

摘 要

近年来, 顺应着我国经济形势的快速发展, ESG 逐渐受到来自各方的重视。ESG 理念由企业社会责任发展而来, 提倡企业加强对环境、社会、治理等方面的治理, 以此来抵消经济增长对社会、环境等方面带来的负面影响, 从而达到绿色可持续发展的目的。ESG 理念中的可持续发展与“十四五”计划纲要中提出的高质量发展、绿色低碳等目标高度一致。研究和发展 ESG 体系建设, 对于我国解决环境保护、企业社会责任等问题具有重要意义。

ESG 由环境、社会、治理三大方面构成, 它不光是一种可持续发展的价值观, 同时还是一种新型的投资理念。目前学术界对于 ESG 的研究仍处于起步阶段, 研究领域主要集中在 ESG 表现、ESG 信息披露和 ESG 投资三个方面。企业的 ESG 表现通过信息披露反应到资本市场, ESG 评级基于 ESG 表现和 ESG 信息披露制定, 为 ESG 投资提供一种评价和比较的方法。

本文研究了 ESG 表现反应到资本市场这一过程。选取 ESG 评级代表 ESG 表现、股票超额收益代表资本市场反应, 同时研究投资者情绪在这一过程中起到的影响。通过文献整理和理论分析, 提出假设并且建立模型。以 2017-2021 年间 2292 家上市公司作为研究样本进行实证分析。得出结论: 良好的 ESG 评级对股票超额收益有着促进作用; 投资者情绪在这一过程中起到了调节作用, 即投资者情绪越高, 企业 ESG 评级对超额收益率的作用更明显。随后通过分组回归, 对产权性质和地区市场化程度进行进一步分析, 得出结论: 非国有企业中, ESG 表现对股票收益带来的促进效果更好; 在市场化程度高的地区, ESG 表现才与股票收益呈正相关关系。最后通过稳健性检验, 验证了研究结果的可靠性。

最后基于结论提出建议, 从政府监管、上市公司以及投资者三个方面议: 监管机构可以着手建立具有权威性的 ESG 评级机构, 从政策层面健全完善 ESG 信息披露制度; 上市公司努力提升 ESG 表现, 并且调整 ESG 披露内容, 更加侧重环境保护方面; 投资者加强个人教育, 通过全面系统学习降低投资者情绪对决策投资的影响, 同时学习 ESG 投资理念, 制定更为科学的投资策略。

本文从投资者这一视角出发, 通过引入投资者情绪, 分析 ESG 表现与股票收益之间的关系, 在研究视角上进行了一定程度的创新, 从实证角度验证了 ESG 表现对股票收益这一过程中, 投资者情绪起到的调节作用。同时从产权性质, 市场

化程度等角度分析了 ESG 表现对投资者行为的差异化影响，丰富 ESG 投资方面的研究，为投资者进行 ESG 投资提供一定的参考。

关 键 词： ESG 表现；投资者情绪；股票超额收益

Abstract

In recent years, ESG gradually gets more and more attention due to the rapid development of our economic situation. The concept of ESG, developed from corporate social responsibility, advocates that enterprises strengthen environmental, social, governance and other aspects of governance, so as to offset the negative impact of economic growth on social, environmental and other aspects, so as to achieve the purpose of green and sustainable development. Sustainable development in the ESG concept is highly compatible with the goals of high-quality development, green development and low-carbon development proposed in the 14th Five-Year Plan. It is of great significance to study and develop ESG system construction to solve environmental protection and corporate social responsibility problems.

ESG consists of three aspects: environment, society and governance. It is not only a value of sustainable development, but also a new investment concept. At present, the academic research on ESG is still in its infancy, meanwhile the research fields mainly focus on three aspects: ESG performance, ESG information disclosure and ESG investment. The ESG performance of enterprises is reflected in the capital market through information disclosure. The ESG rating is formulated based on ESG performance and ESG information disclosure to provide a method of evaluation and comparison for ESG investment.

This paper studies the process of ESG performance reflecting the capital market. Select ESG rating to represent ESG performance and stock excess return to represent capital market reaction, and study the influence of investor sentiment in this process. Through literature collation and theoretical analysis, hypotheses are proposed and models are established. From 2017 to 2021, 2,292 listed companies were taken as research samples for empirical analysis. The conclusion is that good ESG rating has a promoting effect on stock excess return; Investor sentiment plays a moderating role in this process, that is, The higher the investor sentiment, the more pronounced the impact of ESG ratings on excess returns. Then, through grouping regression, the property rights nature and regional marketization degree are further analyzed, and the conclusion is

drawn: among non-state-owned enterprises, the performance of ESG has a better promoting effect on stock returns. In regions with high marketization degree, ESG performance is positively correlated with stock returns. Finally, the robustness test verifies the reliability of the research results.

Finally, suggestions are proposed from three aspects based on the conclusion, including government supervision, listed companies and investors. regulators can start to establish authoritative ESG rating agencies, and improve the ESG information disclosure system from the policy level; Listed companies strive to improve the performance of ESG, and adjust the disclosure content of ESG to pay more attention to environmental protection; Investors should strengthen personal education, reduce the impact of investor sentiment on investment decisions through comprehensive and systematic learning, and learn ESG investment concepts to develop more scientific investment strategies.

By introducing investor sentiment, this paper analyzes the relationship between ESG performance and stock returns from the investor perspective and provides some innovations in the research perspective. From an empirical perspective, it verifies the regulating effect of ESG performance on investor sentiment in the process of stock returns. At the same time, it analyzes the differentiated influence of ESG performance on investor behavior from the perspective of property right nature and marketization degree, so as to enrich the research on ESG investment and provide certain reference for investors to make ESG investment.

Key words: ESG Performance; Investor Sentiment; Stock excess Return

目录

第 1 章 绪论.....	1
1.1 研究背景与意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 研究思路与框架.....	3
1.2.1 研究思路.....	3
1.2.2 研究框架.....	4
1.3 研究方法.....	5
1.3.1 文献研究法.....	5
1.3.2 实证分析法.....	5
1.4 创新点.....	5
第 2 章 文献综述.....	6
2.1 ESG 概述.....	6
2.1.1 ESG 表现.....	6
2.1.2 ESG 信息披露.....	9
2.1.3 ESG 投资.....	10
2.2 ESG 表现与股票收益.....	11
2.3 投资者情绪与股票收益.....	11
2.4 文献述评.....	13
2.5 本章小结.....	13
第 3 章 核心概念界定与相关理论基础.....	14
3.1 核心概念界定.....	14
3.1.1 ESG 评级.....	14
3.1.2 投资者情绪.....	16
3.1.3 股票超额收益.....	16
3.2 相关理论基础.....	17
3.2.1 有效资本市场理论.....	17
3.2.2 行为金融理论.....	18
3.2.3 信息不对称理论.....	18
3.2.4 经济外部性理论.....	19
3.2.5 可持续发展理论.....	20

3.3	本章小结.....	20
第 4 章	研究设计.....	21
4.1	理论分析.....	21
4.2	研究假设.....	21
4.2.1	ESG 表现对股票收益有促进作用	21
4.2.2	投资者情绪在 ESG 对股票收益的影响中具有调节作用.....	22
4.3	样本选取和数据来源.....	23
4.4	变量描述.....	23
4.4.1	被解释变量	23
4.4.2	解释变量	24
4.4.3	控制变量及变量表	26
4.5	建立模型.....	26
4.6	本章小结.....	27
第 5 章	实证结果与分析.....	28
5.1	描述性统计分析.....	28
5.1.1	主要变量描述性统计	28
5.1.2	ESG 评级的描述性统计	28
5.1.3	投资者情绪的描述性统计	29
5.2	相关性分析与多重共线性分析.....	30
5.2.1	相关性分析.....	30
5.2.2	多重共线性检验	31
5.3	多元回归分析.....	31
5.3.1	ESG 评级与股票超额收益的回归分析	31
5.3.2	投资者情绪的调节作用	32
5.4	稳健性检验.....	33
5.4.1	替换 ESG 评分体系	33
5.4.2	滞后一期检验	34
5.5	进一步分析.....	35
5.5.1	不同产权性质下的比较分析.....	35
5.5.2	不同市场化程度下的比较分析	37
5.6	本章小结.....	38
第 6 章	结论与对策建议.....	40
6.1	研究结论.....	40

6.2 对策建议.....	40
6.2.1 建立权威的 ESG 评价机构	40
6.2.2 健全完善 ESG 信息披露制度	41
6.2.3 上市公司提升 ESG 表现	42
6.2.4 上市公司调整 ESG 披露内容	43
6.2.5 加强投资者个人教育	43
6.2.6 普及 ESG 投资理念	44
6.3 研究不足及展望.....	45
参考文献.....	46
致谢.....	52

第 1 章 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

近年来，顺应着我国经济形势的快速发展，ESG 逐渐受到来自各方的重视。ESG 理念由企业社会责任发展而来，提倡企业加强对环境、社会、治理等方面的治理，以此来抵消经济增长对社会、环境等方面带来的负面影响，从而达到绿色可持续发展的目的。2021 年，“十四五”计划纲要中，进一步强调了高质量发展这一理念，而 ESG 正是实现高质量发展的有力工具。同年，“碳达峰、碳中和”目标被写入《政府工作报告》。ESG 理念中可持续发展与高质量发展、绿色低碳的目标高度一致。

2004 年，联合国全球契约组织（UNGC）提出了 ESG 概念，之后在各国监管机构、投资机构的努力下，ESG 理念的内涵逐渐丰富，边界逐渐明确，形成了一套具有多方认同，具有可操作性的系统方法论。从全球范围来看，ESG 可持续发展理念经过十几年的发展和完善，形成了一套完整的指标体系。目前，国际上很多组织将 ESG 纳入自己的考核标准中，部门国家的监管机构开始要求上市公司对 ESG 相关信息进行披露，并且多数为强制性披露。

我国 ESG 发展起步较晚，但仍然受到了政府以及相关组织机构的重视。近年来，我国出台了一系列政策来推动 ESG 的发展，2018 年 5 月，证监会在《关于共同开展上市公司环境信息披露工作的合作协议》中开始强化上市公司的 ESG 披露工作，明确了 ESG 披露的基本框架，同年 11 月，证券投资基金业协会发布了《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》，构建上市公司 ESG 评价体系指标。2020 年 9 月深交所、沪交所先后发力，推动 ESG 披露从“自愿披露”向“强制披露”过渡。监管政策的加强使得众多企业开始重视社会责任的履行工作，从而向高质量发展看齐。

目前来看，我国并没有强制要求所有上市企业披露自身 ESG 信息。同时我国 ESG 评价体系并未形成统一的标准。在国际上，目前主要的指数公司都已经推出了自己的 ESG 评价体系，并推出了相关的理财产品。比较成熟的有：KID、

MSCI、汤森路透、富时罗素等。相比之下，我国起步较晚，也并未形成统一的标准体系，目前已有一些机构构建了评价指标体系，如华政、商道融绿等。总的来说，国内 ESG 发展尚处于初期。

随着 ESG 在国内发展的逐渐加快和 ESG 披露逐渐受到监管部门的重视，投资者开始关心起来上市公司的 ESG 表现。同时，各大 ESG 评级机构开始进入大众的视野，成为投资者了解上市公司 ESG 表现的一大重要途径。投资者通过考察上市公司在环境保护，社会责任等方面的履行情况，从而增加了对企业认可程度。企业在绿色发展方面的投入也通过 ESG 披露、评估机构的 ESG 报告最终传达给了投资者，最终反馈到自身效益的提升。

随着绿色发展，高质量发展目标在我国的迅速普及，以及资本市场对 ESG 的关注程度的增加。当企业在面临这种政策环境中时，ESG 表现是否会对股票收益产生影响。基于上述背景，本文将探讨 ESG 评级、股票收益二者存在的关系，后面进一步深入，探讨投资者情绪在 ESG 评级和股票收益之间影响机制。

1.1.2 研究意义

ESG 体系符合我国的发展战略，其与高质量发展、绿色低碳等目标高度一致。研究 ESG 表现如何影响股票收益以及投资者情绪在其中的作用，具有一定的理论意义以及实践意义。

（1）理论意义

文章研究了企业 ESG 表现是作用于股票收益以及投资者情绪在其中的作用。先前关于 ESG 研究的文献，大多关注于 ESG 表现是如何影响到企业价值的，从股票收益以及投资者情绪角度出发文章比较少。文章补充了相关方面的研究，从现有文献来看，投资者情绪对股票收益的影响尤为显著，所以本文把 ESG 表现作为一个整体进行研究，探讨其是如何影响股票收益，同时把投资者情绪引入，研究其是如何调节股票超额收益的。此外，企业的所有权性质、所处地区的市场化程度如何，本文也会进一步探讨。从而丰富 ESG 投资及 ESG 评级方面的研究文献。

（2）现实意义

ESG 发展理念与我国目前的发展战略相符，本文的研究结论发现 ESG 表现好的企业会对股票超额收益带来正向的促进作用，同时投资者情绪在二者之间起

到了正向的调节作用。这一方面会促进企业对 ESG 活动的看法，通过积极的履行企业社会责任来提升企业自身的效益；另一方面，也为资本市场中的投资者提供了投资依据，市场情绪高涨时，高 ESG 表现的企业是具有投资价值的。此外，也可以为政府及监管部门出台相关政策提供决策依据，从而完善市场制度，充分发挥规范者的作用。

1.2 研究思路与框架

1.2.1 研究思路

文章的研究样本来自 2292 家 A 股上市公司 2017-2021 年期间的数据。通过固定效应模型分析了 ESG 表现与股票收益之间的关系，共分为 6 章。

第一章：绪论。针对本文主要内容的相关背景，研究意义、研究思路和框架、研究方法以及创新点进行了系统的分析和说明。

第二章：文献综述。从 ESG 概述，投资者情绪与股票收益、ESG 表现与股票收益三个部分对国内外的文献进行梳理。通过对以往文献的搜集、整理、述评，确定好文章的研究重点。

第三章：概念界定与理论基础。本部分对论文中涉及的 ESG 评级、投资者情绪、股票超额收益等核心概念进行了界定，同时针对与论文选题有关的理论进行分析，其中包括：有效资本市场理论、行为金融理论、信息不对称理论、经济外部性理论、可持续发展理论。通过对概念和理论的分析为后文实证检验奠定基础。

第四章：研究设计。本文的重点章节，通过对先前文献和理论的梳理总结，分析了 ESG 是如何影响股票收益的，其次加入了投资者情绪这一指标，分析了其在二者关系里起到了调节作用。再次研究了不同产权性质，不同市场化程度的异质性分析，进而引出四个假设。最后介绍了 ESG 表现、投资者情绪，股票收益等指标的选取，以及本文模型的建立。

第五章：实证结果与分析。在前文理论基础和模型建立下，选择股票超额收益（AR）做被解释变量，ESG 评级、投资者情绪做解释变量。通过 Stata17 进行描述性统计、相关性分析、多元回归、稳健性检验四个部分展开研究，验证前文提出的假设。

第六章：结论与对策建议。本章主要是根据前文的实证检验结果对前文进行总结，对股票投资者和相关主体根据相关结果提出具有针对的政策建议，为进一步完善上市公司 ESG 表现、投资者情绪以及股票收益的相关研究提供参考。

1.2.2 研究框架

本文的整体研究框架如下图 1-1 所示：

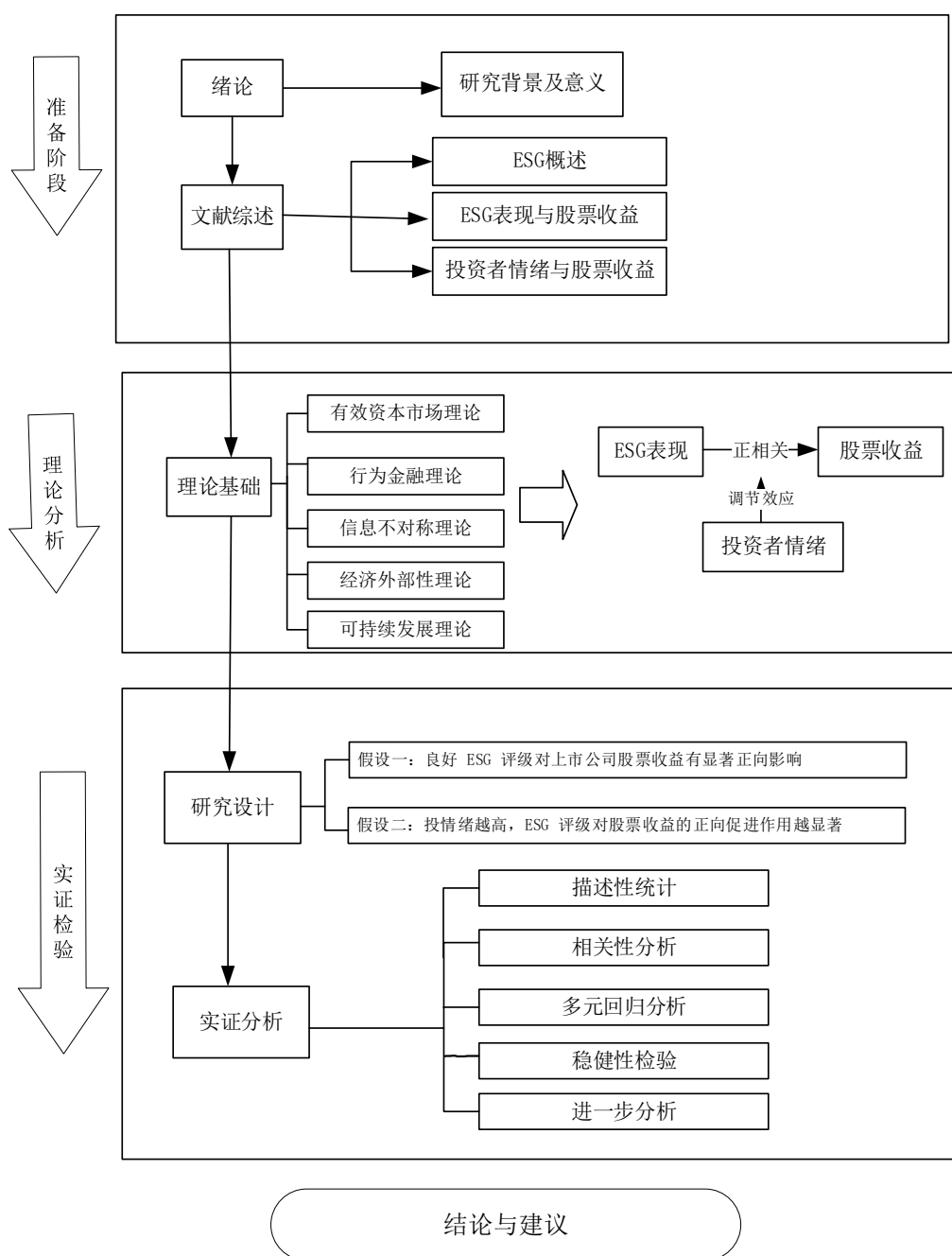


图 1-1 整体研究框架图

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/176114031143010202>