

企业ESG表现对股价崩盘风险的影响

肖 淇

上海大学, 中国·上海 200444

【摘要】2023年10月底召开的中央金融工作会议指出,以全面加强监管、防范化解风险为重点,加强党中央对金融工作的集中统一领导,坚定不移走中国特色金融发展之路,推动我国金融高质量发展。因此,探究股票市场中公司股价崩盘风险的影响因素、识别并防范股价崩盘风险一直是相关研究的热点。本文以2010—2023年沪深A股上市公司为研究样本,运用实证分析方法探讨企业ESG表现与股价崩盘风险之间的关系。研究结果显示:企业ESG表现与股价崩盘风险呈显著负相关,优异的ESG表现能够有效降低股价崩盘风险。

【关键词】ESG表现; 股价崩盘风险; 双向固定效应模型

近年来,资本市场频繁出现个股股价暴跌的现象,股价崩盘事件不仅严重损害投资者的个人财富,还可能加剧系统性金融风险,进而危害实体经济的健康发展^[1]。ESG从环境、社会和治理三个维度对企业进行评估,注重企业的非财务表现与可持续发展能力,一方面,ESG信息披露能够推动企业积极履行社会责任,促进高质量的可持续发展;另一方面,ESG为投资者提供了多维度的决策依据,有助于降低投资风险。在“双碳”目标背景下,作为国际主流投资理念,ESG逐渐在我国资本市场中受到广泛关注和认可^[2]。

1 文献综述

股价崩盘风险是指股票价格在短期内发生剧烈下跌的潜在风险。关于股价崩盘风险的影响因素,现有研究从公司内部和外部两个层面进行了较为全面的分析^[3]。在公司内部方面,大股东的持股比例^[4]、家族企业的控制程度^[5]、管理层的投机行为、过度自信的管理者^[6]、会计信息披露的质量和数量^[7]等都可能对股价崩盘风险产生一定影响。从外部环境来看,加强金融监管^[8]、提升审计质量^[9]以及增加媒体曝光度,有助于压缩公司管理层操控股价的空间,从而降低股价崩盘的风险。此外,投资者情绪的波动^[10]和非理性投资行为也可能导致股价的剧烈波动,从而触发崩盘风险。

已有研究表明,良好的ESG表现能够有效抑制企业的金融化程度、提升企业绩效、增强企业价值,并有助于企业的可持续发展。作为一种新兴的投资参考指标,ESG表现也对企业的股价崩盘风险产生了重要影响。国外学者裴镇哲(Bae Jincheol)等研究了环境、社会和公司治理三大维度对股价崩盘风险的影响,发现三者的评级越高,股价崩盘风险能够得到有效降低。村田里约(Murata Rio)等以欧洲、美国和日本的市场指数为样本,深入探讨了ESG表现中

的信息披露路径,结果表明,信息披露的有效性能显著抑制股价崩盘风险。而在国内,关于ESG表现对股价崩盘风险的影响研究多集中于环境、社会责任或公司治理等单一维度。例如,企业的环境认证和绿色转型可以提升环境绩效,积极披露社会责任信息有助于提升企业声誉,非国有股东参与国企治理后能够缓解股东与管理层之间的冲突,这些因素都可能有效降低股价崩盘风险。

本文的边际贡献主要体现在以下几个方面:首先,综合考虑了ESG整体表现对股价崩盘风险的影响效应,能够直接展示企业积极推动ESG管理所带来的经济后果,帮助提升企业对ESG重要性的认知;其次,从ESG表现的角度出发,拓展了股价崩盘风险的影响因素研究。

2 理论分析与假设

管理层主动披露ESG信息,加强了与投资者之间的有效沟通,缓解了信息不对称,产生了正向的“信息效应”,较好的ESG表现能更准确地反映企业实际经营情况,进而减少了股价崩盘的风险。企业良好的ESG表现,可以缓解管理层的代理冲突,降低代理成本,从而稳定企业股价。同时,良好的ESG表现能够降低企业债务成本和融资约束,从而缓解股价崩盘风险。此外,投资者情绪也是金融资产价格波动的主要原因,提升企业ESG表现可以调动投资者积极性,从而降低股价暴跌的可能性。

针对以上分析,提出假设H1:企业良好的ESG表现能够抑制股价崩盘风险。

3 研究设计

3.1 样本选择与数据来源

考虑到相关数据的可得性,本文以2010—2023年为研究期,选取了我国A股资本市场中非金融的上市公司作为初始

样本，并对其进行了筛选和处理。具体步骤包括：剔除上市不满一年的公司；剔除已退市和ST标记的公司；剔除数据缺失的样本企业，经过筛选和处理后，最终得到18857个有效样本数据。样本数据均来源于CSMAR和Wind数据库。同时，为了控制极端值的影响，对连续变量进行了前后1%水平的缩尾处理。

3.2 变量说明

3.2.1 被解释变量

被解释变量为股价崩盘风险，参考现有文献，采用股票上下波动比（DUVOL）度量企业股价崩盘风险。

首先，对上市公司股票*i*的周收益率进行以下回归：

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

式中： $R_{m,t}$ 为A股所有股票第*t*周按市值加权的收益率， $R_{i,t}$ 为股票*i*在第*t*周考虑现金红利再投资的收益率， $\varepsilon_{i,t}$ 为残差。

为了控制非同步交易带来的影响，对 $\varepsilon_{i,t}$ 进行对数处理，得到股票*i*的周特质收益率（ $W_{i,t}$ ）：

$$W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t}) \quad (2)$$

在此基础上，通过公式（3）计算股票上下波动比（DUVOL）。

$$DUVOL_{i,t} = \ln \frac{(n_u - 1) \sum W_{i,t}^2}{(n_d - 1) \sum W_{i,t}^2} \quad (3)$$

式中： $W_{i,t}$ 为股票*i*在*t*周经市场调整后的周特质收益率， n 为股票*i*第*t*年的交易周数， n_u 和 n_d 分别为个股周特质收益率大于和小于年平均收益率的周数。

3.2.2 解释变量

本文的解释变量为ESG，选取了上海华证指数信息服务有限公司所评估的华证ESG评级数据作为衡量企业ESG表现的指标。一方面，国内关于企业ESG的研究多采用华证ESG评级数据，这表明该数据具备一定的代表性；另一方面，相较于其他评级体系，华证ESG评级考虑了国内当前ESG信息披露的现状。华证ESG评级从低到高分别是C、2C、3C、B、2B、3B、A、2A、3A，共9个等级，采用赋值法分别赋值1-9分构建本文的解释变量，以季度得分的平均数来衡量公司的ESG表现。

3.2.3 控制变量

为了更准确地分析特定因素对股价崩盘风险的影响，本文借鉴已有研究，选资产负债率（Lev）、公司规模（Size）、现金持有水平（Cash）、年均周收益（Ret）、年均波动率（Sigma）、总资产收益率（ROA）、月均超额

换手率（Dturn）比作为控制变量，还考虑了年份与行业固定效应，如表1所示。

表1 变量定义与描述

变量类型	含义	变量说明
被解释变量	股价崩盘风险DUVOL	股票涨跌波动率
解释变量	企业ESG表现（Gesg）	华证ESG评级数据
控制变量	资产负债率（Lev）	年末总资产/年末总负债
	公司规模（Size）	总资产的对数值
	现金持有水平（Cash）	经营活动与总资产的比值
	年均周收益（Ret）	周收益率均值
	年均波动率（Sigma）	周收益率标准差
	总资产收益率（ROA）	净利润/总资产
	月均超额换手率（Dturn）	t年月均换手率与t-1年月均换手率之差
	行业（Ind）	选用证监会2012年行业分类标准
年度（Year）	样本区间为2014-2023年	

3.3 构建模型

为检验企业ESG表现对股价崩盘风险的影响，构建模型（4）。其中， $G_{esg,t}$ 为企业*i*在*t*年的ESG评级分数， $DUVOL_{i,t}$ 表示企业*i*在*t*年的股价崩盘风险， $Controls_{i,t}$ 表示企业*i*在*t*年的控制变量，Year和Ind分别表示年份和行业固定效应。

$$DUVOL_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 G_{esg,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + Year + Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

4 实证检验与结果分析

为检验企业ESG表现对股价崩盘风险的影响，针对式（4）进行多元回归分析。表2第（1）列为未控制加入控制变量的回归结果，其中ESG的系数为负，并在1%的置信度水平上显著。第（2）列为控制了股票层面控制变量和行业（Ind）以及年份（Year）的回归结果，在1%的置信度水平下，ESG每增加一个单位，DUVOL则下降0.011个单位。说明ESG评级对股价崩盘风险存在负向影响，由此可见，当企业ESG表现越好时，意味着企业更加注重承担社会责任和环境责任，更加注重企业的公司治理，更高的ESG评级向外部投资者传递出了企业更加注重长期发展以及关注利益相关者的权益的信号，提升了投资者对公司的信任度，建立起更

良好的声誉,降低了公司管理层和投资者的信息不对称程度,进而降低了股价崩盘风险,验证了本文的假设H1。

表2 企业ESG表现对股价崩盘风险的影响

	(1)	(2)
	DUVOL	DUVOL
Gesg	-0.012*** (0.004)	-0.011*** (0.004)
Lev		0.001 (0.004)
ROA		-0.001 (0.015)
Size		-0.047*** (0.003)
Cash		0.009 (0.047)
Dturn		0.000 (0.000)
Ret		-12.089*** (0.575)
Sigma		-3.508*** (0.212)
cons	-0.115*** (0.015)	1.158*** (0.075)
Controls/Year/Ind	YES	YES
N	18857	17823
r2	0.036	0.109

5 结语

本文基于我国A股资本市场的上市公司样本,以2010—2023年作为研究期,利用固定效应模型,对企业ESG表现与股价崩盘风险的关系进行了研究。实证结果表明,企业ESG表现和股价崩盘风险负向相关,即企业ESG表现越好,股价崩盘风险越低。首先,当企业ESG表现越好,公司的信息透明度越高,信息不对称程度更低,代理成本也就越低,降低了管理层隐藏坏消息的空间。其次,这意味着企业更加注重承担社会责任和环境责任,更加注重企业的公司治理,进而导致内部控制有效性提升,同时企业也会受到更

多外部投资者的关注和监督,减轻了管理层对坏消息的掩藏。最后,良好的ESG表现向外界传达出企业可持续发展的价值信号,使企业更容易积累声誉资本并获得投资者的信任,减轻了负面新闻的影响,最终降低了股价崩盘风险。

参考文献:

[1] 邢红卫,王汉瑛. 股价暴跌的诱导因素分析[J]. 系统工程, 2021, 39 (5): 100-113.

[2] 胡洁,于宪荣,韩一鸣. ESG评级能否促进企业绿色转型? ——基于多时点双重差分法的验证[J]. 数量经济技术经济研究, 2023, 40 (07): 90-111.

[3] 胡洁,于宪荣,韩一鸣. ESG评级能否促进企业绿色转型? ——基于多时点双重差分法的验证[J]. 数量经济技术经济研究, 2023, 40 (07): 90-111.

[4] 贾凡胜,王晗笛,夏常源. 大股东“掏空”动机与企业“存贷双高”之谜[J]. 浙江工商大学学报, 2023, (06): 89-104.

[5] 路军,李文贵,邵毅平. 企业家精神配置与公司创新: 基于创始人管理视角的分析[J]. 中央财经大学学报, 2023, (03): 68-79.

[6] 彭齐欢. 企业管理者过度自信对股价崩盘风险的影响研究[D]. 西北民族大学, 2023.

[7] 刘翔宇,李文韬,娜比拉·海萨尔. 数字化转型与企业绿色技术创新——兼论环境信息披露的调节作用[J]. 工业技术经济, 2023, 42 (08): 59-69.

[8] 赵丽敏,陈皓,李靓靓. 基于金融监管视角的互联网金融生态系统风险分析与防范[J]. 投资与合作, 2024 (2): 1-3.

[9] 周泽将,丁晓娟,伞子瑶. ESG评级分歧与审计风险溢价[J]. 审计研究, 2023, (06): 72-83.

[10] 张程玉. 重大突发公共卫生事件背景下投资者情绪对企业股价崩盘风险的影响研究[D]. 东北财经大学, 2023.

作者简介:

肖淇 (2001-), 女, 天津人, 硕士, 编辑职称, 研究方向: 金融。