

企业 ESG 表现的声誉 储蓄效应:情绪价值还是业绩价值

任昱昭 郑建东 谭伟杰 郭峰*

摘要: ESG 作为企业可持续发展的综合性评估框架,在企业的决策制定和绩效管理发挥着日益重要的作用,但企业参与 ESG 活动的深层次动机仍有待探索。本文以 2016—2020 年 A 股上市企业的监管处罚事件作为外生冲击,考察企业 ESG 表现对其受到监管处罚后短期内累计超额收益率的影响。研究发现,当企业受到处罚后,其累计超额收益率短期内显著为负,而良好的 ESG 表现则能有效缓解这种负面影响,体现出声誉储蓄的价值。机制分析表明,ESG 的声誉储蓄价值主要通过稳定投资者情绪而非改善企业绩效的方式实现。此外,在企业负面 ESG 新闻较多时,ESG 的声誉储蓄价值更为显著。本文为理解企业 ESG 的重要价值和投资者情绪在资本市场中的关键作用提供了新思路。

关键词: ESG;声誉储蓄;投资者情绪;监管处罚;企业价值

中图分类号: F832.51;F830.91

一、引言

近年来,随着绿色金融和可持续发展理念的深入人心,ESG (Environmental, Social, Governance) 逐渐成为投资市场的重要策略,越来越多的投资者开始重视企业在环境、社会、治理方面的可持续发展能力。据 ERM Sustainability Institute 布的“Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results”报告显示,多达 65% 的投资者表示每周至少使用一次 ESG 评级,可见投资者对 ESG 的高度关注。

尽管 ESG 已经成为投资者评估企业价值与投资决策的重要工具,但其能否为企业创造

*任昱昭,上海财经大学财税投资学院、上海财经大学数实融合与智能决策交叉实验室,邮政编码:200433,电子信箱:renyuzhao0825@163.com;郑建东(通讯作者),西北大学经济管理学院,邮政编码:710127,电子信箱:zheng_jiandong@126.com;谭伟杰,上海财经大学财税投资学院、上海财经大学数实融合与智能决策交叉实验室,邮政编码:200433,电子信箱:tanwj_1@163.com;郭峰,上海财经大学财税投资学院、上海财经大学数实融合与智能决策交叉实验室,邮政编码:200433,电子信箱:guo.feng@mail.sufe.edu.cn。

本文得到国家自然科学基金面上项目“数字经济的空间再配置效应与区域协调发展研究:基于城市为中心的多维空间视角”(72473091)和上海财经大学富国 ESG 研究院年度课题“社交媒体压力对企业 ESG 信息披露与行为的影响研究”(SUF-ESG-20230302)的资助。感谢匿名审稿专家提出的宝贵意见,文责自负。

实质性的价值仍存在诸多争议。一方面,部分学者基于利益相关者理论认为企业除了要考虑股东价值以外,还应更多地关注广大利益相关者的诉求,这有助于获得利益相关者的支持,进而降低企业的资本成本(邱牧远、殷红,2019),提高经营绩效(姜广省等,2021),并增强企业价值链韧性(孙华平等,2025)。但另一方面,部分学者基于委托代理理论却认为 ESG 实际是以牺牲股东利益为代价来换取管理层的个人声誉,将企业资源过多地投入 ESG 领域只会造成不必要的资源浪费,降低企业价值,甚至被外界视为企业用于盈余管理的工具(Masulis and Reza,2015)。由此可见,尽管学术界对该问题已经进行了广泛而深入的探讨,但并未得到统一定论。此外,近年来美国反 ESG 运动的兴起也进一步加深了投资者对 ESG 有助于提升企业价值的疑虑。2024 年 1 月 21 日,美国石油供应商埃克森美孚对两家来自美国和荷兰的 ESG 投资机构提起诉讼,试图阻止他们的减排提案进入股东大会的投票流程,这一举动被视为对 ESG 投资领域的正式反击。^① 这种理论与现实的脱节引发了人们对企业 ESG 活动合理性的质疑,企业是否应该参与 ESG 活动? 企业能否从积极参与 ESG 活动中获益? 事实上,ESG 不仅仅是企业考虑长期回报后的一种重要选择,更是企业进行声誉管理、防御声誉风险的有力工具。根据全球领先咨询公司韦莱韬悦发布的《2023 年声誉风险准备情况调查报告》,55%的受访企业将声誉风险列为前五大风险之一,其中环境、社会和治理风险占据了受访企业关注的五大声誉问题中的三项。这说明 ESG 已经成为大部分企业重点关注的声誉风险之一,尽管 ESG 与经济指标之间的关系存在不确定性,但若考虑到未来可能面临的声誉风险,那么这个视角可能为解释 ESG 对企业综合价值的影响提供一些新的依据。

研究表明,声誉作为企业一种重要的战略资源和无形资产,不仅能够提高企业的竞争优势,创造可持续的盈利机会,还能保护企业免受外界不利冲击的影响(Minor and Morgan, 2011)。因此,企业要想实现可持续发展,就必须重视自身的声誉管理,而 ESG 即是企业积累声誉资本的重要方式之一。根据信号理论,ESG 向外界传递了企业并非完全自利的信息,即管理者在经营活动中充分考虑了对利益相关者以及整个社会的影响。当这种信号被投资者成功接收后,便会转化为企业声誉资本的一部分。在企业正常经营期间,ESG 声誉资本通过树立企业正面形象、增强利益相关者对企业好感度、提高企业盈利能力等方式发挥“增量效应”(谢红军、吕雪,2022);而当企业遭遇危机时,ESG 则可以发挥“声誉蓄水池”的功效,减轻企业受到的负面影响。因此,尽管企业用于 ESG 建设的成本不一定能被收益所覆盖,但出于风险防范的考虑,企业理应加强对 ESG 问题的重视。此外,对 ESG 声誉的研究也有助于揭示企业社会责任活动影响经济变量的内在机制,为企业是否需要重视 ESG 的管理实践提供一个更加合理的解释。然而,由于不同国家所处的发展阶段不同,各国投资者对 ESG 理念的关注和认同存在明显差异(Takahashi and Yamada,2021)。早期关于 ESG 声誉的研究主要以美国和欧洲地区为主,尚不清楚其研究结论是否适用于其他地区。加之 ESG 因素能否有效嵌入资产配置组合往往取决于投资者信念,倘若投资者认为 ESG 只是管理者谋取私利或掩盖负面消息的工具,那么他们在决策时便不会考虑 ESG 因素,ESG 自然也就无法提供

^① 郝娟:《能源转型逆流:埃克森美孚起诉 ESG 股东获“初步胜利”》,载于界面新闻(<https://www.jiemian.com/article/10776549.html>)。

额外的价值保护。因此,ESG 的声誉储蓄效应在很大程度上依赖于投资者对 ESG 理念的深刻认同和积极关注,故 ESG 究竟能否成功转化为企业声誉资本仍需更多实证证据。

在此背景下,为了检验 ESG 是否具有声誉储蓄效应,本文以上市企业受到监管处罚为外生冲击,考察当企业被监管部门处罚后,企业先前良好的 ESG 表现能否降低处罚带来的不利影响。本文之所以选择将监管处罚作为研究场景,主要基于以下两点考虑:首先,监管处罚为检验 ESG 声誉理论提供了一个天然的场景,有效规避了在 ESG 领域的传统研究中难以解决的内生性问题。其次,有别于金融危机等突发性、普遍性的负面事件,一般情况下监管处罚对被处罚企业的负面影响更强,较少波及到其他企业,更能凸显出 ESG 的影响。此外,监管处罚不仅会严重损害企业声誉,还会导致其股价在短期内下跌(何顶、罗炜,2019; Guo et al., 2025)。因此,倘若 ESG 具备声誉储蓄的功能,则可以在事件企业受到监管部门处罚时提供一定的保护作用,缓解企业的股价波动。基于以上考虑,本文以 2016—2020 年受到监管处罚的 A 股上市企业作为观测对象,根据事件研究法计算出受处罚企业在短期内的累计超额收益率,并使用华证 ESG 评级数据衡量企业的 ESG,实证考察了 ESG 在企业受到监管处罚时发挥的关键作用。研究发现:当企业受到来自监管部门的处罚后,其股价在短期内明显下跌,但企业良好的 ESG 表现却显著地降低了这种负面影响,从而证实了 ESG 声誉储蓄效应的存在。而进一步的机制分析则表明,ESG 的声誉保护主要源于投资者对企业 ESG 表现的肯定,而非 ESG 创造的经济价值帮助企业抵御了下行风险。此外,本文发现只有当投资者真正关注 ESG 问题时,ESG 才能发挥出声誉储蓄价值,这也是 ESG 通过影响投资者情绪来降低负面冲击的前提条件。异质性分析表明,当企业的负面 ESG 新闻较多时,ESG 为企业提供的声誉保护作用更大,再次强化了本文的核心逻辑。

本文的研究贡献主要体现在以下几个方面。第一,考察 ESG 的声誉储蓄效应,丰富了企业 ESG 的经济后果研究。已有研究主要集中在 ESG 对财务绩效(李小荣、徐腾冲,2022)、企业价值(史永东、王湔森,2023)、企业创新(方先明、胡丁,2023)等经济变量的影响上。而本文从风险防范的角度重新审视了 ESG 的重要意义,提出企业关注 ESG 问题的动因不仅局限于 ESG 可能带来的经济效益,更因为 ESG 作为企业声誉的一种市场信号,可以在危机时为企业提供保护,强调了 ESG 建设对企业可持续发展的重要意义。第二,本文对 ESG 声誉发挥作用的潜在机制进行了深入探讨。以往研究通常将 ESG 的声誉保护归结为社会资本(Lins et al., 2017)或员工、供应商、消费者等利益相关者(Ding et al., 2021)的作用,即使有部分文献简单提及投资者在其中发挥的关键作用(Moser and Martin, 2012; Naughton et al., 2019),但大多数研究仍侧重于理论分析,缺乏系统性的实证检验。本文则通过拓展新的研究场景,有力证实了活跃在社交媒体平台上的中小投资者也是 ESG 提供声誉保护的一个重要渠道,即在一些情境下 ESG 稳定股价波动的能力很大程度上取决于投资者在其中发挥的作用。为了验证该影响渠道的存在性,本文还结合文本大数据和机器学习方法,利用股吧论坛中 ESG 帖子数量来衡量投资者的 ESG 关注,发现投资者的 ESG 关注有助于加强 ESG 的声誉储蓄效应,从侧面印证了 ESG 与投资者情绪之间的潜在联系。第三,有别于以往文献更多地关注监管处罚的后果(朱沛华,2020)、动因(叶永卫等,2025)以及降低企业违规行为的策略(孟庆斌等,2019),本文站在企业的角度思考如何降低监管处罚造成的负面影响。本文将企业的 ESG 声誉与监管处罚纳入同一研究框架中,不仅丰富了监管处罚领域的文献,还为

企业抵御未知风险提供了一种工具,有利于开拓企业可持续发展的新思路。

本文余下部分结构安排如下:第二部分是文献综述与理论分析;第三部分介绍了本文的研究框架;第四部分是基准回归结果和稳健性分析;第五部分深入探讨了影响机制;第六部分在总结研究结论的基础上提出了一些启示。

二、文献综述与理论分析

(一) ESG 的声誉储蓄效应

随着国内外投资者对 ESG 重视程度的不断提高,学术界也围绕 ESG 展开了丰富讨论。大多数研究集中在 ESG 产生的各种经济后果上,从财务绩效(王双进等,2022)、企业价值(史永东、王洪森,2023)、企业风险(胥文帅等,2025)、股价波动(叶莹莹、王小林,2024)等多个维度探讨了 ESG 产生的影响。其中声誉效应是探究 ESG 与企业财务表现的一个重要切入点,但很多文献更侧重于探讨 ESG 声誉在企业正常经营期间带来的增量效应,较少系统性地研究 ESG 能否作为一种危机管理工具,在企业遇到危机时发挥“声誉蓄水池”的功效。近年来,一些学者以金融危机等突发事件为研究场景,通过研究不同 ESG 评级的企业在危机期间的表现对此予以考察。结果显示,高 ESG 评级的企业在危机期间的表现更好,股票回报率更高,可见 ESG 能够在企业遇到突发事件时起到类似“保险”的作用,减轻利益相关者在资本市场上对企业的惩罚(Garel and Petit-Romec, 2021)。此外,危机的发生还能促使一些企业更加重视自身的社会责任活动,并通过有意识地增加在 ESG 领域的投入改善其社会声誉,避免危机的再次发生(Cornett et al., 2016)。

那么,ESG 为什么具有声誉储蓄效应呢?声誉资本理论认为,企业的良好声誉是其无形资产的重要组成部分,企业持续积累的非财务资源可形成一定的“声誉缓冲”,在危机事件中减少利益相关者的负面反应。而 ESG 作为企业长期声誉投资的重要载体,其声誉储蓄价值主要体现在以下几个方面:首先,基于信息传递角度,ESG 是企业传统财务信息的重要补充,其核心作用在于向外界传递一种积极承担社会责任和追求可持续发展的信号,从而更加完整地展示企业在承担社会责任方面的工作成效和可持续经营能力。因此,当企业遭遇危机时,ESG 释放的利好信号不仅在客观上有利于降低信息不对称以及外界对企业的搜寻成本,从而吸引更多具有社会责任感投资者的关注,降低股票抛售压力;而且能从主观上改变投资者对企业危机事件的判断与解读,使其更有可能将企业的违规行为解释为偶然失误而非系统性失职(朱焱、杨青,2021),从而降低投资者对企业长期价值贬损的预期,缓和股价波动。其次,基于资源基础理论的观点也把 ESG 视为一种重要的无形资源,认为 ESG 可以帮助企业获得可持续的竞争优势。具体地,企业通过 ESG 实践强化其与员工、客户、监管机构等利益相关者的长期联系,形成一个隐性的保护网络。尽管在危机期间企业正常的经营活动会受到负面干扰,但 ESG 表现良好的企业却能通过提高员工生产积极性,提升品牌价值,增加客户满意度,降低企业的合法性压力等多种途径获得稳定的现金流,缓解融资约束,提高盈利水平(吴红军等,2017;李增福、冯柳华,2022),最终展现出更强的冲击抵御能力和适应性恢复能力。

基于上述分析,本文提出:

假说 1:ESG 能够缓解企业因监管处罚造成的股价下跌,即具有声誉储蓄的价值。

(二) 影响机制分析

进一步地,尽管大部分研究结论支持了 ESG 具有声誉保护作用的观点,但较少有文献继续深究 ESG 声誉保护作用的根本来源。为什么 ESG 评级高的企业遇到危机时遭受的负面冲击更小?目前关于 ESG 作用机制的研究主要聚焦于以下两种观点:

第一种观点基于 ESG 对企业基本面影响的考虑,并将二者的关系扩展到危机管理中。研究表明,高 ESG 评分企业的信息披露透明度更强、内部控制质量更好,这不仅有利于降低企业潜在的违规风险,还能有效改善财务绩效,提升企业价值,从而在危机期间转化为企业较高的市场估值,缓解股价下跌。例如,Lins 等(2017)在验证了 ESG 能够帮助企业在金融危机期间获得超额回报后,又进一步考察了超额回报的来源。结果发现,相较于企业社会责任较低的企业而言,企业社会责任较高的企业在日常盈利、员工人均销售额方面均表现出更高水平,故将这种超额回报归结为 ESG 对企业经营活动的促进作用。尤其是当企业遭遇不利冲击后,其先前积累的 ESG 声誉能够帮助企业获得员工、供应商、客户等利益相关者的理解并继续支持其业务开展,包括增加产品购买,减少客户流失,提高供应链合作稳定性等(冯丽艳等,2016)。正是这些由 ESG 创造的实际经济利益提高了企业应对危机的灵活性,缩短了企业从危机中恢复的时间,最终影响股票市场对企业重新估值,并表现为更高的超额回报(Sajko et al.,2021)。

基于上述分析,本文提出:

假说 2:ESG 可以通过提高企业的业绩水平缓解监管处罚造成的股价下跌。

另一种观点则基于 ESG 与各项经济指标的不确定性,认为 ESG 并未改善企业的基本面,仅通过投资者效应发挥了作用。一方面,部分研究指出企业的核心目标在于实现股东价值最大化,在资源有限的情况下,过度投入 ESG 可能会挤占经营资源,损害企业价值并降低投资者盈利预期(Giuli and Kostovetsky,2014;邱牧远、殷红,2019)。另一方面,相较于金融危机这种系统性、宏观性的长期波动而言,监管处罚是一个相对短期的概念,而 ESG 在短期内对企业绩效可能无影响甚至影响为负(杨皖苏、杨善林,2016),即在某些情境下 ESG 通过改善企业的业绩缓解股价波动的渠道可能失效。基于此,有学者认为 ESG 的关键作用在于保留经济价值而非创造经济价值,且这种保留价值主要通过投资者渠道得以实现(Godfrey et al.,2009;Eisenkopf et al.,2023)。究其原因,ESG 本质上是一群具有自律性和社群性的投资者为共同推进市场治理秩序演变而提出的概念,其自律性特质决定了他们会自愿遵循 ESG 原则,在企业遭遇危机时自然地将 ESG 作为一项决策因素;社群性特质则促使他们积极推动市场运行规则的改变(唐棣、金星晔,2023),并在社会规范的压力下将高 ESG 评级企业视为“道德标杆”,给予其更多的信赖和支持,从而在资本市场上表现为更加乐观的情绪以及更少的抛售行为,使得 ESG 发挥出声誉储蓄价值。

具体而言,首先,根据归因理论,当企业遇到危机时是否受到影响以及受到多大程度的影响关键取决于投资者的判断。对于 ESG 表现优异的企业,投资者出于对其可持续经营能力的信任,通常将负面事件归结为企业运气不好或不可避免的灾难,而非企业经营管理不善导致的(Godfrey et al.,2009;Minor and Morgan,2011)。这种积极的归因方式有助于缓和投资者反应,避免非理性情绪的传播,从而抑制股价下跌。其次,从投资者构成角度来看,高 ESG 评级企业更容易吸引忠诚和具有长期导向的投资者,投资者基础更为广泛。一般情况下负

面冲击会增加投资者的风险厌恶,加剧其在股票市场中的抛售行为。但对于具有长期导向的 ESG 投资者而言,其投资决策往往基于对企业长期价值的判断,故在非财务因素的激励下 ESG 投资者愿意在危机期间适当降低预期回报,对高 ESG 评级企业采取更加温和的态度,减少抛售行为,从而减轻这些企业的股价下行压力(Albuquerque et al., 2020)。最后,由于投资者情绪具有不对称性,投资者面对不同 ESG 评级企业所持有的态度和情绪本身也会造成企业之间股价波动的差异。在不同的投资者情绪下,信息在市场上的反应程度存在差异,积极情绪会强化正面信息给市场带来的收益(杨晓兰等, 2016),而消极情绪则会加剧负面信息造成的不利影响(Mian and Sankaraguruswamy, 2012)。因此,投资者在 ESG 作用下产生的积极情绪会进一步强化其正面影响,为高 ESG 评级企业带来超额回报;反之,当投资者情绪偏负面时,投资者会为企业的 ESG 绩效分配更高的贴现率,机构投资者也会回避那些投资者情绪低迷的股票,最终降低其 ESG 活动的市场估值和未来回报(Serafeim, 2020)。

基于上述分析,本文提出:

假说 3: ESG 可以通过提高投资者情绪缓解监管处罚造成的股价下跌。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

考虑到近年来我国在 ESG 领域得到了较快发展,故选取研究区间为 2016—2020 年。本文从国泰安(CSMAR)数据库中获取企业违规数据后^①,参考郭峰等(2023)的做法,对样本进行了如下处理:剔除异常股、B 股、科创板以及金融行业样本;剔除处罚决定人缺失样本;若处罚事件公告日前后两天存在其他重大事件(包括高管变更、年中季报发布、财务重述公告、分析师研报发布),则予以剔除;若某企业某一天被多次公开处罚,仅保留违规性质最严重、处罚金额最高的公告;若同一家企业在两周内被多次处罚,很可能是针对上次处罚事件的追加处罚,此时只保留第一次处罚的样本。经筛选后共得到 2170 次处罚事件。本文使用的财务数据来自 CSMAR 数据库,ESG 评级数据来自万得(Wind)数据库。为避免离群值可能造成的影响,本文对所有连续型变量进行了上下 1% 的缩尾处理,最终样本量为 1892。

(二) 研究方法

为了考察 ESG 是否具有声誉储蓄作用,本文首先根据事件研究法,计算得出企业在监管处罚公告日前后某个窗口期内的累计超额收益率(CAR),用于衡量监管处罚引起的市场反应。其次,通过构建如下计量模型,检验企业事件发生前的 ESG 表现对监管处罚前后累计超额收益率的影响:

$$CAR_{id} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i-1} + \beta_2 Controls_{i-1} + Industry_j + Year_t + Serious_h + \varepsilon_{id} \quad (1)$$

(1)式中:被解释变量 CAR_{id} 为企业 i 在 t 期事件 d 的累计超额收益率,解释变量 ESG_{i-1} 为企业 i 在 $t-1$ 期的 ESG 评级分数, $Controls_{i-1}$ 包含一组可能会对累计超额收益产生影响的控

^①本文使用的数据来自 CSMAR 数据库的违规处理子库,该数据库收集了发生违规行为的上市企业的所有公告等相关数据,且主要是针对企业在资本市场中违规行为的处罚,与 ESG 无直接联系。

制变量。本文的解释变量和控制变量均滞后一期处理,并控制行业、年份层面的固定效应(分别用 $Industry_i$ 和 $Year_i$ 表示)。此外,考虑到 ESG 表现良好的企业可能面临较低的监管处罚压力,本文参考梁上坤等(2020)的做法,将处罚类型划分为一般处罚(包括批评、警告及谴责等)和严重处罚(罚款、没收非法所得及其他等),控制了处罚严重程度的固定效应(用 $Serious_{it}$ 表示)。 ε_{it} 为随机误差项。其中 β_1 为本文关注的核心系数,若 β_1 显著为正,则说明 ESG 有助于缓解监管处罚对企业造成的负面影响,即具有声誉储蓄效应。

(三) 变量定义

1. 被解释变量

本文的被解释变量为累计超额收益率(CAR)。本文以监管处罚的公告日为事件发生日,同时考虑到市场可能会因早期信息泄露而提前做出反应,以及大约在公告日后一周超额收益逐渐恢复为0,若时间过长则容易混杂一些其他因素(郭峰等,2023),故选取窗口期为 $[-1, 5]$, 并使用市场调整模型进行估算。具体地,本文首先根据市场调整模型计算得出股票的超额收益率为: $AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$, 其中 R_{it} 为股票 i 在第 t 日的收益率, R_{mt} 为股票 i 所在市场的综合日市场回报率(采用流通市值加权平均法计算),该模型使用 R_{mt} 表示股票在事件期内的正常收益率;然后将窗口期内的超额收益累加得到 $CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$ 。为保证结果的稳健性,本文还使用等权平均法和总市值加权平均法下的综合日市场回报率,并使用市场模型和 Fama-French 三因子模型来估计股票的正常收益。此外,在后续的具体计算过程中选择估计期为 $[-210, -11]$, 并剔除了估计期内交易日不满 100 天以及窗口期内数据不足的样本。

2. 解释变量

本文的核心解释变量为企业的 ESG 表现,使用华证指数提供的 ESG 季度评级数据予以衡量。相较于其他评级机构,华证的 ESG 评级体系更加完整,且提供了自 2009 年以来全部 A 股上市企业的 ESG 评级数据,这使得它成为许多学者研究 ESG 问题的首选指标之一,具有较强的可信度和实用性,谢红军和吕雪(2022)等多篇文献均使用了该数据。此外,考虑到华证的 ESG 评级体系从高到低共分为九个档次:AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C,故本文采用九分制依次赋值,数值越大则代表企业的 ESG 表现越好,然后取各季度等级分值的均值得到年度 ESG 评分,并进行对数处理。

3. 控制变量

为缓解遗漏变量造成的内生性,本文参考辛宇等(2022)的做法,选取一系列可能影响累计超额收益率,同时与企业 ESG 表现可能相关的企业控制变量如下:企业规模(Size),以总资产的自然对数值表示;企业年龄(Age),以企业上市年龄加 1 的自然对数值表示;资产负债率(Lev),以总负债与总资产的比值表示;资产收益率(ROA),以净利润与总资产的比值表示;企业成长(Growth),以营业收入的自然增长率表示;市账比(MB),以账面市值比表示;资本密集度(CI),以总资产与营业收入的比值表示;股票流动性(Dturn),以股票的月均超额换手率表示;股东持股比例(Top5),以前五大股东持股数与总股数的比值表示;董事会规模(Board),以董事会人数的自然对数值表示;产权性质(SOE),国有企业为 1,否则为 0;两职合一(Duality),董事长与总经理两职合一为 1,否则为 0。

(四) 描述性统计

为了考察监管处罚对企业造成的负面影响,本文在表 1 的 Panel A 部分报告了企业股价对监管处罚公告披露的市场反应。结果显示,公告期 $[-1,5]$ 内的累计超额收益均值为 -0.007 ,且在 1%的水平上显著,这表明在监管部门发布处罚公告后,被处罚企业的股价发生了显著下降,即本文选择以企业受到监管处罚为研究场景来探究 ESG 的声誉储蓄价值具有一定的合理性。此外,本文在表 1 的 Panel B 部分还列示了主要变量的描述性统计结果,其基本特征大致符合我国上市企业的实际状况。

表 1 描述性统计结果

Panel A: 监管处罚的市场反应					
变量	观测值	平均值	标准差	t 值	p 值
$CAR[-1,5]$	1892	-0.007	0.064	-4.970	0.000
Panel B: 主要变量的描述性统计					
变量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
$CAR[-1,5]$	1892	-0.007	0.064	-0.184	0.198
<i>ESG</i>	1892	1.256	0.364	0	1.792
<i>Size</i>	1892	22.221	1.074	20.040	25.394
<i>Age</i>	1892	2.286	0.656	0.693	3.296
<i>Lev</i>	1892	0.453	0.204	0.063	0.916
<i>ROA</i>	1892	0.010	0.083	-0.328	0.214
<i>Growth</i>	1892	0.157	0.558	-0.632	3.931
<i>MB</i>	1892	1.005	1.034	0.103	6.594
<i>CI</i>	1892	2.814	2.164	0.440	13.127
<i>Dturn</i>	1892	-0.063	0.484	-2.142	1.116
<i>Top5</i>	1892	0.503	0.137	0.197	0.830
<i>Board</i>	1892	2.109	0.186	1.609	2.565
<i>SOE</i>	1892	0.256	0.437	0	1
<i>Duality</i>	1892	0.306	0.461	0	1

四、实证结果分析

(一) 基准回归分析

表 2 汇报了企业 ESG 表现对监管处罚公告期 $[-1,5]$ 内累计超额收益率 CAR 的影响。

表 2 基准回归结果

变量	$CAR[-1,5]$				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>ESG</i>	0.014*** (0.004)	0.014*** (0.004)	0.012*** (0.004)	0.014*** (0.004)	0.014*** (0.004)
常数项	-0.024*** (0.005)	-0.032 (0.046)	-0.028 (0.046)	0.016 (0.046)	0.017 (0.046)
控制变量	否	是	是	是	是
年份固定效应	否	否	是	是	是
行业固定效应	否	否	否	是	是
处罚固定效应	否	否	否	否	是
观测值	1892	1892	1892	1892	1892
调整 R^2	0.005	0.003	0.010	0.026	0.025

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。括号内的值为聚类到企业层面的稳健标准误,如无特殊说明,以下各表同。

表2结果显示,ESG的估计系数在第(1)一(5)列中均显著为正,且第(5)列中的回归系数为0.014,在1%的水平上显著,初步说明企业良好的ESG表现有助于缓解因监管处罚事件造成的短期内股价下跌,支持了本文关于ESG声誉储蓄的核心结论,并为解释ESG对企业的价值提供了更多证据。由此可见,在中国资本市场上,企业的ESG表现能够有效转化为声誉资本,并在企业遭遇危机时发挥保护作用,具备一定的声誉储蓄功能。

(二) 稳健性检验^①

为了保证结论的可靠性,本文在基准回归的基础上,进一步采取多种方法检验回归结果的稳健性,以排除可能存在的估计偏误问题。(1)更换估计窗口期。考虑到在计算CAR时,窗口期的选择可能会对研究结论产生影响,故为保证基准结果的稳健性,本文选择使用其他窗口期来估算监管处罚事件给企业带来的异常回报。进一步地,本文参考张学勇等(2017)的计算方法,选取BHAR(买入持有异常收益)衡量事件发生后的长期异常收益率,进而考察了ESG对企业受到监管处罚后中长期内市场价值的影响。(2)更换CAR的计算方法。首先,更换估计模型,选择单因子的市场模型和Fama-French三因子模型估计CAR。其次,改变市场回报率的测算方式,使用流通市值加权平均法、等权平均法和总市值加权平均法计算市场回报率。(3)其他稳健性检验。本文还使用了另外几种方法进行稳健性检验,包括替换解释变量、控制交互固定效应。总之,以上不同方法下的稳健性检验均未改变基准回归结果,增强了本文核心结论的可靠性。

(三) 内生性处理^②

1. 倾向得分匹配法

考虑到ESG可能会对企业产生积极的经济后果,进而导致ESG得分不同的企业在多个特征变量上存在显著差异。本文根据ESG的中位数将企业划分为高ESG得分组和低ESG得分组,然后进行组间均值差异检验。结果显示,相较于ESG得分低的企业,ESG得分高的企业在多个经济变量上明显表现更优,故因样本选择而造成的内生性问题可能会导致估计结果出现偏误。为此,本文采用倾向得分匹配法(PSM)予以缓解,首先使用根据企业ESG中位数分组生成的二元变量作为被解释变量,并以基准回归结果中使用的控制变量为协变量进行Logit回归,得到每个观测样本的倾向得分;然后将处理组和对照组样本依次进行一对一最近邻无放回匹配、半径匹配以及核匹配,再使用匹配后的样本进行回归。结果显示,在使用PSM控制企业层面的特征差异后,ESG的回归系数仍显著为正,进一步保证了本文结果的稳健性。

2. 遗漏变量敏感性检验

为缓解遗漏变量对结果造成的干扰,本文控制了一系列企业层面的控制变量,并控制了行业、年份和监管处罚严重程度的固定效应,但仍可能会遗漏不可观测的变量。对此,本文参考江艇(2023)的做法,进行遗漏变量的敏感性分析。该方法的核心思想是选取目前模型中可观测变量的选择性程度去推测不可观测变量的选择性程度,以检验潜在遗漏变量需要达到可观测变量的何种强度才能推翻基准回归结果。为了使结果更加直观,本文以可观测

^①稳健性检验结果参见《经济评论》网站(<http://jer.whu.edu.cn/>)附件。

^②内生性检验结果参见《经济评论》网站(<http://jer.whu.edu.cn/>)附件。

变量企业的账面市值比为参照,论证只要遗漏变量强度小于该对比变量,则基准回归中的估计结果是有效的。结果显示,基准模型的估计结果对遗漏变量问题并不敏感,即基准回归结果是相对稳健的。

五、机制分析

(一) 情绪价值还是业绩价值

1. 情绪价值

理论分析表明,当企业真正关注自身的 ESG 建设时,其通过参与 ESG 活动积累的声誉资本会在危机时刻发挥关键作用,降低监管处罚对企业造成的负面冲击,保护股东价值免受损害。但关于 ESG 声誉保护的来源尚不清晰,ESG 究竟通过怎样的渠道发挥作用仍需要更加深入的探索。根据前文论述,由于在中国的资本市场上,投资者情绪对股票的收益和波动具有重要作用,而 ESG 作为企业向投资者传递的一种利好信号,有可能通过改变投资者归因方式、稳定投资者情绪的渠道,缓解企业受到的负面冲击。因此,本文将投资者情绪作为衡量投资者市场反应的关键指标,以检验 ESG 能否通过影响投资者情绪为企业提供声誉保护。进一步地,考虑到在数字经济时代,专业化的社交媒体平台已然成为人们表达情绪的一个重要载体,故本文利用中国用户量最大、最为活跃的社交媒体平台——东方财富网股吧上的投资者发帖数据来构建投资者情绪变量。

具体而言,本文使用 Python 爬取东方财富网股吧论坛中投资者的发帖数据,在对帖子数据进行常规的清洗和处理后,使用分层抽样和人工标注的方式确定 10800 条帖子为训练集,然后采用机器学习中的词嵌入算法(Word2vec)和卷积神经网络(TextCNN)方法将帖子归为“积极帖子”、“消极帖子”和“中性帖子”三类(郭峰等,2023)。随后,根据 Antweiler 和 Frank (2004)提出的方法,计算出日度投资者情绪,具体公式为 $S_{it} = (M_{it}^{pos} - M_{it}^{neg}) / (M_{it}^{pos} + M_{it}^{neg})$,其中 M_{it}^{pos} 和 M_{it}^{neg} 分别表示在时间段 t 内,企业 i 所有积极情绪和消极情绪的帖子数量。此外,本文还采纳部慧等(2018)的观点,认为中性帖子所体现的投资者关注同样具有一定的信息含量,故根据以下公式重新计算了投资者情绪指标: $S_{it}^* = S_{it} \times \ln [1 + (M_{it}^{pos} + M_{it}^{neu} + M_{it}^{neg})]$,其中 M_{it}^{neu} 为中性帖子的总量,其余变量的定义保持不变。

为了考察 ESG 能否通过影响投资者情绪缓解处罚的负面影响,本文根据上述公式计算出窗口期 $[-1, 5]$ 内的投资者情绪均值 $Mean_sentiment$,然后直接检验 ESG 对投资者情绪的影响,结果如表 3 第(1)—(2)列所示。在不同的计算方式下,ESG 的系数均显著为正,说明 ESG 确实有效缓解了窗口期内投资者的负面情绪,从而抑制了股价下跌。此外,本文还借鉴郭峰等(2023)的做法,通过先考察监管处罚前后企业投资者情绪的变化,再考察 ESG 能否缓解监管处罚对投资者情绪的负面影响来进行补充验证。具体地,本文选取监管处罚公告日前 5 日至后 5 日,构造“企业-日度”层面的面板数据, $Sentiment1$ 和 $Sentiment2$ 分别为使用两种计算方法得到的日度投资者情绪变量,并根据是否处于窗口期 $[-1, 5]$ 内生成虚拟变量 $Punish$ 以及与 ESG 的交互项 $ESG \times Punish$ 。结果如表 3 第(3)—(4)列所示, $Punish$ 的回归系数显著为负,但交互项 $ESG \times Punish$ 的系数显著为正,表明尽管监管处罚降低了投资者情绪,但企业较高的 ESG 评级能够缓解其对投资者情绪的负面影响。

表 3 机制检验:投资者情绪

变量	Mean_sentiment1	Mean_sentiment2	Sentiment1	Sentiment2
	[-1,5]	[-1,5]		
	(1)	(2)	(3)	(4)
ESG	0.037** (0.018)	0.105** (0.046)	-0.021 (0.041)	-0.086 (0.097)
Punish			-0.073** (0.029)	-0.195*** (0.067)
ESG×Punish			0.042* (0.022)	0.101** (0.051)
常数项	-0.555*** (0.209)	0.530 (0.541)	-0.374 (0.732)	-0.543 (2.009)
控制变量	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	否	否
行业固定效应	是	是	否	否
处罚固定效应	是	是	是	是
日度固定效应	否	否	是	是
企业固定效应	否	否	是	是
观测值	1711	1711	18416	18416
调整 R ²	0.021	0.026	0.123	0.211

2. 业绩价值

针对 ESG 能否通过改善企业业绩发挥声誉储蓄价值,本文也进行了详细探讨。考虑到与金融危机这类系统性、宏观性的长期冲击不同,监管处罚对企业的影响更为局部和短暂,并且本文的研究重点是 ESG 对企业短期内累计超额收益率的影响。因此,本文从盈利能力、现金流水平和风险能力三个维度,选取营业利润率、企业现金流和经营杠杆的季度数据来衡量企业短期业绩水平,然后检验 ESG 对这些指标的影响。结果如表 4 所示,ESG 的回归系数均不显著,说明在短期内 ESG 无法通过提升业绩缓解监管处罚造成的股价下跌,从而排除了该竞争性解释。尽管这与 Lins 等(2017)得到的结论不同,但其根本原因在于研究场景和窗口选择的差异。由于 ESG 对经济指标的正向效应通常需要较长时间才能显现,因此在监管处罚后的短期时间内,ESG 更可能通过直接影响投资者情绪实现超额回报,而非通过改善企业基本面的方式发挥作用。这一发现启示企业应重视日常的 ESG 声誉管理,避免只关注短期利益,努力在投资者中树立良好的企业形象,以降低未知风险带来的负面冲击。

表 4 机制检验:业绩水平

变量	营业利润率	企业现金流	经营杠杆
	(1)	(2)	(3)
ESG	0.028 (0.021)	-0.007 (0.138)	0.022 (0.062)
常数项	-0.808*** (0.219)	-0.721 (1.382)	2.637*** (0.548)
控制变量	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
行业固定效应	是	是	是
处罚固定效应	是	是	是
观测值	1891	866	1509
调整 R ²	0.104	0.421	0.065

3. 潜在假设验证

经过前文检验,ESG 主要通过影响投资者情绪的方式发挥声誉储蓄价值。但事实上,这背后暗含着一个前提假设,即必须保证投资者在进行投资决策时真正考虑了企业的 ESG 表现。倘若投资者对企业的 ESG 行为缺乏足够的关注或认可,则可能导致高 ESG 评级的企业无法在危机中表现优异 (Takahashi and Yamada, 2021)。因此,本文进一步探究了 ESG 发挥声誉储蓄价值的关键条件,即投资者的 ESG 关注。具体地,本文参考江轩宇等 (2021) 的做法,通过识别投资者在股吧论坛中的 ESG 帖子的阅读量和点赞量衡量其对 ESG 话题的关注度。为了更好地对论坛中的帖子进行识别,本文构建了 ESG 主题词典。首先从国内外 ESG 的相关政策文件、第三方评级机构、数据库等中确定 ESG 主题的种子词;然后以股吧论坛帖子为语料库,使用 Word2Vec 对种子词汇进行扩展;最后经过人工检查和筛选,所构建的 ESG 词典中共包含 982 个与 ESG 有关的关键词。接下来,根据 ESG 词典对股吧论坛中的发帖进行识别,将帖子中含有 ESG 关键词的帖子确定为 ESG 主题帖,从而汇总得到每年每个企业 ESG 帖子的阅读量和点赞量,以此衡量 ESG 信息在投资者中的影响力。随后,根据 ESG 帖子阅读量和点赞量的中位数进行分组回归,结果如表 5 所示。根据第 (1)—(4) 列的回归结果,在 ESG 帖子阅读量和点赞量较高的组别中,ESG 的系数显著为正,但在发帖量和阅读量较低的组别中不显著,且经验 p 值均显著。由此可见,只有当投资者真正关注 ESG 问题时,ESG 才能在危机期间为企业提供保护,从而印证了潜在假设的成立。这一结论不仅强调了投资者的重要性,还为本文提出的投资者情绪机制的存在性提供了更多证据。

表 5 潜在假设检验:投资者的 ESG 关注

变量	CAR[-1,5]			
	ESG 帖子 阅读量较高	ESG 帖子 阅读量较低	ESG 帖子 点赞量较高	ESG 帖子 点赞量较低
	(1)	(2)	(3)	(4)
ESG	0.023*** (0.007)	0.005 (0.006)	0.022*** (0.006)	0.003 (0.006)
常数项	0.064 (0.074)	-0.075 (0.064)	0.072 (0.074)	-0.079 (0.067)
控制变量	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
处罚固定效应	是	是	是	是
观测值	944	946	939	951
调整 R^2	0.031	0.035	0.032	0.027
经验 p 值	0.027**		0.022**	

注:经验 p 值为检验两组样本回归结果中 ESG 的回归系数是否存在显著差异的 p 值,此处使用费舍尔组合检验获得,若无特殊说明,以下各表同。

(二) 来自异质性分析的更多证据

1. ESG 新闻报道

前文通过对两种机制的研究以及对潜在假设的检验,已经充分证明了投资者情绪在 ESG 发挥声誉储蓄价值中的关键作用。为了进一步强化本文的核心逻辑,以下还进行了异质性分析。具体而言,考虑到企业负面新闻会对投资者情绪产生直接影响,即当企业负面新闻较多时,投资者情绪普遍处于低迷状态,倘若投资者情绪的影响机制成立,则此时 ESG 发挥的积极作用会更加显著。因此,本文选择从媒体报道的角度进行异质性分析,以此作为对

机制分析的进一步补充。

媒体报道不仅是投资者获取企业信息,降低交易双方信息不对称的重要渠道,同时也是影响投资者情绪,导致股价波动的关键因素。此外,相较于正面媒体报道,负面媒体报道造成的企业股价波动可能会更加剧烈。若 ESG 可以通过缓和投资者情绪的方式降低股价下跌幅度,则预计对于负面媒体报道较多的企业,ESG 发挥的积极作用更为显著。对此,本文从 Datago 数据库获取了企业每年关于 ESG 新闻的总报道数量和负面报道数量,进而得到该企业负面 ESG 新闻报道的比率,然后根据比率的中位数进行分组回归。由表 6 第(1)–(2)列的结果可知,在负面 ESG 新闻比率较高的组别中,ESG 发挥的作用更为显著,进一步验证了本文的核心逻辑。

表 6 异质性分析结果

变量	CAR[-1,5]	
	负面新闻比率较高	负面新闻比率较低
	(1)	(2)
ESG	0.020*** (0.005)	0.005 (0.008)
常数项	0.045 (0.072)	0.009 (0.070)
控制变量	是	是
年份固定效应	是	是
行业固定效应	是	是
处罚固定效应	是	是
观测值	930	940
调整 R ²	0.026	0.009
经验 p 值	0.052*	

2. 区分 ESG 维度

考虑到 ESG 涵盖环境、社会及治理三个维度,不同维度向投资者传递的信息有所差异,可能导致企业分维度表现对 CAR 的影响也有所不同。因此,本文使用华证提供的年度评级数据,在赋值处理后进一步考察了 E、S、G 三个维度对 CAR 的影响,分项检验的估计结果如表 7 中第(1)–(3)列所示。

表 7 分维度回归结果

变量	CAR[-1,5]		
	环境维度	社会维度	治理维度
	(1)	(2)	(3)
E	0.008* (0.005)		
S		0.011** (0.005)	
G			0.008* (0.005)
常数项	0.009 (0.046)	0.007 (0.046)	-0.006 (0.047)
控制变量	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
行业固定效应	是	是	是
处罚固定效应	是	是	是
观测值	1892	1892	1892
调整 R ²	0.021	0.022	0.022

结果发现,企业在环境、社会、治理三个维度的表现均有助于缓解监管处罚的不利影响,并且社会维度抑制企业被处罚后股价下跌的作用最为显著,环境维度和治理维度则稍次之。这可能是因为社会责任主要关注的是员工福利、产品质量、社区关系等与人切身利益相关的变量,故更容易被投资者关注并捕捉到,从而具有更强的“声誉储蓄”功能。

六、结论与启示

企业的可持续经营能力备受关注,ESG 已经成为投资者在决策过程中的重要考量,同时也被企业纳入战略规划,作为维护声誉、增强竞争优势并赢得投资者认可的关键工具。基于此,本文以 2016—2020 年 A 股上市企业受到监管处罚作为一个外生冲击,实证检验了 ESG 在企业危机中的声誉储蓄作用。研究发现,当企业被监管部门处罚后,其股价会在短期内发生下跌,而企业先前良好的 ESG 表现则能有效缓解这一负面影响,减小股价下跌幅度。机制分析表明,ESG 的声誉储蓄作用主要通过投资者情绪的渠道而非通过改善企业真实的业绩水平得以实现。此外,异质性分析表明,当负面 ESG 新闻较多时,ESG 的声誉保护作用更为明显,从而强化了本文的核心逻辑。

本文的研究具有以下启示。首先,从政府和监管部门的角度来讲,一方面应积极通过政策引导和激励机制等多种政策工具推动企业在 ESG 领域的表现,以此提升整体经济的可持续性。另一方面则应推动建立统一的 ESG 标准和披露框架,提高企业信息披露的透明度和一致性,确保投资者能够获得及时、准确的信息,从而加强投资者与企业的联系,减少突发事件造成的股价波动,维护金融市场稳定。其次,从企业层面来讲,企业管理层应将 ESG 视为长期战略的重要组成部分,而不仅仅是一个合规要求。从长远来看,企业通过参与 ESG 活动所积累的声誉资本能够为其带来可持续的财富创造;反之,ESG 实践较差的企业可能会面临一定的声誉受损和社会信任度下降。因此,企业应适当地将 ESG 绩效纳入管理层的绩效考核,参与行业 ESG 评估项目,与利益相关者建立良好的合作关系,从而提升企业声誉和品牌价值。最后,从投资者角度来讲,企业如何管理潜在的风险是投资者进行投资决策的重要影响因素,而 ESG 则为投资者衡量企业是否具有应对风险并创造长期价值的 ability 提供了相对直观的参照标准。实践证明,无论是机构投资者还是个人投资者,在选择投资组合时更多地考虑 ESG 因素均有利于规避未知风险,实现资产保值。因此,投资者可以优先考虑投资 ESG 评级较高的企业。此外,投资者还可以通过在社交媒体平台发声,向企业传达对 ESG 表现的期望,推动企业改进其 ESG 战略和实践。这有利于自下而上地推动 ESG 的高质量发展,最终实现企业、监管部门、投资者等多方主体在可持续发展领域的共赢。

参考文献:

1. 部慧、解峥、李佳鸿,2018:《基于股评的投资者情绪对股票市场的影响》,《管理科学学报》第 4 期。
2. 方先明、胡丁,2023:《企业 ESG 表现与创新——来自 A 股上市公司的证据》,《经济研究》第 2 期。
3. 冯丽艳、肖翔、程小可,2016:《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》,《南开管理评论》第 6 期。
4. 郭峰、吕晓亮、林致远、龚志强,2023:《池鱼之殃:上市公司社交媒体联结与股价溢出效应——基于中国监管处罚的事件研究》,《管理科学学报》第 4 期。
5. 何顶、罗炜,2019:《风险投资声誉和股价“传染”效应——来自中国上市公司立案公告的证据》,《金融研究》第 9 期。
6. 姜广省、卢建词、李维安,2021:《绿色投资者发挥作用吗?——来自企业参与绿色治理的经验研究》,《金

- 融研究》第5期。
- 7.江艇,2023:《因果推断经验研究中的敏感性分析》,《广东社会科学》第5期。
 - 8.江轩宇、朱琳、伊志宏,2021:《网络舆论关注与企业创新》,《经济学(季刊)》第1期。
 - 9.李小荣、徐腾冲,2022:《环境-社会责任-公司治理研究进展》,《经济学动态》第8期。
 - 10.李增福、冯柳华,2022:《企业 ESG 表现与商业信用获取》,《财经研究》第12期。
 - 11.梁上坤、徐灿宇、王瑞华,2020:《和而不同以为治:董事会断裂带与公司违规行为》,《世界经济》第6期。
 - 12.孟庆斌、邹洋、侯德帅,2019:《卖空机制能抑制上市公司违规吗?》,《经济研究》第6期。
 - 13.邱牧远、殷红,2019:《生态文明建设背景下企业 ESG 表现与融资成本》,《数量经济技术经济研究》第3期。
 - 14.史永东、王湜森,2023:《企业社会责任与公司价值——基于 ESG 风险溢价的视角》,《经济研究》第6期。
 - 15.孙华平、董一帆、李丹,2025:《ESG 表现对企业供应链韧性的影响研究》,《江南大学学报(人文社会科学版)》第5期。
 - 16.唐棣、金星晔,2023:《碳中和背景下 ESG 投资者行为及相关研究前沿:综述与扩展》,《经济研究》第9期。
 - 17.王双进、田原、党莉莉,2022:《工业企业 ESG 责任履行、竞争战略与财务绩效》,《会计研究》第3期。
 - 18.吴红军、刘啟仁、吴世农,2017:《公司环保信息披露与融资约束》,《世界经济》第5期。
 - 19.谢红军、吕雪,2022:《负责任的国际投资:ESG 与中国 OFDI》,《经济研究》第3期。
 - 20.辛宇、宋沛欣、徐莉萍,2022:《经营投资问责与国有企业规范化运作——基于高管违规视角的经验证据》,《管理世界》第12期。
 - 21.胥文帅、吴云朗、李明、彭剑飞,2025:《水中捞月还是卓有成效:ESG 评级与企业“漂绿”风险》,《经济评论》第2期。
 - 22.杨皖苏、杨善林,2016:《中国情境下企业社会责任与财务绩效关系的实证研究——基于大、中小型上市公司的对比分析》,《中国管理科学》第1期。
 - 23.杨晓兰、沈翰彬、祝宇,2016:《本地偏好、投资者情绪与股票收益率:来自网络论坛的经验证据》,《金融研究》第12期。
 - 24.叶莹莹、王小林,2024:《企业 ESG 表现如何影响股票收益波动率?——基于 A 股上市公司的实证研究》,《会计研究》第1期。
 - 25.叶永卫、王帅、丁怡帆,2025:《常态化财会监督体系建设的风险防范效应研究——基于企业违规视角》,《管理世界》第5期。
 - 26.张学勇、柳依依、罗丹、陈锐,2017:《创新能力对上市公司并购业绩的影响》,《金融研究》第3期。
 - 27.朱沛华,2020:《负面声誉与企业融资——来自上市公司违规处罚的经验证据》,《财贸经济》第4期。
 - 28.朱焱、杨青,2021:《企业社会责任活动对负面事件应对策略有效性的跨情境调节效应研究》,《会计研究》第2期。
 29. Albuquerque, R., Y. Koskinen, S. Yang, and C. Zhang. 2020. “Resiliency of Environmental and Social Stocks: An Analysis of the Exogenous COVID-19 Market Crash.” *The Review of Corporate Finance Studies* 9(3): 593-621.
 30. Antweiler, W., and M. Z. Frank. 2004. “Is All That Talk Just Noise? The Information Content of Internet Stock Message Boards.” *Journal of Finance* 59(3): 1259-1294.
 31. Cornett, M. M., O. Erhemjants, and H. Tehranian. 2016. “Greed or Good Deeds: An Examination of the Relation between Corporate Social Responsibility and the Financial Performance of US Commercial Banks around the Financial Crisis.” *Journal of Banking & Finance* 70: 137-159.
 32. Ding, W., R. Levine, C. Lin, and W. Xie. 2021. “Corporate Immunity to the COVID-19 Pandemic.” *Journal of Financial Economics* 141(2): 802-830.
 33. Eisenkopf, J., S. Juranek, and U. Walz. 2023. “Responsible Investment and Stock Market Shocks: Short-term Insurance Without Persistence.” *British Journal of Management* 34(3): 1420-1439.
 34. Garel, A., and A. Petit-Romec. 2021. “Investor Rewards to Environmental Responsibility: Evidence from the COVID-19 Crisis.” *Journal of Corporate Finance* 68, 101948.
 35. Giuli, A. D., and L. Kostovetsky. 2014. “Are Red or Blue Companies More Likely to Go Green? Politics and Corporate Social Responsibility.” *Journal of Financial Economics* 111(1): 158-180.
 36. Godfrey, P. C., C. B. Merrill, and J. M. Hansen. 2009. “The Relationship between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis.” *Strategic*

Management Journal 30(4): 425–445.

37. Guo, F., B. Lyu, X. Lyu, and J. Zheng. 2025. “Social Media Network and Stock Price Synchronicity: Evidence from a Chinese Stock Forum.” *Abacus* 61(2): 419–461.
38. Lins, K. V., H. Servaes, and A. Tamayo. 2017. “Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis.” *Journal of Finance* 72(4): 1785–1824.
39. Masulis, R. W., and S. W. Reza. 2015. “Agency Problems of Corporate Philanthropy.” *Review of Financial Studies* 28(2): 592–636.
40. Mian, G. M., and S. Sankaraguruswamy. 2012. “Investor Sentiment and Stock Market Response to Earnings News.” *The Accounting Review* 87(4): 1357–1384.
41. Minor, D., and J. Morgan. 2011. “CSR as Reputation Insurance: Primum Non Nocere.” *California Management Review* 53(3): 40–59.
42. Moser, D. V., and P. R. Martin. 2012. “A Broader Perspective on Corporate Social Responsibility Research in Accounting.” *The Accounting Review* 87(3): 797–806.
43. Naughton, J. P., C. Wang, and I. Yeung. 2019. “Investor Sentiment for Corporate Social Performance.” *The Accounting Review* 94(4): 401–420.
44. Sajko, M., C. Boone, and T. Buyl. 2021. “CEO Greed, Corporate Social Responsibility, and Organizational Resilience to Systemic Shocks.” *Journal of Management* 47(4): 957–992.
45. Serafeim, G. 2020. “Public Sentiment and the Price of Corporate Sustainability.” *Financial Analysts Journal* 76(2): 26–46.
46. Takahashi, H., and K. Yamada. 2021. “When the Japanese Stock Market Meets COVID–19: Impact of Ownership, China and US Exposure, and ESG Channels.” *International Review of Financial Analysis* 74, 101670.

The Reputation Savings Effect of Corporate ESG Performance: Emotional Value or Performance Value

Ren Yuzhao¹, Zheng Jiandong², Tan Weijie¹ and Guo Feng^{1,3}

(1: College of Public Finance and Investment, Shanghai University of Finance and Economics;
2: School of Economics and Management, Northwest University; 3: Interdisciplinary Laboratory
of Digitalization and Intelligent Decision–Making, Shanghai University of Finance and Economics)

Abstract: As a comprehensive framework for evaluating corporate sustainability, ESG plays an increasingly important role in firms’ decision–making and performance management. However, the underlying motivations behind corporate ESG engagement remain underexplored. Using regulatory penalties imposed on A–share listed firms between 2016 and 2020 as an exogenous shock, this paper examines the impact of ESG performance on firms’ short–term cumulative abnormal returns following such penalties. The results show that firms experience significantly negative cumulative abnormal returns in the short term after being penalized; however, strong ESG performance can effectively mitigate this negative effect, highlighting the reputation buffering value of ESG. Mechanism analysis suggests that this buffering effect primarily operates by stabilizing investor sentiment rather than enhancing firm performance. Further heterogeneity analysis reveals that the reputational value of ESG becomes more pronounced when firms face more negative ESG–related news. This study offers new insights into the critical role of ESG and investor sentiment in capital markets.

Keywords: ESG, Reputation Savings, Investor Sentiment, Regulatory Penalties, Corporate Value

JEL Classification: G14, M14

(责任编辑:陈永清)