

# ESG表现对企业价值的影响研究

徐紫琼

上海工程技术大学, 管理学院, 上海

收稿日期: 2022年6月4日; 录用日期: 2022年6月29日; 发布日期: 2022年7月6日

## 摘要

近年来, 随着美丽中国和生态文明建设的大力推进, 可持续发展和绿色发展理念逐渐在社会各界流行。企业在环境、社会、治理(ESG)的表现对企业各方面的影响逐渐也受到学术界的强烈关注。基于此背景下, 本文以2017~2020年度沪深上市公司的业绩为基础, 建立了一个双向固定效应模型, 对ESG水平和公司价值的相关性进行了实证研究, 并进一步分析主体异质性对这种关系的造成的差异。结果表明: ESG表现对企业价值具有显著的正向影响, 经过多重稳健性检验, 结果依然稳健, 研究发现ESG表现对企业价值的提升作用在非国有企业、东部地区的企业和非重污染行业的企业更为明显。本文得出的结论有助于延伸企业价值影响因素的研究深度, 为企业重视ESG表现提供参考和依据。

## 关键词

ESG, 企业价值, 异质性, 双向固定效应

# Research on the Impact of ESG Performance on Corporate Value

Ziqiong Xu

School of Management, Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: Jun. 4<sup>th</sup>, 2022; accepted: Jun. 29<sup>th</sup>, 2022; published: Jul. 6<sup>th</sup>, 2022

## Abstract

The notions of sustainable development and green development have progressively gained popularity in many aspects of life in recent years, thanks to the aggressive promotion of Beautiful China and the establishment of ecological civilization. The academic community has steadily focused on the impact of a firm's environmental, social, and governance (ESG) performance on numerous areas of the company. This paper develops a two-way fixed effect model and investigates the relationship between ESG level and firm value, and further analyzes the effect of subject heterogeneity

on the differences caused by this relationship, based on the performance of listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2017 to 2020. ESG performance has a strong positive influence on enterprise value, according to the findings. The results are still steady after many robustness testing. The study discovered that state-owned firms, enterprises in the eastern region, and non-heavy polluting industries do not promote ESG performance on enterprise value. The concept of enterprise is more evident. This article's conclusions will aid in a better understanding of the factors that determine enterprise value, as well as serve as a reference and foundation for businesses to prioritize ESG performance.

## Keywords

ESG, Enterprise Value, Heterogeneity, Two-Way Fixed Effects

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

当前, 我国的经济正逐渐进入高质量发展的时期。作为社会主义市场经济主体的企业, 他们既是资源的消耗者, 也是高质量转型的主要对象, 但由于企业一直秉承着“利润最大化”的发展理念, 一些企业仍然做出一些给环境造成巨大压力、危害相关者利益的短视行为, 这些行为不仅会阻挡企业实现可持续发展目标的进程, 也会破坏我们的生态环境, 从而给人类的长远利益带来不利。因此, 积极加快企业高质量发展的进程势在必行。ESG (Environment, Social and Governance)的投资理念被联合国责任投资原则组织于 2006 年提出。ESG 是一种综合考核企业环境、社会责任履行和公司内部治理的企业绩效评价体系和投资理念, 它意味着更加绿色的发展趋势、更加注重责任履行的企业形象和效率更高的治理体系, 这与高质量转型的需求相符。ESG 的理念宏观上不仅契合了生态文明建设和社会经济建设的发展, 更为关键的是能够激发企业实现可持续发展的动力, 从而实现社会和市场的双重价值。因而近年来, 投资者逐渐将 ESG 表现纳入考虑范围。相对于国内, 国外的 ESG 投资已较为成熟, 根据国外的经验, 在 ESG 投资中, 其业绩越好, 收益越大。在我国, 尽管 ESG 发展得比较迟, 但目前却越来越受到投资者的青睐。那么, 良好的 ESG 表现是否能吸引投资者有助于提升企业市场价值?

本文通过对 A 股上市公司 2017~2020 年度数据的分析, 检验了公司 ESG 业绩对公司价值的影响, 不仅可以扩展资产评估人员的评估标准和参考依据, 给投资者进行更好的价值投资注入能量, 同时, 也可以激励公司不断更新自己的管理思想, 以达到可持续发展的目的。另外, 也有帮助监管部门认识到 ESG 指标的关键, 逐步完善相关的监管体制, 从而推动我国资本市场健康发展, 提高我国的经济水平。

## 2. 理论分析与研究假设

国内学术界中关于 ESG 表现对企业价值影响的研究才刚刚开始, 相关的文献还不丰富。相比来说, 国外对这方面的研究已经有一定数量的文献, 但是对于 ESG 表现对企业价值的影响的观点却不一致。大多数的学者认为 ESG 表现越好, 能提升企业价值、经营业绩[1]和市场估值[2]。因为 ESG 的良好业绩, 不仅能维持与各股东的良好关系, 还能为公司积累社会资本[3], 还能提高公司的竞争优势[4], 进而起到提升企业价值的作用。但是与此同时, 还有学者认为, ESG 的表现不仅没有正面影响公司的价值, 而且还会削弱公司的价值[5]。传统的理论认为, 公司最大的目标是追求利润和实现股东财富的最大化, 开展

与环境和社会责任等外部性很强的活动，不仅会增加企业的成本并且浪费有限的资源，进而对股东权益造成损失，最终给企业价值带来负面影响。另外，还有学者提出，ESG 表现对公司价值的影响有限制。只有在市场制度相对较弱的国家，企业的 ESG 表现能够通过解决制度的空白导致的市场失灵问题，进而提升企业的整体价值[2]。

现有关于 ESG 表现对企业价值的影响机制的文献主要集中在三个方面：首先，公司的信息包含了财务和非财务的信息，ESG 是指那些难以公开的非财务信息，这不仅能够起到缓解企业与投资者之间信息不对称问题的作用，帮助投资者了解企业内部的经营状况和文化理念，增加彼此的信任，促进资金供需双方的合作。企业 ESG 表现与信息披露倾向成正比，企业 ESG 表现越好，信息披露的意愿也更高，这会吸引分析师的关注度，增加企业信息的透明程度，进而减少投资者面临的不确定性因素[6]。另外，ESG 的表现也会给外界传输企业经营良好的信号[7]。一是企业的社会意识较强，能够与一些负责任的投资者的倾向相吻合。二是传达了企业可持续发展能力较强的讯息，能够满足投资者的预期收益。三是能表示出企业的治理机制相对来说更为完善，投资者的利益也能得到更好的保障。另外，由于我国政府在金融资源配置上的特殊地位，企业承担社会责任能与政府建立良好的关系，再加上近年来将环保纳入政绩考核和绿色信贷政策的大力推进，社会和环境方面表现地更好的企业更容易获得资金支持和银行的优惠贷款[8]。其次，ESG 表现能够提升企业效率。由于人力资本、管理能力以及技术水平在很大程度上能够影响企业效率。企业良好的 ESG 表现意味着更加重视员工的工作环境，能够给员工带来归属感[9]，提高员工积极性，提高整体生产效率。同时，对员工利益施予关注且与员工保持一致的价值理念，能够激发员工对于企业的归属感与认同感。并且 ESG 表现给企业带来的良好声誉也能够吸引更多的人才。此外，企业良好的 ESG 表现往往意味着内部管理能力越强，管理能力越强的企业，委托代理双方之间的代理问题也会得以缓解，针对高管的激励与约束机制也能充分发挥效用，从而促使企业高管工作更为勤勉负责[10]。并且企业良好的 ESG 表现会加强与利益相关者的联结，利益相关者会更加积极地监督企业的各项运营活动，从而帮助企业提升管理水平。另外，ESG 本身对于企业的生产工艺或流程就有着更高的技术水平要求，与此同时，企业良好的 ESG 表现也有助于企业开展创新活动[11]：一是企业更加注重长期利益而非短期利益，加大企业的创新活动投入，加强可持续发展能力。最后，ESG 良好的表现能够降低企业风险。一方面，ESG 表现较好的企业往往风险管理更为合乎规则，能够有效减少与利益相关者的摩擦。此外，随着相关法规地完善，企业如果忽略员工权益和工作环境，必将会遭受相应的行政规制和法律惩处，随之而来的声誉受损也会给企业的带来巨大的经济损失[12]。另一方面，企业良好的 ESG 表现会给处于危险时期的企业一个保险效应。当企业的外部环境恶化时，会出现各种问题，比如客户流失、融资困难。但是企业长期以来良好的社会绩效更容易获得相关利益者的支持从而度过难关[3]。不仅如此，ESG 的良好表现能够减少企业面临负面事件时的损失，通常来说，社会公众对于 ESG 表现较好的企业往往有着更多的包容，当企业陷入负面事件的漩涡时，公众和利益相关者更愿意相信这是偶发事件而非有意为之，这就给与了企业纠正错误的时间和机会，防止产生巨额的损失[13]。

基于以上分析，本文提出研究假设：

H1: ESG 表现能够提升企业的企业价值

### 3. 研究设计

#### 3.1. 样本选择与数据来源

本文以 2017~2020 年中国沪深 A 股企业为分析样本，ESG 数据是从华证 ESG 评价体系中获得的，数据是从 Wind 数据库中下载的，企业级别数据则是从国泰安数据库中获取的。按下列次序处理样本数

据：① 对金融业和房地产业的数据进行剔除；② 剔除在样本期间内被 ST、\*ST、PT 处理的公司；③ 剔除有数据缺失的样本；④ 通过对各个连续变量的缩尾处理，得到“公司一年”的 7412 个观测数据。

### 3.2. 变量说明

#### 1) 被解释变量

企业价值。本文以托宾 Q 值衡量企业价值，计算公式是： $TobinQ = \text{市值}/\text{总资产}$ ，这一比率预估企业在未来一段时间内的各个方面包括经营、获利等综合能力来反映投资者对企业未来盈利能力的预期，是衡量企业价值的常用指标。

#### 2) 解释变量

ESG 表现。本文基于华证 ESG 指标体系，构造用于度量企业 ESG 表现的变量。华证 ESG 评价体系基于上市公司公开披露数据、社会责任及可持续发展报告等，参考国际 ESG 的评价体系的同时结合了本土的市场特点，构建了华证 ESG 三级指标体系，兼具更新及时、覆盖范围广和易获得的优点，它包含 26 项主要指标和 130 多项子指标，华证 ESG 指标体系根据指标得分，最终得出 C-AAA 九档评级。为方便实证研究，本文对每一个档次进行赋值 1~9，数值越大，ESG 表现得越好。本文采用 ESG 作为核心解释变量，并且根据华证对 ESG 尾部风险的划分，将其分为 3 组进行重新赋值来完成稳健性检验。

#### 3) 控制变量

控制变量参照已有的研究结果，选择企业年龄 Age、企业发展能力 Growth、企业资产负债率 Lev 等企业特征变量。另外，企业所处行业环境及其他未能加以考虑的时变因素都可能影响到企业价值，因此在模型中统一加入行业固定效应和时间固定效应予以控制。相关变量定义见表 1。

Table 1. Variable definitions

表 1. 变量定义

变量符号	变量含义	计算方法
Tobinq	企业价值	市值/总资产
ESG	ESG 表现	根据华证 ESG 评价体系由高到低依次赋分为“9~1”分
Age	企业年龄	企业成立年限取对数
Growth	企业发展能力	企业净利润增长率
Lev	资产负债率	总负债/总资产
Roa	总资产净利润率	净利润/总资产
Mfee	管理费用率	管理费用/营业收入
Roe	净资产收益率	净利润/股东权益
Dual	两职合一	虚拟变量，若董事长与总经理为同一人，变量取值为 1，否则为 0
Ind	独立董事比例	独立董事人数/董事会人数比例
Mshare	前十大股东持股比例	前十大股东持股数量/总股数量

### 3.3. 模型设定与实证策略

为了检验研究的假设，笔者建立了以下的回归模型：

$$TobinQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \sum Controls_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it}$$

在上式中, 变量的下标  $i$  为企业,  $t$  为年份;  $TobinQ_{it}$  是企业价值的代理变量; 解释变量  $ESG_{it}$  为 ESG 等级得分,  $\beta_0$  为截距值;  $\beta_1$  是解释变量的回归系数,  $Controls$  是先前提及的所有控制变量, 而  $\varepsilon_{it}$  则代表了该模型的随机误差项, 然后, 通过引入行业( $Industry$ )、年份( $Year$ )虚拟变量来控制行业和年份的影响, 并在回归分析中采用稳健标准误。

## 4. 实证结果与分析

### 4.1. 描述性统计

表 2 是对主要变量的描述统计。从表 2 可以看出, 最大的  $Tobinq$  是 8.0025, 最小是 0.8277, 这表明, 不同的公司在公司价值方面存在着较大的差别, 均值 1.919 大于中位数 1.547, 这说明这些公司的整体价值都比较高。ESG 平均值为 6.5778, 中位数为 6, 标准差为 1.1091, 表明 ESG 总体上处于较高的水准, 但在实施 ESG 责任的过程中, 企业之间存在着较大的差异。不同公司的平均发展能力之间存在着明显的差异, 这也进一步表明了公司的净利润增长率有很大的差别;  $Dual$  的平均值为 0.3158, 显示了 1/4 以上的抽样中有两职兼任的情况, 其它的控制变量与之前的研究没有太大的差别。

**Table 2.** Basic statistical characteristics of main variables

**表 2.** 主要变量的基本统计特征

VarName	Obs	Mean	SD	Min	Median	Max
Tobinq	7412	1.9190	1.1930	0.8277	1.5470	8.0025
ESG	7412	6.5778	1.1091	1.0000	6.0000	9.0000
Age	7412	2.8841	0.3051	2.0794	2.9444	3.4965
Growth	7412	-0.2110	4.4678	-28.8718	-0.1007	17.7394
Lev	7412	0.3993	0.1823	0.0639	0.3968	0.8057
Roa	7412	0.0593	0.0492	-0.1182	0.0529	0.2176
Mfee	7412	0.0722	0.0490	0.0072	0.0608	0.2718
Roe	7412	0.0964	0.0761	-0.2392	0.0922	0.3314
Dual	7412	0.3158	0.4649	0.0000	0.0000	1.0000
Ind	7412	37.6375	5.3066	33.3300	36.3600	57.1400
Mshare	7412	62.0809	14.1040	29.3400	63.0500	91.6400

### 4.2. ESG 表现对企业价值的影响

本文所使用的模型是双向固定效应模型, 表 3 为基准回归结果。在第(1)列中, 仅控制了行业控制变量, 结果表明,  $Tobinq$  系数在 1%显著水平上为正, 表明了 ESG 表现可以明显提升公司的  $Tobinq$ 。在第(2)列中, 加入年份控制变量后,  $Tobinq$  的系数为 0.057 且在 1%的水平上显著, 这表明, 如果一家公司 ESG 评级每上升一档, 由此将使  $Tobinq$  增加 0.05, 表明 ESG 表现良好的上市公司具有较高的公司价值, 验证了前文提出的假设。

**Table 3.** The regression results of ESG performance on enterprise value  
**表 3.** ESG 表现对企业价值的回归结果

	(1)	(2)
	Tobinq	Tobinq
ESG	0.0789*** (0.017)	0.0570*** (0.017)
Age	2.2375*** (0.184)	1.8113*** (0.463)
Growth	-0.0165*** (0.003)	-0.0215*** (0.003)
Lev	-0.3826* (0.220)	-0.2379 (0.207)
Roa	4.0948*** (1.245)	4.3108*** (1.173)
Mfee	2.1493*** (0.443)	-2.2384*** (0.457)
Roe	0.9995 (0.724)	0.5946 (0.683)
Dual	-0.1633*** (0.050)	-0.1635*** (0.047)
Ind	0.0030 (0.004)	0.0033 (0.004)
Mshare	-0.0253*** (0.003)	-0.0156*** (0.003)
_cons	-3.5376*** (0.928)	-2.6989* (1.489)
N	7412.0000	7412.0000
r2_a	-0.4373	-0.2765
Year	No	Yes
Industry	Yes	Yes

注: \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ 。



### 4.3. 稳健性检验

本文进行了以下稳健性检验：

#### 1) 更换被解释变量

为了保证结论不受指标选取的影响，因此，在这里，我们把总市值的对数当作被解释的变量。表 4 是替换变量后的回归结果，在进行了替换之后，ESG 的估计系数依然保持显著为正，再次验证了本文的假设。

#### 2) 更换解释变量

为进一步检验本研究的可靠性，本文应用三分法对 ESG 重新赋分，以华证 AAA-C 的九个等级为 3 个组别，结果如下：表 4 的第 2 列中显示 ESG 的系数显著为正。与前文的研究结论一致，故本模型的回归结果是稳定的。

**Table 4.** Robustness check

**表 4.** 稳健性检验

VARIABLES	(1)	(2)
	Value	Tobinq
ESG	0.030 <sup>***</sup> (0.000)	
ESG		0.102 <sup>***</sup> (0.001)
Constant	20.533 <sup>***</sup> (0.000)	-2.600 <sup>*</sup> (0.081)
Observations	7412	7412
R-squared	0.447	0.216
Number of stkcd	2806	2806
Control	Yes	Yes
year	Yes	Yes
industry	Yes	Yes

### 4.4. 异质性研究

#### 4.4.1. 地区层次的异质性研究

由于各区域的经济发展和体制环境差异很大，因此，东部地区的企业更愿意通过 ESG 来降低环境管理的成本，降低社会舆论的压力。其次，东部地区政府丰富的财政资源更为充足，可以给 ESG 表现较好的企业提供政策和资金支持，从而提升企业 ESG 表现的积极性。相反，在中西部地区，政府将会更多地关注公司所带来的经济利益，而资金短缺也会使其 ESG 成本上升，这就意味着企业 ESG 表现的障碍会增加，ESG 实践的投入会较少。因此，笔者认为，在东部地区，ESG 对公司价值的积极作用会更加显著。

表 5 (2)、(3)项表明，位于中西部的企业的 ESG 表现的回归系数并不明显；而东部地区的企业 ESG 表现

则呈现出明显的正向，符合预期。

#### 4.4.2. 企业层次的异质性研究

##### 1) 产权异质分析

产权的不同会影响企业 ESG 表现的动机，国有企业由于有着政府干预和市场参与者的双重身份，他们常常会为了响应国家政策作出社会责任的榜样，因此其 ESG 的实践更多地是考虑政策因素和社会反响，非国企的经营是为了赢利，因此其提高企业 ESG 水平的目的也是为了提升企业的财务绩效，非民营企业决定要负起 ESG 的责任时，更能展示出企业具有较完善的治理体系，因此，更能激起民众的强烈反响，更容易发扬企业的良好声誉，吸引优秀的人才进而提升企业价值。其次，产权性质的不同会影响企业通过 ESG 获得资金支持的效益，国有企业由于其与政府的天然关系，更容易获得政策支持和银行等金融机构的支持。而非国有企业相对来说缺乏担保常常会受到金融市场的约束，因此，ESG 实践对于非国有企业获得资金来源和政策支持的边际效用更高。因而本文认为，我国国企 ESG 表现对上市公司的价值具有更为显著的积极影响。按照所有权的不同属性进行分组回归，其结果在表 5 的(4)、(5)列中显示，在非国企中，ESG 的回归系数为 0.071，且在 1% 的显著性水平为正；但在国有企业中，ESG 的回归系数为 0.051 且只在 10% 的显著性水平为正，与推论相符。

**Table 5.** Heterogeneity analysis results

**表 5.** 异质性分析结果

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	东部地区	中部地区	西部地区	非国企	国企	非重污染	重污染
	Tobinq	Tobinq	Tobinq	Tobinq	Tobinq	Tobinq	Tobinq
ESG	0.075*** (0.000)	0.022 (0.595)	-0.029 (0.522)	0.071*** (0.001)	0.051* (0.077)	0.072*** (0.001)	0.029 (0.238)
Constant	-1.367 (0.410)	-13.421*** (0.000)	0.178 (0.969)	-3.979** (0.043)	3.328 (0.139)	-3.240* (0.088)	-3.061 (0.207)
Observations	5486	1094	832	5269	2143	5366	2046
R-squared	0.218	0.250	0.261	0.241	0.162	0.215	0.246
Number of Stkcd	2075	414	323	2075	790	2093	747
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

##### 2) 污染异质分析

随着我国大力倡导建设生态文明社会，企业给环境带来更大压力的同时就会面临更强的环境规制。出于政府的监管和社会的舆论压力，重污染企业相对来说会更加注重其环境实践且更希望通过环境管理战略给企业带来更多的环境绩效和降低环境规制的成本。其次，重污染企业由于其重污染的属性更容易被社会关注，当其进行产业转型或者技术升级时，更能传达出更多正面信号，从而引发更大的市场反响。



因此,文章认为,在重污染环境下,ESG 绩效对公司价值的提升效果更加显著。表 5 中(6)和(7)列的回归结果。对于重污染企业而言,ESG 的回归系数并非不明显;但对非重度污染企业,其回归系数在 1% 的显著性水平上显著为正,这与期望的结果正好相反。究其原因可能是:由于环境治理的外部性,企业需要投入较多的成本却难以在短期内获得相应的收益,重污染企业相对来说要比非重污染企业投入更多的成本,因此短期内作为隐性投资的 ESG 表现带来的效益并不明显。其次,重污染企业履行环境责任时更容易被看作是理所应当的,因而利益相关者发现企业履行 ESG 责任时敏感度会降低。

## 5. 结论及建议

近年来,随着美丽中国、生态文明建设的进程不断推进,可持续和绿色发展理念逐渐受到社会各界关注,企业在 ESG (环境、社会和公司治理)方面的表现也开始被广泛关注。基于这样的背景,本论文以沪深两市 2017~2020 年上市公司为样本,建立双向固定效应模型,实证研究了 ESG 表现对公司价值的影响。研究发现:第一,ESG 表现确实具有价值效应,能够显著地提升企业的价值,在更换解释变量与被解释变量之后,该结果依然成立。第二,进一步分析主体异质性对主回归结果的影响,研究发现相对于中西部地区企业、国有企业及重污染企业而言,ESG 的表现对企业的增值作用在东部地区企业、非国有企业和非重污染企业更加显著。本文的研究结果不仅丰富了企业价值影响因素的研究成果,从而给企业提升自身的价值探索新的路径,还可以为政府加快建设美丽中国的步伐开辟新思路。根据研究结果,我们可以得到如下政策启示:第一,企业层面:一是企业应该重视 ESG 表现并且不断提升 ESG 水平,把 ESG 融入到企业文化的构建与机制设计中;二是将 ESG 理念落实到产品开发、员工培养、客户服务、社会公益等各方面;三是主动加强 ESG 信息披露,起到通过社交媒体和分析师关注等中介媒体来降低企业与利益相关者信息不对称的问题,建立良好的企业形象。因为非国有企业 ESG 水平的提高会对企业价值带来更多的正面影响,非国有企业更应该注重 ESG 建设,以争取来自投资者、消费者、政府等外部利益相关者的关键资源。第二,对投资者来说:投资者进行投资决策时应将 ESG 表现等非财务信息纳入决策框架,从而提升投资收益和降低投资风险。同时,投资者对企业 ESG 表现的重视也将引导上市企业向更好的方向发展。第三,对政府来说:一是政府要不断加快完善 ESG 信息披露制度的步伐,对 ESG 表现较好的企业给予政策或税收政策上的支持,政府和监管部门应为企业 ESG 建设营造良好的制度环境,从而助力企业积极主动进行 ESG 实践。二是完善相关法律制度,减少企业不良 ESG 的行为和弄虚作假的行为,引导 ESG 向着积极的方向发展,从而起到给社会和市场价值助力的双重作用。

## 参考文献

- [1] Brogi, M. and Lagasio, V. (2019) Environmental, Social, and Governance and Company Profitability: Are Financial Intermediaries Different? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, **26**, 576-587. <https://doi.org/10.1002/csr.1704>
- [2] El Ghoul, S., Guedhami, O. and Kim, Y. (2017) Country-Level Institutions, Firm Value, and the Role of Corporate Social Responsibility Initiatives. *Journal of International Business Studies*, **48**, 360-385. <https://doi.org/10.1057/jibs.2016.4>
- [3] Lins, K.V., Servaes, H. and Tamayo, A. (2017) Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis. *The Journal of Finance*, **72**, 1785-1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>
- [4] Porter, M.E. and Kramer, M.R. (2006) Strategy & Society: The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review*, **84**, 78-85.
- [5] Garcia, A.S. and Orsato, R.J. (2020) Testing the Institutional Difference Hypothesis: A Study about Environmental, Social, Governance, and Financial Performance. *Business Strategy and the Environment*, **29**, 3261-3272. <https://doi.org/10.1002/bse.2570>
- [6] Dhaliwal, D.S., Li, O.Z., Tsang, A. and Yang, Y.G. (2011) Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity

---

Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, **86**, 59-100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>

- [7] 张兆国, 靳小翠, 李庚秦. 企业社会责任与财务绩效之间交互跨期影响实证研究[J]. 会计研究, 2013(8): 32-39+96.
- [8] 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(3): 108-123. <https://doi.org/10.13653/j.cnki.jqte.2019.03.007>
- [9] Kim, H.-R., Lee, M., Lee, H.-T. and Kim, N.-M. (2010) Corporate Social Responsibility and Employee—Company Identification. *Journal of Business Ethics*, **95**, 557-569. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0440-2>
- [10] 高杰英, 褚冬晓, 廉永辉, 郑君. ESG 表现能改善企业投资效率吗? [J]. 证券市场导报, 2021(11): 24-34+72.
- [11] 吴迪, 赵奇锋, 韩嘉怡. 企业社会责任与技术创新——来自中国的证据[J]. 南开经济研究, 2020(3): 140-160. <https://doi.org/10.14116/j.nkes.2020.03.008>
- [12] 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(6): 141-154.
- [13] Godfrey, P.C. (2005) The Relationship between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective. *The Academy of Management Review*, **30**, 777-798. <https://doi.org/10.5465/amr.2005.18378878>