

# ESG表现、投资者信心与上市公司绩效

张长江 张 玥 陈雨晴\*

**摘要:**ESG理念受到资本市场高度关注,但ESG表现如何促进上市公司绩效提升以及投资者在其中如何产生作用尚需深究。本文以2018—2020年沪深主板上市公司为研究对象,实证分析了ESG表现、投资者信心和上市公司绩效之间的关系及作用机制。初步研究表明,良好的ESG表现能够提高上市公司的市场绩效和财务绩效;相较财务绩效,投资者信心在ESG表现的市场绩效提升中发挥着更为重要的正向传导作用。进一步研究发现,非国有上市公司ESG表现对市场绩效的正向影响更大,国有上市公司ESG表现对财务绩效的影响不显著且存在投资者信心“遮掩效应”;低市场化地区上市公司ESG表现对市场绩效的正向影响更大,投资者信心中介效应占总效应的比例也更高。本文建议进一步完善资本市场ESG投融资环境;引导上市公司ESG战略转型,强化上市公司ESG行为监管;培育投资者ESG素养,树立可持续投资观念。

**关键词:**ESG表现;投资者信心;市场绩效;财务绩效;上市公司

## 一、引言

自联合国全球契约组织在2004年首次正式提出“环境、社会及治理”(Environmental, Social and Governance,缩写为ESG)概念以来,联合国、国际组织、主要发达经济体、国际ESG评级机构等在上市公司ESG管理的国际协调、国际交流、信息披露监管和评级指标体系建设等方面取得快速进展。在国内,2002年证监会发布的《上市公司治理准则》提出上市公司要重视社会责任,2006年和2008年沪深两市发布社会责任履行指引、环境信息披露指引,2018年证监会修

---

\*张长江(通讯作者),南京工业大学经济与管理学院,邮政编码:211816,电子邮箱:zcj361@163.com;张玥,南京农业大学金融学院,邮政编码:210095,电子邮箱:moonnzhang@163.com;陈雨晴,昆山开放大学,邮政编码:215316,电子邮箱:cyq1127@qq.com。

本文系国家自然科学基金重点项目“基于战略协同与激励相容的高校科技创新绩效提升研究”(19AGL009)的阶段性成果。感谢匿名评审专家给予的宝贵修改意见,文责自负。

订的《上市公司治理准则》,2019年中国证券投资基金业协会发布的《中国上市公司ESG评价体系研究报告》等,都印证我国上市公司ESG管治已步入实质性操作新征程。

随着我国资本市场开放不断演进,国内市场与海外市场的联系愈发密切,越来越多秉承绿色和责任投资理念的国际投资者开始参与中国资本市场,这推动了ESG投资理念在中国资本市场得到进一步认可。与国际ESG理念相比,目前我国上市公司对ESG实践的价值效应仍存疑虑,较缺乏改善ESG表现的内在动力。受政策导向影响,国内学界长期偏重于上市公司环境信息和社会责任信息披露现状、评价、动因和效应等方面的研究。在上市公司ESG表现的价值相关性研究方面,主要聚焦于环境绩效与财务绩效关系(徐建中等,2018;束颖等,2019;朱清香等,2020)、社会绩效与财务绩效关系(崔也光、李博,2018;郑培等,2020)、治理绩效与财务绩效关系(田国双、SHA,2019)等方面,以ESG综合表现为核心变量探讨ESG表现对上市公司绩效提升的研究文献较少。

本文以可持续发展理论、利益相关者理论、资源基础理论为支撑,探索上市公司ESG表现对公司绩效的影响机理,并进一步分析投资者信心在其中的中介传导作用。本文的贡献在于:第一,试图分析ESG综合表现对公司绩效的影响机制,为促进上市公司兼顾环保实践、社会责任和公司治理综合能力提供理论依据;第二,引入投资者信心这一中介变量,区别以往ESG实践具有直接价值效应的思维模式,为研究ESG价值传导机制提供新视角。

## 二、机理分析与研究假设

### (一)ESG表现影响上市公司绩效的机理分析

随着社会意识的进步和ESG体系的不断完善,许多上市公司进行ESG实践不仅是出于外部压力或管理层自利动因,也可能是一种期望创造价值的自发性行为。多数研究成果支持ESG增值理论的观点,认为ESG表现对公司价值具有正向影响。ESG表现好的公司不但具有较高的财务绩效水平,通常具备信用品质好、抗风险能力较强等特征,公司加强对ESG方面的管理,增强自身在环境、社会责任和公司治理方面的表现,不仅能够降低融资成本,而且会提高市场价值(Fatemi et al., 2017; 邱牧远、殷红, 2019)。

首先,良好的ESG表现有利于上市公司获得主要利益相关者的认同。第一,对政府而言,具有更强经济实力和更大社会影响力的上市公司是其推进ESG发展需要抓住的“关键少数”,当上市公司ESG表现优异时更容易与政府建立良好的关系,为自身发展赢得宽松的环境(刘林,2016)。由于政府在资源配置方面具有重要作用,发挥“头雁效应”的上市公司也有更多的机会得到财政支持、享受优惠政策待遇,从而带来财务绩效上的提升。第二,对消费者而言,ESG表现良好的上市公司治理水平高,产品的品质往往更好,这有利于增强消费者的信任感、认可度和满意度,提高其购买意愿(胡亚敏等,2016);同时,ESG表现良好的上市公司在环境

和社会问题上有所建树,能吸引一些环保主义消费者的青睐。因此,ESG表现的改善能够带来市场份额或营业收入增加,从而对财务绩效有积极影响。第三,对内部员工而言,上市公司在ESG方面表现优异说明公司有着良好的企业文化,能够为内部员工营造良好的工作氛围,增加他们的认同感和归属感,减少人员的流动,有利于维持公司日常经营的稳定性(Bridges & Harrison, 2003);此外,ESG表现好的上市公司一般具备较高的治理能力,能够通过相对合理的业绩评价标准和晋升机制激发员工工作热情,从而提高工作效率,推动上市公司财务绩效的提升。第四,对投资者而言,其基本利益诉求是投入资本的保值增值和获得股利回报。ESG表现良好的上市公司治理效率高、面临环境和社会事件的违规风险较小,能降低投资者投资亏损的可能性,给投资者带来稳定的收益。积极承担ESG责任的上市公司能够增强投资者信心,推动股票价格的上升(雷光勇等, 2012),进而带来更好的市场绩效。第五,对债权人而言,受绿色金融改革影响,作为公司主要债权人的金融机构更愿意为支持环境改善、应对气候变化和资源节约高效利用等经济活动提供优惠的借贷服务,因此ESG表现良好的上市公司能够降低债务资本成本,并通过杠杆效应的发挥来提升公司的市场绩效。

其次,良好的ESG表现能够增强上市公司的竞争优势。资源基础观理论认为,拥有和掌控异质性资源是公司获得竞争优势的重要条件。公司在社会责任方面的成就能够成为一种竞争要素(Porter & Linde, 1995),公司合理地运用和配置资源去预防或解决环境问题,能使企业形成持久的竞争优势从而创造价值(Hart & Dowell, 2011)。上市公司良好的ESG表现有利于声誉资源的形成。由于上市公司的市价与其声誉密切相关,良好的ESG表现可能会使上市公司更容易获得竞争优势、形成品牌溢价,长期来看这些资源还有可能成为公司的核心竞争力所在,使其在市场中处于优势地位,最终带来上市公司市场绩效的提升。同时,ESG实践所需投入的成本可能会影响当年利润,对于上市公司而言,较低的利润水平不利于其筹资和再投资,若连续亏损更加面临退市风险。所以上市公司力图改善ESG表现时更有动力去研究降低成本的新技术和生产方法,从而激发创新活力,让公司在绿色产品和技术、组织管理等方面取得成就进而加强资源利用效率、降低成本,促进公司财务绩效的增长。

基于以上分析,本文提出如下假设:

H1a: ESG表现对上市公司的市场绩效有显著正向影响。

H1b: ESG表现对上市公司的财务绩效有显著正向影响。

## (二)ESG表现对投资者信心的影响机理

中国资本市场以散户为主体,整体的投资风格偏向短期收益。但是在我国生态文明建设不断深入的背景下,一些对环境造成严重污染的公司会受到严厉的处罚,这无疑给公司带来了负面影响和财务损失,倒逼投资者在投资时剔除一些高污染或者曾受到环境处罚的公司股票。不止是环境责任,近几年资本市场中被爆出的几例“黑天鹅”事件皆因在公司治理方面存

在缺陷,或者未能处理好与员工的纠纷、实现对消费者的保障所导致的,这些负面事件给许多投资者带来了惨重的损失。现阶段,越来越多的投资者在投资决策过程中会参考上市公司的ESG表现,当公司的行为表现与投资者的价值取向产生共鸣时,投资者对公司的发展前景产生信心(Elliott et al., 2013),良好的ESG表现对投资者信心的促进作用主要体现在以下三个方面。

第一,良好的ESG表现能够向投资者传递有利信号。上市公司在践行ESG理念的同时,会向外界传递其良好的价值观,使投资者意识到公司在自觉承担社会和环境责任、努力提高治理水平,也向投资者间接传递公司收益稳定的信号,有利于吸引投资者的关注和投资。此外,具有良好ESG表现的上市公司更容易获得机构投资者的青睐(周方召等, 2020),从而增加其持股比例,机构的增持行为又向市场上的个人投资者传递有利信号,使更多投资者信心得到增强。

第二,良好的ESG表现能够降低投资者面临的风险。上市公司的ESG表现向投资者传递了非财务方面的相关信息,为客观评价公司价值、降低投资风险提供了信息基础。一些存在财务造假等风险的上市公司潜藏着巨大的非财务风险,“丑闻”一经爆出可能会导致股价暴跌,给投资者带来惨重的损失,甚至对社会造成严重的负面影响。一般而言,ESG表现良好的公司不仅积极贯彻绿色发展理念、承担社会责任,而且具有科学合理的内部治理与监督体系,能够有效地进行风险管理(Sassen et al., 2016),提高经营决策的科学性和有效性,确保公司运营符合正确的战略目标和发展方向,尽可能避免投资暴雷,减少因无视或低估非财务风险给投资者带来的损失等,从而提高投资者信心。

第三,良好的ESG表现能够为投资者带来稳定收益。ESG表现作为衡量公司可持续发展能力的一个关键指标,可以帮助投资者有效地甄别投资目标的质量。通常ESG表现良好的上市公司在资源利用、社会关系和公司治理等方面更具优势,在市场波动时仍能保持良好的收益性和稳定性(葛永盛、黄婷婷, 2013)。同时,由于需要兼顾多方需求,ESG表现良好的公司具有较好的利益冲突协调能力,能有效减少内耗,维护各方利益的平衡(刘倩等, 2014),为公司发展创造良好的内外部环境,保障投资者在资本市场获得合理回报的同时提高投资者获得稳定回报的概率,从而增强投资者信心。

基于以上分析,本文提出假设:

H2: 上市公司良好的ESG表现能够增强其投资者信心。

### (三)投资者信心中介效应的机理分析

金融市场的运行规律表明,投资者信心是影响股票价格和资本市场运转的重要因素之一(Baker & Wurgler, 2007),投资者信心能通过心理情绪、理性预期等方式影响投资者的决策行为,最终从股票价格、融资能力、股权资本成本等方面影响企业价值(Brown & Cliff, 2004; 赖泳杏、范利民, 2016; 张巍等, 2018)。

根据行为金融学理论,当投资者信心处于较高水平时投资的欲望也会高涨,由于对公司未来发展前景充满信心,投资者可能会做出大量购入股票的决策,从而推动股价的上升。结合ESG表现对投资者信心的机理分析,可以推出“ESG表现—投资者信心—市场绩效”这一价值传导过程:上市公司良好的ESG表现向外部投资者传递了公司重视环境保护、勇于承担社会责任、关注内部治理的有利信号,虽然一些ESG表现较好公司的股票收益并不是同类股票中最高的,但是由于满足了那些关注公司非财务方面表现的投资者日益增强的风险规避需求,一定程度上保障了未来报酬的稳定性,由此增强这些投资者对公司未来发展的信心。投资者信心的增强会影响其投资决策行为,从而做出大量购入该公司股票的决策。考虑到我国资本市场中秉持ESG投资理念的投资者数量不断增加,出于从众效应,一些原本并不关注公司ESG表现的投资者可能也会购入该股票,在合力推动下,ESG表现较好的上市公司股票会被拉升,市场溢价的增加使得上市公司的市场绩效也得到提升。

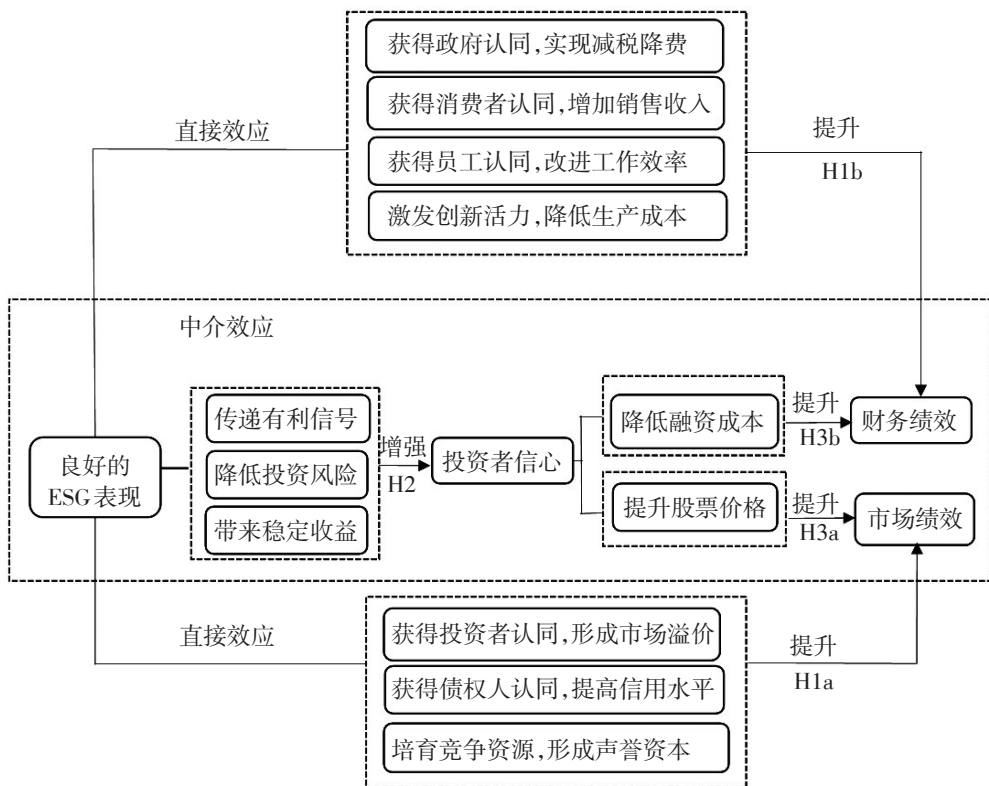


图1 基于投资者信心中介效应的ESG表现对上市公司绩效提升的影响机制

根据可持续发展理论,公司在发展的过程中应当充分考虑自身经营活动和战略选择对于环境、社会等方面的影响,良好的ESG表现正是其致力于环境保护、承担社会责任和提高治理水平的有利证明,有助于公司实现长期稳定的发展。结合ESG表现对投资者信心的机理分

析,可以推出“ESG表现—投资者信心—财务绩效”这一价值传导过程:ESG表现良好的上市公司在贯彻可持续发展理念的过程中能够有效规避风险、保护投资者权益,这无疑能够提振投资者信心。一方面,高涨的投资者信心有利于公司从市场中吸纳更多的资金投入于研发、生产和运营等环节,从而增加产品价值、促进收入增长,提升财务绩效。另一方面,投资者所要求的报酬率是由投资风险所决定的,当投资者情绪处于一种积极的状态时,他们会乐观地认为将来需要承担的投资风险较小,因此要求的回报率也会相应降低,这能够减少公司在股权融资成本上的支出,优化资产负债结构,从而进一步提升公司的财务绩效。

基于以上分析,本文提出如下假设:

H3a:投资者信心在上市公司ESG表现与公司市场绩效正向关系中起中介传导作用。

H3b:投资者信心在上市公司ESG表现与公司财务绩效正向关系中起中介传导作用。

本文的理论逻辑如图1所示。

### 三、研究设计

#### (一)样本选取

考虑到我国上市公司ESG数据的可获取周期和证监会2018年修订明确上市公司ESG管理框架的《上市公司治理准则》,本文选取2018—2020年沪深主板上市公司为初始研究样本,并做了如下筛选:(1)剔除金融类上市公司,因为这些公司存在行业特殊性;(2)剔除ST、\*ST类上市公司,因为这些公司财务数据的真实性和准确性存疑;(3)剔除财务数据缺失的上市公司。筛选后,本研究最终得到1400家上市公司12个季度共16800个观测样本。本文的ESG评级数据来自WIND数据库,其余数据来自CSMAR和RESSET数据库。

#### (二)变量定义及说明

##### 1.被解释变量

市场绩效( $TQ$ )和财务绩效( $ROA$ )。本文选用Tobin Q值来衡量市场绩效,该指标是市场价值与重置价值(实际操作中一般用总资产的账面价值来替代)的比率,较为真实地反映了公司内在价值与市场价值之间的关系;选用总资产收益率( $ROA$ )来衡量财务绩效,该指标是公司净利润与总资产的比率,反映了公司的盈利能力并体现了资产运营效率。

##### 2.解释变量

ESG表现( $ESG$ )。ESG表现指标通过获取财务信息以外的公司绩效表现来衡量企业的可持续性和对社会价值观的影响,以及公司治理是否完善等绩效水平。由于社会制度、经济结构及资本市场有效性等方面的差异,直接对标海外成熟市场的ESG评价体系不符合我国当前的实际情况。近两年我国一些专业机构陆续发布了具有中国特色的ESG评级数据库,其中,社会价值投资联盟提供的评级包含财务绩效维度,与本文研究非财务绩效价值效应的目

的不相符;商道融绿评级覆盖的上市公司数量从2015年的300多家逐渐增加到2020年的800家,这导致部分公司数据缺失,不具有可比性。综合考虑后,本文选取华证指数构建的ESG评级来衡量ESG表现这一变量。

### 3.中介变量

投资者信心指数(*IC*)。关于投资者信心的衡量,学术界一般有两种测度方式。第一类是直接运用股票市场中的交易数据指标衡量。根据行为金融理论的观点,投资者的情绪、信心等心理因素最终会反映在行为举止上,进而对市场的交易产生影响。因此有学者直接用股票换手率等单个交易指标来反映投资者信心。第二类是构建投资者信心指数,这种方法综合了多个指标来衡量投资者信心,在一定程度上避免了单一指标的片面性。本文在衡量投资者信心时采用了第二类方法,选取季度换手率(*TR*)、市净率(*PB*)和主营业务收入增长率(*GRO*)三个指标作为投资者信心的代理变量(雷光勇等,2012;张巍等,2018),利用SPSS软件对变量进行标准化和主成分分析并构建投资者信心指数,具体结果如表1所示。

表1 投资者信心的主成分分析结果

方差分解主成分提取				初始因子载荷阵			特征向量矩阵		
主成分	特征值 $\lambda$	贡献率	累计贡献率		$B_1$	$B_2$		$A_1$	$A_2$
1	1.243	41.436%	41.436%	ZTR	0.787	-0.086	ZTR	0.708	-0.086
2	1.001	33.383%	74.819%	ZPB	0.789	0.035	ZPB	0.710	0.035
3	0.755	25.181%	100.00%	ZGRO	0.040	0.996	ZGRO	0.036	0.996

本文选取排名前两位且特征值大于1的主要成分,根据  $A_i = B_i / \sqrt{\lambda_i}$ ,将初始因子载荷阵转换成上表中的特征向量矩阵,按照加权平均法运算出投资者信心:

$$IC = A_1 \times 41.436\% + A_2 \times 33.383\% = 0.265 ZTR + 0.306 ZPB + 0.347 ZGRO \quad (1)$$

### 4.控制变量

本文选取了公司规模(*SIZE*)、偿债能力(*LEV*)、产权性质(*OWN*)、公司年龄(*AGE*)、股权集中度(*TOP10*)这5个控制变量。此外,还生成行业虚拟变量(*IND*)、时期虚拟变量(*TIME*)来控制行业效应和时间效应。具体变量定义见表2。

### (三)模型设定

本文借鉴温忠麟等(2004),对ESG表现与公司绩效影响机制中投资者信心的中介效应进行检验。回归模型(1)—(5)如式(2)—(6)所示。

$$TQ = \alpha_0 + \alpha_1 ESG + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 LEV + \alpha_4 OWN + \alpha_5 AGE + \alpha_6 TOP10 + \sum \alpha_i IND_i + \sum \alpha_j TIME_j + \varepsilon \quad (2)$$

$$ROA = \eta_0 + \eta_1 ESG + \eta_2 SIZE + \eta_3 LEV + \eta_4 OWN + \eta_5 AGE + \eta_6 TOP10 + \sum \eta_i IND_i + \sum \eta_j TIME_j + \varepsilon \quad (3)$$

表2 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	市场绩效	<i>TQ</i>	(年末流通股份市值+年末非流通股份市值+年末净负债市值) /年末总资产
	财务绩效	<i>ROA</i>	公司净利润与总资产的比率
解释变量	ESG表现	<i>ESG</i>	根据华证ESG等级划分标准,对AAA到C等级依次赋值为9至1
中介变量	投资者信心	<i>IC</i>	季度换手率、市净率和主营业务收入增长率的主成分因子 载荷的加权平均值
控制变量	公司规模	<i>SIZE</i>	公司期末总资产的自然对数
	偿债能力	<i>LEV</i>	公司期末总负债/公司期末总资产
	产权性质	<i>OWN</i>	若公司为国有企业取值为1,否则为0
	公司年龄	<i>AGE</i>	观测年份-注册成立年份
	股权集中度	<i>TOP10</i>	前十大股东持股比例
	行业	<i>IND<sub>i</sub></i>	虚拟变量,当变量属于行业 <i>i</i> 时取1,否则为0
	时期	<i>TIME<sub>j</sub></i>	虚拟变量,当变量属于期间 <i>j</i> 时取1,否则为0

$$IC = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 OWN + \beta_5 AGE + \beta_6 TOP10 + \sum \beta_i IND_i + \sum \beta_j TIME_j + \varepsilon \quad (4)$$

$$TQ = \gamma_0 + \gamma_1 ESG + \gamma_2 IC + \gamma_3 SIZE + \gamma_4 LEV + \gamma_5 OWN + \gamma_6 AGE + \gamma_7 TOP10 + \sum \gamma_i IND_i + \sum \gamma_j TIME_j + \varepsilon \quad (5)$$

$$ROA = \varphi_0 + \varphi_1 ESG + \varphi_2 IC + \varphi_3 SIZE + \varphi_4 LEV + \varphi_5 OWN + \varphi_6 AGE + \varphi_7 TOP10 + \sum \varphi_i IND_i + \sum \varphi_j TIME_j + \varepsilon \quad (6)$$

具体检验过程为:第一步,检验式(2)和式(3)中ESG变量的系数,若显著则可继续下一步检验,不显著则停止中介效应分析。第二步,依次检验式(4)中ESG变量的系数  $\beta_1$  和式(5)、式(6)中 *IC* 变量的系数  $\gamma_2$ 、 $\varphi_2$ ,若二者均显著,则可直接进入第三步;若两者中至少有一个不显著,则需要进行Sobel检验,Sobel的检验值 *Z* 由式(7)计算得来。其中 *a*、*b*、*s<sub>a</sub>*、*s<sub>b</sub>* 分别是回归系数估计值和对应的标准误差,显著性水平0.05对应的临界值为0.97。若检验值  $Z > 0.97$ ,则中介效应显著,否则中介效应不显著(Mackinnon et al.,2002)。第三步,当式(5)、式(6)中ESG变量的系数  $\gamma_1$ 、 $\varphi_1$  也显著时,投资者信心起部分中介效应;若不显著,则投资者信心起完全中介效应。

$$Z = \frac{ab}{\sqrt{a^2 s_b^2 + b^2 s_a^2}} \quad (7)$$

## 四、实证分析

### (一)描述性统计

为了排除异常值对估计结果的干扰,本文对连续型变量在其分布的1%和99%的位置上



进行了缩尾处理,表3列示了主要变量的描述性统计结果。

表3 主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
<i>TQ</i>	16800	1.629	0.979	0.798	6.808
<i>ROA</i>	16800	0.028	0.033	-0.042	0.150
<i>ESG</i>	16800	5.799	1.205	1	9
<i>IC</i>	16800	-0.012	0.456	-0.529	1.957
<i>SIZE</i>	16800	22.811	1.432	20.258	26.827
<i>LEV</i>	16800	0.453	0.195	0.074	0.868
<i>OWN</i>	16800	0.513	0.500	0	1
<i>AGE</i>	16800	21.706	5.322	9	35
<i>TOP10</i>	16800	0.614	0.155	0.258	0.919

被解释变量中,Tobin Q值最大为6.808,最小只有0.798,结合标准差可以看出公司间市场价值存在较大的差异性。总资产收益率(*ROA*)均值仅为2.8%,说明样本公司应重视总资产的有效利用,进一步提高其盈利能力。解释变量ESG得分的均值为5.799,说明我国沪深主板上市公司ESG表现的平均水平处于BB-BBB评级之间,仍有提升空间;标准差为1.205,数据波动性较大,受行业性质、公司发展战略等因素的影响,许多公司在ESG实践上存在明显的差异。中介变量投资者信心指数(*IC*)的均值为-0.012,说明近三年来,投资者对主板股票市场的整体信心并不高。控制变量中,公司规模(*SIZE*)的标准差为1.432,沪深主板上市公司的资产规模存在一定差距;资产负债率(*LEV*)的均值为45.3%,说明大部分公司股权融资占比略高于债权融资,资本结构整体较为稳定合理;股东持股比例最大值91.9%与最小值25.8%相差较大,说明不同公司股权集中程度存在差异。

## (二)回归结果

如表4所示。模型(1)和(2)分别显示了ESG表现对上市公司市场绩效和财务绩效的回归结果,模型(1)中ESG表现的回归系数为0.049且在1%的统计水平上显著,模型(2)中ESG表现的回归系数0.0014在1%的水平上显著,说明在控制了其他变量的情况下,上市公司的ESG表现对市场绩效和财务绩效均具有显著的正向影响,H1a和H1b得到证实。模型(1)中控制变量公司规模(*SIZE*)、偿债能力(*LEV*)均与市场绩效(*TQ*)呈显著负相关关系,说明随着公司规模扩张和负债率的增加,公司面临的内部管理风险和外部财务风险增大,反而不利于公司市场绩效的提升。模型(2)中偿债能力(*LEV*)与财务绩效(*ROA*)呈显著的负相关关系,可见负债占比过高的资本结构不利于公司财务绩效的提升;公司规模(*SIZE*)、公司年龄(*AGE*)和股权集中度(*TOP10*)与财务绩效(*ROA*)呈显著正相关关系,这表明延长持续经营年限、适当的范围内增加资产规模和提高股权集中度会带来利润的增加,对财务绩效有促进作用。

表4 多元回归结果

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
	<i>TQ</i>	<i>ROA</i>	<i>IC</i>	<i>TQ</i>	<i>ROA</i>
<i>ESG</i>	0.049*** (7.54)	0.0014*** (5.77)	0.012*** (4.10)	0.035*** (6.33)	0.0012*** (4.97)
<i>ESG-lag</i>	0.050*** (7.59)	0.0012*** (6.19)	0.014*** (4.55)	0.035*** (6.13)	0.001*** (5.23)
<i>IC</i>				1.177*** (79.10)	0.019*** (30.03)
<i>SIZE</i>	-0.168*** (-24.91)	0.005*** (19.30)	-0.144*** (-47.97)	0.001 (0.11)	0.008*** (29.01)
<i>LEV</i>	-0.782*** (-17.16)	-0.076*** (-45.07)	0.352*** (17.42)	-1.196*** (-30.47)	-0.083*** (-49.85)
<i>OWN</i>	-0.081*** (-5.21)	-0.008*** (-14.03)	-0.099*** (-14.31)	0.035*** (2.62)	-0.006*** (-11.02)
<i>AGE</i>	0.009*** (5.88)	0.0001** (2.20)	-0.003*** (-4.83)	0.012*** (9.84)	0.0002*** (3.38)
<i>TOP10</i>	0.383*** (7.86)	0.035*** (19.09)	0.386*** (17.88)	-0.071* (-1.70)	0.027*** (15.30)
常数项			3.179*** (48.31)	1.781*** (13.16)	-0.139*** (-24.42)
<i>IND</i>	是	是	是	是	是
<i>TIME</i>	是	是	是	是	是
样本量	16800	16800	16800	16800	16800
Adj. R <sup>2</sup>	0.208	0.295	0.286	0.423	0.331
F	134.94	213.91	204.76	363.87	245.30

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%水平上显著；括号内为对应系数的t值。下表同。

模型(3)主要检验了ESG表现对投资者信心的影响。从回归结果可以看出,ESG表现的回归系数0.012在1%的水平上显著,说明公司ESG表现的改善能够增强投资者信心,H2成立。模型(3)中公司规模(*SIZE*)、公司年龄(*AGE*)与投资者信心(*IC*)负相关,偿债能力(*LEV*)、股权集中程度(*TOP10*)与投资者信心显著正相关。这可能是因为公司规模大、成立年限长的公司已步入生命周期的成熟阶段甚至衰退阶段,未来发展空间有限,不利于激发投资者信心;而一些发挥了杠杆效应和股权集中程度高的公司往往银行信誉较好,公司治理过程中的决策效率也较高,因此能够增强投资者的信心。

模型(4)中投资者信心回归系数在1%的水平上显著,说明中介效应显著。同时,ESG表现的回归系数仍然显著为正,但是系数值0.035相比模型(1)的0.049有所下降,由此可见投资者信心发挥了部分中介效应,H3a得到验证。模型(5)中ESG表现的回归系数也仍然在1%的统计水平上显著,但是系数值0.0012略小于模型(2)的0.0014,这表明在上市公司ESG表现财务绩效的提升机制中,投资者信心发挥了部分中介传导作用,H3b得到验证。

### (三)稳健性检验

#### 1.替换公司绩效指标

市盈率( $PE$ )传递了有关公司发展潜力和获利能力的相关信息,是投资者等利益相关者关注的重要市场绩效指标,本文用市盈率( $PE$ )替换Tobin Q值,对ESG表现、投资者信心和公司市场绩效三种的关系进行稳健性检验;净资产收益率( $ROE$ )是衡量公司盈利能力的重要财务指标,本文用净资产收益率( $ROE$ )替换总资产收益率( $ROA$ ),对ESG表现的财务绩效提升机制进行稳健性检验。具体检验结果见表5。结果显示,在以市盈率( $PE$ )和净资产收益率( $ROE$ )为被解释变量的模型中,ESG表现、投资者信心( $IC$ )回归系数的正负号和显著性水平与上文结果一致,说明研究结果是稳健的。

表5 替换公司绩效指标的稳健性检验结果

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
	$PE$	$ROE$	$IC$	$PE$	$ROE$
$ESG$	3.389*** (6.26)	0.256*** (6.75)	0.012*** (4.10)	3.035*** (5.54)	0.215*** (5.86)
$IC$				35.928*** (20.67)	2.526*** (36.01)
$SIZE$	-16.117*** (-28.38)	0.939*** (23.86)	-0.144*** (-47.97)	-11.822*** (-19.76)	1.445*** (35.73)
$LEV$	51.560*** (13.46)	-4.992*** (-18.80)	0.352*** (17.42)	41.042*** (10.75)	-6.231*** (-24.14)
$OWN$	16.331*** (12.48)	-1.823*** (-20.10)	-0.099*** (-14.31)	19.284*** (14.83)	-1.475*** (-16.78)
$AGE$	0.069 (0.57)	0.024*** (2.78)	-0.003*** (-4.83)	0.162 (1.35)	0.034*** (4.23)
$TOP10$	-23.077*** (-5.64)	5.749*** (20.26)	0.386*** (17.88)	-34.62*** (-8.48)	4.389*** (15.90)
常数项	422.968*** (33.86)	-19.341*** (-22.33)	3.179*** (48.31)	327.817*** (24.90)	-30.550*** (-34.31)
$IND$	是	是	是	是	是
$TIME$	是	是	是	是	是
样本量	16800	16800	16800	16800	16800
Adj. $R^2$	0.089	0.298	0.286	0.112	0.348
F	50.87	217.10	204.76	63.20	265.13

#### 2.内生性检验

为了更好地克服内生性问题,本文将模型中当期的ESG表现指标用相对滞后一期的数据进行了替换。检验结果显示,模型(1)、模型(2)和模型(3)中,滞后一期的ESG表现仍与市场

绩效(*TQ*)、财务绩效(*ROA*)以及投资者信心指数(*IC*)在1%的统计性水平下显著正相关(见表4),印证了滞后一期的ESG表现对公司绩效和投资者信心也具有正向促进作用。模型(4)和模型(5)中投资者信心(*IC*)的系数也显著为正,说明投资者信心在滞后一期的ESG表现与公司绩效之间仍起部分中介传导作用,中介效应占滞后一期ESG表现影响市场绩效总效应的比值为30.80%,中介效应占滞后一期ESG表现影响财务绩效总效应的比值为18.67%。由此可见,考虑内生性问题之后,本文提出的研究假设依旧成立,实证结论的稳健性得到进一步验证。

#### (四)进一步分析

##### 1.不同产权性质下多元回归的比较分析

中国经济具有“二元所有制结构”(黎文靖,2012),由于在战略定位、利益诉求和公司治理方式等方面存在差异,国有和非国有上市公司在环境保护、社会责任履行等方面的动机、态度和行为模式也不尽相同(任广乾等,2021)。由此可以推测,不同产权性质上市公司的ESG表现带来的绩效提升机制也可能存在差异。本文根据产权性质的不同将研究样本划分为国有

表6 不同产权性质下ESG表现、市场绩效及投资者信心的多元回归结果

变量	模型(1)		模型(2)		模型(3)	
	<i>TQ</i>		<i>IC</i>		<i>TQ</i>	
	国有上市公司	非国有上市公司	国有上市公司	非国有上市公司	国有上市公司	非国有上市公司
<i>ESG</i>	0.024*** (3.00)	0.078*** (7.29)	-0.009** (-2.53)	0.034*** (7.30)	0.036*** (5.78)	0.040*** (4.28)
<i>IC</i>					1.395*** (72.50)	1.103*** (49.70)
<i>SIZE</i>	-0.183*** (-22.21)	-0.172*** (-14.76)	-0.104*** (-28.70)	-0.176*** (-34.46)	-0.037*** (-5.48)	0.022** (1.99)
<i>LEV</i>	-0.889*** (-17.13)	-0.697*** (-8.94)	0.239*** (10.45)	0.461*** (13.51)	-1.223*** (-29.73)	-1.205*** (-17.46)
<i>AGE</i>	-0.003 (-1.51)	0.017*** (7.57)	-0.002** (-2.08)	-0.004*** (-3.70)	-0.0004 (-0.29)	0.021*** (10.68)
<i>TOP10</i>	0.619*** (9.66)	0.382*** (4.95)	0.185*** (6.55)	0.514*** (15.22)	0.360*** (7.12)	-0.184*** (-2.69)
常数项	5.951*** (34.02)	5.304*** (19.23)	2.404*** (31.13)	3.740*** (30.98)	2.596*** (17.86)	1.181*** (4.62)
<i>IND</i>	是	是	是	是	是	是
<i>TIME</i>	是	是	是	是	是	是
样本量	8624	8176	8624	8176	8624	8176
Adj. R <sup>2</sup>	0.236	0.166	0.206	0.274	0.526	0.360
F	86.95***	53.61***	73.05***	100.58***	300.03***	144.89***

上市公司和非国有上市公司,分别赋值为1和0,通过分样本回归进一步探究不同产权性质下ESG表现对公司绩效的影响、投资者信心的中介传递机制是否存在差异。具体实证结果见表6和表7。

表7 不同产权性质下ESG表现、财务绩效及投资者信心的多元回归结果

变量	模型(1)		模型(2)		模型(3)
	ROA		IC		ROA
	国有上市公司	非国有上市公司	国有上市公司	非国有上市公司	非国有上市公司
ESG	0.0002 (0.71)	0.002*** (7.37)	-0.009** (-2.53)	0.034*** (7.30)	0.002*** (5.65)
IC					0.017*** (24.22)
SIZE	0.004*** (15.76)	0.006*** (18.10)	-0.104*** (-28.70)	-0.176*** (-34.46)	0.009*** (26.15)
LEV	-0.064*** (-38.12)	-0.078*** (-35.48)	0.239*** (10.45)	0.461*** (13.51)	-0.086*** (-39.91)
AGE	0.0004*** (6.26)	-0.0001 (-0.30)	-0.002** (-2.08)	-0.004*** (-3.70)	0.0000 (0.68)
TOP10	0.018*** (8.78)	0.046*** (21.15)	0.185*** (6.55)	0.514*** (15.22)	0.038*** (17.56)
常数项	-0.070*** (-12.32)	-0.110*** (-14.13)	2.404*** (31.13)	3.740*** (30.98)	-0.173*** (-21.70)
IND	是	是	是	是	是
TIME	是	是	是	是	是
样本量	8624	8176	8624	817	8176
Adj. R <sup>2</sup>	0.323	0.404	0.206	0.274	0.444
F	132.18	179.82	73.05	100.58	205.06

表6中模型(1)的回归结果显示,国有和非国有上市公司ESG表现的回归系数均在1%的统计水平上显著,说明无论是国有还是非国有属性,其ESG表现均对上市公司的市场绩效有显著正向影响。由于ESG系数的Suest检验P值在1%的水平上显著,两组样本可以进行系数比较,相较于国有上市公司,非国有上市公司ESG表现对其市场绩效的正向影响更大。表7中模型(1)的回归结果显示,国有上市公司ESG表现的回归系数并不显著,非国有企业ESG表现的回归系数0.002在1%的统计水平上显著,说明改善ESG表现对国有上市公司提高财务绩效的影响不显著,但却有利于非国有公司提高其财务绩效。

表6和表7的模型(2)中,国有企业ESG表现与投资者信心(IC)在5%的水平上显著负相关,非国有企业的ESG表现与投资者信心(IC)在1%水平显著正相关。这说明,非国有公司改善ESG表现有利于增强投资者信心,但国有企业改善ESG表现反而会降低投资者信心。结

合前文的实证结论可知,虽然国有上市公司 ESG 表现的改善能在一定程度上提升公司的市场绩效,但是对财务绩效的影响并不显著,而长期来看,投资收益与被投资公司的盈利能力是密切相关的。

表6的模型(3)中,国有上市公司 ESG 表现和投资者信心(IC)的回归系数分别在1%的水平上显著,但模型(2)中 ESG 表现的回归系数为负值,投资者信心在 ESG 表现对国有上市公司市场绩效的影响中发挥了“遮掩效应”。国有上市公司的内在“政治基因”决定了其在 ESG 责任的承担上具有义不容辞的责任。因此,投资者可能并不会因为国有上市公司 ESG 表现突出就对其未来的发展前景充满信心,甚至还会认为上市公司承担了过多的政策性负担,从而对投资者信心产生一些负面影响。消极的间接效应在一定程度上抵消了 ESG 表现对市场绩效的正向直接效应,控制投资者信心这一遮掩变量后,ESG 表现对公司市场绩效的正向影响将有所增强。

### 2.不同市场化程度下多元回归的比较分析

当前,市场化进程在我国不同区域仍然很不均衡。不同市场化程度下,公司面临的政府干预程度、市场环境和竞争压力都有着显著差异(樊纲等,2011)。因此,不同市场化程度下上市公司的 ESG 绩效提升机制也可能存在差异。本文根据王小鲁、樊纲编制的《中国分省份市场化指数报告(2018)》,选择排名前五位的高市场化程度地区,若公司注册地处于这5个地区则赋值为1,否则赋值为0。具体实证结果见表8和表9。

表8 不同市场化程度下 ESG 表现、市场绩效及投资者信心的多元回归结果

变量	模型(1)		模型(2)		模型(3)	
	TQ		IC		TQ	
	高市场化程度	低市场化程度	高市场化程度	低市场化程度	高市场化程度	低市场化程度
ESG	0.032*** (3.10)	0.054*** (6.48)	0.009* (1.86)	0.013*** (3.49)	0.023*** (2.52)	0.037*** (5.46)
IC					0.993*** (44.32)	1.323*** (67.68)
SIZE	-0.127*** (-11.84)	-0.208*** (-23.74)	-0.141*** (-28.17)	-0.143*** (-37.79)	0.013 (1.29)	-0.020*** (-2.52)
LEV	-0.626*** (-8.79)	-0.883*** (-14.85)	0.330*** (9.94)	0.368*** (14.36)	-0.954*** (-15.01)	-1.370*** (-27.71)
OWN	-0.046* (-1.77)	-0.135*** (-6.71)	-0.071*** (-5.85)	-0.108*** (-12.40)	0.024 (1.06)	0.007 (0.43)
AGE	-0.001 (-0.25)	0.013*** (6.92)	-0.008*** (-7.61)	-0.0000 (-0.02)	0.007*** (3.68)	0.013*** (8.43)
TOP10	0.252*** (3.41)	0.620*** (9.53)	0.413*** (11.97)	0.353*** (12.61)	-0.158*** (-2.39)	0.153*** (2.83)

续表8 不同市场化程度下ESG表现、市场绩效及投资者信心的多元回归结果

变量	模型(1)		模型(2)		模型(3)	
	TQ		IC		TQ	
	高市场化程度	低市场化程度	高市场化程度	低市场化程度	高市场化程度	低市场化程度
常数项	4.327*** (13.59)	6.225*** (33.04)	2.829*** (19.05)	3.145*** (38.76)	1.518*** (5.25)	2.066*** (12.40)
IND	是	是	是	是	是	是
TIME	是	是	是	是	是	是
样本量	7224	9576	7224	9576	7224	9576
Adj. R <sup>2</sup>	0.180	0.259	0.296	0.282	0.356	0.499
F	48.96	102.39	93.14	115.11	118.26	281.78

表9 不同市场化程度下ESG表现、财务绩效及投资者信心的多元回归结果

变量	模型(1)		模型(2)		模型(3)	
	ROA		IC		ROA	
	高市场化程度	低市场化程度	高市场化程度	低市场化程度	高市场化程度	低市场化程度
ESG	0.0007** (2.37)	0.0011*** (4.55)	0.009* (1.86)	0.013*** (3.49)	0.0006** (1.98)	0.0009*** (3.75)
IC					0.016*** (21.13)	0.019*** (27.09)
SIZE	0.004*** (12.09)	0.005*** (17.09)	-0.141*** (-28.17)	0.143*** (-37.79)	0.006*** (18.48)	0.007*** (26.31)
LEV	-0.062*** (-28.86)	-0.073*** (-40.70)	0.330*** (9.94)	0.368*** (14.36)	-0.067*** (-32.00)	-0.080*** (-45.73)
OWN	-0.005*** (-6.42)	-0.010*** (-16.37)	-0.070*** (-5.85)	-0.108*** (-12.40)	-0.004*** (-5.15)	-0.008*** (-13.44)
AGE	0.0001 (0.95)	0.0002*** (2.77)	-0.008*** (-7.61)	-0.0000 (-0.02)	0.0002*** (2.86)	0.0002*** (2.88)
TOP10	0.038*** (16.99)	0.027*** (13.91)	0.413*** (11.97)	0.353*** (12.61)	0.032 (14.39)	0.021*** (10.85)
常数项	-0.062*** (-6.40)	-0.069*** (-12.10)	2.829*** (19.05)	3.145*** (38.76)	-0.106*** (-11.07)	-0.128*** (-21.66)
IND	是	是	是	是	是	是
TIME	是	是	是	是	是	是
样本量	7224	9576	7224	9576	7224	9576
Adj. R <sup>2</sup>	0.393	0.365	0.296	0.282	0.429	0.410
F	142.94***	167.73***	93.14***	115.11***	160.47***	196.90***

表8中模型(1)的回归结果显示,无论是处于高市场化程度还是低市场化程度的公司,其ESG表现均对公司的市场绩效有显著正向影响。由于ESG系数的Suest检验P值在1%的水平

上显著,两组样本可以进行比较,相较于处于高市场化程度的公司,处于低市场化程度公司的ESG表现对其市场价值的正向影响更大;这可能是因为市场程度高的地区竞争较为激烈,政府管制也更加严格,在这种环境下大部分公司已经主动或被动地采取了措施改善自身ESG表现,因此ESG实践带来的直接价值效应就会降低。

表8和表9模型(2)中ESG表现的回归系数均显著,这说明无论是处于高市场化程度还是低市场化程度的公司,改善ESG表现均有利于增强投资者信心;表8和表9中ESG表现和投资者信心(IC)的回归系数也均显著,高市场化程度下,投资者信心在ESG表现与财务绩效之间的中介效应占比为20.57%,投资者信心在ESG表现与市场绩效之间的中介效应占比为27.93%。低市场化程度下,投资者信心在ESG表现与财务绩效之间的中介效应占比为22.45%,投资者信心在ESG表现与市场绩效之间的中介效应占比为31.85%。可见,投资者信心在处于低市场化程度公司的ESG表现与市场绩效及财务绩效的正向关系中均发挥着更为重要的中介传导作用。

## 五、结论与政策建议

本文以2018—2020年沪深主板上市的1400家公司作为研究样本,研究了ESG表现、投资者信心和上市公司绩效之间的关系及影响机制。研究发现:(1)上市公司良好的ESG表现对其市场绩效及财务绩效均有显著的正向影响。(2)投资者信心在上市公司ESG表现的绩效提升机制中发挥了中介传导作用。(3)良好的ESG表现对国有上市公司财务绩效的影响不显著,但却有利于非国有上市公司提高其财务绩效;相较于国有上市公司,非国有上市公司ESG表现对其市场绩效的正向影响更大;投资者信心在国有上市公司ESG表现对市场绩效的影响中存在“遮掩效应”。(4)处于低市场化程度上市公司的ESG表现对其市场绩效的正向影响更大;投资者信心在处于低市场化程度上市公司的ESG表现与公司绩效的正向关系中发挥着更为重要的中介传导作用。

本文提出如下政策建议。第一,进一步完善资本市场ESG投融资的良性环境。资本市场监管者应聚焦上市公司ESG表现,培育投资者对上市公司ESG表现的信心,创造有利于上市公司ESG表现、投资者信心和上市公司绩效良性互动的可持续发展导向的市场机制。第二,引导上市公司ESG战略转型,强化上市公司ESG行为监管。监管部门应积极推进上市公司践行绿色发展理念,在保持可持续发展、提升经营绩效的同时,在社区福利、共同富裕等方面切实履行社会责任,规范上市公司ESG运作。第三,培育投资者ESG素养,树立可持续投资观念。通过投资者学堂等手段,使责任、价值、长期主义成为资本市场投资者的绝对主流。第四,加强国际ESG理念与我国资本市场发展的适调,适时推行上市公司ESG信息强制性披露制度,引领资本市场主体可持续发展理念和行动。



## 参考文献:

- [1] 崔也光,李博. 企业社会责任履行、R&D投入与财务绩效——基于我国主板上市公司的经验证据[J]. 贵州财经大学学报,2018,(02):60-69.
- [2] 樊纲,王小鲁,马光荣. 中国市场化进程对经济增长的贡献[J]. 经济研究,2011,46(09):4-16.
- [3] 葛永盛,黄婷婷. 基于风险与收益的企业社会责任研究[J]. 大连理工大学学报(社会科学版),2013,34(03):20-24.
- [4] 胡亚敏,李建强,苗连琦. 企业社会责任如何作用于企业价值——基于消费者认知角度的考量[J]. 宏观经济研究,2016,(12):132-144.
- [5] 赖泳杏,范利民. 公司治理效率、投资者信心与股权资本成本[J]. 财会通讯,2016,(36):54-58.
- [6] 雷光勇,王文,金鑫. 公司治理质量、投资者信心与股票收益[J]. 会计研究,2012,(02):79-86.
- [7] 黎文靖. 所有权类型、政治寻租与公司社会责任报告:一个分析性框架[J]. 会计研究,2012,(01):81-88.
- [8] 刘林. 基于信号理论视角下的企业家政治联系与企业市场绩效的关系研究[J]. 管理评论,2016,28(03):93-105.
- [9] 刘倩,丁慧平,侯海玮. 供应链环境成本内部化利益相关者行为抉择博弈探析[J]. 中国人口·资源与环境,2014,24(06):71-76.
- [10] 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,(03):108-123.
- [11] 任广乾,周雪娅,李昕怡,刘莉. 产权性质、公司治理与企业环境行为[J]. 北京理工大学学报(社会科学版),2021,23(02):44-55.
- [12] 束颖,徐光华,沈弋,吕明晗. 重污染企业环境与财务融合的度量——环境财务指数的理论解析与体系构建[J]. 会计研究,2019,(08):3-11.
- [13] 田国双,SHA Sha. 公司治理结构多样性对财务绩效影响的实证分析[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版),2019,(04):42-53.
- [14] 温忠麟,张雷,侯杰泰,刘红云. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报,2004,(05):614-620.
- [15] 徐建中,贯君,林艳. 基于 Meta 分析的企业环境绩效与财务绩效关系研究[J]. 管理学报,2018,15(02):246-254.
- [16] 张巍,王婷,李玲. 中小企业资本结构、高管持股与投资者信心[J]. 财会通讯,2018,(27):86-89.
- [17] 郑培,李亦修,何延焕. 企业社会责任对财务绩效影响研究——基于中国上市公司的经验证据[J]. 财经理论与实践,2020,41(06):64-71.
- [18] 周方召,潘婉颖,付辉. 上市公司 ESG 责任表现与机构投资者持股偏好——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 科学决策,2020,(11):15-41.
- [19] 朱清香,邹涛,崔晓敏,李小青. 企业环境绩效对财务绩效的影响研究——基于不同类型政府干预的调节作用分析[J]. 经济与管理,2020,34(04):72-81.
- [20] Baker, M. and J. Wurgler. Investor Sentiment in the Stock Market[J]. Journal of Economic Perspectives, 2007, 21(02): 129-152.
- [21] Bridges, S. and J. K. Harrison. Employee Perceptions of Stakeholders Focus and Commitment to the Organization [J]. Journal of Managerial Issues, 2003, 21(04): 498-509.
- [22] Brown, G. W. and M. T. Cliff. Investor Sentiment and the Near-term Stock Market[J]. Journal of Empirical Finance, 2004,(01):1-27.
- [23] Elliott, W. B., K. E. Jackson, M. E. Peecher, and B. J. White. The Unintended Effect of Corporate Social Re-

sponsibility Performance on Investors' Estimates of Fundamental Value[J]. *The Accounting Review*, 2013, (01): 275–302.

[24] Fatemi, A., M. Glaum, and S. Kaiser. ESG Performance and Firm Value: The Moderating Role of Disclosure [J]. *Global Finance Journal*, 2017, (38): 45–64.

[25] Hart, S. L. and G. Dowell. A Natural–Resource–Based View of the Firm: Fifteen Years After[J]. *Journal of Management*, 2011, (05): 1464–1479.

[26] Mackinnon, D. P., C. M. Lockwood, J. M. Hoffman, G. W. Stephen, and S. Virgil. A Comparison of Methods to Test the Mediation and Other Intervening Variable Effects[J]. *Psychological Methods*, 2002, 8(01): 1–35.

[27] Porter, M. and C. Linde. Toward A New Conception of the Environment Competitiveness Relationship[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 1995, (04): 97–118.

[28] Sassen, R., A. K. Hinze, and I. Hardeck. Impact of ESG Factors on Firm Risk in Europe[J]. *Journal of Business Economics*, 2016, (08): 867–904.

## ESG Implementation, Investor Confidence and Listed Companies' Performance

Zhang Changjiang<sup>a</sup>, Zhang Yue<sup>b</sup>, Chen Yuqing<sup>c</sup>

(a: School of Economics and Management, Nanjing Tech University; b: College of Finance, Nanjing Agricultural University; c: KunShan Open University)

**Abstract:** In the new stage of development, the concept of ESG is gaining increasing concern in capital market. How ESG performance enhances the performance of listed companies and the role of investors need to be further explored. Using a dataset covering the listed companies on the Shanghai and Shenzhen mainboards from 2018 to 2020, this paper empirically examines the relationship and mechanism among ESG performance, investor confidence and corporate performance. Preliminary research demonstrates that superior ESG performance can improve both market performance and financial performance of listed companies. In contrast to financial performance, investor confidence plays a more prominent mediating role in the positive transmission of improved market performance in ESG performance. Further study reveals that the positive effect of ESG performance on market performance is greater for non–state listed companies, while the effect of ESG performance on financial performance is insignificant for state–listed companies with a "masking effect" of investor confidence. The ESG performance of listed companies in low marketization areas has a better promotion on market performance, and the intermediary effect of investor confidence accounts a lot. The suggestions are as follows: improving the environment for ESG investment and financing in the capital market; guiding ESG strategic transformation of listed companies and strengthening the supervision of ESG behavior; cultivating ESG literacy of investors and establishing the concept of sustainable investment.

**Keywords:** ESG Performance; Investor Confidence; Market Performance; Financial Performance; Listed Company

**JEL Classification:** X322, F230

(责任编辑:卢玲)