

摘 要

推动企业可持续绿色发展是实现经济高质量发展的重要环节,如何引导企业既高速又绿色地发展是亟待回答的重要问题。环境-社会责任-公司治理(ESG)体现了经济发展、环境保护、社会公正三位一体的可持续发展理念,为可持续绿色发展提供了系统性、可量化的操作框架。在强调可持续投资的背景下,ESG对估值的影响日益凸显。ESG不仅可以通过影响企业损益、内部运营创造价值,还可以通过释放信号、提升声誉等方式创造价值。学术界已有部分研究探究了ESG与企业价值之间的关系,但现有文献多是从环境责任、社会责任、公司治理单个维度考察其对企业价值的影响,或从ESG总体角度对企业价值的影响进行线性检验。然而,ESG并非单一维度,其包含的环境、社会责任和公司治理对企业价值的作用机制不同,也就造成ESG与企业价值之间的关系变得错综复杂。本文基于集合论思想,采用模糊集定性比较分析方法(fsQCA),从组态视角探究环境、社会责任和公司治理的组态效应对企业价值的影响,挖掘其复杂因果机制,并结合案例进一步分析企业通过差异化ESG策略提升企业价值的不同路径,以进一步探索企业可持续发展之路。

考虑到医药行业兼具科技、制造和消费多重属性,再加上药物具有生命相关性、政府强监管等特性,因而被赋予更高的社会与道德要求,也面临着多重风险,包括药物研发、药品生产、废弃物处理、原材料来源和产品流通与召回等方面的风险,在ESG层面受到更高关注。同时,根据灼鼎咨询发布2022年ESG发展白皮书,目前发布ESG相关报告最多的行业为医药行业。因此,本文选择医药制造业作为研究的样本企业。

研究发现:第一,ESG体系下单个要素均不是产生高企业价值的必要条件,但高效的资源使用、优良的排放和人权表现对提升企业价值发挥着较为普适的作用。第二,企业可以通过三条差异化的ESG策略来提升企业价值,包括环境友好下的社区服务型、环境友好下的股东驱动型,以及股东驱动与社区服务“强强联合”型,呈现出我国企业可持续绿色发展的多元路径。第三,社区表现与股东表现之间具有替代性关系,说明在我国当前环境下,企业ESG行为尚未完全从股东利益主导转向多元利益主导的情境。本文的研究结论有助于揭示企业通过差异化ESG策略提升企业价值的不同

路径，为进一步探索企业可持续绿色发展之路提供启示。

关键词：ESG；企业价值；组态研究；fsQCA

Abstract

Promoting sustainable and green development of enterprises is an important part of achieving high-quality economic development, and how to guide enterprises to develop rapidly and green is an important question that needs to be answered urgently. Environmental-Social Responsibility-Corporate Governance (ESG) embodies the sustainable development concept of economic development, environmental protection and social justice, and provides a systematic and quantifiable operational framework for sustainable green development. In the context of the emphasis on sustainable investing, the impact of ESG on valuation is becoming increasingly prominent. ESG can not only create value by influencing corporate profits and losses, internal operations, but also by releasing signals and enhancing reputation. Some studies in academia have explored the relationship between ESG and corporate value, but most of the existing literature examines its impact on corporate value from the single dimensions of environmental responsibility, social responsibility and corporate governance, or conducts a linear test on the impact on corporate value from the overall perspective of ESG. However, ESG is not a single dimension, and its environmental, social responsibility and corporate governance have different mechanisms on corporate value, which makes the relationship between ESG and corporate value intricate. Based on the idea of set theory, this paper adopts the qualitative comparative analysis method of fuzzy set to explore the impact of the configuration effects of environment, social responsibility and corporate governance on enterprise value from the perspective of configuration, explore their complex causal mechanisms, and further analyze the different paths of enterprises to enhance enterprise value through differentiated ESG strategies based on case studies, so as to further explore the road of sustainable development of enterprises.

Considering that the pharmaceutical industry has multiple attributes of technology, manufacturing and consumption, coupled with the characteristics of drugs being life-related and strong government supervision, it is endowed with higher social and ethical requirements, and also faces multiple risks, including risks in drug research and development,

drug production, waste disposal, raw material sources, product circulation and recall, etc., which have received higher attention at the ESG level. At the same time, according to the 2022 ESG Development White Paper released by Zhuoding Consulting, the industry with the most ESG-related reports is the pharmaceutical industry. Therefore, this paper selects the pharmaceutical manufacturing industry as a sample enterprise for the study.

It is found that: First, none of the individual elements in the ESG system are necessary conditions for generating high corporate value, but efficient resource use, excellent emissions and human rights performance play a more universal role in enhancing corporate value. Second, corporates can enhance their corporate value through three differentiated ESG strategies, including environment-friendly community service, environment-friendly shareholder-driven, and "strong combination" of shareholder-driven and community service, showing a diversified path for the high-quality development of Chinese corporates. Third, there is an alternative relationship between community performance and shareholder performance, indicating that in the current environment in China, corporate ESG behavior has not completely shifted from a situation dominated by shareholders' interests to dominated by multiple interests. The research conclusions of this paper help to reveal different ways for corporates to enhance corporate value through differentiated ESG strategies, and provide enlightenment for further exploring the path of sustainable green development of corporates.

Key words: ESG; Corporate Value; Configuration Studies; fsQCA

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景和研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	3
1.2 研究思路、方法与研究框架	4
1.2.1 研究思路	4
1.2.2 研究方法	5
1.2.3 研究框架	6
1.3 创新点	8
第 2 章 文献综述	9
2.1 ESG 表现与企业价值的相关研究	9
2.2 环境、社会和公司治理与企业价值的相关研究	10
2.2.1 环境表现与企业价值	10
2.2.2 社会责任表现与企业价值	11
2.2.3 公司治理表现与企业价值	12
2.3 文献述评	13
第 3 章 概念界定与理论基础分析	15
3.1 相关概念界定	15
3.1.1 ESG	15
3.1.2 企业价值	17
3.2 理论基础	18
3.2.1 可持续发展理论	18
3.2.2 利益相关者理论	19
3.2.3 委托代理理论	20
3.2.4 信号传递理论	20
3.3 ESG 与企业价值的理论分析	21
3.3.1 环境表现对企业价值的影响机制	21
3.3.2 社会责任表现对企业价值的影响机制	21
3.3.3 公司治理表现对企业价值的影响机制	22
3.4 本章小结	22

第 4 章 研究设计与数据收集	24
4.1 研究设计	24
4.2 数据来源与样本选取	27
4.3 变量测度	28
4.3.1 条件变量	28
4.3.2 结果变量	28
4.4 本章小结	29
第 5 章 模糊集定性比较分析	31
5.1 变量的校准	31
5.2 条件检验	32
5.2.1 前因条件的必要性分析	32
5.2.2 构建真值表	33
5.3 条件构成分析	33
5.3.1 高企业价值的充分性分析	33
5.3.2 条件组合典型案例	35
5.3.3 条件组合归纳讨论	37
5.4 稳健性检验	37
5.4.1 提高阈值	37
5.4.2 更换变量	38
5.5 本章小结	39
第 6 章 结论及建议	40
6.1 研究结论	40
6.2 政策建议及启示	40
6.3 研究局限及展望	41
致谢	46

第 1 章 绪论

1.1 研究背景和研究意义

1.1.1 研究背景

企业是一个经济组织，追求的是未来收益；《价值评估》将企业价值定义为未来绩效的大小。现代经济学理论中，企业是“一种资源配置的机制”，企业既可以对社会上的经济资源进行优化与配置，也可以降低社会“交易成本”。对于企业来说，最重要的就是自身价值的大小，如今世界经济结构巨变，推动企业价值增加的因素发生了变化，企业的发展模式也发生了变化，逐渐转向多元驱动发展战略。

在党的十九大报告中，习近平总书记指出，我国经济已由高速发展阶段转向高质量发展阶段。随着这一经济发展阶段的转变，作为经济发展微观主体的企业也正逐步跨入可持续发展的轨道，以实际行动助力高质量发展。企业追求的不能是利润最大化，而应是价值最大化，企业价值最大化不仅在乎的是企业的合理利益，更在乎的是企业所创造的社会财富。只有当企业把战略、目标、眼光都聚焦在创造社会财富上时，才算实现了其真正的价值。然而，受企业“利润最大化”的影响，一些企业仍无法践行可持续绿色发展，不能在保护环境、维护公众利益等方面做出相应的努力。

环境、社会和公司治理，即 ESG，是企业的一个综合性指标，主要用来衡量企业在环境、社会和公司治理方面的表现，投资者可以据此来判断企业经营的可持续性。不同于传统的企业标准，ESG 关注企业的非财务绩效，包括环境、社会和公司治理，强调企业在环境、社会和公司治理方面的责任。通过这一指标，投资者可以观测到企业是否拥有更好的环境表现、更好的社会责任表现以及更好的公司治理表现，了解企业的贡献程度，是否在促进社会可持续发展方面做出努力，从而判断企业是否符合可持续发展的要求^[1]。近年来，ESG 理念备受国内外关注，这是由于 ESG 评估带来的作用，包括为投资者们带来的提示。三鹿奶粉事件、瑞幸咖啡财务造假等风险事件的发生，表明一些企业存在着非财务风险，一经爆出就可能导致股价暴跌，其所造成的影响引起投资者们的反思，同时也提醒了评级机构要做好相关方面的评估。在这样的背景下，越来越多的机构投资者在进行投资时都开始关注与环境、社会和公司治理相

关的投资。

自上世纪中期以来，已有多项关于 ESG 的研究，ESG 表现既能向外界展示企业是否积极履行 ESG 责任，又能敦促企业在 ESG 的履行上更进一步。一般而言，当企业拥有更好的 ESG 表现时，会有更低的融资成本、更低的财务风险以及更高的投资效率，而且会向外界传递积极的信号，因此，在对企业的价值进行评估时，企业就会拥有更好的自由现金流，获得更高的永续增长率以及更低的加权平均资本成本，从而得到更高的估值。对于企业而言，为了获得更好的 ESG 表现，以此来提升企业价值，就必然要进行资源配置，在某些方面进行相应的投入，当然，这不仅仅是一种投入，更算得上是一种投资。既然是投资，就会面临选择，那么对于企业而言，对 ESG 指标下哪些要素进行投资能够最大限度地提升企业的价值就成为一个重要的问题。

ESG 的热度越来越高，国内外政府机构也紧跟步伐，并在相关方面采取了一些行动。尽管国内 ESG 起步晚于国外，但近期随着国内各个领域对 ESG 关注程度的不断提高，国内 ESG 也得到了进一步发展。2018 年发布的《上市公司治理准则》要求上市公司披露 ESG 相关信息，后续颁布的《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》以及《绿色投资指引（试行）》也指出了践行 ESG 的重要性，这在一定程度上促使企业重视环境、社会和公司治理责任。2022 年 3 月，国务院国资委成立社会责任局，引导企业践行 ESG 理念，主动适应国际标准，更好推动可持续，释放出了全面建设 ESG 的信号；同年 4 月，中国证监会发布《上市公司投资者关系管理工作指引（2022）》，首次将 ESG 纳入投资者关系管理；同年 5 月，国资委印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》，引导上市公司贯彻落实新发展理念，构建具有中国特色的 ESG。可见，中国即将搭上构建 ESG 的“快车道”，企业 ESG 彰显企业发展的质量，对企业未来的可持续发展具有重大影响，因此，对 ESG 的研究与关注格外重要。

ESG 强调衡量企业价值，需要考虑环境、社会责任及公司治理表现，学术界已有部分研究探究 ESG 与企业价值之间的关系，但现有的文献多是从某个侧面，比如环境责任、社会责任、公司治理单个维度考察其对企业价值的影响，或从 ESG 总体角度对企业价值的影响进行线性检验，然而，ESG 并非单一概念，其包含的环境、社会责任和公司治理对企业价值的作用机制不同，也就造成 ESG 与企业价值之间的关系变得错综复杂。以往基于线性思维的统计方法难以发现各个要素之间的关联机制及其

差异关联关系，基于集合论的组态研究可以有效地解决此类问题^[2]。一方面，环境责任、社会责任和公司治理在影响企业价值过程中可能存在互补、替代或抑制效应，组态研究有助于分析不同的前因组态下相关因素间表现出的不同互动关系。另一方面，不同企业可能通过环境因素、社会责任、公司治理的不同组合，形成多元的高企业价值路径，组态研究有利于探究引致同一结果的多种路径，以及提升企业价值的关键因素。鉴于此，基于集合论的思想，本文采用模糊集定性比较分析方法（fsQCA），从组态视角探究环境、社会责任和公司治理的组态效应对企业价值的影响，挖掘其复杂因果机制，并结合案例进一步分析企业通过差异化 ESG 策略提升企业价值的不同路径，以进一步探索企业可持续发展之路。

1.1.2 研究意义

1.理论意义

（1）丰富了 ESG 对企业价值的影响研究

目前在 ESG 与企业价值的相关研究中，尽管国内外有不少关于 ESG 与企业价值的相关实证研究，但大多数研究都聚焦于 ESG 综合指标的表现对企业价值的影响，或者是从其中一个角度，即从环境表现方面来探究其对企业价值的影响，从 ESG 的多个维度出发并进一步探究多个要素的组合对企业价值的影响的相关研究并不多见。本文通过探索 ESG 不同要素组合的组态效应对企业价值的影响，对相关内容进行丰富与延伸。

（2）丰富了定性比较分析方法（QCA）的应用

QCA 能够系统化调查事件产生的成因及其内部转化成因子中间的互动交流关系、概率关系组成。在早期，QCA 多用于政治学、社会学等学科，近年来在管理学学科领域中逐渐受到学者们的关注并且相关应用也在逐渐增加。本文将 QCA 这一研究方法应用于 ESG 对企业价值的影响研究中，能够拓展 QCA 的应用范围，具有一定的理论意义。

2.现实意义

（1）对比分析了 ESG 不同要素组合对企业价值的影响效果

提高 ESG 的表现是助力企业提升自身价值的重要手段，将 ESG 这一综合指标进

行细分，把 ESG 细分成多个维度，探究 ESG 体系下不同要素组合的组态效应对企业价值的影响效果，有利于比较 ESG 不同要素组合的联动效果，可以帮助企业更好地识别提升企业价值的关键因素，结合经济发展趋势进行相应的建设与资金投入，提升自己在 ESG 方面的表现，从而能够提高企业自由现金流，获得更高的永续增长率以及更低的加权平均资本成本，进而帮助企业获得更高的估值，增强企业的核心竞争力。

（2）进一步推动社会 ESG 建设，促进经济可持续发展

本文通过探究 ESG 不同要素组合的组态效应对企业价值的影响，进一步验证了更好的 ESG 表现对企业价值具有提升效果，可以帮助企业更快地意识到提升自身 ESG 表现的重要性，从而指引企业研究 ESG 策略，进行相应投入与建设，提高自身资源配置效率，进而可以提升整个社会的资源配置效率，有利于推动社会 ESG 建设，对于促进经济的可持续发展至关重要。

1.2 研究思路、方法与研究框架

1.2.1 研究思路

从研究目的出发，本文主要从以下几个方面来展开本文内容：

第一部分：提出问题。立足于我国由高速发展阶段转向高质量发展阶段的经济形势以及“双碳目标”的社会背景，分析提升企业 ESG 对企业价值的重要作用，同时也论证本研究具有一定的现实意义。在此基础上，提出本文的研究目的，然后根据研究目的结合相关研究方法搭建本文的基本框架，为后文梳理总结理论分析与作用机制奠定基础。

第二部分：理论基础。为了给本文所研究的问题提供一个有力的理论支撑，本部分对 ESG、环境、社会责任和公司治理与企业价值的相关文献进行了相应的梳理，综合比较分析现有研究中学者们的观点并进行一定程度的总结，在总结的基础上寻找观点的空缺，挖掘进一步研究的突破口。然后，通过对 ESG、环境、社会、公司治理和企业价值进行概念界定，以进一步明确概念，随后，梳理 ESG、环境、社会和公司治理影响企业价值的相关理论，完善理论分析框架。最后，在理论分析的基础上，分析 ESG 不同要素组合的组态效应对企业价值的影响机制，为后文研究内容的展开作铺垫。

第三部分：模糊集定性比较分析。在上文理论分析的基础上，选取前因条件，并对 ESG 不同要素组合的组态效应影响企业价值的必要性进行探究，提出本文的研究思路，即应用模糊集定性比较分析这一研究方法，借助其研究特性对 ESG 组态效应与企业价值的关系进行研究讨论。以我国医药制造业作为本文的研究样本，探究 ESG 不同要素组合与企业价值之间的关系。最后，在上述研究的基础之上进行相应的稳健性检验，增强结论的可靠性。

第四部分：归纳与总结。根据第三部分得到的研究结果，归纳总结提升企业价值的不同 ESG 路径，分析不同路径间的联系与区别，针对结论提出相关建议，并阐述研究过程中遇到的局限性。

1.2.2 研究方法

本文在研究 ESG 组态效应对企业价值的影响问题上，采用了规范分析法、文献分析法以及模糊集定性比较分析法，具体如下：

1.规范分析法

本文结合可持续发展理论、利益相关者理论、委托代理理论以及信号传递理论等，分析本文所研究的问题，为本文的研究提供理论基础。

2.文献分析法

对现阶段国内外有关 ESG，ESG 与企业价值，ESG 体系下不同指标与企业价值以及 ESG 维度划分的相关文献进行梳理，结合我国可持续发展以及“双碳目标”的现状，分析 ESG 综合指标及各单一维度对企业价值的不同影响。

3.模糊集定性比较分析方法（fsQCA）

定性比较分析方法最早出现在 20 世纪 80 年代，它更多地把案例当作一个整体，关注其条件组态与结果之间的关系。在早期，QCA 多应用于政治学、社会学等学科，并以小样本案例为主，近年来逐渐在大样本案例中受到更多的关注以及广泛的应用，其中在管理学领域的应用更是逐渐受到学者的青睐，成为解决复杂因果关系的重要工具。布尔代数和集合论是定性比较分析方法在运算时的基础，以集合论为基础的组态研究能够探究前因条件之间的互补、替代和抑制等互动关系对被解释变量的影响。定性比较分析方法有多个形式，现在有关定性比较分析的研究中，大多数研究采用的是

清晰集 (csQCA) 和模糊集 (fsQCA), 并且多应用于小样本案例中。其中, 在 csQCA 中, 变量取值为 0 或 1, 而在 fsQCA 中, 通过校准可将数据转化为 0~1 之间的具体值, 既可以避免对案例进行粗糙分类, 又能保留集合理论原则, 可以充分捕捉前因条件的变化所带来的影响。因此, 模糊集定性比较分析方法可以更清晰地呈现出变量的变化。

对于传统的实证方法, 在它的假设中, 各个因素之间是相互独立的, 并且无法解释多因素间的交互作用^[2]。而定性比较分析方法区别于传统的定量分析方法, 它不讨论各个要素单独对结果产生的影响, 而是基于整体的视角, 研究条件组态对结果的影响, 这意味着该方法接受各个条件之间是相互依赖的假定, 这正是定性比较分析方法相比较于其他方法的优势所在。同时, 在定性比较分析方法中, 对于相同的结果, 可以通过不同的路径来实现, 即所谓的“殊途同归”。此外, 定性比较分析方法更适合研究小样本数据。综上所述, 本文研究 ESG 组态效应对企业价值的影响, 考虑到 ESG 各个要素与企业价值之间复杂的因果关系, 并且由于筛选后的样本规模有限, 因此本文采用定性比较分析方法中的模糊集定性比较分析方法对本文所研究问题进行探究。区别于传统实证分析方法, QCA 的一大特性就是“思想实验性”, 所以当我们采用模糊集定性比较分析方法时, 可以不做具体的假设。

1.2.3 研究框架

本文依据研究思路, 设计了如下 6 个章节:

第一章: 绪论。介绍本文的研究背景, 说明研究意义, 结合研究方法梳理研究思路并据此搭建研究框架, 阐述文章的创新之处。

第二章: 文献综述。本章根据本文需要, 研究企业价值, 分别从 ESG、环境、社会责任以及公司治理四个方面进行文献回顾, 对各研究结论进行梳理与总结, 然后在此基础上, 探索有关 ESG 与企业价值方面的研究空缺, 并据以展开后文的论述。

第三章: 概念界定与理论基础。通过百科与书籍界定 ESG、环境、社会责任、公司治理以及企业价值的相关概念, 其次梳理与 ESG 和企业价值相关的理论, 经了解, 发现相关理论主要包括可持续发展理论、利益相关者理论、委托代理理论以及信号传递理论, 根据上述相关理论, 本章对 ESG 组态影响企业价值的机制进行分析, 为后

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/198056046077006112>