



中国证券投资基金业协会  
Asset Management Association of China

# ESG 研究专栏 (学术版)

【2020】第 12 期 总第 12 期 发布日期：2020 年 11 月 25 日

---

## ESG 会增加企业价值吗？

上海交通大学上海高级金融学院教授 邱慈观

【编者按】2020 年 11 月 12 日，中国证券投资基金业协会举办了 2020 年度中国责任投资论坛。论坛邀请了金融监管机构、学术机构以及境内外行业机构资深专家发表了专业观点。本文作为论坛成果之一，从学术视角对“ESG 和企业价值的关系”进行了深入探讨，现予以编发，供读者参考。

ESG 和企业价值之间的关系，一直是个受人瞩目的议题：企业的 ESG 实践究竟会提高企业价值、降低企业价值，抑或不产生影响？针对这个问题，学者从上世纪 70 年代开始研究，前后持续了半个世纪，相关论文不计其数，刊登在管理学、会计学和金融学等领域的期刊上。

研究这个关系时，学者会基于管理经济学的理论说明企业实践 ESG 的理由，以提出 ESG 对企业价值影响的假说，再建立统计模型，挑选合适的 ESG 变量和企业价值变量，利用数据进行检验。在此，具体的 ESG 变量可以是环境维度的

节能减排、社会维度的供应链管理、公司治理维度的董事会组成等，或企业的整体 ESG 实践，而企业价值变量可以是市场价值、市净率、盈利、成本、销货额等。

学者基于理论而拟定待检验的研究假说，那么，涉及 ESG 和企业价值关系的管理经济学理论有哪些？理论认为这关系是正面的，负面的，抑或不相干？在检验这些假说时，学者会遇到哪些挑战？如何克服？过去研究有什么重大发现？各方看法一致吗？

基于过去的学术研究及当下的发展趋势，本文针对上述问题，依序提出简要回答。

## 一、理论依据

ESG 和企业价值之间的关系究竟如何？若从一些个别的 ESG 项目看，有企业会否定这个关系，譬如当企业涉及某项成本高昂的环境整改方案，未来盈利未必会提高。当然，也有企业会持相反看法，认为其员工持股计划吸引了不少优秀人才，形成产品创新，以致盈利增加。不过，个别企业的经验不够全面，我们需要参考比较全面的理论依据，以及数据给予的支持。

对于 ESG 和企业价值之间的关系，传统上有两个主要假说，分别基于两套不同的理论，一套对两者关系持负面看法，另一套对两者关系持正面看法。两套理论都从现代企业的经营和管理着手，提出企业何以参与 ESG，并论证 ESG 和企业价值之间的关系。

对 ESG 和企业价值关系持有负面看法的，主要基于代理学说（agency theory）。该学说和管理学里的公司理论相连，

从股东视角看事情，属于相当传统的理论。特别是，现代企业因所有权与经营权的分离而产生代理问题；公司高管作为股东的代理人，负责企业的日常运营，但会基于自身利益行事，譬如通过参与一些成本高昂的 ESG 项目来提高个人名声。当企业由高管主导而涉入这种 ESG 项目时，形同以牺牲股东利益的方式来获取个人利益，最终却导致企业价值下跌。因此，依据代理学说建立的代理假说认为，ESG 和企业价值之间负相关：企业的 ESG 实践会降低企业价值。

代理假说虽由金融学教授 Jensen 于 1976 年提出，但相同思路已反映在先前另一篇知名度更高的专文：《企业的社会责任是增加盈利》。该文由诺奖得主 Friedman 教授所撰，1970 年登在纽约时报杂志上。此事距离今天已经整整半个世纪，当时 ESG 一词尚未崛起，而企业的相关行为被称为企业社会责任（corporate social responsibility, CSR），其中以慈善捐赠为主，亦是 Friedman 教授在文中所大肆抨击的主题。不过，至今仍有不少人由企业内部治理问题来看待 ESG，诺奖得主 Tirole 教授即是一例，其看法反映于他前几年的《个人与企业社会责任》一文。

主张 ESG 和企业价值之间呈正面关系的看法，出现时间较晚，其背后有几套理论，而以利益相关者学说（stakeholder theory）最重要。它于 1984 年由 Freeman 教授提出，认为现代企业应该看清时代趋势，不能再局限于股东立场，而必须对多方利益相关者承担 ESG 责任。现代企业的利益相关方，如图 1 所示，除了股东之外，还有员工、顾客、供应商、社区、自然环境，甚至债权人、各级政府单位等。

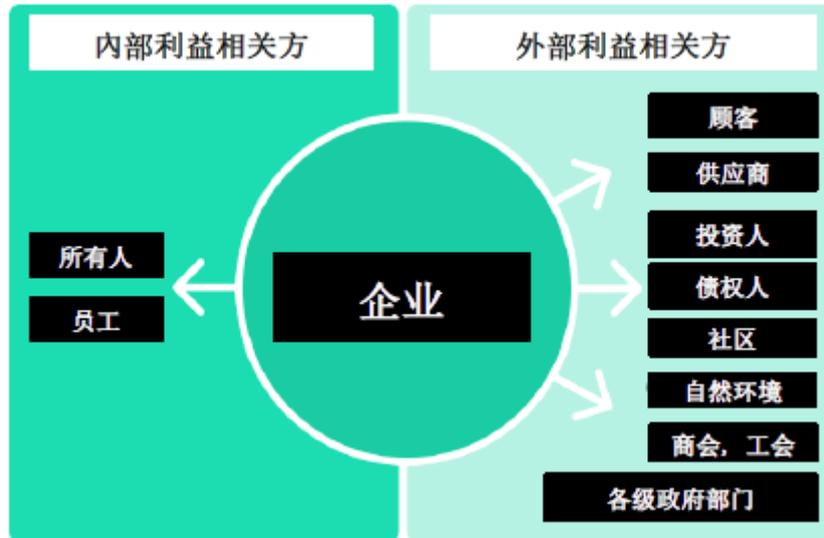


图 1：企业的利益相关方

后续发展中，这些利益相关方的合理性大多已被法律所肯定，并反映于一些法规条文和法庭判例上。譬如，美国在上世纪 70 年代就制订了消费者保护法案，纳入企业对消费者的责任，更在 2009 年针对金融产品制订了投资者保护法案，考虑了原先未被纳入消费者群体的投资者。另外，各国都有劳动力就业保护法案、平等就业机会法案等，要求企业对员工承担责任。

Freeman 教授最先是从规范伦理学的视角提出利益相关者学说，但后来由多方学者共同发展，基于财产权、伦理学、合法性、经济性等角度予以深化，而形成了一套相当完整的学说。

依据利益相关者学说，企业的 ESG 实践就是在对各种利益相关者负责，譬如节能减排是对自然环境和整体社会负责，供应链劳动力标准是对供应商赋予责任要求，而产品安全是对顾客负责。利益相关者学说更表示，企业的 ESG 实践会提升企业价值，故两者之间正相关。

不过，除了利益相关者学说，有其他理论也支持 ESG 和

企业价值之间的正相关性，譬如波特教授 2006 年的比较优势理论及 2011 年的共享价值创造理论。比较优势理论是从战略的视角来解析企业涉及 ESG 的理由，认为 ESG 实践可以为企业创造竞争优势，最终提高企业价值。共享价值创造理论更推进了比较优势说，融入了利益相关者视角：当企业针对紧迫的社会问题，为利益相关者推出创意解决方案时，可以为双方创造共享价值，而反映于彼此价值的增加上。

对于企业 ESG 实践和其价值的关系，正向关系的看法常被称为“企业价值假说”或“企业绩效假说”，而反向关系的看法则被称为“代理假说”。学者通常利用现实世界里的数据测试“企业价值假说”，倘使数据支持正向关系时，则企业价值假说获得支持。反之，倘使数据不支持企业价值假说被拒绝，则表示它可能支持代理假说。

## 二、数据来源

传统财务报表上的数字，反映的是企业营收、支出和盈利的情况，其中并没有企业 ESG 实践的信息。传统财务报表是从股东立场来看企业创造的价值，而未能反映企业 ESG 实践对利益相关方所带来的价值。因此，在获取检验企业价值假说所需的 ESG 数据上，传统财务报表既无法提供企业的 ESG 数据，也无法提供企业 ESG 影响力的货币价值。

更具体地，如图 2 所示，传统财务报表上的数字反映的是纵坐标轴上的股东价值，而股东以外之其他利益相关方的价值则未被反映，导致此图的横坐标轴缺失，而这却是 ESG 关注的核心。因此，如何能通过另一种形式的报告，呈现出企业的运营及产品和服务对其他利益相关者的影响，并把这

种影响直接纳入财务报表，则为当务之急。

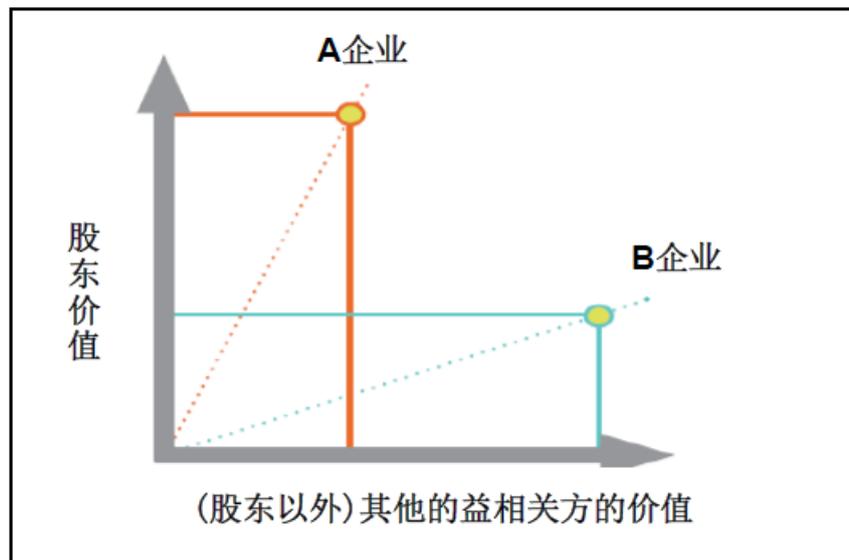


图 2：企业对股东价值的和其他利益相关者价值的看法

针对 ESG 数据及其货币价值的问题，多年来各界都在寻找解决方案，其中至少有三种努力。

第一种努力针对传统财务报表未纳入企业 ESG 信息的问题，主张在财务报表之外，单独以另一份报告披露之。推动方案从上世纪 90 年代开始，倡议企业发布可持续报告，以标准框架披露其 ESG 实践。具体努力落在披露准则的建立上，其中包括披露原则、分类标准等，而推动组织中最重要的是 1997 年成立的全球可持续报告倡议组织（Global Reporting Initiative, GRI）及 2011 年成立的可持续会计准则委员会（Sustainability Accounting Standard Board, SASB）。

第二种努力关乎 ESG 数据库的建立。可持续报告由企业发布，但数据库的信息来源不能仅限于此，还须纳入其他来源的信息，诸如政府对企业的奖惩信息、法庭对企业争讼的判决、媒体对企业的报导、行业分析师对企业的看法等。这类数据库可以是比较单纯的材料收集，也可以是相对复杂的

ESG 评级。

“相对复杂”是因为评级本身超越了材料收集，而蕴含对 ESG 相关概念的诠释及价值判断。特别是，评级包含如何建立评级框架，如何挑选各维度下的议题，如何赋予各议题权重等，其中必然涉及理念、解释、选择、排序等具有主观因素在内的流程，而评级机构本身的背景、特质、组织目的及客户对象等，都会对此造成影响。

早期的 ESG 评级由怀抱理想的使命导向组织展开，其中以英国的 EIRIS、法国的 Vigeo 及美国的 KLD 研究暨分析公司最知名。KLD 于 1988 年推出的 KLD 数据库，以严谨客观著称，广为学者采用。近十年来，随着 ESG 投资的主流化，ESG 评级机构数量剧增。目前全球有六百多家，如 MSCI、Sustainalytics、Vigeo-EIRIS、富时罗素等。但评级组织虽多，评级结果的相关性却很低，其背后原因与 ESG 评级的价值取向有关，本人已在其他几篇专文中做了解析，兹不赘述。

第三种努力更具突破性，致力于把企业 ESG 实践的影响力和财务报表相结合，并进行货币化的呈现。企业的影响力属于外部效应，有些为正（如创造的工作岗位），有些为负（如碳排放），而且有不同的度量单位。如何建立一个全面的会计框架，将它们货币化后和财务报表结合，以形成相同的度量单位（把企业创造的工作岗位及产生的碳排放量都转化为货币单位），这应该也是比较理想的 ESG 数据。

事实上，这种努力已经进行了一段时间，其中包括 2011 年推出的综合报告（integrated reporting），尝试跳脱出传统财务报表之以股东为中心的视角，更全面地呈现企业运营和

ESG 活动所产生的价值。当然，更重要的突破是由哈佛大学会计学教授领衔开发的影响力加权会计（**impact-weighted accounting, IWA**）框架，将企业产品对消费者、社区、自然环境等利益相关者所产生的正负面影响货币化，最后并入企业的利润表。

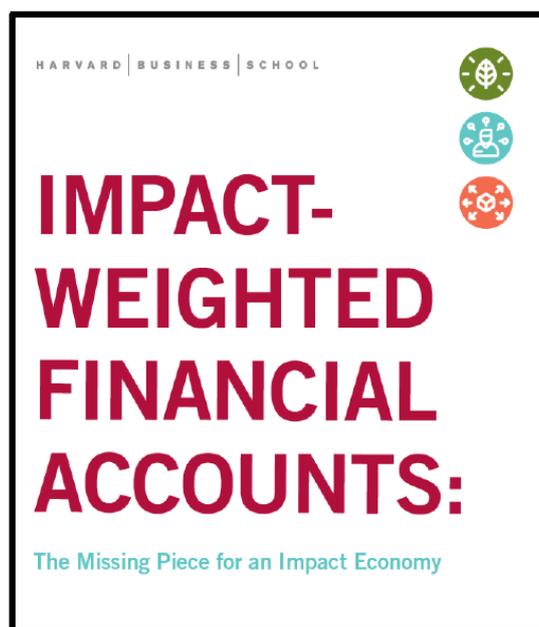


图 3：哈佛大学的影响力加权会计推动方案

除了以上提到的 ESG 数据外，检验企业价值假说还需要企业价值方面的数据。在此，学者会考虑广义的企业价值，而不仅限于股市价值。无论何种诠释，这方面数据一般不成问题，常用指标有企业的市值、ROE 或 ROA 等盈利指标、收益、成本，以及托宾 Q 等。

总的来说，检验企业价值假说所面临的数据问题不在于企业价值相关数据，而在于 ESG 数据。这方面涉及会计框架对利益相关者的处理、ESG 评级框架的建立、ESG 的度量方法等。因其带有相当的价值判断，会受到组织特质、运营目标等内部因素的影响，也会受到时代背景、法律规章、文化思维模式等机构因素的影响。

### 三、研究发现

对企业价值假说的检验始于上世纪 70 年代，但当时没有全面的 ESG 数据，ESG 评级也还没出现，导致学者必须使用替代变量，譬如美国环保署的企业污染指标、企业年报里的环境披露、企业的声誉调查计分等。另外，当时的理论基础也比较薄弱，加上数据质量粗糙，以致研究结果不一。Ullman 教授对此做了梳理，于 1985 年在美国管理评论期刊上发表了一篇经典论文，呼吁学者开发相关理论和数据。

比较完整的检验出现在 KLD 数据库出现后，其中有企业 ESG 的整体得分，也有这三个维度的分解得分，甚至各维度下某个议题的得分。学者据此做了很多研究，譬如检验 ESG 的整体得分和企业价值的关系，检验 S 维度下的社区参与和企业价值的关系，或是检测 E 维度下的环境处置和企业价值的关系。此外，学者利用英国的 EIRIS 数据库进行类似的研究，在 ESG 评级数据覆盖全球多国后，学者更利用 ASSET4 等数据进行更全面的研究。

因相关论文太多，在此无法备述，本文只提出三点主要的研究发现。第一，绝大多数的研究都发现，企业 ESG 和企业价值之间的关系为正，支持企业价值假说。第二，上述情况会受到数据特性的影响，譬如当使用企业的 ESG 分解得分时，研究结果会不同于整体得分。第三，当使用股价数据来代表企业价值时，研究结果取决于股市对企业正负面信息的反应，而反应差异会造成研究结果分歧。

### 四、亮眼研究

以下介绍三篇学术论文，它们以更细致的方法、更独特

的数据来检验假说，因而特别亮眼。

Edmans 教授基于利益相关者学说和人力资源中心学说导出待检验的假说，利用美国数据，探究企业员工满意度和其股票长期回报之间的关系。他并不直接检验企业价值假说，反之，他检验超额回报假说：由员工满意度较高的股票所构成之投资组合，相比于由员工满意度较低的股票所构成之投资组合，前者的投资回报是否高于后者？

针对这个假说，Edmans 教授以《财富》杂志“最佳雇主 100 强”里的一百家美国企业，构成一个投资组合，并和一个由员工满意度较低的企业所构成的投资组合相比，通过四因子模型来检验两者之间超额回报的差异，而实证结果支持原始假说。另外，该文还发现，员工满意度高的企业会有更多的正面意外收益，也有更高的事件宣布回报。

Khan 等三位教授的研究建立在 SASB 对实质性的界定上，其背后的理念很清楚：SASB 基于现实世界的证据，对各行业梳理出实质性的 ESG 议题及非实质性的议题，前者会对企业的财务底线造成影响，而后者则不会。因此，企业不应毫无选择地参与所有的 ESG 议题，反之，企业应该集中资源参与实质性的 ESG 议题，以提高长期价值。

SASB 这种界定，无疑是对 ESG 议题做了更细致的区分，而各行业因其特质有其独特的实质性 ESG，譬如水资源稀缺议题之于食品行业、数据保密之于信息科技行业，但反之则不然。

Khan 等三位教授不使用市场上现成的 ESG 评级数据，反之，他们基于 SASB 的界定而自行建构 ESG 数据，再检验

超额回报假说，结果表明假说成立。亦即，与实质性 ESG 表现较差的企业股票所构成之投资组合相比，实质性 ESG 表现较好的企业股票所构成之投资组合具有更高的回报。反之，与非实质性 ESG 表现较差的企业股票所构成之投资组合相比，非实质性 ESG 表现较好的企业股票所构成之投资组合不具有更高的回报。作者对企业未来的会计绩效变化的分析进一步肯定了这个研究结果，并对 SASB 的实质性界定提供了初步证据。

Dai 等三位教授的研究基于利益相关者学说，但利用一个将企业与其供应商相互匹配的新数据库，通过细致的实证方法，呈现出亮眼的结果。供应商是企业重要的利益相关者，当供应链全球化后，企业的供应商遍布世界各地，譬如德国宝马汽车在全球有 87 家供应商，位于中国、韩国、日本、美国、墨西哥等国。但过去一直没有完整的相关数据库，以致研究未能展开。

新数据库出炉后，Dai 等三位教授检验共享价值创造假说：企业和其供应商通过 ESG 实践而产生了共享价值。研究结果发现，当企业和供应商参与协同式的 ESG 时，会为双方创造经济价值，反映于销售成长、成本降低、市净率增加等方面，而这结果支持原始假说。

## 五、特别提醒

检验 ESG 和企业价值的关系时，主要是针对企业价值假说进行检验，与本文所引论文大体一致，Edmans 和 Khan 的两篇除外。不过，很多人会把企业价值假说和超额回报假说相混。

依据超额回报假说，当投资人持有如绿色固定收益基金、富时善指数基金、公司治理指数基金等 ESG 金融产品时，会获得超额回报  $\alpha$ 。这是一个相当流行的看法，更被基金公司当作营销术语，以超额回报来吸引投资人认购。

不过，超额回报假说的理论依据完全不同于企业假说。特别是，它必须基于某种投资组合理论，论证 ESG 资产的回报何以会高于传统型资产，譬如 ESG 资产的 ESG 特质未被正确定价，或是 ESG 投资人的偏好足以影响这类资产价格，因而压低了预期回报和资金成本。

至于超额回报的计算，实践者往往以单因子模型来看，亦即，一个金融资产的超额回报是它高于市场基准的部分，而市场基准就是这里所谓的单因子。不过，依据资本资产定价模型，决定某资产回报的因素不只有市场因子，还有规模因子、价值因子和动量因子等。因此，在检验超额回报假说时，比较合适的模型应该是 Fama-French 的三因子模型，甚至 Carhart 教授在 1997 年推出的四因子模型，用来计算某资产回报之高于市场、规模、价值及动量等因子的部分。这样算出来的才是真正的超额回报  $\alpha$ 。

学者对超额回报假说的检验，大概在本世纪后才开始，利用美国、英国、北欧、加拿大等国家或地区的 ESG 投资数据，通过三因子或四因子模型进行实证解析。大部分的研究结果表明，ESG 资产并不存在超额回报，其  $\alpha$  甚至在某些国家竟为负值。

当时这个发现颇令人不解，很难通过传统的资本资产定价模型来解释。不过，随着可持续投资风潮的崛起，传统的

资本资产定价模型愈发捉襟见肘，而其中对投资者的“单一颜色”假设已不适用。换言之，新模型必须假设市场上有不同颜色的投资人，其中有只追求财务回报的棕色投资人，也有同时追求财务回报和社会回报的绿色投资人。在新模型下，有些学者已经通过数学推导，证明了  $\alpha$  为负值，而这结果也符合先前另一些学者的实证发现。

## 六、结语

ESG 和企业价值之间的关系，是个备受瞩目的议题。针对这个问题，学者基于代理学说、利益相关者学说、共享价值创造学说等多种理论，推导出了两者之间不同关系的假说。

检验假说需要数据，而相比于财务数据，我们对 ESG 数据的性质理解比较有限，对假说的检验也面临困难。特别是，有别于财务数据的价值中立性质，ESG 数据受到供应者价值立场的影响，包括其目标、使命、客户对象和机构背景等。

迄今为止，学者对 ESG 数据的微观问题和企业财务报表立场的宏观问题仍在进行研究。但利用现有的 ESG 数据、通过合适的统计模型检验，多数研究的结果都支持企业价值假说。换言之，当企业 ESG 实践更好时，以股市价值、市净率、营收等变量来度量的企业价值都更高。

历史研究结论整体上表明，当企业进行利益相关者管理时，会获得利益相关方的支持，诸如能吸引优秀员工的加入、能获得买方厂商的订单、能获得更好的融资渠道、能强化市场竞争优势、能提高企业形象等，最终造成企业价值的增加。

针对这系列研究背后存在的一些基本问题，学者也在努

力克服中，其中包括现代投资组合理论的重塑、影响力加权会计框架的建构、更细微的 ESG 数据等。期盼多方努力终能修成正果，使这个领域的研究更臻完善。

**声明：**本文仅代表作者个人观点，中国证券投资基金业协会（AMAC）出于交流目的经作者授权刊发，不意味着 AMAC 支持、认可其全部或部分观点，不代表 AMAC 立场。