

上市公司ESG评级表现对其股价波动的影响研究

宋路遥

上海大学, 中国·上海 201800

【摘要】在当前全球可持续发展的大背景下, 环境、社会和治理(ESG)因素已成为投资者决策中不可或缺的一部分。本文选用2009-2023年内的A股上市公司数据和华证ESG评级数据, 通过一系列的实证分析, 深入探讨了上市公司ESG评级表现对其股价波动的影响关系。研究发现: ESG评级表现优异的公司能够显著的抑制股价波动性, 同时还指出公司的财务绩效表现在ESG评级表现与股价波动性二者的影响关系中起到部分中介效用。

【关键词】ESG评级表现; 股价波动表现; 财务绩效表现

1 绪论

随着全球对环境可持续性、社会责任和公司治理问题的关注度不断提升, 及国内双碳战略的大力推行背景下, ESG投资正日益成为投资界炙手可热的关注课题。越来越多的投资者开始认识到, ESG因素不仅是衡量企业长期价值的关键指标, 更是影响投资决策风险评估和投资回报不可忽视的重要维度, 因此逐渐将ESG因素纳入其投资决策中。另外股价波动性作为衡量资本市场不确定性和风险的重要指标, 直接关系到投资者的风险偏好、资产配置策略以及公司的融资成本和市场形象。因此通过严谨的实证研究, 揭示ESG表现如何影响股价波动性, 不仅能够为投资者提供更为科学、合理的投资决策依据, 帮助其识别并投资于那些具有可持续竞争优势、风险管理能力较强的企业; 同时, 也能为公司管理层提供宝贵的洞见, 激励其采取更加负责任的经营策略, 以提升企业的长期价值和社会认可度。

2 文献综述

近年来, 学术界广泛探讨了ESG(环境、社会、治理)表现与公司财务绩效之间的联系。众多研究成果显示, 出色的ESG表现能够有效减少公司的运营风险, 并增强其在资本市场上的信誉和吸引力, 降低融资成本, 进而提升企业的财务表现。然而关于ESG表现如何具体影响股价波动性的研究文献在数量上目前较为稀少。根据现有的国内外文献来看, 多数的文献研究结论表明企业的ESG表现与股价波动性呈现负相关关系。部分文献研究内容如下:

在国外文献中, Albuquerque等^[1]研究发现在新冠疫情事件的冲击下, ESG表现较好的企业在此期间的股价下跌幅度较小, 表现良好的ESG表现能够提升股价稳定性。Hassan M S^[2]以2010年至2018年间的44家服装纺织企业为研究对象, 研究表明ESG表现与股价波动表现之间存在显著的抑制

作用, 另外不同的公司规模对二者关系的作用程度影响不大。另外也有相反的研究结论, 如Tasnia M等^[3]以2013年至2017年间的37家美国银行为研究样本, 研究发现企业社会责任与股价波动之间存在显著的正相关关系。

在国内文献中, 齐保垒等^[4]选取2010年至-2021年间A股上市公司作为研究样本, 研究发现企业良好的ESG表现通过减少市场噪声, 降低企业不确定性, 进而提高股价的同步性。林立杰等^[5]以2013年至2020年间的A股沪深两市的上市公司为样本, 研究发现: 企业良好的ESG表现能够通过提升市场监督和品牌声誉, 进而降低股价的崩盘风险。吴成颂等^[6]以2009年-2022年间的A股沪深两市的上市公司为样本进行实证分析, 结果表明ESG信息披露与股价波动风险呈现显著的负相关关系。

3 研究假设

结合国内外相关文献来看, 企业的ESG表现对其股价波动性的影响是一个复杂的作用过程, 其中涵盖了较多方面的影响因素。首先从市场方面讲, 企业通过披露ESG报告, 并获得较好的评级时, 能够显著提升企业的信息透明度, 减少信息不对称, 从而会降低市场对于企业的一些负面消息的过度反应。另外随着ESG的影响力越来越高, 良好的ESG评级表现能够提升企业的品牌形象, 增强市场对于企业的信任度。其次从企业自身来讲, ESG表现优秀的企业往往具有稳定高效的公司治理结构, 能够减少内部的管理问题, 较大程度上提升企业的风险控制水平, 还能迅速的决策并把握更多的市场机会, 使得企业整体保持在较高的经营管理水平, 稳步提升企业的财务绩效。这类企业往往获得更多的长期机构投资者青睐, 进而增强企业股价的稳定性。

综上, 本文提出主研究假设H1: 企业的ESG表现与其股价波动性存在负相关关系, 即良好的ESG表现能够抑制股价

的波动性。

另外在主假设的基础上, 本文引入企业的财务绩效表现作为中介变量, 以此探究企业ESG表现与股价波动性的作用机制, 提出研究假设H2: 企业的财务绩效表现在ESG表现与股价波动表现之间起到一定的中介效应, 即企业的ESG表现越好, 企业的财务表现也趋于向好, 进而提升股价的稳定性。

4 研究设计

4.1 研究样本

本文选择自2009年至2023年间A股上市公司作为研究样本, 经剔除ST、ST*、金融行业及数据严重缺失的上市公司后, 汇总获取到4765家上市公司样本及对应的32980条非平衡面板数据。另外公司的ESG评级数据选择华证ESG评级数据, 实证分析工具选用Stata16。

4.2 研究变量

根据所设定的研究假设内容, 本文选定的变量分为被解释变量、解释变量、控制变量、虚拟变量, 具体的变量定义如表-1所示:

表-1 ESG评级赋值表

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	股价波动率	Vol	每日股票收益率的年度标准差*1000
解释变量	ESG评级	ESG	取自华证ESG评级结果数据
中介变量	总资产收益率	Roa	净利润/总资产
控制变量	公司规模	Size	总资产取对数
	资产负债率	Lev	总负债/总资产
	现金流比率	Cash	现金流净额/总资产
	机构持股比例	Lnst	机构股东的持股数量/股本
	换手率	Turn	股票成交量/股本
虚拟变量	贝塔系数	Bata	系统性风险
	时间	Year	是则取1, 否则取0
	公司	Id	是则取1, 否则取0

其中, 被解释变量采用股票的每日收益率的年度标准差结果进行度量, 计算公式为:

$$Vol_{i,j} = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n [r_{i,t} - E(r_{i,t})]^2}$$

另外, 解释变量根据华证ESG评级结果的9各等级, 按照从低到高分别赋予1-9的数值, 具体如表-2所示:

表-2 ESG评级赋值表

ESG评级	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C
赋值	9	8	7	6	5	4	3	2	1

4.3 研究模型

按照前述的假设内容和变量情况, 其一, 为研究ESG表现与股价波动表现的影响关系, 即验证主假设H1, 本文构建的模型1如下:

$$Vol_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Cash_{i,t} + \alpha_5 Lnst_{i,t} + \alpha_6 Turn_{i,t} + \alpha_7 Bata_{i,t} + \sum Ind_{i,t} + \sum Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其二, 为研究二者影响关系的作用机制, 即验证假设H2, 本文构建的模型2如下:

$$Vol_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t} + \alpha_2 Roa_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t} + \alpha_5 Cash_{i,t} + \alpha_6 Lnst_{i,t} + \alpha_7 Turn_{i,t} + \alpha_8 Bata_{i,t} + \sum Ind_{i,t} + \sum Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

5 实证研究

5.1 描述性统计分析

本文将上述除虚拟变量外的其他所有变量进行描述性统计分析, 结果如表-3所示。其中被解释变量Vol的均值为43.98, 最低值为7.845, 最大值为259.1, 表明样本企业间的股价波动率存有较大差异。另外解释变量ESG的均值为4.246, 最小值为1, 最大值为9, 表明样本企业间的ESG表现差异也较大, 均值上看整体处于偏低水平, 与国内ESG理念的推广和发展状况相符。

表-3 描述性统计分析结果

VARIABLES	N	mean	sd	min	max
Vol	32,990	43.980	13.190	7.845	259.1
ESG	32,990	4.2460	0.973	1	9
Size	32,990	22.280	1.311	18.900	28.70
Lev	32,990	0.407	0.196	0.008	1.592
Cash	32,990	0.052	0.070	-0.744	0.839
Lnst	32,990	39.040	23.89	1.035	235.90
Turn	32,990	2.720	2.315	0.009	25.36
Beta	32,990	0.904	0.335	-0.803	3.418

5.2 主回归分析

本文采用固定效应模型，将样本数据带入模型1进行回归，结果如表-4所示。其中，列（1）和列（2）分别是不加入和加入控制变量的结果，显示出无论是否加入控制变量，ESG表现与股价波动率指标均呈现显著的负相关关系，且显著性水平均为1%，表明企业的ESG表现越好，其股价波动性越低，因此验证了主假设H1成立。

表-4 主回归分析结果

	(1)	(2)	(3)
VARIABLES	Vol	Vol	Vol_M
ESG	-0.760*** (-5.63)	-0.590*** (-6.46)	-0.551*** (-5.85)
Size		-0.836*** (-4.08)	-0.230*** (-3.22)
Lev		6.936*** (8.65)	6.247*** (7.88)
Cash		5.142*** (5.00)	5.359*** (4.04)
Lnst		-0.115*** (-10.36)	-0.109*** (-8.74)
Turn		3.050*** (14.04)	3.257*** (16.00)
Beta		10.682*** (8.19)	10.679*** (8.18)
Constant	47.198*** (68.07)	39.648*** (9.93)	39.667*** (9.94)
Observations	32,990	32,990	32,990
R-squared	0.610	0.784	0.784
Id FE	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES

***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

为保证研究结果的可靠性，本文用替换被解释变量的方法进行稳健性检验。对比着原使用的股票日收益率的年度标准差，本文改用股票的月收益率的年度标准差进行回归分析，用Vol_M表示，回归结果如表-4中列（3）所示。结果显示ESG表现仍与Vol_M为代表的股价波动率呈现显著的负相关关系，且控制变量方面与原回归结果基本一致，则进一步验证了主假设H1成立。

5.3 中介效应分析

在主假设成立的情况下，为进一步探究ESG表现与股价波动表现间的作用机制，引入Roa为代表的财务绩效指标，将样本数据带入模型2进行回归分析，分析结果如表-5所示。其中列（1）是主回归结果，列（2）是ESG表现与Roa指标的回归结果，二者呈现显著的正向影响关系，表明良好的ESG表现能够提升企业财务绩效。列（3）是加入Roa指标作为中介变量的回归结果，显示ESG和Roa指标与Vol的相关性系数均为负，则表明财务绩效表现在ESG表现与股价波动表现中起到了部分中介作用，即良好的ESG表现通过提升财务绩效表现进而在一定程度上抑制了股价波动，最终验证了假设H2成立。

表-5 中介效应分析结果

	(1)	(2)	(3)
VARIABLES	vol	roa	vol
ESG	-0.590*** (-6.46)	0.002*** (2.85)	-0.592*** (-6.37)
roa			-0.674*** (-4.60)
log_size	-0.836*** (-4.08)	0.023*** (8.34)	-0.858*** (-4.10)
lev	6.936*** (8.65)	-0.173*** (-15.09)	7.086*** (8.34)
cash	5.142*** (5.00)	0.221*** (13.13)	4.951*** (5.79)
lnst	-0.115***	0.000***	0.115***

	(-10.36)	(8.70)	(10.50)
turn_mean	3.050***		3.047***
	(14.04)		(14.14)
beta	10.682***		10.688***
	(8.19)		(8.21)
Constant	39.648***	-0.427***	40.063***
	(9.93)	(-7.57)	(9.76)
Observations	32,990	32,990	32,990
R-squared	0.784	0.499	0.784
Id FE	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES

***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

6 研究结论与建议

本文选取了2009-2023年间的A股上市公司作为研究样本,进行了主回归分析,稳健性检验和中介效应分析等实证研究工作。经研究发现:1企业ESG表现与其股价波动表现呈现显著的负向影响关系。2.企业的财务绩效表现在ESG表现与股价波动表现的影响关系中起到了部分中介作用。据此表明了企业良好的ESG表现,不仅在经营上会提升其财务绩效表现,同时在资本市场上也会表现出更高的股价稳定性。

结合上述结论,本文提出以下合理化建议:(1)对于企业来讲:企业应当将ESG理念融入战略规划当中,参照

ESG评级指标体系,制定可有效落地的实践路径,切实提升企业在环境、社会、治理等方面绩效表现,同时做好ESG相关信息披露工作,提升信息透明度。并将ESG(2)对投资者来讲,投资者应当拥抱ESG投资理念,在投资决策中更多尝试从ESG视角去评估评判,同时积极参与ESG相关的基金、债券等创新类产品的投资活动。(3)对政府相关部门来讲:政府相关部门应加快制定和完善ESG相关的制度法规,积极研究并出台相关的激励政策,鼓励企业和投资者更多的参与ESG活动中。

参考文献:

[1] 齐保垒, 杨佳瑞, 刘晓燕. 企业ESG表现对股价同步性的影响[J]. 财会月刊, 2023, 44 (07): 19-28.

[2] 林立杰, 李盼盼. ESG表现与股价崩盘风险[J]. 中国注册会计师, 2023 (04): 46-53.

[3] 陈作华, 郭春萌, 葛锐. 机构投资者退出威胁如何促进金融市场稳定?——基于股价崩盘风险视角[J]. 证券市场导报, 2023, (12): 54-67.

[4] Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. The Impact of Corporate Social Responsibility on Stock Prices: Evidence from the COVID-19 Pandemic. Journal of Financial Economics, 2020, 138(2): 365-382.

[5] Hassan M S. Environmental, social and governance performance and stock price volatility: A moderating role of firm size[J]. Journal of Public Affairs, 2020, 22(3): 25-30.

[6] Tasnia M, AlHabshi J S M S, Rosman R. The impact of corporate social responsibility on stock price volatility of the US banks: a moderating role of tax[J]. Journal of Financial Reporting and Accounting, 2020, ahead-of-print(ahead-of-print): 77-91.