可逆性对投资决策的影响远高于普通波动^[29]。在此背景下,厘清ESG表现对股价回撤的作用机制,不仅是当前学术研究的补充方向,也是机构投资者优化风险管理、监管部门防范“漂绿”行为的现实需求。本研究选取最大回撤为研究对象,探讨了企业ESG评级对股票市场表现的影响。研究结果为建设平稳运行、良性发展的资本市场提供一定的现实参考和政策启示,进一步提高金融服务实体经济能力。

研究内容与意义

研究内容

本研究以中国A股上市公司为研究对象,系统探究企业ESG评级对股票市场风险(以季度最大回撤为核心指标)的影响及其可能作用机制。全文共分为五章:第一章为绪论,阐明研究背景,并梳理ESG评级、中国ESG实践等重点概念;第二章为文献综述,梳理学术界关于ESG评级对企业经营、股票表现的效应及其影响机制的既有研究,并对本文所用机器学习方法进行简要对比和介绍;第三章为研究假说与研究设计,分别阐明本研究三大核心假说,并依据假说搭建实证模型。另就数据处理方法和结果进行简单汇报;第四章为实证分析,涵盖基础回归、异质性检验(产权性质与现金流约束)、机制检验及稳健性检验;第五章总结研究结论,并根据研究结论提出对ESG投资发展、企业ESG实践与ESG监管政策的启示。

研究意义

现有文献对ESG与资本市场表现的研究多聚焦于收益率或长期价值创造(如Fama, 2021)^[31],而鲜少关注其对极端风险的抑制作用。本文将最大回撤(Maximum Drawdown)引入ESG分析框架,揭示了ESG评级在尾部风险管理中的独特价值。最大回撤作为衡量资产下行风险的动态指标,能够捕捉股价在极端市场条件下的脆弱性,在资产选择和风险管理中存在广泛的应用^[37]。通过理论建模与实证检验,本文发现高ESG企业通过吸引长期机构投资者(如ESG基金持仓)和改善市场信息不对称性双重路径降低回撤风险,这一发现为资产定价理论中非财务信息定价机制的研究提供了新视角。

进一步地,在投资管理领域,本文的实证结果表明,ESG评级显著提高了ESG基金持有的可能性。这一发现为机构投资者优化ESG资产配置策略提供了直接依据。例如,资产管理机构可以

基于ESG评级构建“高ESG”投资策略,并开发面向风险厌恶型投资者的相关产品。对于企业而言,本研究揭示了企业ESG实践在对股票风险影响的显著异质性:国有企业因政策资源支持,其ESG实践更易获得市场认可(如绿色信贷倾斜等),而低现金流企业则更能够通过ESG投入提高股票市场表现,这为企业积极实行ESG实践以进行市值管理提供了决策依据。在政策层面,监管部门可以据此探索“政府-市场-社会”协同治理模式,例如通过税收优惠激励上市公司主动披露ESG实践,或要求ESG评级机构建立与上市公司的长效沟通机制。从而达成稳定资本市场的目标,助力金融服务实体经济高质量发展。

总结来说,本研究具有重要的理论价值和实践指导意义。在理论方面,本研究论证了企业ESG评级在市场下跌风险情境下的回撤抑制作用,丰富了现有文献在该研究领域的内容。在实践方面,本研究为多元市场主体提供了决策依据:对于投资者而言,ESG因子在尾部风险管理中具有显著的实用价值,能够有效抑制股票最大回撤。对于监管层而言,强制ESG披露政策能够降低股价大幅回撤,提高市场整体稳定性,为完善ESG信息披露机制提供实证支持。对于企业而言,研究结果表明,ESG实践能够降低股票回撤,有助于实现市值管理和市值稳定的目标,吸引长期投资者并提升持有体验。本文的研究发现与中国特色现代金融体系建设目标深度契合。有效助力资本市场“晴雨表”与“造血机”功能的协同实现。

研究方法

文献综述法

本研究通过收集、整理大量国内外有关企业ESG评级与企业经营表现、股票市场表现相关的文献资料,梳理学界对此领域的研究脉络和研究方法,从而确定ESG评级与股票市场表现影响研究中,股票回撤作为研究对象的聚焦价值与理论支撑,为后文实证研究打下理论基础,确定了模型的基本结构。

实证分析法

本研究使用2009-2023年华证ESG评级季度数据及WindAPI提取的企业经营与股票表现数据进行实证回归。其中最大回撤为被解释变量,企业ESG评级作为核心解释变量,其余财务、非财务、宏观变量作为控制变量。模型方面,本研究采用了双向固定效应模型进行基础回归,并在机制检验等部分,根据样本情况选择了Probit模型、随机效应模型等形式,并做了较多的稳健性检验

和内生性检验增强结果的可靠性, 以及进行异质性分析丰富本研究的研究内容。

创新点与研究不足

创新点

本研究的创新之处在于以下几个方面。第一, 现有ESG与股票市场研究往往着眼于股票波动率的影响, 而最大回撤作为衡量投资组合极端风险的关键参数, 更能直观反映投资者实际面临的尾部风险。本研究将最大回撤这一投资实务中更具有投资决策影响力的指标作为研究对象, 丰富了企业ESG对下跌风险下对抑制回撤的作用研究。第二, 在异质性分析中, 创新构建现金流约束条件下的分组回归, 从而证实了消耗企业资源的ESG实践, 能够起到较强的股价稳定作用。第三, 在回归处理上, 采取机器学习方法中的Lasso回归、随机森林模型等, 较好地补充了传统模型对非线性关系的发掘的不足。

研究不足与展望

第一, 由于非上市公司数据获取困难, 且北交所的ESG评级建设尚不健全, 因此本研究着眼于沪深两市的上市公司, 在样本选择上并未涵盖全部情况。

第二, 受限于数据可得性, 本研究使用的ESG相关数据来自华证数据库, 而当前我国ESG评级行业存在多家评级机构, 各大机构的评级方式和指标构建均有一定的不同, 因此本文采取一家机构的数据可能存在潜在的稳健性问题。

第三, 本文的研究局限于中国资本市场, 其研究结论可能收到特定的市场环境和经济环境影响, 这将导致本文的结论不一定能套用到其他国家或地区的市场中。

第四, 本文在中介效应检验时, 只考虑了长期投资者偏好和信息效应两条渠道, 现有研究表明, 企业ESG实践对股票市场表现的影响可能是多方面的, 因此, 未来研究或可以本文为基础, 结合其他路径进一步探讨企业ESG实践对股票市场表现的影响机制。

文献综述

企业ESG评级的相关研究

企业ESG表现对企业经营的影响

ESG理念在企业发展战略与运营管理的逐步深化经历了较长的过程,在学术界,关于ESG实践对企业经营的影响也已经被讨论了30多年(Tarmuji et al., 2016)^[41]。部分新古典经济学学者认为,企业应该以利润最大化为目标,而ESG实践将消耗企业的资源,进而挤占用于生产经营活动的资源(Fredman, 1979),从而对经营产生负面影响。后世有实证结果支持这一观点,Cheng, B. et al在2014年的一项研究中指出,在制度不完善的新兴市场,ESG实践可能因高合规成本挤占企业流动性资源,加剧融资约束。^[27]此外,由于企业ESG存在强外部性,进一步考虑到管理者的自利行为,企业ESG表现与企业绩效呈现负相关或无关(Duque-Grisales et al., 2021)^[30]。后世学者普遍反对这一观点,认为ESG实践将显著降低企业经营风险。利益相关者理论强调,ESG信息披露能够增强企业的透明度,并有助于树立良好的企业社会形象,加强利益相关方关系。企业ESG实践通过平衡多方诉求构建企业“社会合法性”,进而降低外部冲击引发的股价波动。根据Freeman (1984)的经典框架,企业需协调股东、员工、政府及社区等多元主体的利益冲突。高ESG评级企业通过污染治理(满足政府监管)、保障供应链公平(响应社会舆论)、完善董事会多元化(符合机构投资者要求)等举措,系统性减少来自利益相关者的风险敞口。因此,企业ESG表现与企业绩效之间的关系可能呈现出正相关性(Fatemi et al., 2015)^[32]。在此基础上,国内部分研究进一步细化企业ESG表现对企业经营的影响。李井林等(2021)^[4]研究发现,企业ESG表现显著提升企业绩效与企业创新,其中企业创新在这一过程中发挥着中介效应。王双进等(2022)^[10]进一步针对ESG评级与财务绩效的非线性关系,以工业企业为样本进行了理论探索与实证研究,研究表明,工业企业ESG评级对财务绩效的影响呈现U型关系,存在非线性特征。

ESG评级与企业股票表现的研究

对于企业ESG实践在企业价值创造的功能,学术界未形成确定性的讨论结果。在肯定意见的观点中,研究者从财务、非财务两个方面研究企业ESG实践与企业价值。财务维度方面,ESG实践对提升企业价值的方面主要体现在通过ESG实践降低经营成本与融资成本。Giese通过DCF模型的标准折现现金流模型中的现金流渠道、特殊风险渠道和估值渠道等三个方面,研究了ESG表现与短期财务绩效的关系,实证发现二者呈现显著正相关关系^[35]。Dorfleitner将企业承担社会责任

的活动与ESG的三个维度匹配分析,研究发现企业ESG表现与股票收益的关系呈现正相关性,ESG表现良好的企业股票在中长期的投资收益显著高于其他公司^[28]。邱牧远等在中国生态文明建设背景下研究了企业ESG表现与融资成本的关系,研究结果表明ESG表现不仅能够降低企业融资成本,还会提高其市场估值,其中环境和公司治理因素对企业融资成本的影响更为显著^[6]。郑培等(2020)将时间滞后性纳入考虑,实证发现企业社会责任与短期绩效呈现正相关性^[16]。在非财务维度,积极的ESG实践被认为能创造企业的社会声誉,进而创造其商业价值。Wong和Zhang研究发现,投资者会将企业的声誉视为无形资产,而企业负面的ESG表现会影响其社会声誉,从而对企业价值产生负面影响^[43]。与此相对,如果企业积极地进行ESG实践,则可以增强应对负面事件策略的有效性,使得企业韧性得到提升^[19]。另有研究者从消费者角度出发(Flammer, 2015),认为企业ESG实践将提高社会公众认可,从而降低消费者的价格敏感性,有助于品牌效应的实现,并最终创造竞争优势与企业价值^[33]。国内研究中,黄金波等认为企业履行社会责任能够增加媒体报道数量,这样的结果有利于抑制企业股票崩盘风险^[2]。席龙胜和王岩认为,在“信息效应”下,ESG信息披露缓解股价崩盘风险^[11]。两者通过非财务的信息因素,有助于企业价值稳定。

ESG评级与企业股票表现的机制研究

随着ESG的发展,企业ESG实践对企业经营理念和投资理念的影响越发深入。在资本市场,企业ESG也对股票市场定价产生影响。Pedersen等(2021)认为ESG通过提供公司基本面信息与影响投资者偏好影响市场定价效率,并构建了经ESG调整的资本资产定价模型^[38]。研究指出,ESG评分不仅通过信息效应补充公司基本面信息,还通过影响投资者需求进而改变市场均衡。以下分信息渠道、投资者偏好两个方面探讨ESG评级影响股票市场表现的机制。

信息渠道方面,最早由Ross(1989)提出,信息是资本市场定价与价格波动性的关键因素。信息不对称理论指出,市场中各方对信息的掌握程度不同,往往形成卖方比买方占据更有利地位的局面,使得买方因承担更多风险而出价降低,最终形成著名的“柠檬市场”问题。在资本市场中,信息不对称将加剧投资者收益的不确定性(Li et al., 2021),而体现公司基本面的有效信息将降低波动性(Chronopoulos et al., 2018)。在我国,由于资本市场发展相对不成熟,资本市场存在相对较为严重的信息不对称(Chan et al., 2008)。这导致在我国股票市场中发生异常波动的可能性更高(戴园晨, 2001;赵涛和郑祖玄, 2002)^[1, 14]。因此,通过增加信息披露,缓解信息不对称性成为稳定我国股市的重要方面。企业ESG表现通过提供标准化、可量化的非财务信息,向投资者传递了

企业未来可持续发展能力,减少信息不对称性,并以此减少股票表现的波动并削弱市场对负面事件的过度反应。国内外研究者就企业ESG表现的信息披露作用展开多方面的研究。国外研究方面,Amel-Zadeh和Serafeim (2018)发现,投资者使用ESG披露信息的主要原因是了解与投资绩效相关的企业因素^[20]。另有研究表明,企业的较好的ESG表现传递了关于企业经营与生产质量的正向信息,对投资者而言形成了积极的信号 (Kitzmueller and Shimshack, 2012)^[36],还能约束管理层,向股票投资者提供更加优质、可靠的财务信息。国内研究方面,宋献中等 (2017)研究发现,企业的企业社会责任报告可以发挥信息效应,即向相关者传递有用信息,缓解信息不对称性^[7]。钟马和徐光华 (2017)认为,企业被强制要求披露社会责任信息后,其投资效率因信息不对称缓解得到显著提升^[17]。闫华红等 (2019)进一步指出环境信息披露能够正向影响企业的市场价值,其中,所有权属性为国企会显著削弱环境责任表现对其企业市场价值的正向影响作用^[12]。

投资者偏好方面,风险偏好较高的散户使得市场波动增大 (Brandt et al., 2010),在机构投资者内部,相比于短期型机构投资者,长期型机构投资者因大量、长期持有,可以降低股票市场的波动率 (Brian et al., 2000)。刘京军和徐浩萍 (2012)的研究同样佐证了这一点^[5],即长期投资者对稳定市场具有一定的作用。在此基础上,另有学者研究了ESG评级与长期投资者持有的关系。如Starks et al. (2017)发现,长期机构投资者往往更偏好ESG评级优秀的公司。国内方面,邱牧远和殷红指出,在中国生态文明建设背景下,投资人的偏好作用可能导致企业融资成本的降低,但在原文中并未对这一结果进行实证分析^[6]。周方召等 (2020)以中国A股为样本,实证发现企业ESG表现与其股票机构投资者的持股比例呈现正相关关系。在机构投资者内部进一步划分,发现ESG表现与独立型和长期稳定型机构投资者持股比例正相关,据此,其认为机构投资者存在ESG投资偏好^[18]。综上所述,企业可能通过优秀的ESG评级表现吸引长期投资者,进而稳定股票价格,即ESG评级到良好股票表现的传导过程中,长期投资者的“青睐”可能起到了关键作用。

机器学习的随机森林和Lasso算法

随着ESG (环境、社会、治理) 投资理念的兴起,探究ESG评级与股票市场表现的关联性成为金融研究的热点问题。此类研究常面临高维数据 (如多维度ESG指标、财务变量、宏观经济因子) 和非线性关系的双重挑战。在此背景下,Lasso算法与随机森林因其在特征选择和非线性建模上的互补优势,被广泛应用于金融实证分析。Tibshirani (1996)提出的Lasso算法通过L1正则化实现高维数据的稀疏线性建模,其核心思想是在最小二乘目标函数中加入项,既能压缩冗余变量系

数至零,又能缓解多重共线性问题^[42]。后续改进包括Zou和Hastie (2005)的弹性网络(结合L1/L2正则化)与Zou (2006)的自适应Lasso^[44, 45],这些方法在金融领域被用于因子筛选,例如Bang et al. (2024)使用Lasso方法从160个风险因子指标中提取出关键指标,用以解释预期股票收益的横截面差异^[24]。

与Lasso的线性范式不同,Breiman (2001)发展的随机森林通过Bootstrap聚合(Bagging)和随机子空间法构建决策树集成,其双重随机性机制显著降低了模型方差^[25]。该方法尤其擅长捕捉变量间的复杂交互效应,例如Shakil等(2025)利用随机森林方法提取关键风险因子,使得ESG评级有效识别了公司层面的系统性风险^[39]。随机森林的变量重要性评估(Permutation Importance)功能(Strobl et al., 2008)也为ESG指标筛选提供了新工具,例如通过扰动碳排放指标的输入值可量化其对股价预测的贡献度^[40]。

两类方法在方法论上存在一定差异:Lasso假设因变量与核心解释变量间存在全局线性关系,并通过硬稀疏性(Hard Sparsity)显式剔除冗余变量,而随机森林采用非参数化框架捕捉局部非线性模式。在多重共线性处理方面,Lasso对高度相关的ESG指标(如碳排放与能源效率)可能产生随机选择问题,而随机森林因决策树的路径分割特性对冗余特征更具容忍度。

综上,本文对企业环境、社会及治理(ESG)绩效与企业经营表现、企业股票市场表现之间的关系进行了系统性的梳理。首先,从企业经营的角度出发,现有研究揭示了ESG实践对企业经营的正向影响,即ESG实践能够通过风险缓释、创新激励等多种路径提升企业的可持续经营能力,提升企业价值。其次,在ESG与股票市场表现的关系方面,本研究整理发现学术界普遍认为ESG实践能够显著改善企业股票表现,其中改善信息不对称性和吸引长期投资者是实现上述功能的重要影响机制。最后,在方法论层面,本文整理了Lasso算法与随机森林方法在复杂金融建模中的应用,以及两种方法在不同应用情景下的有效性,为后文选取此类做法提供了决策依据。

本研究在上述领域做出以下补充:首先,针对中国作为新兴市场国家其资本市场散户群体较多的特性,选取投资者更加关注的尾部风险指标最大回撤作为主要研究对象,改良了传统上以波动率为主要研究对象的方法,一定程度上补充了该领域研究内容;其次,系统检验ESG评级对股票波动性的差异化影响,特别关注现金流属性和所有权属性的异质性影响;最后,结合前沿机器学习方法,构建多个模型,增强模型解释力水平。

发展现状

ESG投资的发展现状

全球范围内ESG投资规模发展迅速

全球ESG投资市场近年来呈现爆发式增长态势。根据全球可持续投资联盟 (GSIA, 2023) 最新统计,截至2023年底,全球ESG资产管理规模已突破35万亿美元,占全球资产管理总量的三分之一,较2018年的30.7万亿美元增长约14%。从地区分布看,欧洲依然是ESG投资最成熟的市场,占全球ESG资产的49%;北美地区紧随其后,占比约33%;亚太地区(包括日本)尽管起步较晚,但增长迅猛,目前占比达到14%,较2018年的6.8%几乎翻了一倍(Bloomberg Intelligence, 2023)。

中国作为新兴市场代表,ESG投资呈现快速发展态势。上海华证指数信息服务有限公司发布的《中国ESG基金发展报告》显示,我国ESG基金的数量和规模大幅增长。从数量上看,ESG基金从2020年底的44只增加到2023年底的162只,年复合增长率高达54.4%;从规模上看,ESG基金规模从2020年底的594.9亿元增加到2023年底的942.6亿元,年复合增长率达16.6%。特别是2022年至2023年间,中国ESG主题ETF数量从11只增长至37只,资产规模从98亿元增至362亿元,增长尤为迅猛(Wind数据库, 2024)。

从投资表现看,ESG主题基金与传统基金的对比呈现出差异化特征。晨星(Morningstar, 2023)的研究表明,2018-2023年期间,全球范围内约64%的可持续发展基金表现优于同类非ESG基金,特别是在市场下行周期中,ESG基金展现出更强的防御性。在中国市场,Wind数据显示,2023年A股ESG基金平均收益率为8.27%,同期沪深300指数收益率为-3.26%,超额收益明显。然而,MSCI(2023)报告也指出,ESG投资优势在不同市场和时期存在波动,短期内ESG溢价有时会受到市场风格和宏观环境的显著影响。

值得注意的是,ESG投资理念在不同市场的渗透程度存在明显差异。在欧洲,约81%的机构投资者将ESG视为投资决策的核心要素(Eurosif, 2023);而在美国,这一比例为71%(US SIF, 2023);相比之下,亚洲市场包括中国的机构投资者中,这一比例约为54%(AIGCC, 2023)。这一差异反映了不同市场ESG发展阶段和监管环境的不同。

ESG评级体系发展变化

当前全球ESG评级市场呈现百花齐放却又标准不一的特点。国际主流ESG评级机构如MSCI、Sustainalytics、S&P Global、FTSE Russell等已形成各自独特的评价体系。其中，MSCI采用“行业重要性”框架，针对每个行业选择8-10个最具实质性的ESG议题进行评估，形成AAA至CCC的七级评级；Sustainalytics则聚焦ESG风险敞口和管理水平的匹配度，生成0-100的风险评分；FTSE Russell采用300多个指标构建的三层评价架构，形成0-5分的评分体系。Berg等(2022)对七大国际评级机构的研究发现，不同机构对同一企业的ESG评级相关性仅为0.54，远低于传统信用评级机构间0.99的一致性，反映了ESG评级标准化程度较低的状况。

中国ESG评级行业发展迅速但同样面临分散化挑战。目前市场上活跃的本土ESG评级机构包括华证指数、商道融绿、睿富财经、中证ESG、万得ESG等。华证指数采用动态赋权模型，将ESG三大维度解构为12个二级指标与47个三级指标，并针对不同行业设置特定权重，形成1-9级的综合评级；商道融绿则更加侧重环境与气候风险评估，特别关注企业的碳排放和气候适应能力；而万得ESG则采用与国际指标接轨的350个具体指标，形成A+至D的六级评级。孙俊秀等(2024)通过对国内八家ESG评级商的科学性、可靠性、透明性、相关性和预测性五个维度的再评估发现，这些评级商对同一企业的ESG评价存在显著差异，这对投资者决策造成了一定干扰。

各评级体系在指标构建与权重设置上存在明显差异。在环境维度，欧美评级机构普遍强调碳排放、资源利用和气候变化风险，而亚洲评级机构则更加关注污染防治和环境合规；在社会维度，欧美机构更注重人权、多元化与包容性，亚洲机构则侧重员工保障和社区关系；在治理维度，欧美机构强调董事会独立性和股东权益，而亚洲机构则更关注所有权结构和关联交易。这些差异部分反映了区域文化和监管环境的不同(Wong et al., 2021)。

为应对标准化挑战，国际组织和监管机构正在推动ESG评级的协调统一。国际证监会组织(IOSCO)于2023年发布《ESG评级和数据产品提供商监管建议》，首次提出全球统一的ESG评级监管框架；可持续会计准则委员会(SASB)通过行业特定的重要性地图，为77个行业制定了可比的ESG信息披露标准；国际财务报告准则基金会(IFRS)下设的国际可持续发展标准委员会(ISSB)于2023年发布首批全球可持续发展披露标准，旨在建立“可持续发展报告的全球基准”。这些努力预示着ESG评级标准化进程正在加速，但短期内评级分歧可能仍将持续(IOSCO, 2023)。

ESG信息披露与监管框架演进

全球ESG监管框架呈现从自愿披露向强制披露转变的明显趋势。欧盟作为全球ESG监管的先行者,已构建了系统性的监管体系。2022年3月,欧盟委员会发布《企业可持续发展报告指令》(CSRD),将强制ESG披露范围从原先的11,000家大型上市公司扩展至近50,000家企业,覆盖所有大型企业和上市中小企业,并要求按照"双重重要性"原则进行全面披露。同年,欧盟可持续金融披露条例(SFDR)全面实施,要求金融市场参与者披露其投资的可持续性风险和不利影响(European Commission, 2023)。

美国市场ESG监管框架更强调投资者保护视角。2022年3月,美国证券交易委员会(SEC)发布气候相关信息披露规则变更草案,要求上市公司披露范围1、2的碳排放量,部分企业还需披露范围3排放和气候风险管理策略。尽管该规则在实施过程中面临一定争议和推迟,但反映了美国监管机构对ESG信息透明度的日益重视。同时,2023年美国劳工部修订ERISA法规指引,明确养老金受托人可将ESG因素纳入投资决策,从法律层面为ESG投资消除障碍(SEC, 2023)。

亚太地区ESG监管框架呈现差异化发展。香港交易所于2022年将上市公司的ESG信息披露从原先的非强制性升级为强制性披露,并特别强化了气候变化相关风险的报告要求;新加坡交易所自2022年起要求所有上市公司按照"不遵守就解释"原则披露气候相关财务信息,并计划2025年全面实施强制性气候报告;日本金融厅则通过修订《公司治理准则》,要求东京证券交易所主板上市公司提升ESG信息披露质量(HKEX, 2023)。

中国ESG信息披露监管框架呈现鲜明的政策驱动特征,并在近年加速完善。2018年,中国证监会发布的《上市公司治理准则》首次在监管文件中增加了利益相关者、环境保护与社会责任专章,明确提出上市公司应当积极承担社会责任。2022年4月15日,中国证监会首次将ESG纳入投资者关系指引中,标志着ESG理念与资本市场建设目标的协同融合。2024年2月8日,中国资本市场ESG监管进入里程碑阶段,上交所、深交所、北交所三大交易所同时发布《上市公司自律监管指引——可持续发展报告(试行)(征求意见稿)》,明确纳入上证180指数、科创50指数、深证100指数、创业板指数的沪深上市公司应当披露《可持续发展报告》,并鼓励其他上市公司自愿披露。这标志着中国ESG监管条例正式进入强制披露时代(中国证监会, 2024)。

ESG投资在股票市场发展实务

机构投资者ESG整合策略经历了从简单筛选到全面整合的演变过程。早期ESG投资主要采用负面筛选策略,如排除烟草、赌博等争议行业;随后发展出积极筛选和同类最佳法等更为复杂的策略;而现阶段主流机构投资者已将ESG因素作为投资全过程的核心要素,实现更为深度的整合。贝莱德(BlackRock) 2023年投资者调查显示,全球机构投资者中采用全面ESG整合策略的比例从2018年的36%上升至2023年的74%,反映了ESG投资策略的成熟化趋势。特别是气候变化风险已成为机构投资者的重点关注领域,89%的机构投资者计划在2025年前将气候风险纳入其投资组合构建过程(BlackRock, 2023)。

在中国市场,除前文所述的ESG评级对股票市场的实证研究之外,国内机构投资者也在用投资实务支持ESG投资理念的进一步发展。根据前瞻产业研究院2024年的调查显示,31%的受调研机构认为ESG产品风险较低或显著较低,比2023年提升了6个百分点,反映出市场对ESG风险管理价值认可度的稳步提升。特别是保险资金、社保基金等长期资金更加注重ESG因素在风险评估中的应用,已将ESG风险评估纳入投资尽职调查流程。

在风险管理机制层面,中国市场也在积极探索ESG风险评价与预警的创新模式。一方面,评级机构开始引入高频ESG数据监测,通过大数据和人工智能技术捕捉企业ESG风险事件,为投资者提供实时风险预警。另一方面,资产管理机构开始构建ESG压力测试模型,评估投资组合在极端气候事件、社会风险爆发或治理危机等情景下的潜在损失。展望未来,中国ESG投资在风险管理层面将呈现四大趋势:首先,随着气候相关财务信息披露工作组(TCFD)和自然相关财务信息披露工作组(TNFD)框架在中国的推广,气候和自然风险将更系统地纳入ESG风险管理体系;其次,ESG风险评估将从静态评价向动态监测转变,实时捕捉风险变化;第三,ESG风险因子将与传统风险模型深度融合,形成更全面的风险评估框架;最后,随着监管要求的提高和投资者意识的增强,ESG风险管理将从自愿性逐步向强制性过渡。

研究假说与研究设计

研究假说

利益相关者理论和ESG风险缓冲作用

基于Freeman (1984) 提出的利益相关者理论框架, 现代企业作为社会网络中的核心节点, 其价值创造过程已突破传统股东价值最大化的单一维度, 演变为多维度的价值共生系统。利益相关者理论强调, 企业的可持续发展依赖于对股东、员工、社区及环境等多元主体诉求的平衡。在此范式下, ESG评级实质上构成了企业协调利益相关者诉求的制度化机制和生态体系。高ESG评级企业通过系统性的环境保护措施、社会责任履行及治理结构优化, 构建起广泛的利益联盟网络。这种网络不仅能够抵御外部冲击引发的经营风险, 更通过增强利益相关方的信任黏性, 形成市场危机时期的“声誉护城河”, 从而缓解资本市场的波动, 抑制最大回撤。例如环境监管趋严时, 预先建立的污染防控体系可避免突发性合规成本。在资本市场方面, 当股价面临下行压力时, 稳定的供应商关系、政府政策支持及社区舆论认同将有效缓解恐慌性抛售, 为股价提供缓冲空间。

由此提出假说H1: 企业高ESG评级对股票市场表现具有正向影响, 能够显著降低股价季度最大回撤。

长期机构投资者偏好是ESG评级向良好股票表现的传导机制

相较于散户投资者, 机构投资者具备显著的专业化特征: 其投研团队通过构建多层次的ESG分析模型, 能够识别企业ESG实践与长期风险抵御能力的内在关联。此类非财务信息的深度解析能力, 使机构投资者能够形成超越市场共识的价值判断, 进而通过持仓结构调整引导资本向高质量标的集聚。当长期机构投资者对ESG表现良好标的增持行为有以下好处: 其一, 低换手率的投资策略天然抑制了股价的过度波动, 形成“流动性锚定”效应; 其二, 机构持仓比例上升会吸引卖方分析师的跟踪覆盖, 推动市场信息环境向更充分、更对称的方向演进; 其三, 养老基金、主权财富基金等长期资本的驻留, 本质上构建了对抗市场非理性波动的“长期资本池”。基于此, 本研究假说ESG评级通过吸引长期机构投资者持股的传导路径, 增强股票价格稳定性。特别是在极端市场压力情境下, 此类投资者的逆周期持仓决策能够有效阻断恐慌情绪的链式传导, 防止股价脱离基本面的负向螺旋。

基于此, 提出假说H2: ESG评级通过吸引长期机构投资者持股的传导路径, 增强股票价格稳定性。

降低信息不对称性是ESG评级向良好股票市场表现的传导机制

信息不对称理论揭示了资本市场的核心矛盾：企业内在价值与外部投资者认知之间存在系统性偏差。在此框架下，ESG实践作为一套结构化、可追溯的非财务信息披露体系，本质上构成企业向市场传递可持续发展承诺的信号机制。相较于短期财务指标，ESG信息为投资者提供了穿透财务报表的立体、多元分析维度。这种信号传递不仅降低了市场参与者的信息成本，更通过标准化披露框架（如GRI标准）建立起跨企业的可比性，从而缓解因信息不对称性导致的逆向选择问题。

基于Amihud (2002) 的非流动性理论框架^[21]，资产价格波动本质上是市场信息不完全性与交易摩擦共同作用的结果。因此企业的ESG实践对资本市场的稳定作用，核心在于其构建的系统性信息披露机制能够有效破解信息不对称困境，从而降低资产价格波动。一是信息披露的标准化。主流ESG评级体系（如GRI、SASB）通过建立统一的非财务信息披露标准，将环境风险、社会责任履行及治理效能等抽象概念转化为可量化的指标体系。这为投资者提供了跨行业、跨周期可比的价值评估标尺，大幅降低了信息解码的复杂性，减少决策偏差。二是信息披露的定期化。企业通过季度ESG进展报告、年度社会责任白皮书等制度化披露渠道，持续向市场注入高频非财务信息流。这种动态信息披露机制具有双重优化效应：其一，定期更新的ESG数据使投资者能够追踪企业可持续发展能力的边际变化，避免因信息滞后导致的定价偏离；其二，披露频率的制度化约束增强了企业行为的可预见性，例如环境管理目标的逐年分解与验证，实质上向市场传递了战略执行的可信承诺。ESG实践通过结构化信息披露与资本主体行为重塑，形成独特的流动性优化机制。当信息不对称性随着披露质量的提升而系统性降低时，投资者认知分歧引发的非理性交易行为（如恐慌性抛售或过度投机）将显著收敛，市场流动性的改善构成抑制股价极端回撤的基础与保证。

因此建立假说H3：ESG评级通过缓解信息不对称性降低非流动性风险，进而抑制股价极端回撤。

计量模型与变量说明

模型设定

本文通过豪斯曼检验,选择构建双向固定效应面板回归模型,控制企业个体异质性与时间趋势干扰。模型设定如下:

$$Drawdown_{it} = \alpha + \beta ESG_{it-1} + \gamma X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

其中, $Drawdown_{it}$ 是股票季度最大回撤, ESG_{it} 是华证ESG评级(1-9级), X_{it} 为控制变量集合。 μ_i 和 λ_t 分别表示企业个体固定效应与时间固定效应。

对于机制检验部分,参照江艇(2022)的做法^[3],使用两步法进行机制检验,其中基础回归充当了“第一步”。江艇认为相较于Baron & Kenny(1986)的经典三步法中要求主效应系数在加入中介变量后显著下降的传统做法,两步法具有更强的理论适配性。这是因为在现实经济系统中,核心解释变量可能通过多个平行机制渠道同时作用,简单要求主效应系数衰减反而可能导致“伪中介”误判。本研究参考此种“两步法做法”,对机制检验进行如下设计:

对于假说2,为了研究企业ESG评级通过吸引长期投资者持股抑制回撤的机制,使用两步法构建中介效应模型:

$$ESG_Fund_{it} = \alpha_1 + \beta_1 ESG_{it-1} + \gamma_1 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中, ESG_Fund_{it} 为二元虚拟变量,若企业被ESG主题基金持有则取1,否则为0。由于二值变量的特点,使用OLS模型将产生条件均值非零和异方差性,这违背了高斯-马尔可夫假定,容易导致系数估计偏误、标准误不准确及预测值不合理,因此本研究在此采用Probit模型。实证中,若 β_1 显著为正,则说明ESG基金持仓部分中介了ESG对回撤的抑制作用。

对于假说3,针对ESG通过缓解信息不对称降低回撤的路径,参照类似的方法构建非流动性指标(ILL)的两步法中介模型:

$$ILL_{it} = \alpha_3 + \beta_3 ESG_{it-1} + \gamma_3 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中, ILL_{it} 为信息不对称程度,此值越大,说明信息不对称程度更深。两阶段检验中,若 β_3 显著为负,则说明信息披露中介了ESG对回撤的抑制作用。

核心解释变量

本研究采用华证ESG评级指数作为核心解释变量。该评级体系采用动态赋权模型，将环境管理绩效(E)、社会责任履行(S)及公司治理质量(G)三大维度解构为12个二级指标与47个三级指标。在环境维度中，碳排放强度核算采用“范围1+2+3”全口径计量，并引入行业调整系数以消除重资产属性的固有偏差；社会责任维度则通过员工福利投入占比、供应链合规审计覆盖率等指标，量化评估企业对人力资本与利益相关方的价值分配效率；治理维度侧重董事会独立性指数（独立董事提案采纳率）、中小股东权益保护机制（如网络投票系统完备性）等公司治理实质性议题。时间范围方面，研究使用了2009-2023年华证ESG评级季度数据，这一时间跨度基本覆盖了中国ESG时间的过程，使用季度的更新频率与企业财报披露等形成共振，为识别ESG时间与股价波动的关系提供了一定基础。

被解释变量

本研究选取最大回撤(Maximum Drawdown)作为被解释变量。股票季度最大回撤作为市场风险的核心测度指标，其计算逻辑为特定季度内股价从峰值到谷底的最大跌幅，能够动态反映极端市场条件下投资者的实际损失边界。其数学表达式为：

$$MD_{it} = \max_{\tau \in [t_0+1]} \frac{(P_{i\tau} - \min_{t_0 \leq s \leq \tau} P_{is})}{\min_{t_0 \leq s \leq \tau} P_{is}}$$

其中 P_{it} 为企业 i 在季度内第 t 交易日的收盘价， t_0 与 t_1 分别表示季度起始与终止时点。相较于传统波动率指标，该指标更聚焦于下行风险的持续性特征，尤其在市场流动性骤降或系统性风险事件中具有更强的解释力。数据获取方法方面，本研究通过Wind提供的API接口服务自动化导出2009-2023的季度数据。

机制变量

为验证理论假说的传导机制，研究引入两个变量：其一为机构投资者行为代理变量（是否被ESG主题基金重仓持有）。具体方法为，通过基金季报持仓数据构建二元虚拟变量，如果企业在当季度末被ESG主题基金持有，则赋值为1，否则为0。该设计捕捉企业的ESG评级对长期资本的吸引力，其理论逻辑在于，ESG主题基金的筛选规则具有强信号功能——持有状态表明机构对企业风险抵御能力的实质性认可。

其二为非流动性指标(ILL)。具体方法为,基于Amihud(2002)方法,通过计算股票日均收益率绝对值与成交金额(百万元)的比率,刻画市场信息摩擦程度^[21]。具体公式如下:

$$ILL_{it} = \frac{1}{D} \sum_{d=1}^D \frac{|R_{itd}|}{V_{itd}}$$

其中 R_{itd} 、 V_{itd} 分别代表企业*i*在第*t*月的第*d*个交易日的收益率与成交额,*D*为当月有效交易日数量。ILL值越高,表明资产的非流动性风险越显著,市场因信息不对称导致的定价低效问题越突出。这一指标通过量化交易成本对价格波动的影响强度,直接映射假说H3中“信息壁垒消解-流动性改善-股价稳定”的理论链条。

控制变量

本研究参考Bushee和Noe(2000)的做法^[26],模型从企业微观、市场中观、经济宏观三个层次选取控制变量。在微观公司层面:(1)财务结构变量包括公司规模(Size,总资产自然对数)、杠杆率水平(Leverage,总负债/总资产)与资产收益率(ROA,净利润/总资产),用于控制资本结构与盈利能力对股价波动的内生性影响,因为大型企业可能具有更强的风险抵御能力;(2)治理特征变量涵盖独立董事占比(Indirector,独立董事人数/董事会总人数)与股权集中度(First,第一大股东持股比例),用以捕捉公司决策质量与代理成本对市场定价的调节作用;(3)市场反应变量纳入股票收益率(Return,季度累计收益)和股票交易量(TVOL,日均换手率),这些指标用以捕捉样本在股票市场中的交易情绪。在市场层面,引入大盘收益波动率(A-volatility,沪深300指数季度波动率)以吸收系统性风险冲击,同时采用宗新和王海亮(2012)构建的投资者情绪指数(Mold),通过主成分分析法合成换手率、IPO数量等六个情绪代理变量,控制非理性交易行为对股价稳定性的干扰。宏观层面,一是纳入经济政策不确定性指数(EPU),EPU是Baker(2016)选取香港南华早报作为新闻报道来源,基于文本检索和过滤方法构建的指数^[23]。本文将月度频次的指数以算术平均形式转化成季度指标。二是货币环境指标,采用M2同比增速的季度值。

此外,为消除不可观测的时变趋势与企业异质性,模型采用双向固定效应(Two-way FE)框架:通过公司固定效应吸收不随时间变化的个体特征(如行业属性、区域文化等),时间固定效应控制宏观经济周期与监管政策等外生冲击。该设计有效缓解遗漏变量偏误,确保ESG评级对股价稳定性的净效应估计具备更高的内部效度。

样本选择和数据来源

由于中国上市公司数据可得性较好,且北交所ESG披露相关政策相对有待完善,本研究选取沪深A股上市公司作为研究对象。进一步考虑华证ESG数据的可得性和2008年后中国资本市场改革加速的政策环境,本研究采用2009-2023年的数据作为研究范围,构建平衡面板数据模型。在14年的跨度范围内,中国A股经历多轮牛熊周期,在流动性极度萎缩的“股灾”情境下,可能导致ESG评级对最大回撤的抑制作用失灵,因此在样本处理阶段,进行以下数据处理:(1)去除关键变量缺失的样本;(2)剔除在企业估值、财务处理等方面较为特殊的金融行业;(3)对公司规模,公司杠杆率,公司资产回报率,公司股票收益率,股票交易量,大盘指数波动率,M2同比增长率等连续型变量进行上下各1%的缩尾处理。(4)针对股市大盘的牛熊周期,引入时间固定效应,以在缓释特定时点的市场环境的数据对模型带来的内生性影响。以上处理完成后,最后得到168812个样本。

描述性统计

本研究基于168812个观测样本,对各变量的描述性统计结果进行了系统分析。首先,综合评级分数的均值为4.10(标准差=1.03),中位数与第25分位数均为4,第75分位数为5,表明企业评级整体集中于中等偏下水平,分布呈现左偏特征,极端值最高达8分。公司规模指标方面,均值为118.73(标准差=315.90),但中位数仅为31.17,结合最小值3.26与最大值2440.70的极端差异,说明数据分布受少数大型企业影响显著,存在典型的右偏现象。

财务指标方面,公司杠杆率均值为40.89%(标准差=21.85%),四分位数(22.89%-56.78%)与中位数39.52%表明多数企业杠杆水平集中于中等区间。资产回报率均值为1.23%,但标准差达2.36%,且最小值为-11.45%,揭示部分企业存在严重亏损,收益分布呈现较为明显的两极分化特征。独立董事占比均值为37.51%(标准差=5.49%),中位数35.71%与四分位数(33.33%-42.86%)表明治理结构相对稳定,符合监管框架要求。

市场指标中,股权制衡均值为2.14(标准差=4.29),中位数1.09与最大值181.24的异常差距暗示数据存在极端离群值。股票收益率均值为3.94%(标准差=38.83%),其分布范围从-82.15%至136.54%,凸显资本市场高风险属性。股票交易量均值1.82(标准差=1.85)与中位数1.15的差异,进一步印证市场参与度的非对称分布。

宏观经济环境方面，M2同比增长率均值为36.13% (标准差=12.76%)，反映观测期内货币供应持续扩张。经济政策不确定性指数均值为430.91 (标准差=242.16)，极差达792.92，表明政策环境存在显著波动。此外，回撤指标均值为20.40% (标准差=9.89%)，最大回撤达80.22%，提示部分投资组合面临较大尾部风险，凸显了选择回撤作为股票市场表现的意义。

表 3-1 各变量描述性统计

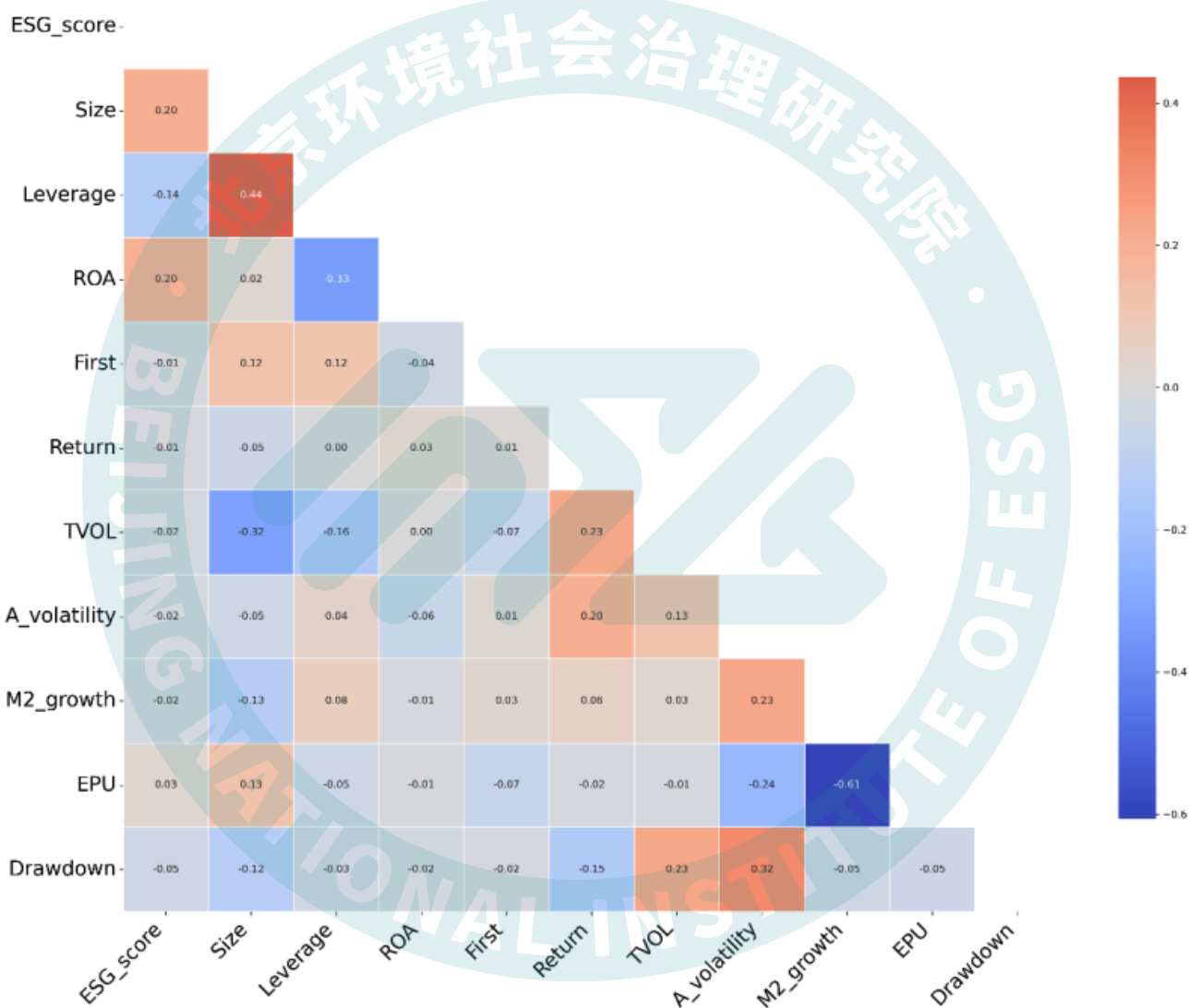
	mean	std	min	25%	median	75%	max
综合评级分数	4.102	1.027	1	4	4	5	8
公司规模	118.73	315.89	3.2644	14.687	31.170	79.45	2440.7
公司杠杆率	40.890	21.851	4.593	22.892	39.517	56.78	95.674
公司资产回报率	1.228	2.358	-11.445	0.162	0.790	1.758	17.421
独立董事占比	0.375	0.0549	0	0.333	0.357	0.428	0.833
股权制衡	2.139	4.294	-1	0.541	1.0858	2.293	181.24
公司股票收益率	0.0393	0.388	-0.821	-0.199	-0.0052	0.225	1.365
股票交易量	1.815	1.846	0.0665	0.585	1.155	2.361	8.741
大盘指数波动率	1.444	0.480	0.514	1.190	1.448	1.603	3.343
M2 同比增长率	36.132	12.763	24.1	26.2	34.3	40.5	86.26
经济政策不确定性	430.91	242.16	72.915	193.01	564.225	686.1	865.83
回撤	20.401	9.893	0	13.465	18.663	25.50	80.223

相关性分析

本文针对前文所选择变量进行相关性分析,并绘制热点图如下图所示。结果表明,除了经济政策不确定性指数(EPU)和M2同比增长率之间存在较大负相关性之外,其他变量之间相关性均在0.5以下,说明模型选取变量较为适当,多重共线性问题影响较轻。

图 3-1 热力图

Correlation Heatmap of Variables





多重共线性分析

为进一步检验多重共线性带来的影响,本研究采取膨胀因子(VIF)作为共线性诊断的指标。根据下表结果可知,自变量的VIF值均小于10,证明多重共线性问题较弱。

表 3-2 各变量膨胀因子

Variable	VIF
ESG_score	1.352
Size	1.329
Leverage	5.30
ROA	1.483
First	1.262
Return	1.183
TVOL	2.248
A_volatility	9.019
M2_growth	8.972
EPU	4.214

实证分析

基础回归分析

在此部分,本研究采用Lasso回归从控制变量中具有显著解释力的预测因子,随后基于筛选后的变量构建双向固定效应模型。表中结果显示,证ESG综合评分的回归系数为-0.3368 ($t=-11.184$),表明ESG评分每提升1个单位,股票季度最大回撤显著降低0.3368个百分点。这一结果验证了假说H1的核心论断,即ESG表现通过风险缓释机制对股价稳定性产生积极作用。

从控制变量来看,公司规模(Size)系数为0.3737 ($t=6.5192$),这一结果或指出在控制个体效应后,大企业可能因业务复杂等面临着更多的尾部风险,放大了回撤。杠杆率(Leverage)系数为0.0199,在1%的置信度水平显著为正 ($t=7.7983$),印证了高负债企业的财务脆弱性——债务成本攀升与偿债压力可能放大股价下跌幅度。

市场与宏观变量中,股票收益率(Return)系数显著为负,说明股票实现正收益能显著抑制回撤,交易量(TVOL)与市场波动率(A_volatility)的系数分别为1.1415和5.7497且均在1%置信水平上显著,印证高换手率与市场波动对尾部风险的放大作用,符合流动性冲击理论——高换手率与波动环境加剧投资者非理性抛售。宏观经济变量方面,M2增速(M2_growth)系数为-0.1640 ($t=-44.181$),显示宽松货币政策通过提振市场流动性抑制回撤;而经济政策不确定性(EPU)系数显著为正(0.0023, $t=-10.476$),表明政策环境动荡会放大尾部风险,不利于控制股票回撤。

上述结果为ESG的风险抑制效应提供了稳健证据,并为后续机制分析奠定基础。

表 4-1基础回归结果

Variable	Drawdown
const	16.525*** (41.178)
ESG_score	-0.3368*** (-11.184)
Size	0.3737*** (6.5192)
Leverage	0.0199*** (7.7983)
ROA	0.0931*** (12.942)
First	0.0635*** (6.8267)
Indirector	1.5559* (2.2831)
Return	-6.7711*** (-88.163)
TVOL	1.1415*** (54.552)
A_volatility	5.7497*** (86.031)
M2_growth	-0.1640*** (-44.181)
EPU	0.0023*** (-10.469)
时间固定效应	Yes
个体固定效应	Yes
N	168122

*括号内为t检验统计量，***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著

机制检验

长期投资者持股

对于假说2, 由于因变量ESG_fund是一个二值变量, 因此不适用于固定效应模型, 本文通过Probit模型检验了企业ESG评级对ESG基金持仓决策的影响。由于所找的ESG基金持仓数据较为有限, 因此数据量相比基础回归略有减少。表4结果显示, 华证ESG综合评分的回归系数为0.1645 ($z=14.958$), ESG评分每提升1个单位, 企业被ESG基金持有的概率增加约16%, 根据两步法原理, 这为假说2提供了实证支持。

从企业特征变量看, 公司规模(系数=0.0009, $z=12.500$)与资产回报率(系数=0.0573, $t=17.136$)均显著为正, 表明大市值、高盈利企业的ESG实践更易被机构资金识别并配置。公司杠杆率的影响显著为正(系数=0.0034, $z=5.488$), 这可能提示了变量间的共线性作用。股权制衡度(系数=-0.0199, $z=-6.556$)的负向效应显著, 进一步验证股权集中度过高可能抑制ESG的价值释放。

市场与宏观环境变量中, 股票收益(Return) (系数=0.1254, $z=13.398$)的正向作用在1%的置信水平下显著, 反映收益率对机构投资的引导存在正向效应。大盘波动率(A_volatility)的影响显著为正(系数= 0.0765, $z=8.872$), 或指出在控制个体固定效应的模型中, 大盘波动对机构持股ESG企业的偏好增加。M2同比增长率系数显著为负, 说明宽松流动性条件下, 在控制个体效应的基础上, ESG基金持股偏好变低。上述结果表明ESG表现通过提升机构持仓概率形成风险缓释路径。这为“高ESG评级→长期机构资金介入→回撤抑制”的传导机制提供了实证支持。

表 4-2机制检验一回归结果

Variable	Drawdown	ESG_Fund
ESG_score	-0.3368*** (-11.184)	0.1645*** (14.958)
Size	0.3737 *** (6.5192)	0.0009*** (12.500)
Leverage	0.0199*** (7.7983)	0.0034*** (5.488)
ROA	0.0931*** (12.942)	0.0573*** (17.136)
First	0.0635*** (6.8267)	-0.0199*** (-6.556)
Indirector	1.5559* (2.2831)	0.0877 (0.388)
Return	-6.7711*** (-88.163)	0.1254*** (13.398)
TVOL	1.1415*** (54.552)	-0.0059 (-1.257)
A_volatility	5.7497*** (86.031)	0.0765*** (8.872)
M2_growth	-0.1640*** (-44.181)	-0.0063*** (-8.327)
EPU	0.0023*** (-10.469)	0.0001*** (3.649)
时间固定效应	Yes	No
个体固定效应	Yes	No
N	168122	139413

*括号内为t检验统计量,***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著

信息不对称改善路径

本文通过Lasso模型进一步验证了ESG评级对非流动性指标(ILL)的影响机制。由于本研究搜集到的ILL为年度数据,故对原始数据进行降频处理。在对年度数据回归时,为防止时间固定效应吸收控制变量的效应,故采用随机效应模型。表6结果显示,ESG综合评分(ESG_score)的回归系数为-0.0002($t=-6.4925$),且在1%的置信水平上显著,这表明ESG评分每提升1个单位,非流动性指标(ILL)显著降低0.0002个单位。

从企业特征变量看,公司规模(系数=-9.322e-07, $t=-3.9976$)的负向效应显著,印证了大企业资源整合能力对信息不对称的抑制作用。公司杠杆率存在微弱正向效应(系数=1.908e-06, $t=2.2995$) 在5%的置信度上显著,可能反映高负债企业通过债务融资维持现金流,扩大了信息不对称压力。资产回报率仍不显著,表明短期盈利能力与信息不对称改善的关联有限。

市场行为变量中,股票交易量(系数=-0.0015, $t=-20.110$)的显著负向作用验证了高换手率对信息不对称的抑制机制,而股票收益率(系数=0.0008, $t=2.5522$)的微弱正向效应可能源于短期投机交易引发的价格摩擦。宏观经济层面,M2增速(系数=2.694e-05, $t=5.3446$)的微弱正向作用可能提示宽松货币政策通过资金供给增加扩大了市场上的流动性,对非流动性指标起抑制作用。

以上结果证实非流动性改善是ESG抑制回撤的重要路径。这一结果与信息不对称理论高度吻合,即ESG通过降低信息摩擦重塑市场微观结构,构成“信息传递→信息不对称改善→回撤抑制”的机制路径。

表 4-3机制检验二回归结果

Variable	Drawdown	ILL
ESG_score	-0.3368*** (-11.184)	-0.0002*** (-6.4925)
Size	0.3737 *** (6.5192)	-9.322e-07*** (-3.9976)
Leverage	0.0199*** (7.7983)	1.908e-06* (2.2995)
ROA	0.0931*** (12.942)	5.2e-06 (1.3486)
First	0.0635*** (6.8267)	-3.187e-05 (-1.7036)
Indirector	1.5559* (2.2831)	-0.0025 (3.3285)
Return	-6.7711*** (-88.163)	0.0008* (2.5522)
TVOL	1.1415*** (54.552)	-0.0015*** (-20.110)
A_volatility	5.7497*** (86.031)	未选入
M2_growth	-0.1640*** (-44.181)	2.694e-05*** (5.3446)
EPU	0.0023*** (-10.469)	-6.518e-06*** (-23.749)
时间固定效应	Yes	No
个体固定效应	Yes	No
N	168122	26993

*括号内为t检验统计量,***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著

内生性检验

为缓解ESG评级潜在的内生性偏误(如测量误差、遗漏变量等),本文采用工具变量两阶段最小二乘法(IV-2SLS)进行估计。工具变量选取企业注册地省份的NGO组织数量,其合理性基于以下逻辑:NGO组织通过环境监督、社会责任认证等非市场化行为推动企业提升ESG实践透明度,满足工具变量与ESG评分的相关性条件;同时,NGO密度反映地区公民社会发展水平,其地理分布与股票市场表现无直接因果关系,排除了NGO通过商业活动影响企业股价的可能性,符合外生性假定。

考虑到地方NGO组织数量季度变异性较小,故采用年度数据进行最小二乘法回归,另考虑到共线性问题,剔除了时间固定效应。重新回归结果入下表所示,在控制内生性后,ESG综合评分的系数为-2.7899($t=-3.8404$, $P<0.001$),表明ESG评分每提升1个单位,股票年度最大回撤显著降低约2.79个百分点。上述结果表明,即使考虑内生性干扰,ESG对股价回撤的抑制作用仍稳健存在,为核心结论提供了更可靠的证据支撑。

表 4-4内生性检验回归结果

Variable	(1) Drawdown	(2) Drawdown
ESG_score	-0.3368*** (-11.184)	-2.7899*** (-3.8404)
Controls	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	No
个体固定效应	Yes	Yes
N	168122	26993

*括号内为t检验统计量,***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著

稳健性检验

更换随机森林方法

为保证实证方法的稳定性,本研究选取机器学习随机森林方法对结果进行重新回归。经过特征重要性筛选,特征重要性从高到低的控制变量包括:A_volatility(大盘波动性), TVOL(股票换手率), Return(股票季度收益率), M2_growth(M2同比增长率), EPU(经济政策不确定性指数), Size(公司规模), ROA(公司资产回报率), First(股权制衡), Leverage(杠杆率水平)。这些控制变量与Lasso方法筛选的变量基本一致,其中Indirector(独立董事占比)被剔除。表7结果显示,ESG综合评级分数的系数为-0.3521($t=-11.717$),表明ESG评分每提升1个单位,股票季度最大回撤降低约0.35个百分点,与基础回归结果(系数=-0.3368)方向一致且显著性水平相近。其他核心控制变量的符号与显著性均未发生实质性变化。

表 4-5随机森林方法回归结果

Variable	(1) Drawdown	(2) Drawdown
ESG_score	-0.3368*** (-11.184)	-0.3521*** (-11.717)
Controls	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes
N	168122	168122

*括号内为t检验统计量,***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著

使用ESG综合分数代替综合评级

为验证结果的稳健性,本研究进一步采用华证ESG评级体系中的综合分数(连续型变量)替代评级(离散型变量)进行回归分析。表中显示,ESG综合分数(ESG_score)的系数为-0.0275($T = -2.5803$, $P = 0.0099$),表明ESG综合评分每提升1个单位,股票季度最大回撤显著降低0.0275个百分点。这一结果与基础回归中离散型评级的抑制效应(系数-0.770)方向一致,但因量纲差异导致数值大小不可直接比较,其统计显著性($P < 0.01$)进一步支持了ESG对回撤抑制效应的稳健性。总体而言,各变量参数方向与显著性水平和基础回归结果较为一致,说明结论对ESG测度方法的选择具有较强鲁棒性。

表 4-6 ESG综合分数回归结果

Variable	(1) Drawdown	(2) Drawdown
ESG_score	-0.3368*** (-11.184)	-0.0770*** (-12.607)
Controls	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes
N	168122	168122

*括号内为t检验统计量,***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著

使用年度数据回归

为进一步验证研究结论的稳健性,本文进一步采用年度数据重新估计ESG对股票季度最大回撤的影响。表7的随机效应模型(Random Effects)结果显示,ESG综合评分的系数为-0.4239 ($T=-11.69$, $P<0.001$),表明ESG评分每提升1单位,年度最大回撤平均降低0.42个百分点。与季度数据回归结果(系数-0.133)相比,年度数据的效应量级显著扩大,这一差异或许是因为ESG实践具有更加明显的中长期影响,因此在年度数据中,其对回撤的抑制作用体现的更为直观。

表 4-7年度数据回归结果

Variable	(1) Drawdown	(2) Drawdown
ESG_score	-0.3368*** (-11.184)	-0.4239*** (-11.689)
Controls	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	No
个体固定效应	Yes	Yes
N	167787	26993

*括号内为t检验统计量,***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著

异质性检验

使用ESG分项进行回归

ESG评级是一个综合指标,是环境(E)、社会(S)、治理(G)三方面因素共同驱动的结果,因此在异质性检验部分有必要针对三个维度具体展开分析。其中结果如下表所示。结果显示,E、S、G分项对回撤的解释效果均明显显著。环境绩效方面,E_score回归系数为-0.1361($t=-5.1394$),表明环境评分每提升1单位,季度最大回撤降低0.1361个百分点。社会绩效方面,S_score系数为-0.0645($t=-3.4739$),这可能源于社会责任的非财务属性较强,其价值释放需更长期的市场认知积累,短期风险对冲效应有限。治理绩效方面,G_score系数为-0.2610($t=-11.087$),效应强度远超环境与社会维度,治理评分每提升1单位可降低回撤0.0757个百分点。

表 4-8按ESG分项异质性分析结果

Variable	(1) Drawdown	(2) Drawdown	(3) Drawdown	(4) Drawdown
ESG_score	-0.3368*** (-11.184)			
E_score		-0.1361*** (-5.1394)		
S_score			-0.0645*** (-3.4739)	
G_score				-0.2610*** (-11.087)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	168812	168812	168812	168812

*括号内为t检验统计量,***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著

按现金流属性划分

已有研究指出,企业ESG实践是一种消耗企业资源的行为,其对企业财务表现的影响可能存在抑制作用。高现金流表现的企业因其财务表现良好,现金流强壮而更可能积极地参与ESG实践。而投资者视角下,部分投资者也更乐于挑选现金流稳健的企业,这样的投资者偏好有利于促进股价稳定。因此有必要针对企业现金流情况进行异质性分析,以辨别ESG评级对股票市场的影响。本研究将企业经营现金流/企业市值作为现金流指标,依次计算所有样本后,选取样本中现金流比率中位数,高于此值定义为高现金流组,低于此值设定为低现金流组,由此展开异质性分析如下表所示。表中结果表明,高现金流组和低现金流组内部,ESG评级对回撤的抑制作用都在1%的置信水平下显著,且在低现金流组中,系数绝对值更大,说明低现金流组中ESG评级对股票回撤的抑制作用更明显。这可能源于低现金流组相较于高现金流组企业基本面因素较弱,相对来说不受长期投资者偏好,因此其良好的ESG评级能一定程度上说明企业自身的财务与非财务稳定性,降低现金流水平较低所带来的投资者厌恶,获得较好的股价稳定作用。

按所有权属性划分

国有企业与民营企业实践ESG的动因不完全相同,在我国背景下,国有企业的性质决定其天生承担一定社会责任,而民营企业的ESG实践往往更需要政策引导。因此,企业ESG评级与股票市场表现的关系可能收到所有制的影响。本文将企业类型为“中央国有企业”、“地方国有企业”的样本标记为国有企业,企业类型为“民营企业”的样本标记为民营企业,进行异质性分析结果如下表所示。结果显示,无论是国有企业还是民营企业,其ESG实践与股票回撤均在1%置信水平上显著为负,说明两者都能显著降低股票回撤。进一步的组间差异分析表明,国有企业的ESG实践更能显著降低股票回撤。这可能是因为国有企业的可持续发展动力与ESG实践意识更强,且其ESG实践内容与“双碳”等政策协同性强,因此其可能获取的政策资源(如绿色信贷)更多,这使得ESG实践到企业长期发展收益转化的路径更为通畅,更容易获得市场认同,进而稳定股市表现。

表 4-9按现金流属性、所有权属性异质性分析结果

Drawdown	高现金流	低现金流	国有企业	民营企业
ESG_score	-0.2109*** (-4.879)	-0.3598*** (-8.432)	-0.3004*** (-6.548)	-0.2166*** (-5.327)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	73569	77264	56848	93985
组间差异	0.1489**		-0.0838*	
P值	(0.0142)		(0.0717)	

*括号内为t检验统计量,***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著

结论与政策建议

结论

本文选择了沪深A股上市公司2009-2023年ESG表现与股票市场表现数据作为研究对象，共获得168812个样本。通过构建个体和时间的双向固定效应模型开展实证分析，验证了ESG评级抑制股票回撤，提升股票市场表现的效应。在具体机制研究中，选择信息不对称性和长期投资者持股偏好进行机制分析。最后通过企业现金流特征、所有权属性的划分以及ESG分项的表现，探究ESG评级在抑制股票回撤效应中的差异。

具体研究结论如下：

对于我国A股上市非金融企业而言，企业ESG评级对提升股票市场表现具有显著正向作用。本文参考多方面研究，利用股票季度最大回撤作为衡量股票稳定性的指标，主解释变量使用华证ESG评级数据，实证分析表明，企业ESG评级与股票最大回撤呈现负相关性，即企业ESG评级可以降低股票回撤，提高市场表现。

在机制分析上，本研究表明企业ESG评级的提升通过长期投资者持有和降低信息不对称性来抑制回撤。此部分实证方法的基本逻辑是江艇的两步法。对于前者，本文使用ESG基金持股作为中介变量，Probit模型结果显示，企业ESG评级显著增加了被ESG基金持有的可能性，结合理论分析，这说明ESG评级通过吸引ESG基金等长期投资者，实现了股价回撤的降低。对于后者，本文使用非流动性指数ILL作为中介变量，结果显示ESG评级显著降低了信息不对称，这说明ESG评级降低了信息不对称性，进而使得股票回撤减小。

在异质性分析上，本研究表明，所有权制度和现金流特征使得ESG评级对股票回撤的效应存在不同。所有权制度方面，国有企业的ESG评级相比民营企业更能降低回撤，这或许源于国企所获得的政策资源更多，更能提升企业基本面价值，进而使得股价回撤降低。在现金流特征方面，研究发现低现金流特征企业的ESG评级相比高现金流特征企业更能将低回撤，一个可能的解释是，低现金流企业财务信息呈现出的“风险”被ESG实践所传递的财务信息稳健所冲抵，并因此获得长期投资者认可，增加股价稳定性。

研究建议

多主体共同参与助力ESG评级体系加快发展

本文研究结论指出,企业ESG评级对抑制股票最大回撤具有显著作用,基于此,对股票市场中众多主体提出建议如下:

企业方面,作为ESG实践的核心参与者,企业应积极将ESG理念融入其战略规划和日常运营。在资本市场改革背景下,更多企业更加关注自身市值管理水平。本研究结果表明,ESG评级能够通过吸引长期投资者和降低信息不对称性来减缓股价波动,因此企业需要增强ESG信息披露的规范性和透明度,特别是在环境责任履行和公司治理优化等关键领域建立可量化的指标体系。例如,可以参考国际标准(如TCFD、SASB),结合中国的实际情况,制定ESG行动路线图,并定期发布第三方验证报告,以向市场传达可持续发展的信号。对于现金流较为紧张的企业,更应通过ESG实践来弥补财务风险的不足,从而增强投资者的信心。对于国企,则可以深入结合市值管理等国企改革要求,从ESG实践等非财务方向加强市值稳定。

投资者方面,应深化对ESG投资理念的理解,并优化其资产配置策略。本研究结果显示,ESG基金等长期投资者的参与显著提高了股价的稳定性,因此机构投资者需要完善ESG评估框架,将企业的ESG表现纳入投资决策的考量。对于个人投资者,可以通过ESG主题基金、绿色债券等工具参与价值投资,从而以个人努力推动上市公司实施ESG实践。投资者还应加强与企业的沟通,通过股东提案、ESG投票等方式督促企业改善治理,形成市场驱动的良好互动机制。

监管方面,应当建立ESG制度的顶层设计,并强化政策的协同作用。一方面,可以借鉴欧盟《可持续金融披露条例》(SFDR)的经验,制定强制性的ESG信息披露标准,并针对不同行业细化披露要求,尤其是对高污染和高能耗行业进行重点监管。另一方面,通过财税优惠、绿色信贷贴息等激励措施,引导企业增加对ESG的投入。例如,可以对ESG评级表现优异的企业给予税收减免,或将其纳入政府采购的优先名单;对于国有企业,则可以将其ESG评级纳入负责人的考核体系,从而更好引导国企在ESG实践中的发挥示范作用。此外,考虑到社保基金、国资资管机构等在股票市场日益重要的地位,建议在其内部建立起市场化导向的ESG投资机制,设置相关部门专门从事ESG投资,从而充分发挥其稳定市场作用的同时,实现ESG推广完善,促进资本市场高质量发展。

建设标准统一的中国特色ESG评价体系

本文的研究不足与展望指出, ESG评级数据的非统一性可能对结论的稳健性造成影响, 这是因为国内并无统一的ESG评价体系。孙俊秀等(2024)运用质性研究方法与实证分析方法, 从科学性、可靠性、透明性、相关性和预测性五大维度对国内八家ESG评级商的体系进行再评估, 结果显示各家ESG评级商对同一企业的ESG评价存在显著性差异[8]。这无疑将对投资者的投资决策造成干扰, 使得ESG评级结果的信息披露功能被削弱, 实际增加了投资的不确定性和风险。而若采用国际通用的ESG评价体系(如MSCI等), 则会一定程度上忽视我国的制度优势、政策优势, 如华证ESG评级就创新性地将“双碳”纳入ESG评级之中, 提高了该评级体系在我国市场环境下的实用性。因此, 应构建标准统一的符合中国国情、具有中国特色的ESG评价体系, 从而促进ESG投资将政策优势、制度优势融入进ESG评级之中, 助力可持续投资、可持续经营的全面推广。

具体而言, 建设标准统一的中国特色的ESG体系应关注以下几个方向: 一是规范国内ESG评级机构的相关行业标准或官方指导, 以确保评级结果的一致性和可比性。建议由政府牵头设立ESG评级专门机构或指定相关法规, 推动ESG评级行业标准化、规范化。二是将“双碳”目标、乡村振兴等国家战略融入ESG评价维度, 增加“共同富裕”和“产业链安全”等本土化指标, 更好贴合国内发展实际; 三是发挥国有资本的引领作用, 鼓励中央企业和地方国企率先制定行业ESG标准, 例如在基础设施和能源领域探索“ESG+新质生产力”的融合路径, 将政策动能转化为ESG推广动能; 四是在宣传层面, 推动ESG与传统文化价值的结合, 例如将儒家“义利共生”理念融入企业社会责任的实践中, 以增强对消费者、投资者对ESG的文化认同, 进而有利于企业更好实现ESG实践的长期价值。五是鼓励机构间的合作和良性竞争。建议由政府提供ESG信息平台等, 加强各评级机构间的行业交流, 助力形成行业规范和良性竞争格局。

加大ESG披露监管力度

对于本文的机制研究部分, 研究结果表明, 缓解信息不对称是ESG评级抑制股价回撤的重要机制, 而在发展实务中, 存在企业“漂绿”行为, 这将对ESG传递信息的作用造成负面影响。因此, 针对当前企业ESG信息披露方面存在的碎片化和选择性披露等问题, 有必要建立完善的ESG监督管理体制和反“漂绿”执行力度。首先, 可以参考国际ESG规范如国际财务报告准则(IFRS)基金会发布的《可持续发展披露准则》(ISSB), 制定涵盖ESG领域的定量化披露的法律法规, 例如将碳排放强度等指标明文写入ESG披露规范, 以确保企业ESG信息的透明度和可比性。其次, 监管机构应当加强对企业在披露过程中的事中和事后监管, 对那些披露不实或进行“漂绿”行为的企业



实施分级处罚。例如,可以将ESG违规行为纳入企业的征信记录,并对情节严重的企业处以罚金等行政措施。此外,建议建立ESG数据共享平台,平台将整合企业的披露数据、舆情监测信息以及第三方评级结果,供广大投资者群体参考,从而进一步降低市场的信息不对称的风险。对于资金实力可能较弱的民营企业和中小微企业,监管机构可以提供ESG披露的模板化工具和专项培训,以缩小不同规模企业在实践中的差距,进而促进整个ESG生态系统的优化和提升。



参考文献

- [1] 戴园晨. 股市泡沫生成机理以及由大辩论引发的深层思考——兼论股市运行扭曲与庄股情结[J]. 经济研究, 2001(04): 41-50.
- [2] 黄金波, 陈伶俐, 丁杰. 企业社会责任、媒体报道与股价崩盘风险[J]. 中国管理科学, 2022,30(03): 1-12.
- [3] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济, 2022(05): 100-120.
- [4] 李井林, 阳镇. 董事会性别多元化、企业社会责任与企业技术创新——基于中国上市公司的实证研究[J]. 科学学与科学技术管理, 2019,40(05): 34-51.
- [5] 刘京军, 徐浩萍. 机构投资者:长期投资者还是短期机会主义者?[J]. 金融研究, 2012(09): 141-154.
- [6] 邱牧远, 殷红. 生态文明建设背景下企业ESG表现与融资成本[J]. 数量经济技术经济研究, 2019,36(03): 108-123.
- [7] 宋献中, 胡珺, 李四海. 社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析[J]. 金融研究, 2017(04): 161-175.
- [8] 孙俊秀, 谭伟杰, 郭峰. 中国主流ESG评级的再评估[J]. 财经研究, 2024,50(05): 4-18.
- [9] 王国刚, 黄奕智. 加快建设金融强国之要义[J]. 学术研究, 2024(03): 80-87.
- [10] 王双进, 田原, 党莉莉. 工业企业ESG责任履行、竞争战略与财务绩效[J]. 会计研究, 2022(03): 77-92.
- [11] 席龙胜, 王岩. 企业ESG信息披露与股价崩盘风险[J]. 经济问题, 2022(08): 57-64.
- [12] 闫华红, 蒋婕, 吴启富. 基于产权性质分析的碳绩效对财务绩效的影响研究[J]. 数理统计与管理, 2019,38(01): 94-104.
- [13] 赵靖驰. Z生物公司破解伦理困境案例研究[D]. 江西财经大学, 2023.

- [14] 赵涛郑祖玄. 信息不对称与机构操纵——中国股市机构与散户的博弈分析[J]. 经济研究, 2002(07): 41-48.
- [15] 赵元煦, 吴祥, 吴宇峥. ESG研究综述及展望[J]. 商业会计, 2024(21): 73-78.
- [16] 郑培, 李亦修, 何延焕. 企业社会责任对财务绩效影响研究——基于中国上市公司的经验证据[J]. 财经理论与实践, 2020,41(06): 64-71.
- [17] 钟马, 徐光华. 社会责任信息披露、财务信息质量与投资效率——基于“强制披露时代”中国上市公司的证据[J]. 管理评论, 2017,29(02): 234-244.
- [18] 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.
- [19] 朱焱, 杨青. 企业社会责任活动对负面事件应对策略有效性的跨情境调节效应研究[J]. 会计研究, 2021(02): 120-132.
- [20] AMEL-ZADEH A, SERAFEIM G. Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey[J]. Financial Analysts Journal, 2018,74(3): 87-103.
- [21] AMIHUD Y. Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects[J]. JOURNAL OF FINANCIAL MARKETS, 2002,5(1): 31-56.
- [22] BAIMAN S, VERRECCHIA R E. EARNINGS AND PRICE-BASED COMPENSATION CONTRACTS IN THE PRESENCE OF DISCRETIONARY TRADING AND INCOMPLETE CONTRACTING[J]. JOURNAL OF ACCOUNTING & ECONOMICS, 1995,20(1): 93-121.
- [23] BAKER S R, BLOOM N, DAVIS S J. Measuring Economic Policy Uncertainty[J]. QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS, 2016,131(4): 1593-1636.
- [24] BANG J, RYU D. ESG factors and the cross-section of expected stock returns: A LASSO-based approach[J]. FINANCE RESEARCH LETTERS, 2024,65: 6.
- [25] BREIMAN L. Random Forests[J]. Machine Learning, 2001,45(1): 5-32.

- [26] BUSHEE B J, NOE C F. Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility[J]. JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH, 2000,38: 171-202.
- [27] CHENG B, IOANNOU I, SERAFEIM G. CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY AND ACCESS TO FINANCE[J]. STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, 2014,35(1): 1-23.
- [28] DORFLEITNER G, UTZ S, WIMMER M. Patience pays off – corporate social responsibility and long-term stock returns[J]. Journal of Sustainable Finance & Investment, 2018,8 (2): 132-157.
- [29] DRENOVAK M, RANKOVIC V, UROSEVIC B, et al. Mean- Maximum Drawdown Optimization of Buy-and-Hold Portfolios Using a Multi-objective Evolutionary Algorithm[J]. FINANCE RESEARCH LETTERS, 2022,46: 11.
- [30] DUQUE-GRISALES E, AGUILERA-CARACUEL J. Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack[J]. Journal of Business Ethics, 2021,168(2): 315-334.
- [31] FAMA E F. Contract costs, stakeholder capitalism, and ESG[J]. EUROPEAN FINANCIAL MANAGEMENT, 2021,27(2): 189-195.
- [32] FATEMI A, FOOLADI I, TEHRANIAN H. Valuation effects of corporate social responsibility [J]. Journal of Banking & Finance, 2015,59: 182-192.
- [33] FLAMMER C. Does product market competition foster corporate social responsibility? Evidence from trade liberalization[J]. Strategic Management Journal, 2015,36(10): 1469-1485.
- [34] FROOT K A, SCHARFSTEIN D S, STEIN J C. HERD ON THE STREET - INFORMATIONAL INEFFICIENCIES IN A MARKET WITH SHORT-TERM SPECULATION[J]. JOURNAL OF FINANCE, 1992,47(4): 1461-1484.
- [35] GIESE G, LEE L, MELAS D, et al. Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity

Valuation, Risk, and Performance[C]//. Journal of Portfolio Management, 2019.

- [36] KITZMUELLER M, SHIMSHACK J. Economic Perspectives on Corporate Social Responsibility[J]. Journal of Economic Literature, 2012,50(1): 51-84.
- [37] MARTIN-MELERO I, GOMEZ-MARTINEZ R, MEDRANO-GARCIA M L, et al. Comparison of sectorial and financial data for ESG scoring of mutual funds with machine learning[J]. FINANCIAL INNOVATION, 2025,11(1): 31.
- [38] PEDERSEN L H, FITZGIBBONS S, POMORSKI L. Responsible investing: The ESG-efficient frontier[J]. Journal of Financial Economics, 2021,142(2): 572-597.
- [39] SHAKIL M H, POLLESTAD A J, KYAW K. Environmental, social and governance controversies and systematic risk: A machine learning approach[J]. FINANCE RESEARCH LETTERS, 2025,75: 10.
- [40] STROBL C, BOULESTEIX A, KNEIB T, et al. Conditional variable importance for random forests[J]. BMC Bioinformatics, 2008,9(1): 307.
- [41] TARMUJI I, MAELAH R, TARMUJI N H. The Impact of Environmental, Social and Governance Practices (ESG) on Economic Performance: Evidence from ESG Score[J]. International journal trade, economics and finance, 2016,7: 67-74.
- [42] TIBSHIRANI R. Regression Shrinkage and Selection via the Lasso[J]. Journal of the royal statistical society series b-methodological, 1996,58: 267-288.
- [43] WONG J B, ZHANG Q. Stock market reactions to adverse ESG disclosure via media channels[J]. The British Accounting Review, 2022,54(1): 101045.
- [44] YUAN M, LIN Y. Model selection and estimation in regression with grouped variables[J]. Journal of the Royal Statistical Society: Series B (Statistical Methodology), 2006,68.
- [45] ZOU H. The Adaptive Lasso and Its Oracle Properties[J]. Journal of the American Statistical Association, 2006,101(476): 1418-1429.



扫码关注我们

您可通过以下方式与研究组联系：

网址：<https://www.bjesg.com/>

邮箱：pa@bjesg.com

电话：010-88543550