

## 摘 要

近年来，随着可持续发展理念逐渐被大众熟知，企业的 ESG 表现能否获得投资者的关注，已经成为国内外学者研究的一个重要课题。

本文整理和总结了国内外相关文献，并系统梳理了 ESG 投资理论和投资组合理论。在此基础上，采用了 2018 年第一季度至 2021 年第四季度我国沪深两市上市公司数据作为分析样本，选用 2018 年至 2021 年华证 ESG 评级表现数据作为核心解释变量，使用养老保险基金持股比例作为被解释变量，运用行业和个体固定效应回归模型实证研究养老保险基金的 ESG 投资偏好。此外，为了验证基准回归结论的稳健性，选取了替换核心解释变量数据库的方式进行分析。进一步地，本文对企业年龄、企业所有权性质和企业资产规模进行了异质性检验。

本文的研究结果如下：近四年来，养老保险基金逐步加大了权益市场的投资配置比例，并且上市公司的 ESG 表现对养老保险基金持股比例有显著的促进作用，表明养老保险基金已经关注了上市公司的 ESG 表现。对高 ESG 表现的上市公司进行异质性分析发现：相较于上市时间短的企业，养老保险基金对上市时间长的公司有更显著的持股偏好。相较于国有控股上市公司，养老保险基金对非国有控股的上市公司有更显著的持股偏好。相较于小规模资产上市公司，养老保险基金对大规模资产的上市公司有更显著的持股偏好。本文同时替换了 ESG 表现数据库并进行进一步分析，实证结果再次证明养老保险基金有显著的 ESG 投资偏好，证实了本文研究结果的可靠性。

本文可能存在以下几个方面的边际贡献：首先，考察了上市公司 ESG 表现对于养老保险基金持股比例的影响机制，拓展和丰富了上市公司 ESG 表现与养老保险基金投资方面的文献。其次，明确了上市公司良好的 ESG 表现能够获得养老保险基金的增持，将促使国内上市公司主动提升和改善其 ESG 表现，推动我国企业向可持续发展方向转型。再次，为投资者重视 ESG 投资理念，制定 ESG 投资策略以及执行 ESG 投资计划提供了有效的依据。最后，本文进一步考察了企业年龄、企业产权性质和企业资产规模对于养老保险基金持股比例的影响机制，为加快我

国养老保险基金入市投资步伐提供了参考思路。

基于以上研究结论，建议政府继续加强对投资者的教育，引导投资者树立长期投资以及价值投资的理念，通过资本市场的资源调控功能促使企业积极向可持续发展方向转型。

**关键词：**ESG 表现；养老保险基金；固定效应模型

## ABSTRACT

In recent years, as the concept of sustainable development is known very well to the masses, whether the ESG performance of enterprises can obtain the attention of investors is proven to be an important topic during domestic and foreign scholars.

This thesis collates and summarizes the relevant literature at home and overseas, systematically sorts out the ESG investment theories and portfolio theories. On this foundation, uses the date of A-share listed companies from Q1 2018 to Q4 2021 as the analysis samples, selects the CSEC ESG rating data from 2018 to 2021 as core explanatory variable and the proportion of pension funds holding as explanatory variable, use industry and individual fixed effect regression mode to empirically examines the impact of ESG performance to the pension fund holding ratios. In order to ensure the stability and reliability of the regression, this article also inspects the endogenous test and robustness test. Make further efforts, this thesis inspects the heterogeneity of the enterprise age, ownership and asset size.

The research conclusions in this thesis are as follows: In the past four years, the ESG performance of listed companies have a significant promoting effect with the share holding ratio of pension funds. which indicates that pension funds began to pay close attention to the ESG performance of listed companies. and further heterogeneity analysis reveals that, among the enterprises with high ESG performance, pension funds holding proportion have a significant positive correlation relationship with enterprise age. also, the pension funds holding proportion have a significant positive correlation relationship with non-state-owned listed companies. and the last, the pension funds holding proportion have a significant positive correlation relationship with companies which are large assets size.

The study may have the following marginal contributions: first of all, this thesis investigates the impact mechanism of ESG performance to the pension funds holding proportion, expands and enriches the relevant literature of ESG performance and

pension funds investment. Secondly, it will push A-share listed companies to improve their ESG performance actively, and promote the transformation of sustainable development. Thirdly, it provides the empirical evidence for investors emphasis ESG investment philosophy, formulate ESG investment strategies and implement ESG investment plans. Last but not least, this thesis examines the impact mechanism of the enterprise age, assets size and the ownership to the holdings proportion of pension funds, which provides the reference for pension funds to accelerate the pace of investment.

Base on the research conclusions above, it is recommended that the government should continue to strengthen the education to investors, lead the investors to build the sense of long-term investment, and promote the listed companies to transform to sustainable development through the resource regulation function of the capital market.

**KEY WORDS:**ESG Performance;The Pension Funds;Fixed Effect Model

# 目 录

第 1 章 绪论.....	1
1.1 研究背景及研究意义.....	1
1.2 研究现状.....	5
1.3 研究内容和研究思路.....	10
1.4 研究的创新点与不足.....	14
第 2 章 相关概念以及理论基础.....	15
2.1 相关概念定义.....	15
2.2 理论基础.....	19
第 3 章 理论分析与研究假设.....	24
3.1 养老基金持股与企业 ESG 表现.....	24
3.2 养老基金持股与企业上市时间.....	26
3.3 养老基金持股与企业产权性质.....	27
3.4 养老基金持股与企业资产规模.....	28
第 4 章 研究设计.....	30
4.1 样本选取和数据来源.....	30
4.2 变量解释.....	30
第 5 章 实证分析.....	34
5.1 描述性统计.....	34
5.2 相关性分析.....	37
5.3 实证结果分析.....	38
第 6 章 研究结论与对策建议.....	45
6.1 研究结论.....	45
6.2 对策建议.....	46

参考文献.....	49
致 谢.....	56
个人简历及在学期间科研成果.....	57

# 第 1 章 绪论

## 1.1 研究背景及研究意义

### 1.1.1 研究背景

ESG 是环境 (Environment)、社会责任 (Social) 以及公司治理 (Governance) 三者的简称, 是一种新兴的投资理念。伴随着全球经济的飞速发展, 投资者除了关注企业的盈利绩效, 也逐渐重视企业非财务因素方面的内在价值, 比如企业应当履行的社会责任, 企业对环境保护的重视程度以及企业在公司治理过程中对治理架构、商业道德等问题的考虑, ESG 投资理论应运而生。ESG 主要分为三个部分, 其中 E 是环境 (Environment) 的简称, 衡量企业在日常生产以及投资过程中对环境带来的影响, 如企业在生产过程中是否合理使用自然资源、如何控制废气物排放以及对废弃物的处理方式等。S 是社会责任 (Social Responsibility) 的简称, 关注企业在日常经营以及制定投资决策过程中如何平衡与利益相关者之间的关系, 如员工薪酬制定、债权债务关系、上下游供应链管理等。G 是公司治理 (Governance) 的简称, 考察了企业的治理结构, 如经营者与管理者之间的权利和责任分配机制, 以及制衡机制等内容。

ESG 是一种基于非财务因素的企业评判标准, 是企业在投资过程中践行可持续发展战略的重要考核因素。2006 年, 时任联合国秘书长安南发起并成立了联合国责任投资原则组织 (The United Nations-supported Principles for Responsible Investment, 以下简称 UNPRI), 首次将 ESG 投资理论带到了资本市场。在国际组织的大力倡导以及各国政府的政策推动下, ESG 投资理论不断丰富并完善, ESG 考量内容也在不断扩充中。ESG 投资理论可以帮助投资者关注企业的内在价值, 识别潜在投资风险, 同时引导投资者践行长期投资以及价值投资理念, 以上特性使 ESG 投资理论受到了机构投资者的青睐。养老保险基金 (简称“养老基金”) 拥有着大体量的管理资金, 因其特有的社会属性、避险属性以及长期属性, 与 ESG 投资理论高度契合。作为全球最具影响力的负责任投资组织之一, UNPRI 的其中一项特征就是要求养老基金等机构投资者签名。加入 UNPRI 即要求机构投资者

需要将 ESG 事项融入日常的投资分析以及投资决策过程中，并遵守 ESG 事项的适当性披露等投资原则。根据 UNPRI 官网显示，截至 2022 年 7 月，UNPRI 管理的资产总规模超过了 121 万亿美元，全球共有 5020 家机构签署了 PRI，其中包括多家国际知名养老基金机构投资者。目前我国已有 102 家机构签署了 UN PRI，其中包含了 13 家社保基金委托管理人以及 15 家养老基金投资机构。表明 ESG 投资在我国已形成共识，投资热情也在持续升温。

ESG 信息披露以及评级体系有助于养老基金筛选出具有社会责任感、关注可持续发展以及公司治理表现优秀的上市企业，辅助养老基金选择更为明确的投资方向，从而帮助养老基金创造长期稳健的投资回报。根据《2020 年全球 ESG 投资发展报告》披露整理，多国政府相继颁发了政策性指导文件，以推动 ESG 投资理论在养老基金投资管理过程中的应用。如英国养老金管理委员会于 2016 年发布指引，规定 DC 型和 DB 型养老金计划的受托人在投资管理过程中需纳入 ESG 因素；2018 年继续发布了《养老金保障基金条例》和《职业养老金计划条例》，该条例明确要求养老金受托人在制定投资决策和实施投资行为中需要加入 ESG 因子。日本金融服务局（FSA）于 2014 年、美国劳工部于 2015 年以及加拿大金融服务监管局（SFS）于 2015 年均发布了政策文件并要求养老基金需践行 ESG 投资理论并将其纳入投资决策等。欧洲保险和职业养老金管理局（EIOPA）于 2016 年发布 IORP II 指令，对养老基金在投资管理过程中运用 ESG 投资理论提出了具体的要求。美国员工福利保障局（EBSA）于 2018 年发布的第 2018-01 号实操辅助公告中表示，ESG 因子的权重在投资者实施另类投资估值时需要与其他相关的经济因子所涉及的风险回报水平相同。其他国家如加拿大、巴西和韩国等均颁布了相关法规，明确要求养老基金需要将 ESG 因素纳入投资决策和投资行为中。

ESG 投资理论持续受到国际社会的关注和主流机构投资者的重视，推动了中国养老基金市场化改革的快速发展。由于养老基金管理的资产规模庞大，因此需要通过制定一系列投资组合并实施有效的管理策略来达到预期的收益目标。ESG 因子成为了养老基金制定投资组合，执行投资计划过程中考虑的重要因素。ESG 投资是通过考察企业的非财务表现并挖掘出企业的内在价值的一种投资方法，该方法有助于投资者筛选出具有良好的社会责任感的企业。同时，ESG 表现优异的

企业通常具有较强的抗风险能力，能够在金融危机时刻有效降低股价下行的风险，助力投资者获得更好的投资回报。

根据国家统计局公布的全国第七次人口普查数据显示，我国 60 岁及以上人口占比为 18.7%，65 岁及以上人口占比为 13.5%。按照联合国的评判标准，我国已经进入了老龄化国家的行列。同时，基于现收现付方式下的养老保险制度安排，我国养老基金收支缺口呈逐步扩大的趋势，养老基金未来可持续发展将受到严重的影响，而通过权益市场进行投资是实现养老基金保值增值的重要着力点。由于国内大部分机构投资者主要是商业机构，为了赢得投资者的信任，机构投资者更倾向于追求中短期收益，投资久期偏短，投资规模和盈利能力是主要的考虑因素。养老基金的资金来源具有强制性，并且养老基金的投资久期更长，因此养老基金在追求保值增值的同时更注重基金的安全性。近年来，海外众多国家主权养老基金积极地探索 ESG 投资理论，积累了丰富的投资经验，并表明养老基金参与 ESG 投资有利于实现长期稳定收益。本文基于以上背景探讨我国养老基金与 ESG 投资理念相结合的相关性，为推动养老基金加速市场化改革提供思路。

### 1.1.2 研究意义

当前我国政府正在逐渐放开对养老基金投资品种、投资比例和投资规模的限制，同时积极推行政策并引导养老基金进行市场化改革。在此背景下，研究养老基金的投资架构以及投资行为具有十分重要的理论意义和实践意义。

(1) 理论意义。经过近半个世纪的发展，ESG 投资从最初仅通过宗教信仰指导投资活动的伦理投资到现在形成了清晰的投资框架与投资体系。全球经济的高速发展的背景下，可持续发展呼声逐年提高，ESG 投资理论不仅是一个学术问题，也成为了一项实践问题。学术界关于 ESG 投资的研究结论必然对经营者的经营决策带来直接的影响。本文系统地梳理了 ESG 投资理论的相关支持理论以及投资组合理论，如利益相关者理论从多方共赢的角度解释了企业经营者实施社会责任投资能够为企业增加社会价值以及财务价值；投资组合理论则从数学模型角度为投资者构建投资组合获取投资回报提供理论依据，进一步完善和丰富了 ESG 投资体系。

随着 ESG 投资成为社会可持续发展与高质量发展的重要载体，ESG 因子也

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/017156033043010043>