

从国证 ESG 评价结果看 ESG 理念对 民营企业高质量发展的积极作用

现阶段，我国发展已跨越高速增长，步入新的历史起点，加快推动经济高质量转型成为全面建设社会主义现代化国家的首要任务。ESG 强调经济效益与环境、社会责任协调发展，与我国追求有效益、有质量、可持续的新发展理念高度契合，是把握新发展阶段、构建新发展格局、助力经济高质量转型发展的重要抓手。

民营经济作为我国经济制度的内在要素，在稳增长、促就业、善民生等方面发挥着关键作用，引导推动民营企业落实高质量发展，是全面构建新发展格局、加快实现中国式现代化的必要条件。本文基于国证 ESG 评价数据，首先对深沪 A 股民营企业的 ESG 实践情况进行简要分析，然后从经营风险、融资约束、生产效率等三方面着眼，重点研究了 ESG 助力推动民营企业提质增效的作用机理，以期为 ESG 理念对民营经济高质量发展的积极影响提供理论与论据支撑。

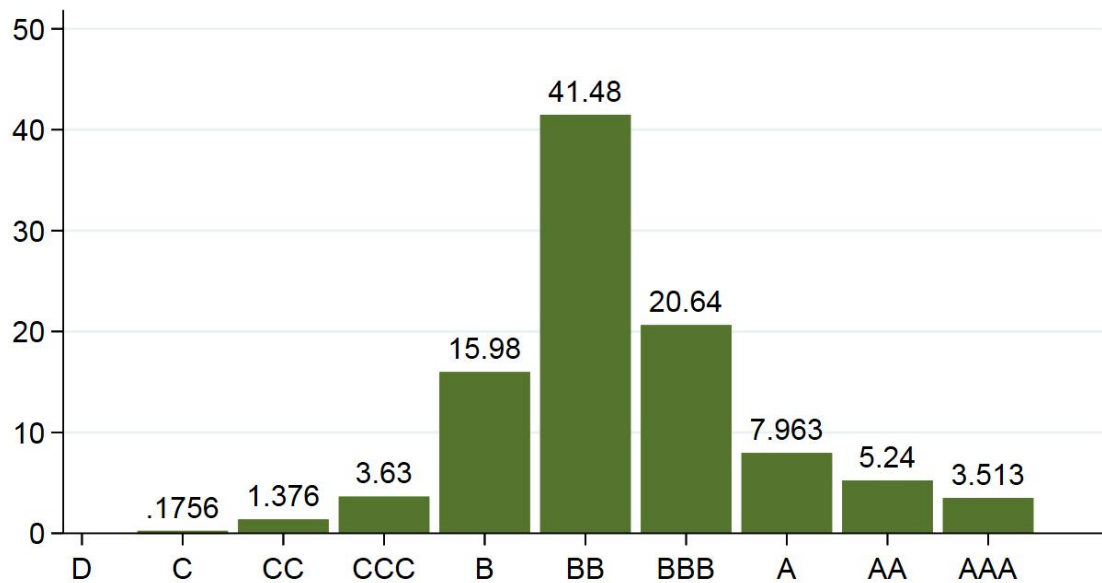
一、A 股民营企业 ESG 实践情况

近年来，我国民营企业积极贯彻新发展理念，主动融入新发展格局，以高质量可持续发展为目标，持续加强自身 ESG 能力建设，相关工作成效显著。

截至 2023 年 9 月底，深沪 A 股民营企业中，约 6% 的公

司设有专职负责 ESG 工作的管理委员会，超 10% 的公司设有针对 ESG 事务的董事会监管措施，近 25% 的公司与利益相关方之间设有关于 ESG 问题的沟通渠道。从 ESG 信息披露来看，近 900 家民营企业独立披露了 2022 年度 ESG（可持续发展）报告，数量较 2021 年增加超 150 家。从 ESG 绩效表现来看，2022 年 A 股民营企业国证 ESG 得分均值为 57 分，较 2021 年提高约 3 分；BBB 级及以上公司数量占比 37%，较 2021 年提升近 10 个百分点。

图1. 2022 年深沪 A 股民营企业国证 ESG 评级分布 (%)



二、ESG 对民营企业高质量发展的积极作用

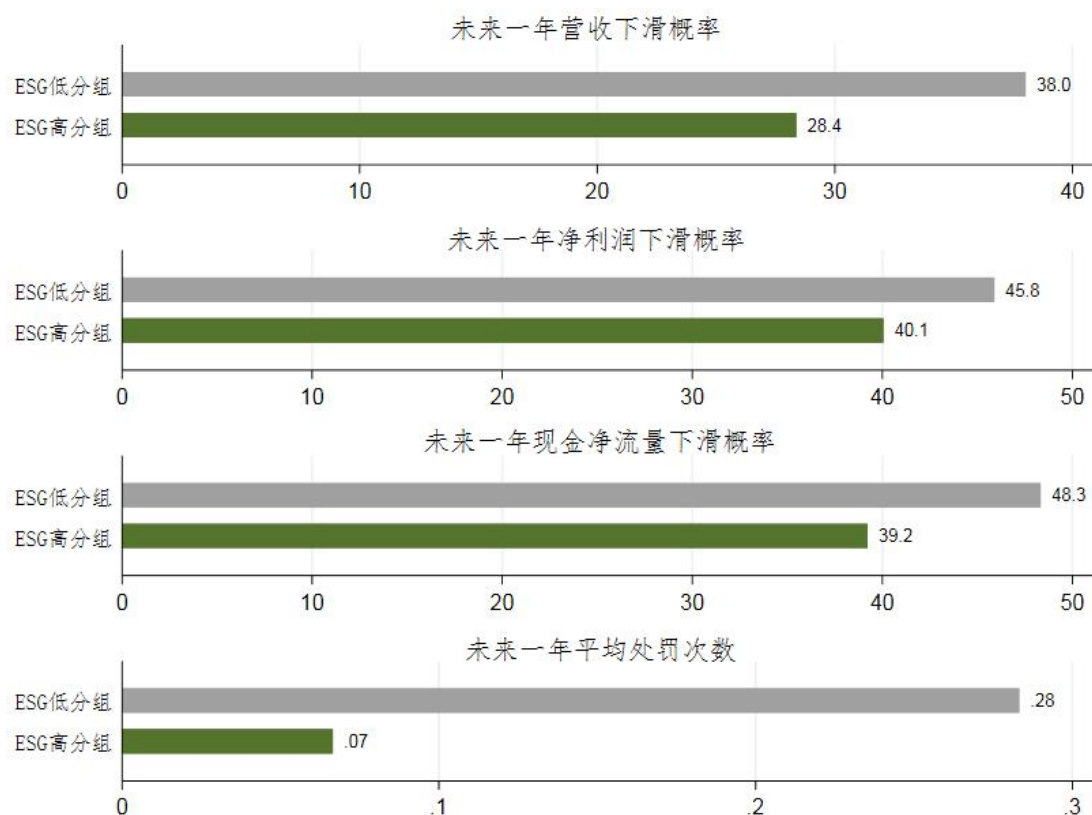
可持续且富有竞争力的企业是高质量发展的微观基础。为进一步探究 ESG 对民营企业经营稳健性与市场竞争力的实质性影响，我们以深沪 A 股中的民营企业为样本，基于国证 ESG 评价结果进行对比分析，从经营风险、融资约束、生产效率等三方面，实证检验 ESG 实践的积极作用。

（一）ESG 实践有助于降低民营企业经营风险

对于民营企业而言，通过开展 ESG 实践，能够有效完善管理架构，强化管理能力，更好应对和识别“双碳”背景下的环境规制与机遇，减少相关经营风险。

根据历史各期的国证 ESG 评分排名，将民营企业由高到低等分为 5 组，对比最高分组与最低分组在评价完成后未来一年的经营风险。结果显示，高分组在未来一年内的营收下滑概率、利润下滑概率、现金净流量下滑概率以及平均处罚次数等指标都显著低于低分组，表明积极践行 ESG 理念能够有效降低民营企业的经营风险。

图 2. ESG 表现与民营企业经营风险

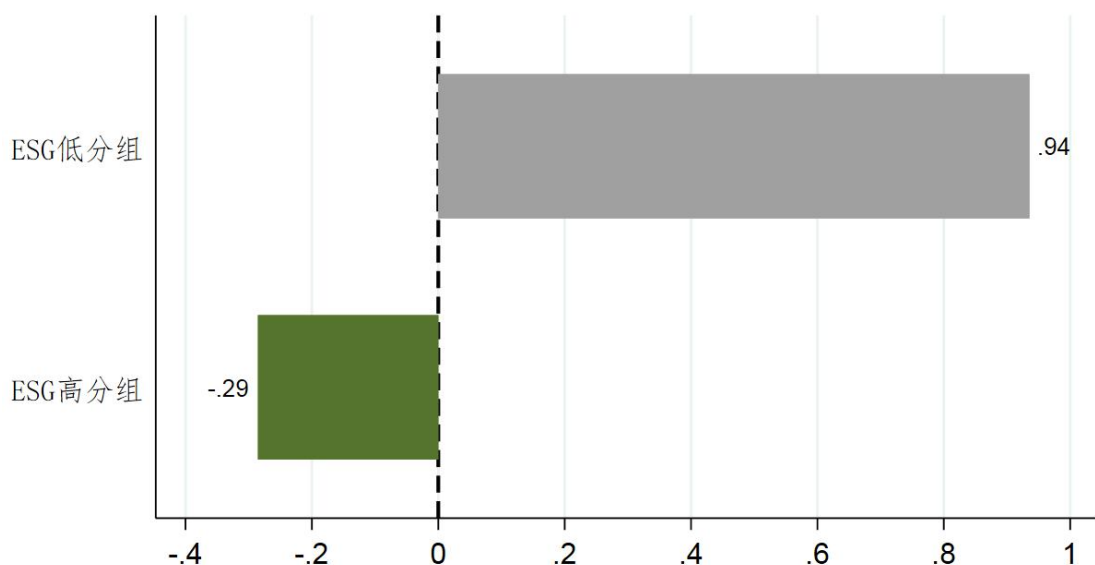


（二）ESG 实践有助于缓解民营企业融资约束

注重 ESG 能力建设的民营企业往往具有更稳健的经营及现金流管理能力，能够有效避免因风险积累而发生“黑天鹅”事件，因而在经营发展过程中，更易获得资本支持。

参考张金鑫和王逸（2013）以及张悦玫等（2017）的研究方法，以混合面板 Logit 模型度量民营企业面临的融资约束¹，分析其与 ESG 表现之间的关系。结果显示，国证 ESG 高分组民企的融资约束水平平均为-0.3，在 1%水平上显著²小于 ESG 低分组（0.9），表明 ESG 实践能够有效改善民营企业融资约束，提升民营企业融资能力。

图 3. ESG 表现与民营企业融资约束



1 参考张金鑫和王逸（2013）以及张悦玫等（2017），度量民营企业融资约束的混合面板 Logit 模型设置如下：

$$FC_{i,t} = 1 \left(\beta' Z_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t} + \beta_2 Div_{i,t} + \beta_3 PB_{i,t} + \beta_4 \frac{NWC_{i,t}}{TA_{i,t}} + \beta_5 \frac{EBIT_{i,t}}{TA_{i,t}} + \varepsilon_{i,t} > 0 \right)$$

其中，1(·)为示性函数；当民营企业资产规模处于样本前 1/3 时， $FC = 0$ ，当民营企业资产规模处于样本后 1/3 时， $FC = 1$ ； Lev 表示资产负债率； Div 表示股利支付率； PB 表示市账率； NWC/TA 表示净营运资本与总资产的比值； $EBIT/TA$ 表示息税前利润与总资产的比值； $\varepsilon_{i,t}$ 服从于 Logistic 分布，是一般的随机干扰项；相关数据来源于 Wind。

$\hat{\beta}' Z_{i,t}$ 即为融资约束水平的估计值，该值越大企业面临的融资约束问题越严峻。

2 分组均值检验 t 值为 2.6。

（三）ESG 实践有助于提升民营企业生产效率

根据“利益相关者理论”，ESG 理念综合平衡企业相关各方的利益要求，同时关注股东权益与社会效益，有益于企业经营运转。特别是对于市场化竞争程度强、人才流动水平高的民营企业，推行 ESG 理念所带来的正面形象以及实践过程中逐步完善的人才管理机制更能激发内部员工的归属感和能动性，进而充分提升企业整体的生产效率。

选用 LP 方法（Levinsohn 和 Pertin，2003）估算样本企业的全要素生产率（TFP）^{3,4}，以此检验 ESG 表现对生产率的潜在影响。结果显示，民营企业的国证 ESG 评分与 TFP 对数存在正相关关系（Spearman 相关系数约为 0.4），ESG 高分组 TFP 对数的均值为 10.2，明显高于 ESG 低分组（9.0），表明将 ESG 因素纳入经营管理是提升民营企业生产效率的有效手段。

3 Levinsohn 和 Pertin（2003）基于 Cobb-Douglas 生产函数形成模型框架，以中间品投入构建需求函数，采用半参数方法（Semi-parametric）估计全要素生产率，能够有解决固定效应方法存在的内生性问题以及 OP 方法导致的样本损失，具体模型设置如下：

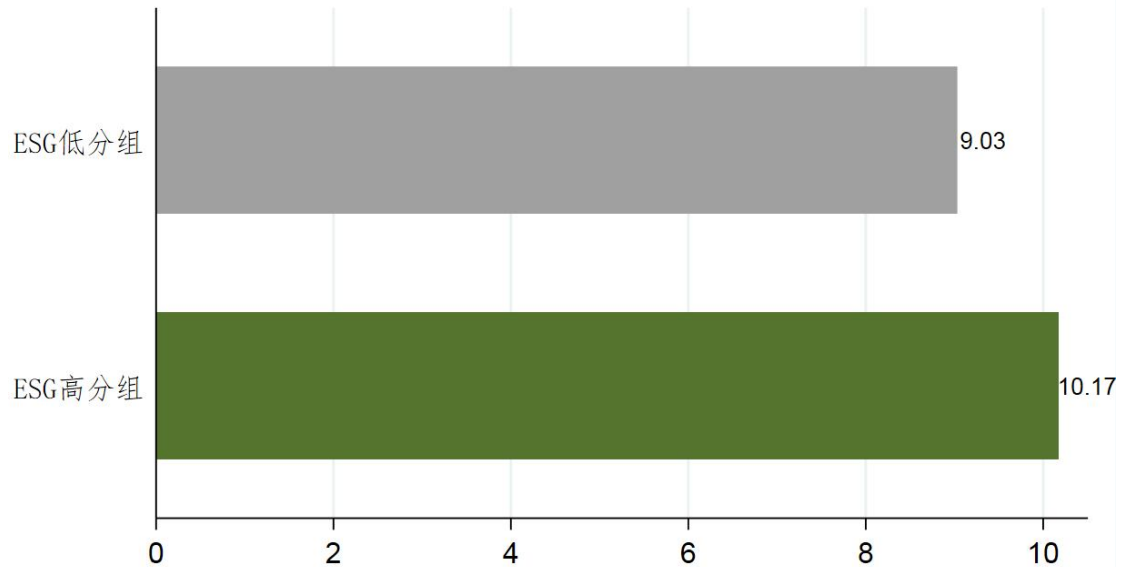
$$\ln Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln K_{i,t} + \beta_2 \ln L_{i,t} + \sum_k \gamma_k \text{Ind}_i + \varepsilon_{i,t}$$

其中，Y 表示企业总产出，取主营业务收入；K 表示企业资本要素投入，取固定资产总额；L 表示劳动力要素投入，取员工总数；Ind 为企业所处国证一级行业的哑变量； $\varepsilon_{i,t}$ 是一般的随机干扰项；中间品投入取企业购买商品及接受劳务所支付的现金；相关数据来源于 Wind。

$\widehat{\beta}_0 + \widehat{\varepsilon}_{i,t}$ 即为全要素生产率对数（lnTFP）的估计值，该值越大企业的生产效率越高。

4 由于金融及能源行业不适用 Cobb-Douglas 生产函数刻画其投入与产出关系，实际处理时，从样本中剔除属于这两个行业的民营企业。

图 4. ESG 表现与民营企业 TFP 对数

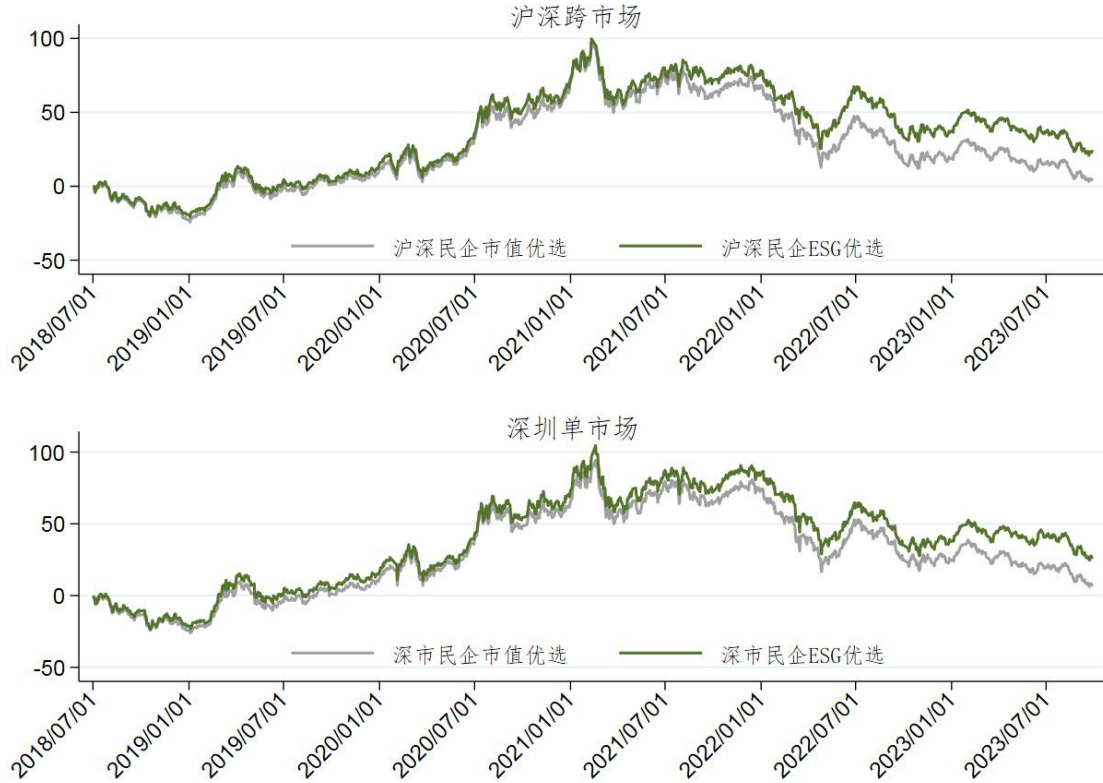


三、国证 ESG 评价在民营企业投资中的应用效果

国证 ESG 评价方法秉承“借鉴国际、立足本土”的构建原则，以全球可持续发展共识议题为基础，引入契合中国特色的 ESG 价值观，将国际经验与我国 ESG 发展路径有机融合，能够客观反映本土企业的 ESG 绩效表现，在民营企业投资中具有良好的实用效果。

以深沪跨市场/深圳单市场中的民营企业为样本空间，分别选取总市值和国证 ESG 评分排名靠前的 100 只股票作为指数样本，构建深沪/深市民企市值优选与 ESG 优选指数。从回测表现来看，深沪/深市民企 ESG 优选指数相较对应市值优选指数具有更优异的风险收益特征（基日以来的最大回撤减少约 6-8 个百分点、年化超额收益平均超 3 个百分点），表明将国证 ESG 评分纳入民营企业投资决策能够显著提升业绩表现，是分享民营经济长期高质量发展红利的有效工具。

图 5. 民企市值优选、民企 ESG 优选指数走势对比



注：统计窗口为 2018 年 6 月 29 日至 2023 年 9 月 28 日。

表 1. 民企市值优选、民企 ESG 优选指数收益对比

指标	深沪跨市场		深圳单市场	
	民企市值优选	民企 ESG 优选	民企市值优选	民企 ESG 优选
累计收益	1.9%	20.6%	7.1%	26.5%
年化收益	0.4%	3.6%	1.3%	4.6%
年化波动	23.6%	23.4%	24.5%	24.6%
夏普比率	-0.05	0.09	-0.01	0.12
最大回撤	-47.7%	-39.5%	-45.3%	-39.1%
各年度收益				
2018 年	-24.0%	-20.4%	-24.1%	-21.0%
2019 年	41.7%	40.6%	48.0%	48.5%
2020 年	53.6%	50.8%	49.6%	49.5%
2021 年	-0.8%	3.6%	3.8%	6.3%
2022 年	-29.4%	-23.2%	-28.6%	-25.8%
2023 年	-12.1%	-10.2%	-14.0%	-8.5%

注：统计窗口为 2018 年 6 月 29 日至 2023 年 9 月 28 日。

四、总结

近年来，深沪 A 股民营企业持续加强 ESG 能力建设，ESG 治理与信息披露水平逐年改善，ESG 绩效表现稳步提升。从实证分析结果来看，民营企业践行 ESG 理念有助于降低经营风险、缓解融资约束、提高生产效率，对自身高质量发展具有显著的积极作用，是民营经济加快融入新发展格局的重要抓手。

国证 ESG 评价通过兼收并蓄全球共识议题、研发创新中国特色指标、客观制定量化评分机制等主要手段，将本土 ESG 发展路径与国际主流标准有机融合，能够准确识别民营企业的可持续发展绩效，应用于民营领域长期投资的成效显著，是分享我国民营经济高质量发展红利的有效工具。

免责声明

本文和其中的所有信息，包括但不限于所有的文字、数据、图表，未经深圳证券信息有限公司书面许可，不得复制或再次传播。

本文件及其中任何信息均不构成任何证券、金融产品或其他投资工具或任何交易策略的依据或建议，也不表示深圳证券交易所、深圳证券信息有限公司及其关联方关于任何发行人、证券、金融产品或工具或交易策略的意见。

对任何直接或间接使用本文件及其任何信息而造成的损失，包括但不限于因内容不准确、不完整而导致的损失，深圳证券交易所、深圳证券信息公司及其关联方无须承担任何法律责任。