RESEARCH ANALYSIS ON THE IMPACT OF ESG ON CORPORATE VALUE

BY

SIHUI MA

มหาวิทยาลัยรังสิต Rangsit University

A THESIS SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT
OF THE REQUIREMENTS FOR
THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION
INTERNATIONAL CHINESE COLLEGE

GRADUATE SCHOOL, RANGSIT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2024

ESG 对公司价值影响的研究分析

马斯慧

撰

此论文为申请中国国际学院

工商管理专业研究生学历

之学术毕业论文

兰实大学研究生院

公历 **2024** 学年

Thesis entitled

RESEARCH ANALYSIS ON THE IMPACT OF ESG ON CORPORATE VALUE

by

SIHUI MA

was submitted in partial fulfillment of the requirements

for the degree of Master of Business Administration

Rangsit University

Academic Year 2024

Asst. Prof.Chen Ao , Ph.D.

Examination Committee Chairperson

Li Can, Ph.D.

Member

Assoc. Prof.Yang Shuchen, Ph.D.

Member and Advisor

Approved by Graduate School

(Prof. Suejit Pechprasarn, Ph.D.)

Dean of Graduate School

May 28, 2025

มหาวิทยาลัยรังสิต Rangsit University

致谢

在研究生阶段的学习过程中,特别是在本论文的写作期间,我得到许多人的帮助和指导,现在我要向他们表示衷心的感谢。感谢我的导师杨书成教授,本论文从收集资料、开始写作到最后定稿,杨教授倾注了许多心血,给予我悉心的指导;从未嫌弃我的才疏学浅。他教会我的不仅仅是专业知识,更是一种学习和思考的方法,以及做人的道理,杨教授高尚的道德情操和不朽的人格魅力给我留下了深刻印象并将使我终生受益,我将努力成为像他那样的人;感谢同为教师，深感遇良师之不易。学生心怀感念，在自己的教学生涯中必将以此为指导来哺育学生。

坚持二字 16 笔，放弃二字 15 笔，坚持或放弃，不过一念之间。感谢自己，坚持住了学生时代的求学精神，不言放弃，不曾畏惧。虽惊艳不了青春，也斑驳不了岁月，可心中依然想温暖时光，绚烂绽放。我们渴望命运的波澜，到最后才发现，人生最曼妙的风景，竟是内心的淡定与从容；我们期盼外界的认可，到最后才知道，世界是自己的，与他人毫无关系。不吁然，不吟唱，只拾掇行囊。趟出枯寂，从而趟过生长。遇见风起水浪，就遇过虚妄。忍住顷刻回望，就忍过恓惶。一如少年模样。

感谢我的家人,他们是我的坚强后盾和精神支柱,他们默默的付出才使我在工作之余能全身心地投入论文写作;感谢所有关心我的人,我将加倍努力,不断进取,以报答他们给予我的恩情!

马斯慧

研究生

6306080	:	Sihui Ma
Thesis Title	:	Research Analysis on the Impact of ESG on Corporate Value
Program	:	Master of Business Administration
Thesis Advisor	:	Assoc. Prof.Yang Shuchen, Ph.D.

Abstract

The concept of Environmental, Social, and Governance (ESG) highlights the sustainable development philosophy that balances them, laying down a quantifiable and systematic pathway for sustainable green development.Most studies focus on the impact of single dimensions, or only analyze the linear impact of ESG as a whole on company value. However, the multidimensional nature of ESG makes its mechanism of influencing company value more complex and varied. This study utilizes the concept of set theory and employs the fuzzy-set Qualitative Comparative Analysis (fsQCA) method to delve into how ESG affect company value from a configurational perspective.

Given the pharmaceutical industry subjected to higher social and ethical requirements and diverse risks, including challenges in research and development, production processes, waste disposal, raw material sourcing, and product distribution and recalls. Therefore, it receives broader attention in terms of ESG. According to the ESG Development White Paper released by Zhuoding Consultancy in 2022, the pharmaceutical industry leads in the number of ESG reports published, making it the chosen sample industry for this study.The research findings are as follows: Firstly, single elements within the ESG framework do not constitute necessary conditions for high corporate value. Secondly, companies can enhance their value through three differentiated ESG strategies.Lastly, there is a substitutive relationship between community performance and shareholder performance, indicating that under the current Chinese context, corporate ESG actions have not fully transitioned from a shareholder interest-led approach to a broader stakeholder interest-led approach.

(Total 49 pages)

Keywords: ESG, Corporate Value, fsQCA

Student's Signature.....Thesis Advisor's Signature.....

6306080 ： 马斯慧

论文题目 ： ESG 对公司价值影响的研究分析

专业 ： 工商管理硕士

论文导师 ： 杨书成副教授

摘要

环境、社会责任与公司治理（ESG）凸显三者平衡的可持续发展理念，为绿色可持续发展铺设了一条量化和系统化的道路。目前学术界对 ESG 与公司价值之间的联系的大多数研究仅从单一的角度出发，或仅对 ESG 整体对公司价值的线性影响进行分析。然而，ESG 的多维度特性使得其影响公司价值的机制更为复杂多变。本研究借助集合论理念，通过模糊集定性比较分析（fsQCA）方法，从组态角度深入探讨了环境、社会责任与公司治理如何在不同的配置下影响公司价值。

鉴于医药行业同时面对药品安全性高、政府监管严格等挑战，该行业在 ESG 方面面临更高的社会道德要求和多样化风险，因此受到更广泛的关注。根据灼鼎咨询 2022 年发布的 ESG 发展白皮书显示，医药行业在发布 ESG 相关报告数量上位居前列，本研究因此选择医药制造业作为样本行业进行探究。研究结果表明：首先，ESG 体系下的单一要素并不构成高企业价值的必要条件；其次，企业可通过实施三种差异化 ESG 策略来提升企业价值；最后，社区表现与股东表现之间存在替代关系，表明在当前中国的背景下，企业的 ESG 行动还未完从单一股东利益导向转变为广泛利益相关者导向。

（共 49 页）

关键词：ESG、企业价值、fsQCA

学生签字.....指导老师签字.....

目录

		页
致谢		**i**
英文摘要		**ii**
中文摘要		**iii**
目录		**iv**
表目录		**vi**
图目录		**vii**
第 1 章	**绪论**	**1**
	1.1 研究背景	1
	1.2 研究目的和意义	2
	1.3 研究思路、方法与研究框架	3
	1.4 创新点	7
第 2 章	**文献综述**	**8**
	2.1 环境、社会和公司治理与企业价值的相关研究	8
	2.2 ESG 与企业价值的相关研究	11
	2.3 文献述评	13
第 3 章	**概念界定与理论基础分析**	**16**
	3.1 概念界定	16
	3.2 理论基础	17
	3.3 ESG 与企业价值的理论分析	19
	3.4 本章小结	20
第 4 章	**研究设计与数据获取**	**21**

มหาวิทยาลัยรังสิต Rangsit University

目录 (续)

		页
	4.1 研究设计	21
	4.2 数据来源与样本选取	24
	4.3 变量测度	26
	4.4 本章小结	27
第 5 章	**模糊集定性比较分析**	**29**
	5.1 校准变量	29
	5.2 检验条件	30
	5.3 条件结构分析	32
第 6 章	**结论及建议**	**38**
	6.1 结论	38
	6.2 政策建议及启示	44
参考文献		**46**
个人简历		**49**

มหาวิทยาลัยรังสิต Rangsit University

表目录

表		页
表 4.1	变量的名称及测度	27
表 5.1	结果与条件变量的描述性统计与校准	29
表 5.2	前因条件必要性检验	31
表 5.3	真值表	32
表 5.4	高企业价值的组态	34

มหาวิทยาลัยรังสิต Rangsit University

图目录

页

图

图 1.1　分析框架思路　24

มหาวิทยาลัยรังสิต Rangsit University

第 1 章

绪论

1.1 研究背景

企业作为经济组织的基石，其核心追求转变为对未来收益的最大化。在现代经济学视角中，企业不仅是资源配置的平台，还扮演着优化社会经济资源和降低交易成本的关键角色。在全球经济结构经历重大变革的背景下，企业发展模式亦随之演进，由单一驱动逐渐转向多元驱动的战略。

中国经济发展阶段的转变，如习近平总书记在党的十九大报告中所强调的，从高速增长向高质量发展过渡，这一转变也促使企业步入可持续发展的轨道。在此过程中，企业追求的不再仅是利润最大化，而是更加关注于价值最大化，这不仅涵盖了企业的合理利益，还包括其对社会财富的创造。

ESG（环境、社会和公司治理）作为衡量企业综合表现的指标，已成为评估企业可持续性的重要工具。它强调企业在环境保护、社会责任和治理结构上的表现，并对非财务绩效提出了要求。ESG 理念日益受到关注，尤其是在三鹿奶粉事件、瑞幸咖啡等风险事件暴露出企业非财务风险后，投资者和评级机构对此愈发重视。

国内外政府机构对 ESG 的推动，如中国的《上市公司治理准则》和《绿色投资指引（试行）》的发布，展现了对企业环境、社会和公司治理责任的重视。中国正迅速融入 ESG 发展的快车道，显示了企业 ESG 表现对其可持续发展的重要性。尽管学术界已对 ESG 与企业价值之间的联系进行了一些研究，但现有研究多集中于 ESG 各单一维度对企业价值的影响，或仅进行线性关系检验。鉴于 ESG 的多元性，其在环境、社会和公司治理方面对企业价值的作用机制各不相同，关系错综复杂。本文基于集合论思想，采用模糊集定性比较分析方法（fsQCA），

从组态视角探究环境、社会责任和公司治理的组态效应对企业价值的影响，旨在揭示这一复杂因果关系，并探讨企业如何通过差异化的 ESG 策略提升价值，为可持续发展路径提供新的视角。

1.2 研究目的和意义

1.2.1 理论意义

深化 ESG 与企业价值关系的理论研究：目前的研究大多聚焦于 ESG 整体指标或单一维度对企业价值的影响，缺乏对不同 ESG 要素组合效应的深入探讨。本研究通过综合考虑环境、社会和公司治理等多个要素的相互作用，为理解 ESG 各要素如何联合影响企业价值提供了新视角，从而丰富并深化了这一领域的理论基础。

拓展定性比较分析方法（QCA）的应用领域：尽管 QCA 方法在政治学、社会学等领域得到广泛应用，但在管理学领域，尤其是 ESG 研究中的应用仍相对有限。本研究将 QCA 方法引入 ESG 与企业价值的关系研究，不仅为管理学领域提供了新的研究工具，也为 QCA 方法的多样化应用开辟了新路径。

1.2.2 现实意义

指导企业实现价值最大化的 ESG 战略：通过详细分析 ESG 不同要素组合的影响效果，本研究能够为企业提供具体的指导，帮助它们识别在环境保护、社会责任和公司治理等方面的关键投资点。这不仅有助于企业提升在 ESG 方面的绩效，还可以通过改善这些领域的表现，提高企业的自由现金流、永续增长率和降低加权平均资本成本，从而在市场上获得更高的估值和竞争力。

促进社会的 ESG 进步和经济的可持续发展：通过探究 ESG 不同要素组合对企业价值的实际影响，本研究不仅为企业实施有效的 ESG 策略提供了理论支持，而且为社会整体 ESG 实践提供了实证基础。这有助于推动更广泛的社会参与和政策制定，从而促进整个经济体系朝着可持续发展的目标迈进。此外，研究成果

也可以以为政府和监管机构在制定相关 ESG 政策和指导准则时提供参考，以更有效地引导企业走向可持续发展的路径。

1.3 研究思路、方法与研究框架

1.3.1 研究思路

起始于对当前中国经济从高速发展向高质量发展转变的深入理解，结合“双碳目标”的社会背景，本文首先探讨了 ESG 对企业价值提升的重要性。这一部分不仅分析了 ESG 在当代企业发展中的重要作用，而且也强调了本研究的现实意义。基于此背景，文章提出了研究目的，并结合相关研究方法建立了文章的基本框架，为后续理论分析与作用机制的梳理奠定了基础。

在理论基础部分，文章对 ESG、环境、社会责任和公司治理以及它们与企业价值之间的关系进行了深入的文献回顾。通过综合分析现有研究，文章不仅总结了学者们的观点，而且找出了研究中的空白和潜在的研究方向。随后，文章通过对 ESG、环境、社会、公司治理和企业价值的概念进行明确界定，为理论框架的完善奠定了基础。在此基础上，文章分析了 ESG 不同要素组合的组态效应如何影响企业价值，为后续研究内容的展开作了铺垫。

接下来，在模糊集定性比较分析（fsQCA）部分，文章基于前面的理论分析，选择了前因条件，并探究了 ESG 不同要素组合的组态效应对企业价值的必要性。文章提出了运用模糊集定性比较分析方法的研究思路，依靠其独特的研究特性来探讨 ESG 组态效应与企业价值之间的关系。以中国医药制造业作为研究样本，文章探讨了 ESG 不同要素组合与企业价值之间的复杂关联，并通过稳健性检验来加强研究结论的可靠性。

最后，在归纳与总结部分，文章根据第三部分得到的研究结果，总结了提升企业价值的不同 ESG 路径，并分析了这些路径之间的联系与差异。同时，文章

针对得出的结论提出了相关建议，并讨论了研究过程中遇到的局限性，为未来的研究提供了方向。

1.3.2 研究方法

为了全面深入地分析 ESG 表现对企业价值的影响，本研究采用了规范分析法、文献分析法以及模糊集定性比较分析法（fsQCA）作为主要研究方法，具体如下：

1) 规范分析法

理论框架构建：本文结合可持续发展理论、利益相关者理论、委托代理理论以及信号传递理论等多个理论框架，深入分析研究问题的理论基础。这些理论不仅为研究提供了坚实的理论支撑，而且帮助理解 ESG 在当前商业环境中的作用及其对企业价值的可能影响。

理论指导作用：通过这些理论的综合分析，本文能够洞察不同的 ESG 要素如何在企业价值创造中发挥作用，理解它们之间的相互作用及其对企业长期成功的影响。

2) 文献分析法

全面梳理相关研究：本文对国内外的 ESG 相关研究进行全面回顾，包括 ESG 综合指标及其各单一维度与企业价值的相关文献，以及关于 ESG 维度划分的讨论。

深度分析与综合：通过综合分析这些文献，本文不仅构建了对当前我国可持续发展背景下 ESG 与企业价值关系的深入理解，而且能够识别研究中存在的空白和潜在的研究方向，为后续的实证研究提供了坚实的基础。

มหาวิทยาลัยรังสิต Rangsit University

3) 模糊集定性比较分析法（fsQCA）

定性比较分析（QCA）方法首次亮相于 20 世纪 80 年代，其独特之处在于将案例视为一个整体，专注于探讨条件组合与结果之间的关系。最初，QCA 主要应用于政治学和社会学等领域，着重于小样本研究。然而，随着时间的推移，该方法在大样本研究中的应用逐渐增多，并在管理学等领域获得了广泛认可，成为解析复杂因果关系的关键工具。QCA 方法的计算基础包括布尔代数和集合论，特别是基于集合论的组态分析，可以深入探讨各种因素之间的互补性、替代性和抑制效应对结果变量的影响。

QCA 存在多种形态，目前的研究大多采用清晰集 QCA（csQCA）和模糊集 QCA（fsQCA）。其中，csQCA 中的变量取值为 0 或 1，而 fsQCA 允许通过校准将数据转换为 0 至 1 之间的连续值,这种方法既避免了对案例粗略的二分法分类，又保持了集合理论的基本原则，使得研究者能够更细致地捕捉到变量变化的细微影响。

不同于传统实证研究方法假设的因素间相互独立性，QCA 方法突破了这一局限，专注于从整体视角研究多因素组合对结果的集体影响。这意味着 QCA 承认条件间的相互依赖性，这正是其相较于其他分析方法的优势。此外，QCA 接纳了导致同一结果的多路径实现机制，即“多途径同归效应”，并且特别适用于小样本数据的研究。

考虑到 ESG 各因素与企业价值之间存在的复杂因果关系，加之筛选后样本的规模限制，本研究选择采用模糊集 QCA（fsQCA）方法来探究 ESG 组态效应对企业价值的影响。与传统实证分析相比，QCA 的一大特色在于其“思想实验性”特质，使得研究者在采用 fsQCA 时无需制定具体的假设前提。这种方法为本研究提供了一个独特的视角，以深入探索 ESG 各维度与企业价值之间的动态互动。

1.3.3 研究框架

本文根据研究目的和方法，设计了以下六个章节来系统地展开研究：

第 1 章：绪论

这一部分将介绍研究的背景，阐明研究的重要性，并结合所采用的研究方法来梳理整个研究的思路。此外，本章还将构建整个研究的框架，并突出文章的创新点。

第 2 章：文献综述

在第二章中，将从企业价值的视角出发，对 ESG、环境、社会责任和公司治理四个方面的文献进行深入回顾。本章将对现有研究的结论进行梳理和总结，并在此基础上发掘 ESG 与企业价值之间研究的空白区域，为后续论述提供依据。

第 3 章：概念界定与理论基础

本章通过查找文献资料来界定 ESG、环境、社会责任、公司治理和企业价值的概念。随后，将梳理与 ESG 和企业价值相关的理论，包括可持续发展理论、利益相关者理论、委托代理理论以及信号传递理论等，并基于这些理论来分析 ESG 组态如何影响企业价值，为后续的讨论和研究奠定理论基础。

第 4 章：研究设计与数据收集

结合第三章的理论分析，本章将详细讨论 ESG 综合指标、环境、社会责任和公司治理等表现对企业价值的相关研究，并考虑各大 ESG 评级机构的主要关注点。这将导致研究 ESG 不同要素组合对企业价值影响关系的重要性。本章将选择合适的研究样本，并根据评级机构的特点确定样本来源和研究所需的变量，包括条件变量和结果变量。

第 5 章：模糊集定性比较分析

本章将利用 fsQCA 方法验证 ESG 体系下不同要素组合的组态效应对企业价值的影响，以及不同的路径组合是否能产生相似的价值提升效果。首先，使用 Stata 软件进行前因变量和结果变量的描述性统计，随后利用 fsQCA 软件进行变量的赋值和校准，并构建真值表，从而得出研究所需的结果。

第 6 章：结论及建议

最后一章将根据研究结果，讨论 ESG 对企业价值提升的作用，并识别影响企业价值的不同 ESG 路径。结合实际情况，提出实践建议和政策建议。同时，针对研究中遇到的问题，说明本研究的局限性，并为未来的研究提出展望。

1.4 创新点

本研究主要体现在以下两个方面：

1) 本文的创新之一在于将 ESG 指标体系细分为多个维度，深入探究这些维度在影响企业价值的过程中的相互作用和影响机制。早期的研究通常从单一维度探讨 ESG 与企业价值的关系，例如环境或社会责任对企业价值的影响。近年来虽有研究采用 ESG 综合指标，但多数基于线性思维和统计方法，未能深入挖掘不同要素之间的复杂关联和差异。本文从组态视角出发，不仅探讨各个要素单独的影响，更重要的是分析它们如何互补、替代或抑制，从而在 ESG 与企业价值研究领域提供新的视角和深度。

2) 另一创新点在于应用模糊集定性比较分析方法（fsQCA），以探究企业如何通过不同的 ESG 策略组合来提升价值。本研究基于集合论的思想，采用 fsQCA 方法，不仅可以揭示环境、社会责任和公司治理的不同组合如何影响企业价值，还能挖掘这些组合背后的复杂因果机制。通过结合具体案例分析，本文进一步探讨了不同的 ESG 策略如何形成多元的高企业价值路径，为企业指明可持续发展的方向。这一方法的应用拓展了 fsQCA 在管理学领域的应用范围，为解决复杂的企业战略问题提供了新的分析工具。

第 2 章

文献综述

2.1 环境、社会和公司治理与企业价值的相关研究

2.1.1 环境表现与企业价值

环境表现，或称为环境信息披露质量，是衡量企业环境责任履行程度的关键指标。在评估企业的环境表现时，应考虑以下多个方面：企业对气候变化的影响、自然资源保护、废物管理与资源消耗、环境治理结构、环保投入、绿色办公实践、可再生能源的潜在利用、以及可持续建筑实践等。广泛的研究已经表明，高质量的环境信息披露与企业价值正相关，即企业的环境责任履行越好，其价值越高。

在考量环境表现对企业价值的影响时，特别是在预测未来现金流方面，诸多研究揭示了显著的相关性。例如，Attig 和 Najah（2014）的研究表明，提高环境信息披露质量可以减少市场摩擦、降低代理成本，从而增加企业进入资本市场的机会，并减少对投资现金流的敏感性，最终正向影响企业的预期现金流量。Plumlee 和 Brown（2015）研究则发现，自愿性环境信息披露质量对预期未来现金流和股权资本成本有显著影响，其效果取决于披露的细节程度。FonsekaM 和 RajapakesT（2019）等研究者专注于能源企业，发现环境信息披露质量的提升显著降低了权益资本成本，尤其在天然气、火力发电和石油石化行业更为显著。徐光华和苑思嘉（2017）的研究则表明，重污染企业通过提高环境信息披露质量能显著提升其经济效益和企业价值。

此外，环境信息披露在缓解信息不对称、传递企业积极履责的信号等方面扮演重要角色，从而提升企业价值。媒体作为信息传播的中介和外部监督者，有助于降低信息不对称，促进企业减少机会主义行为，强化公司治理。刘栩萌（2018）将机构投资者纳入研究框架，结果显示机构投资者的加入能促进企业价值的提升，但过高的持股比例可能会抑制这一正向关系。张彦明和陆冠延（2021）研究者发

现，环境信息披露质量的提升显著降低权益资本成本，增强预期现金流，同时市场化程度作为调节变量能够加强这一机制。唐勇军和马文超（2021）在研究中发现，内部控制水平越弱，环境信息披露质量对企业价值的促进作用越明显，突显了环境信息披露的重要性。而唐勇军和夏丽（2019）的研究表明，环境信息披露质量作为调节变量，能缓和环保投入与企业价值间的U型关系，提升利益相关者对企业的认可度。

2.1.2 社会责任表现与企业价值

社会责任的表现通常涵盖了员工福利与健康、产品质量与安全性、隐私与数据保护、企业税务贡献、扶贫与乡村振兴、性别平等政策、人权保障、反对强迫劳动与歧视、供应链责任管理以及社区参与等多个方面。社会责任对企业价值的影响已成为学术研究的重要议题。尽管早期对此存在一些争议，但现在普遍认同社会责任与企业价值之间呈正相关关系。

部分学者如Rubin（2010）从代理问题的视角出发，曾提出社会责任对企业绩效可能存在负向影响。然而，大多数学者均认同企业社会责任表现与企业价值具有正向相关性。例如，Jo与Harjoto（2012）基于利益相关者理论的研究表明，企业积极履行社会责任能显著提升其经营绩效。Schaltegger和Synnestvedt（2002）则认为，企业的社会责任实践可以帮助企业避免或降低政府处罚、减少运营成本、提升业绩，同时改善与各利益相关方的关系。

陈晓易和王玉荣（2020）针对沪深两市上市公司的研究发现，企业社会责任对企业价值具有显著促进作用，尤其在提升企业声誉和影响力方面表现突出。陈旭和哈今华（2021）在将技术创新投入与内部控制纳入研究时，发现技术创新投入在社会责任与企业价值之间产生中介效应，而内部控制则发挥正向调节作用。此外，媒体的作用也不容忽视。陈莞和阮荣彬（2022）的研究发现，企业社会责任与企业价值显著正相关，媒体关注起到了中介作用，降低了企业与利益相关方间的信息不对称性。

除了传统的实证分析方法，也有学者采用其他方法进行相关研究。例如，柴寿升（2021）等学者在研究上市旅游企业时，运用 QCA 方法探究企业社会责任价值提升的多元路径。研究结果表明，单一维度的社会责任实践并非提升企业价值的关键，而多维度联动则能发挥更大作用。此外，多元化的社会责任实践可以通过不同的组合路径提升企业价值，不同企业在不同情境下的价值提升路径也各有差异。

2.1.3 公司治理表现与企业价值

公司治理水平在现代企业管理中占据核心地位，其主要体现在股权结构、会计政策制定、薪酬体系设计、道德行为准则的制定与执行、反不正当竞争策略、风险管理机制、信息披露透明度、董事会的独立性与多样性等多个方面。尽管关于公司治理与企业价值之间关系的研究相对较少，但已有研究普遍认为二者之间存在正向相关关系。

从公司治理角度出发，学术界对董事会规模、股权集中度、独立董事比例与企业价值的关系进行了深入研究。例如，Hu（2010）的研究发现第一大股东持股比例过高可能侵犯其他小股东的利益，从而降低企业价值。Beiner（2006）对瑞士 275 家上市公司的研究，采用托宾 Q 值作为企业价值的衡量标准，发现公司治理综合指数（GGI）与企业价值正相关，指出治理水平较高的公司能够获得更高的市场估值。刘银国和朱龙（2015）构建的 GGI 指标体系用于反映中国企业的治理水平，研究结果表明公司治理与企业价值显著正相关，良好的公司治理有助于提升企业的财务安全性和盈利能力，从而提升企业价值。

此外，杨晓丹（2015）的研究揭示了流通股比例、第一大股东持股比例和高管薪酬与企业价值之间的正向关系，但公司的多元化经营并未对企业价值产生显著影响。俞雪莲和王健俊（2017）对零售企业的研究发现股权集中度与企业价值之间存在倒 U 型关系，而独立董事比例则正向影响企业价值。他们还指出，对于大多数中小零售企业而言，过度多元化可能不会降低风险，反而可能分散资源，且多元化与股权集中度之间存在互补关系。

2.2 ESG 与企业价值的相关研究

ESG（环境、社会、公司治理）与企业价值之间的关联性研究，始于国际学术界的探索，并随着全球对可持续发展越发重视，近年来在中国引起了广泛的学术关注和实践探讨。国际上，关于 ESG 绩效如何影响企业价值的研究发现呈现出多元化的视角。例如，Friedman（2016）的研究表明，良好的 ESG 绩效能显著促进企业未来的发展机遇，反映出投资者对拥有良好 ESG 记录的企业给予更高的评价。相对地，Brammer（2006）的分析则揭示了一种看似矛盾的现象，即 ESG 信息披露的增加在某些情况下与企业的资金流动性呈负相关，这可能因为过多的信息披露增加了投资者的处理成本，或反映出投资者对过度披露信息的企业持谨慎态度。

在中国，随着社会对企业社会责任和可持续发展的要求日益增长，ESG 相关研究迅速增多，大多数研究支持良好的 ESG 表现与高企业价值之间存在正相关关系。徐光华和卓瑶瑶（2022）的研究利用中国 A 股市场的数据，证实了企业 ESG 信息披露与企业价值之间的正向关联，并指出在非国有企业、市场化程度较高的地区及政策发布后，这种正向关联更为显著，说明良好的 ESG 表现能有效降低信息不对称，提升企业的市场评价。

深入探讨 ESG 与企业价值之间的作用机制，一些研究集中于分析 ESG 绩效对企业融资成本和市场估值的影响。邱牧远和殷红（2019）的研究发现，良好的 ESG 绩效通过降低企业的融资成本来提升其市场估值，尤其是环境绩效的提高，能够有效减轻负面事件对企业融资成本的影响，显示出环境责任在企业价值创造中的重要性。张琳和赵海涛的研究进一步证实了 ESG 绩效与企业价值之间的正向关系，并指出这种影响在非国有企业、小规模企业和非污染企业中尤为显著，强调了企业规模和产业特性在 ESG 实践中的差异性影响。王琳璘（2022）的研究揭示了良好的 ESG 绩效在缓解企业融资约束、提高投资效率和降低财务风险方面的正面作用，这些因素共同促进了企业价值的增长。王波和杨茂佳（2022）的研究进一步强调了 ESG 责任履行对于降低融资成本、增强信息透明度、提高市场关注度和企业声誉的积极影响，从而提升企业的账面和市场价值。

无论是在国际还是中国的研究背术和实践关注。对于 ESG 表现与企业价值之间的联系，国际学术界的研究成果呈现出多元化的视角和结论。

一方面，存在一批研究强调 ESG 表现对企业价值具有正向影响的观点。例如，Friedman（2016）的研究中指出，良好的 ESG 表现不仅能够提高企业的市场表现，还能增强企业面对未来发展机会的能力。这一发现支持了 ESG 投资理念，即企业在环境保护、社会责任和良好治理上的表现优秀，能够为企业带来长远的利益。

另一方面，也有研究表明 ESG 与企业价值之间存在复杂的关系。Brammer（2006）通过分析美国和日本的上市公司得出，ESG 信息的披露量与企业资金流动性之间存在负相关关系，这表明过多的 ESG 信息披露可能会增加投资者对企业的不确定性，从而影响其资金流动性。

在中国，随着 ESG 概念的普及和相关政策的推动，关于 ESG 与企业价值的研究也日渐增多。大多数研究倾向于认为，良好的 ESG 表现与高企业价值之间存在正相关关系。例如，徐光华和卓瑶瑶（2022）的研究发现，基于中国 A 股制造业企业的数据显示，企业 ESG 信息披露水平与企业价值之间存在显著的正相关关系，且这种关系在非国有企业、市场化程度高的地区及政策发布后更加显著，表明良好的 ESG 表现能够有效减少信息不对称，提高企业价值。

对于 ESG 与企业价值关系的影响机制，也有研究深入探讨。邱牧远和殷红（2019）的研究表明，优秀的 ESG 表现有助于降低企业的融资成本并提高市场估值。张琳和赵海涛（2019）的研究则指出，在非国有企业、小规模企业和非污染企业中，ESG 与企业价值之间的正向关联更为明显。王琳璘（2022）及王波和杨茂佳（2022）的研究进一步揭示了良好的 ESG 表现在缓解企业融资约束、提高投资效率、降低财务风险以及提升企业声誉和市场关注度方面的积极作用。

综上所述，ESG 与企业价值之间的关系复杂多变，受到企业性质、地区市场化程度、政策环境等多重因素的影响。良好的 ESG 表现通常被视为企业长期发展的重要基石，能够在多方面促进企业价值的提升。这些研究不仅为企业提供了 ESG 实践的理论指导，也为政策制定者提供了促进可持续发展的参考依据。

2.3 文献述评

通过综合分析环境、社会责任、公司治理以及 ESG 综合指标等领域的相关文献，可以发现国内外学者对 ESG 与企业价值的关系进行了深入的研究。这些研究主要围绕两个核心脉络展开：一是探究 ESG 的整体表现如何影响企业价值；二是分析 ESG 体系中各单独要素的表现对企业价值的影响。

关于 ESG 整体表现与企业价值的关系，学术界尚未形成一致的结论。现有的实证研究主要得出了三种观点：正向关系、负向关系和无显著关系。其中，认为 ESG 与企业价值正相关的观点占据主流。在正向影响机制方面，主要有两种观点：一是良好的 ESG 表现能够缓解企业的融资约束、降低财务风险、提高投资效率，进而提升企业价值；二是 ESG 能够增强透明度、缓解信息不对称，降低信息风险，同时，良好的 ESG 表现能够提升公司形象，传递积极信号，从而促进企业价值的提升。

在研究 ESG 各单一要素对企业价值的影响时，环境方面的研究普遍认为良好的环境表现能正向促进企业价值，但具体影响路径尚无统一结论。一方面，良好的环境表现被认为能够减少市场摩擦、降低代理成本，进而影响企业的预期现金流；另一方面，环境信息披露被视为能够降低信息不对称，通过展示企业环保责任的履行情况，获得良好声誉，从而提升企业价值。在社会责任领域，研究结论多样，包括正相关、负相关、不相关、非线性相关等，但大部分研究倾向于认为二者显著正相关。在公司治理与企业价值的关系方面，主流观点认为较高水平的公司治理能够提升企业价值，影响机制主要从提高财务安全性、促进企业成长、降低公司层面风险等角度进行探讨。

尽管如此，当前研究仍存在一定的改进空间。首先，中国关于 ESG 与企业价值的研究仍处于起步阶段，大多数研究集中在 ESG 综合指标与企业价值之间的关系，或者是探讨环境、社会责任和公司治理这三个单一维度的表现及其对企业价值的影响。然而，尚未有研究深入探讨提升 ESG 的具体路径，这可能限制了对企业 ESG 实践效率提升、资源配置优化及对社会可持续发展促进作用的理解。其次，

ESG 作为一个综合概念，涵盖的环境、社会责任和公司治理对企业价值的作用机制存在差异，使得 ESG 与企业价值之间的关系变得更为复杂。以往基于线性思维的统计方法难以揭示这些要素之间的复杂关联和差异关系。基于集合论的组态研究方法可以有效解决此类问题，有助于揭示不同前因组态下相关因素间的互动关系，以及不同企业通过环境、社会责任、公司治理的不同组合形成的多元高企业价值路径。

因此，本文基于集合论思想，采用模糊集定性比较分析方法（fsQCA），从组态视角探究环境、社会责任和公司治理的组态效应对企业价值的影响，以挖掘其复杂因果机制，并结合案例分析企业通过差异化 ESG 策略提升企业价值的不同路径，为企业可持续发展之路提供深入洞察。

มหาวิทยาลัยรังสิต Rangsit University

第 3 章

概念界定与理论基础分析

3.1 概念界定

3.1.1ESG 的概念

尽管社会各界长期以来一直关注企业在环境、社会责任和公司治理方面的表现，但对 ESG（环境、社会、治理）的具体概念一直缺乏明确的定义。在 ESG 观念成形之前，公众的注意力更多集中于“责任投资”，这是随着经济的快速发展及其带来的气候、环境和资源问题而兴起的。2005 年，联合国环境规划署首次对 ESG 投资进行了定义，随后在 2006 年，联合国成立了责任投资原则组织（PRI），制定了遵循 ESG 投资的六大基本原则，鼓励机构在投资决策中考虑企业在环境、社会和治理方面的表现，这极大推动了 ESG 的进展。同年，高盛发布的一份研究报告进一步明确了 ESG 的概念。到 2008 年，高盛推出了可持续权益资产组合，其他机构也陆续开展了 ESG 投资实践。2012 年，国际金融公司（IFC）发布了社会和环境可持续性绩效标准（ESS），此后，ESG 的相关理念、评估方法和披露规范经过不断完善，形成了一个较为完整且持续更新的体系。

目前，虽然 ESG 概念尚未统一，但多个机构和组织提出的定义具有代表性，虽细节不同，但大同小异。总体来看，ESG 涵盖环境、社会和治理三大维度，不同之处主要在于具体的分类和指标。环境维度关注公司对气候变化、废物管理、能源效率等方面的贡献，强调在发展策略中考虑环保，并提高资源利用效率。社会维度体现在企业社会责任，包括与社区的融合、长期利益的追求以及与股东、员工、消费者等利益相关者的关系管理。公司治理维度则涉及公司内部规则和原则，强调建立合理的治理结构和权力分配。从投资者角度看，ESG 是一项衡量标准，不仅考量财务绩效，还包括企业在环境、社会责任和治理方面的非财务表现。而从企业角度看，ESG 是一种责任，要求企业在享有社会资源的同时，积极回馈

社会，通过加强环保、改善利益相关者关系和构建完善的治理体系来实现可持续发展。

ESG 内容涵盖环境标准、社会责任和公司治理三大领域，强调遵循相关标准以实现企业的可持续发展。环境标准关注组织的环境影响和风险管理，社会责任重视组织与利益相关者的关系，而公司治理则关注领导和管理方式的有效性。这些维度不仅体现在直接行动上，还包括信息披露的透明度和质量。

3.1.2 企业价值

企业价值，即公司本身的价值，起源于美国产权市场的发展，并由美国管理人员最早提出。随着我国改革开放，经济的快速增长和资本市场的扩大及其复杂性增加，企业价值的概念开始在我国资本市场上显现。关于企业价值的理解分为两个层面：一是广义上的，基于利益相关者理论，认为企业价值反映在满足经济需求的能力上，满足的程度越高，企业价值越大，涉及到所有利益相关者的利益最大化；二是狭义上的，侧重于企业的自由现金流，通过计算预期自由现金流并以加权平均资本成本作为贴现率进行折现，以得出企业的价值，强调企业的持续发展能力和风险管理，同时考虑货币的时间价值。

企业价值的不同表现形式包括账面价值、市场价值、内在价值和清算价值。账面价值基于历史成本计算，市场价值假设市场信息完善且交易公平，反映真实市场情况。内在价值，或投资价值，是基于企业未来现金流的估计现值。清算价值关注企业在清算情况下资产净剩余值。

影响企业价值的主要因素包括企业风险、生存期限和未来增值潜力。其中，企业的未来增值能力和风险大小是核心，通过折现率反映，而企业的存续期限关乎其长远目标和现金流的可观程度。此外，宏观经济、金融环境和行业前景也对企业价值产生影响。

企业价值的评估是资本市场上的重要议题，选择合适的评估方法是精准评估的关键。常见的评估方法有成本法、市场法和收益法。成本法依据实际成本，市

场法通过比较类似资产的市场价格进行调整，收益法则是基于企业的收益进行估值。托宾 Q 值和市盈率是评估企业价值时常用的指标，分别反映企业的成长性和股票的投资价值。

3.2 理论基础

3.2.1 可持续发展理论

可持续发展理论，源于 1987 年联合国世界与环境发展委员会（WCED）发布的报告，其中首次明确提出了可持续发展的概念，定义为“满足当前需求而不损害后代人满足其需求的能力的发展”。这一理论核心在于实现经济、社会和环境三方面的平衡和协调发展，其基本原则包括公平性、持续性和普遍性。可持续发展强调在推进经济增长的同时，要重视环境保护和社会福祉，追求长期发展和全面进步。

可持续发展理论不仅关注经济增长的速度和规模，更强调发展的质量和效益，即在促进经济发展的同时，要确保环境的可持续性和社会的稳定性。这要求企业在制定发展战略时，不仅追求短期利益最大化，更要考虑长远利益，以及其对环境和社会的影响。

在当前全球范围内推行的“双碳目标”（即碳达峰和碳中和）背景下，企业的可持续发展能力显得尤为重要。企业的绿色发展不仅是对环境责任的履行，也是在日益激烈的市场竞争中获取优势的重要途径。在 ESG 框架下，环境维度反映了企业在环境保护和资源管理方面的努力；社会责任维度展示了企业在履行社会责任和服务利益相关方方面的表现；公司治理维度则展现了企业的治理水平和结构的合理性。这些维度直接体现了企业的可持续发展能力，成为投资者和其他利益相关方评估企业的重要参考。

3.2.2 利益相关者理论

利益相关者理论，起源于 20 世纪 60 年代，提供了一种全面理解和分析企业与其多元利益相关方关系的框架。该理论的核心观点是，企业不仅要为股东和债权人创造价值，还需关注员工、消费者、政府、环境等广泛的利益相关者群体。这些利益相关者为企业提供关键资源和支持，对企业的运营和成功至关重要。

根据利益相关者理论，企业的持续发展和成功不仅取决于股东的支持，还依赖于与所有利益相关方的有效互动。这意味着企业需识别并平衡各方的需求和利益，合理配置资源，建立和维护稳健的利益相关者关系。对于员工而言，这可能包括提供更好的工作条件和福利；对于社区，则可能涉及提供公益服务和支持地方发展；而对政府来说，包括遵守法律法规、及时纳税等。

在这一理论框架下，企业的决策和策略不仅关注短期财务回报，而且考虑长期的可持续发展和社会责任。这种综合视角有助于企业在经营过程中建立良好的企业形象和声誉，获得更广泛的社会支持和资源，从而保证企业的长期成功。

3.2.3 委托代理理论

委托代理理论，起源于 20 世纪 30 年代，由美国经济学家 Adolf Berle 和 Gardiner Means 提出，关注企业所有权与经营权的分离问题。在这一理论框架下，企业所有者（委托人）将经营权转让给专业化的经理人（代理人），从而形成了典型的委托代理关系。由于委托人和代理人具有不同的利益导向和目标，这种关系自然导致了潜在的利益冲突。

在委托代理关系中，代理人可能将个人利益最大化作为首要目标，这可能导致其作出的某些决策不利于所有者的利益。因此，代理问题的核心在于如何设计有效的监督和激励机制，以降低因信息不对称和利益冲突所产生的代理成本。这些代理成本主要包括监督成本、激励成本和剩余损失。

委托代理理论对于现代企业治理具有重要的理论和实践意义。在现实中，由于代理人和委托人追求的目标存在差异（代理人关注个人收益，如工资和奖金；委托人关注企业利润和财富增长），因此很容易产生利益冲突。若企业监管不力，可能导致代理人为了个人利益而采取损害所有者利益的行为。

3.2.4 信号传递理论

信号传递理论，源自信息不对称理论，关注的是如何通过特定的企业行为向市场传递关于企业内部信息的信号。这一理论最初由美国经济学家斯宾塞提出，主要应用于解释企业通过资本结构调整、股利政策变动或财务报告等方式，向市场传递其内部信息的行为。在信号传递理论中，企业管理层通常被视为对企业未来收益和风险具有更多信息的一方，而投资者和其他利益相关方则相对缺乏这些信息。

在实际应用中，信号传递理论主要体现在企业的财务决策上。例如，企业可能通过提高股利发放、实施股票回购或选择特定的融资方式，来向市场传递其内部评估的良好财务状况或未来增长前景的信号。财务报告作为一个重要的信息传递渠道，不仅为企业所有者提供决策信息，也为外部投资者和分析师提供了评估企业的基础。

3.3 ESG 与企业价值的理论分析

企业的环境表现、社会责任表现和公司治理表现对企业价值的影响主要通过经济效应和社会认同效应两方面实现。具体来看，优秀的环境表现通过降低资本成本和提高预期现金流量对企业价值产生直接影响。这包括通过减少信息不对称和市场摩擦来降低权益资本成本，同时提升企业预期现金流量。此外，基于利益相关者理论和信号传递理论，良好的环境表现还能体现企业对利益相关者的重视，并通过缓解信息不对称进而减少决策成本。优秀的环境表现同时展现企业积极履行环境责任的意愿，并向社会传递积极信号，获得社会认同，从而提升企业价值

前景，还能有效减少企业财务风险，提升经营水平，从而有助于降低违约风险，提高金融稳定性和抗风险能力。此外，良好的社会责任表现通过减少信息不对称，增进投资者对企业信息的了解，有助于建立友好的利益相关者关系，进一步提升企业的风险承受能力和市场价值。

公司治理表现对企业价值的影响则主要体现在监督、激励和决策效率方面。合理的股权结构和董事会独立性有助于缓解代理冲突，提升监督效果，而高管持股和有效的薪酬激励制度则能够使高管的利益与公司利益一致，促进公司治理效率。此外，控制权的合理配置能够提高决策效率和水平，降低运行成本，从而提升企业价值。优秀的公司治理不仅减少企业财务风险，还能增强员工认同感，提升企业形象，增强企业的市场影响力，进而提升企业价值。

3.4 本章小结

本章深入探讨了 ESG 框架下环境、社会责任和公司治理的核心概念及其特征，为理解这些要素如何综合影响企业价值提供了清晰的视角。本章首先对 ESG 的相关定义进行了阐述，明确了环境、社会责任和公司治理各自的特点及其在现代企业管理中的重要性。随后，本章详细梳理了企业价值的概念和评估方法，为进一步分析 ESG 各要素与企业价值之间的关系提供了量化和评估的工具。

接着，本章对与本研究紧密相关的理论基础进行了系统的梳理，包括可持续发展理论、利益相关者理论、委托代理理论和信号传递理论。这些理论为理解企业在采取不同 ESG 策略时如何影响企业价值提供了理论支持和解释框架。

最后，基于上述理论分析，本章对环境、社会责任和公司治理这三个 ESG 要素如何通过不同的机制影响企业价值进行了详尽的理论分析。这一分析为后续研究 ESG 体系中不同要素组合对企业价值的具体影响提供了坚实的理论基础，为深入探讨 ESG 在企业价值创造中的作用奠定了重要的前提。

第 4 章

研究设计与数据获取

本章围绕研究目标展开，构建了综合的研究框架。在此框架下，本章明确了研究的样本选择标准，并筛选了相应的研究变量。

4.1 研究设计

企业执行环境、社会责任和公司治理（ESG）职责时的成本投入是其关键的投资决策之一。研究重点应从是否执行 ESG 责任的意识形态层面转向如何有效执行的实践层面。一方面，ESG 中包含的环境、社会责任和公司治理对企业价值的影响是综合的，不是通过单一途径实现，而是通过多个因素的协同作用。不同 ESG 维度对企业价值的影响存在差异，企业可以根据自身情况选择不同维度的 ESG 责任来最大化企业价值。另一方面，由于企业的具体情况各不相同，导致 ESG 各因素之间的互动关系在实际操作中表现出个体差异。ESG 各因素在增强企业价值方面可能既有替代作用也有互补作用，企业需根据自身资源在不同利益相关者间的分配选择最优的 ESG 投资策略。当企业价值的提升不仅依赖于单一维度的 ESG 责任执行，而需要多维度的综合考虑时，传统基于线性逻辑的研究方法或有限变量的研究难以给出合理的解释。基于集合论的配置方法能够探索不同前因条件之间的互动关系对结果变量的影响，为研究 ESG 如何提升企业价值提供了新的研究路径。本文将 ESG 细分为环境、社会责任和公司治理的多个要素，探究 ESG 体系下不同要素组合对企业价值的影响，以进一步分析哪些 ESG 路径组合能够提升企业价值。

在现有大量研究基础上，本文对 ESG 下的环境、社会责任和公司治理指标进行细分。在环境方面，多数研究采用绿色创新能力和环保投入作为代理变量。例如，杨冬云和谢杨（2019）研究企业社会责任、绿色创新能力与企业环境绩效时，

利用环保投入占比评价企业环境绩效。陈宇峰（2021）在研究绿色投资与环境绩效的相关问题时，采用与环保有关的支出作为绿色投资的代理变量。李冬伟和张春婷（2017）在研究环境战略与绿色创新时，以企业绿色专利申请数量衡量绿色创新能力。在社会责任方面，冯丽艳和肖翔（2016），以及庄莹、买生（2021）借鉴和讯网的企业社会责任评分。李志斌（2020）基于利益相关者理论，将利益相关者细分为股东、债权人、环境、员工、供应商、顾客、政府和社区八大类，据此建立衡量企业社会责任履行水平的指标。在公司治理方面，顾乃康（2017）和周茜（2020）参考企业的监督、激励、决策表现，运用主成分分析法构建指标衡量公司治理水平。

本文将利用路孚特数据库（Refinitiv）提供的 ESG 及其详细指标评分来实施研究。路孚特数据库（Refinitiv）是一家全球性的金融市场数据和基础设施提供商，为金融、企业、政府及其他机构提供广泛的金融市场数据、分析工具和交易平台。该数据库由汤森路透（Thomson Reuters）的金融与风险业务部门在 2018 年与黑石集团合作后更名为 Refinitiv。它提供包括实时和历史数据、新闻、经济研究、分析工具等在内的综合性金融解决方案，广泛应用于金融分析、交易决策、风险管理、合规监控等领域。特别地，路孚特数据库在 ESG（环境、社会、公司治理）数据的提供方面有着丰富的资源和深入的研究。通过收集、分析全球数千家企业的 ESG 表现数据，路孚特为投资者、研究人员和政策制定者提供有关企业 ESG 表现的深入见解和评估。这些 ESG 数据涵盖了环境保护措施、社会责任活动和公司治理结构等方面，为评估企业的可持续发展能力和风险管理提供了关键信息。根据数据库中的 ESG 评分构成，本研究将选择环境、社会和公司治理各指标下评分较高的 2-3 个细分指标。具体而言，环境部分选取排放和资源使用两个指标，社会部分选取人权、社区和产品责任三个指标，公司治理部分选取管理和股东两个指标。通过这种方法，本文旨在从组态视角出发，深入分析 ESG 下不同要素的组合效应如何影响企业价值。

1) 环境分类：

资源使用：这一指标考量企业在降低物料、能源和水的使用方面的表现，包括其在供应链管理中寻找节能解决方案的能力。评估依据包括资源节约政策的实际情况、用水和能源效率、可持续包装措施等。优异的资源使用效率表明企业在资源管理上的高效性，能显著降低运营成本，从而提升企业价值。

排放：该指标衡量企业在减少环境排放方面的承诺和有效性。评估标准包括排放政策的执行、二氧化碳排放量、有害气体排放比例、废物回收率、环境投资和合作等。低排放水平反映了企业对环境保护和绿色发展的承诺，有助于企业获得投资者和市场的认可，促进长期发展。

2) 社会责任分类：

人权：这一指标评估企业在尊重基本人权、确保工作环境安全和提供平等工作机会方面的绩效。评分依据包括人权政策的执行、结社自由、反对强制劳动和童工等。高人权得分能够增强员工的信任和工作积极性，有助于企业的快速健康发展。

社区：该指标衡量企业在社区参与、公平竞争、反贿赂和腐败以及商业道德方面的表现。评分依据包括慈善捐赠、社区投资、员工志愿服务等。良好的社区参与能够增强企业形象，促进与供应商和经销商的合作，从而推动企业发展。

产品责任：反映企业在生产安全、高质量产品和服务、保护客户数据隐私等方面的表现。评估标准包括产品安全政策、数据保护、网络安全等。高产品责任得分可增强客户信任，扩大企业发展潜力。

3) 公司治理分类：

管理：这一指标评估企业遵循公司治理原则的程度，包括董事会的规模、结构、独立性和多样性等。评分依据包括内部审计、高管薪酬和可持续奖励机制等。高管理得分表明企业在内部监督、激励和决策方面的高效运作，有助于降低运营成本，提升企业价值。

股东：衡量企业在确保股东平等待遇和采取反收购措施方面的有效性。评分依据包括股东权利的保障、平等投票权、股东参与和投票保密等。良好的股东关系管理有助于激发股东信心，促进企业持续发展。

本研究着重于采用模糊集定性比较分析（fsQCA）方法，从组态的角度深入分析 ESG 各要素之间的互动及其对企业价值的综合影响，目的在于揭示提高企业价值的最有效 ESG 组合路径。分析框架思路如图 1.1 所示:

图 1.1 分析框架思路

4.2 数据来源与样本选取

本研究的数据收集主要依托于灼鼎资讯于 2022 年 5 月发布的《2022 年 ESG 发展白皮书》，该报告揭示了至 2021 年底，沪深两市共有 1159 家上市公司披露了与 ESG 相关的报告。特别地，医药行业以其报告数量的领先地位凸显出来。医药行业的选择作为研究对象并非偶然，其独特的行业属性，如融合科技与制造的特性、药品与生命健康的直接关联、以及政府对该行业的严格监管等因素，赋予了其在环境、社会责任与公司治理（ESG）方面更高的责任和道德要求。这些企业因而面临着诸如研发创新、环境影响、合规性以及高端人才吸引与保留等多重风险。基于这些考虑，本研究选择医药制造业为分析的焦点，并采用 2018 至 2021 年的数据进行深入分析。研究所需的财务指标，包括托宾 Q 值和市盈率等，来源

于国泰安数据库（CSMAR），而针对环境绩效的评估指标，如资源使用和排放等，则根据路孚特数据库（Refinitiv）提供的 ESG 评分来进行详细分析。

样本的选择和筛选过程经过了严格的标准：

1) 排除了特殊处理（ST）的企业，以避免数据中的异常波动对研究结果造成影响。

2) 剔除了那些财务数据记录不全的企业，以保证分析结果的准确性和稳定性。

3) 排除了缺乏托宾 Q 值数据的企业，确保研究所需关键财务指标的完整性。

经过上述筛选步骤，使用模糊集定性比较分析（fsQCA）方法的过程是连贯且系统的。首先，通过初步筛选，研究确定了 45 家医药制造业上市公司作为研究样本，确保了样本的代表性和相关性。接下来，利用 Stata 软件对筛选后的样本数据进行了描述性统计分析，这一阶段的目的是全面评估所选样本企业的综合表现，为后续的深入分析奠定基础。

基于描述性统计的结果，研究进一步运用 fsQCA 软件对样本中的条件变量和结果变量进行了赋值与校准处理。这个过程涉及将每个变量的实际值转换为介于 0 到 1 之间的模糊集值，以反映它们对研究结果变量（即企业价值）的隶属程度。然后，通过 fsQCA 软件构建了真值表，提炼和识别不同 ESG 要素组合对企业价值产生影响的具体路径。最终，研究通过对 fsQCA 分析结果的解释，深化了对 ESG 因素与企业价值之间关系的理解。这不仅为后续研究提供了实证基础和分析框架，而且对于理论构建和实践应用具有重要意义。

4.3 变量测度

依据路孚特数据库的相关数据，本文选定资源使用、排放、人权、社区、产品责任、管理和股东这七个要素作为主要的条件变量，如表 4.1 所示。这些变量均采用百分比量化标准，以此来反映企业在各方面的绩效。例如，资源使用得分侧重评估企业在用水效率、能源效率等方面的表现；排放得分则关注企业的二氧化碳排放量和废物处理效率；人权得分考虑企业在强制劳动和结社自由政策方面的表现；社区得分则反映企业在公平竞争和社区参与方面的绩效；产品责任得分评估企业在数据隐私和客户满意度方面的表现；管理得分侧重于企业在内部审计和高管薪酬方面的表现；股东得分则考虑企业在股东权利和参与方面的绩效。

在结果变量方面，考虑到市场法能较好地反映企业的当前市场价值，本文选择托宾 Q 值作为主要的结果变量，它能有效反映企业的综合价值和成长能力。此外，考虑到市盈率作为评估企业股票被高估或低估的重要指标，代表了投资者对企业持续发展能力的认可，本文在进行稳健性检验时也将采用市盈率作为结果变量。为了考虑作用机制的滞后效应，本文选择 t+1 期的托宾 Q 值作为企业价值的指标，并取 2019-2021 年的平均值以适应 fsQCA 方法中的指标要求。

มหาวิทยาลัยรังสิต Rangsit University

表 4.1 变量的名称及测度

变量性质	变量名称	测度	数据处理及来源
条件变量	资源使用表现	参考企业在用水效率、能源效率、可持续包装、能源使用总量以及可再生能源生产等方面的表现	2018-2020 年各指标年度得分的平均数；路孚特数据库
	排放表现	参考企业的二氧化碳排放量、废物总量、环境指出和碳补偿等方面的表现	
	人权表现	参考企业在雇佣童工、强制劳动和结社自由政策方面等的表现	
	社区表现	参考企业公平竞争、社区参与和捐款总额方面的表现	
	产品责任表现	参考企业在数据隐私、公平交易、质量管理、客户满意度以及营收类型等方面的表现	
结果变量	管理表现	参考企业在内部审计、外部咨询、高管薪酬和管理多样性等方面的表现	2019-2021 年企业托宾 Q 值的平均数；CSMAR 数据库
	股东表现	参考企业在股东权利、股东参与以及董事责任限制等方面的表现	
	企业价值（TobinQ）	（t+1）期的托宾 Q 值	

4.4 本章小结

在上一章的研究中，我们深入探讨了环境、社会责任与公司治理如何通过多重机制共同影响企业价值，从而揭示了这些维度不是单独而是通过相互作用来影响企业价值的复杂性。这一发现为本文的研究方向提供了坚实的理论基础。基于此，本章旨在构建具体的研究框架。我们通过分析企业的特性来选择适当的样本

企业，并参考多家评级机构的评分数据，确定了用于本研究的条件变量。同时，考虑到不同估值方法的特点，本章还选择了合适的指标来衡量企业价值，并详细介绍了各变量的数据来源和测量方法。这一章节的内容为后续的实证研究奠定了坚实的基础。

มหาวิทยาลัยรังสิต Rangsit University

第 5 章

模糊集定性比较分析

5.1 校准变量

在进行模糊集定性比较分析（fsQCA）时，一个关键步骤是对变量进行校准，即将原始数据转换为模糊集成员资格分数，这些分数反映在 0 到 1 的连续区间上。为了实现这一转换，本研究采用了张明等（2019）的研究方法，设定三个关键的校准点：样本数据的 95 分位数代表完全隶属（即分数为 1），中位数作为交叉点（即分数为 0.5），以及 5 分位数代表完全不隶属（即分数为 0）。这一过程确保了数据在模糊集定性比较分析中的适用性。如表 5.1 所示。

表 5.1 结果与条件变量的描述性统计与校准

变量	描述性统计				校准		
	均值	标准差	最小值	最大值	完全隶属	交叉点	完全不隶属
托宾Q值	3.86	2.88	1.47	15.01	13.18	13.18	1.51
资源使用	4.74	18.71	0	72.21	66.32	20.5	0.11
排放	40.79	20.29	2.03	83.62	79.82	41.18	5.7
人权	5.16	11.43	0	51.89	38.8	0	0
社区	23.30	16.86	6.3	94.13	76.36	7.46	8.07
产品责任	34.03	16.22	0	67.7	67.04	33.06	0
管理	41.54	26.82	3.97	98.93	88.14	31.99	6.73
股东	52.99	21.26	7.57	89.04	85.79	55.07	14.45

通过对表中数据的分析，显现出托宾 Q 值的平均值为 3.86，表明医药制造业企业的整体价值水平并不高。特别值得注意的是，托宾 Q 值的极值之间存在显著差异，最高和最低值相差接近十倍，这暗示了行业内企业价值的巨大分化。

此外，结果变量的中位数低于平均值，进一步指向行业内企业价值普遍偏低的趋势。

在条件变量方面，各项指标的平均值和中位数相近，但表现普遍不尽如人意。其中，人权指标的表现尤为突出，超过一半的企业在此项上的得分为零，反映出行业在人权履行方面存在较大的不足。与之相反，股东指标的表现相对较好，显示出一些企业在维护股东权益方面的积极努力。同时，条件变量的最小值和最大值间的差距较大，表明在环境、社会责任和公司治理各方面，医药制造业企业之间存在显著的差异性。

5.2 检验条件

5.2.1 前因条件的必要性分析

在模糊集定性比较分析（QCA）中，必要性分析是分析过程中的关键步骤。此过程中对每个单独条件进行检验，以判断其是否对结果集合起到决定性的影响。具体而言，必要性分析是用来确定某个条件是否总是在预定结果出现时同时出现，若是这样，该条件可被视为结果的必要条件。这种分析主要依赖于条件的一致性评估，其中一致性分数通常需达到或超过 0.9 才被认为是显著的。

根据表 5.2 中的分析结果，我们观察到各个前因条件的一致性指标均未达到 0.9 的阈值。这表明，在本研究中，任何单一的条件变量都不足以被视为企业价值提升的决定性必要条件。换句话说，本文所列举的单个条件变量在形成高企业价值或非高企业价值的过程中，均不构成限制性瓶颈。

表 5.2 前因条件必要性检验

前因条件	高企业价值		非高企业价值	
	一致性	覆盖度	一致性	覆盖度
高资源使用表现	0.74	0.66	0.53	0.65
非高资源使用表现	0.60	0.48	0.72	0.79
高排放表现	0.68	0.59	0.62	0.74
非高排放表现	0.70	0.57	0.66	0.74
高人权表现	0.87	0.64	0.72	0.73
非高人权表现	0.63	0.63	0.63	0.88
高社区表现	0.71	0.71	0.71	0.73
非高社区表现	0.71	0.71	0.71	0.78
高产品责任表现	0.78	0.78	0.78	0.72
非高产品责任表现	0.66	0.66	0.66	0.82
高管理表现	0.62	0.62	0.62	0.75
非高管理表现	0.69	0.69	0.69	0.68
高股东表现	0.66	0.66	0.66	0.77
非高股东表现	0.73	0.73	0.73	0.70

5.2.2 真值表的构建

完成了对前因条件必要性的分析之后，研究的下一步便是将收集到的数据转换成真值表，用以进行更深入的定性比较分析。真值表是 QCA 方法中的关键组成部分，它通过列举不同情况下条件变量和结果变量的所有可能组合，为进一步

มหาวิทยาลัยรังสิต Rangsit University

的分析提供基础。表 5.3 展示了本研究所构建的真值表，该表汇集了所有可能的条件变量组合及其对应的结果变量，从而为接下来的分析奠定了基础。

表 5.3 真值表

资源使用	排放	人权	社区	产品责任	管理	股东
1	1	1	1	1	0	0
1	1	1	1	0	0	1
1	1	1	1	0	1	1
1	1	1	1	1	1	1
1	1	1	0	1	0	1
1	1	1	0	1	1	0
0	1	1	0	1	1	0

5.3 条件结构分析

5.3.1 高企业价值的分析

在完成前因条件的必要性分析之后，本研究进一步探讨了各种条件配置对于高企业价值生成的充分性。根据学术界的共识，如 Verweij（2013）的研究，本研究将一致性阈值设定为 0.80，以确保分析的可靠性。采用 fsQCA 软件进行分析，该软件提供了三种解析方法：简约解、中间解和复杂解。考虑到简约解可能过于泛化而复杂解可能包含过多的反事实内容，本研究选择中间解作为主要分析结果，并参考简约解来辨识核心与边缘条件。根据表 5.4 所示的分析结果，得出四种不同配置下高企业价值的生成具有相对高的一致性，分别为 0.92、0.82、0.87 和 0.87，总体一致性达到 0.85，高于设定的阈值。这些配置的总体覆盖度为 0.47，表明这

四种配置对解释高企业价值的生成具有显著的解释力。以下部分将详细讨论每种配置对于高企业价值生成的具体贡献。

1）环境友好型社区服务组态

环境友好型社区服务组态 H1 展示了一种特定的条件配置，其中企业在社区参与方面表现卓越，而在股东权益方面的表现并不突出，作为核心条件。此外，该组态还包括了在资源利用、减少环境排放、人权保护、产品责任方面的高水平表现，以及在企业内部管理上的相对较低表现作为边缘条件。这种配置突显了企业通过积极的社区参与提高其社会声誉、吸引客户和投资者，同时通过优化资源使用和减少环境负担以降低成本和避免负面影响的能力。即便企业在内部管理和股东权益激励方面存在不足，这种配置仍能有效促进企业价值的提升。这表明，企业通过强化客户关系、提升资源效率、并致力于环境保护和社会福利，能够在可持续发展的道路上实现价值增长。因此，该组态被定义为在环境友好与积极社区服务双重优势下实现的高企业价值模式。

1）环境友好型股东驱动组态

环境友好型股东驱动组态 H2 揭示了一种独特的配置，其中企业在股东参与方面表现突出，而在社区参与方面的表现不尽人意，作为核心条件。这一配置还包括在资源利用、减排、人权保护、产品责任方面的高水平表现，以及在企业内部管理方面的较低表现作为边缘条件。这种模式强调了优秀的股东关系在提高企业治理、增强股东与企业之间的利益一致性、提升企业声誉及吸引更多投资以改善资金流动性方面的重要作用。优秀的环境表现和资源管理不仅有助于减少运营成本、提升运营效率，也有助于减轻潜在的负面事件影响。该组态指出，即使企业在社区参与方面的表现不足，出色的股东关系和环境责任感仍能有效地促进企业的整体价值提升。因此，此组态被定义为在股东积极参与和环境责任意识共存的背景下实现的高企业价值模式，从而突出了股东影响力在促进企业可持续发展中的关键作用。

2）股东驱动与社区服务强强联合型组态

股东驱动与社区服务强强联合型组态 H3a 和 H3b 展现了企业在社区参与和股东关系管理方面的杰出表现作为核心因素，辅以在资源利用、减排措施、人权保护方面的高标准表现，同时在产品责任（H3a）和企业管理（H3b）方面的不同程度表现作为边缘条件，共同促成了企业价值的显著提升。这两种配置虽在边缘条件上有所差异，但共享强大的核心条件—卓越的社区影响力和股东参与度，揭示了当企业在这两个关键领域同时表现优异时，即使在某些领域（如产品责任或内部管理）存在不足，也能通过积极的社区服务和有效的股东管理累积良好的企业声誉，拓宽市场机会，吸引投资，同时通过规模经济实现成本节约。此外，这一组态强调了即便在追求社区和股东价值的同时，企业仍旧注重环境保护与资源节约，进一步提升了运营效率和可持续性。因此，这种组态反映了一种在社区服务和股东参与双重优势基础上构建的高企业价值模式，本文据此将其定义为股东和社区服务强强联合型，彰显了在综合利益相关者需求方面的综合策略对企业价值提升的显著影响。

表 5.4 高企业价值的组态

前因条件	高企业价值组态			
	H1	H2	H3a	H3b
资源使用表现	●	●	●	●
排放表现	●	●	●	●
人权表现	●	●	●	●
社区表现	●	⊗	●	●
产品责任表现	●	●	⊗	
管理表现	⊗	⊗		●
股东表现	⊗	●	●	●

มหาวิทยาลัยรังสิต Rangsit University

表 5.4 高企业价值的组态（续）

一致性	0.92	0.82	0.87	0.87
原始覆盖度	0.34	0.26	0.31	0.29
唯一覆盖度	0.10	0.02	0.03	0.04
总体一致性		0.85		
总体覆盖度		0.47		

注：●为核心条件，⊗为无核心条件，•为有边缘条件，⊗ 为无边缘条件，空格为可有可无条件。

5.3.2 条件组合典型案例

1）环境友好型社区服务组态

环境友好社区服务型的代表企业为片仔癀药业，该公司在其企业社会责任实践中展示了对社会公益事业的深度投入，特别是在助力脱贫攻坚和乡村振兴方面的积极行动。片仔癀通过设立慈善基金，实施教育助学和慰问活动，累计捐款超过两千万元人民币。在扶贫工作中，公司采取了因地制宜的策略，通过特色化扶贫活动，如在福建漳州的九曲村和乐北村，推动了地方特色经济的发展。除此之外，片仔癀还致力于产业扶贫，通过建立高原麝类联合研究中心等项目，推动科技和产业援助。在文化传承方面，公司合作拍摄系列纪实节目，全面展示闽南文化非物质文化遗产。

在环境保护方面，片仔癀坚持绿色发展原则，通过能源管控和结构优化减少能耗，并通过技术创新推进低碳工厂建设，成功通过国家能源管理体系认证。2021年，公司实现了单位产值综合能耗显著下降，达到 5.08Kgce/万元，同比下降 20.9%。在污染防治方面，片仔癀确保各项污染物均能达到排放标准，通过建立和运行污染防治设施，展现了公司在环境保护方面的积极努力和成果。

片仔癀药业的这一系列行动不仅彰显了其在社区服务和环境保护方面的卓越贡献，也体现了公司在综合利益相关者利益、推动可持续发展方面的综合策略和实力。

2）环境友好型股东驱动组态

云南白药集团的案例展现了其在公司治理和环境管理方面的卓越实践。公司制定了一套全面的内部控制体系，确保了其操作和管理的合规性，同时也强化了股东的各项基本权利，特别是中小股东的权益保护，通过透明的信息披露和稳定的现金分红政策，如2020年度实施的每10股分红39.00元（含税），积极回馈投资者。云南白药的董事会成员展示了高度的职业素养和专业能力，独立董事独立性强，有效地监督公司运营，保障公司及股东利益，尤其是中小股东。监事会的独立性和有效性也得到了强调，其监督作用在促进公司合规运营和科学决策方面发挥了关键作用。

在环境保护方面，云南白药进一步加强了能源监测系统的建设，设立了节能目标并实施了相应的管理方案，通过责任制的落实、管理体系的完善、节能技术改造及员工培训等多方面措施来实现节能减排。公司严格遵循环保要求，建设了污染防治设施，并保持了环境审批手续的完备性。通过第三方环境检测，确保废水、废气、固废和噪声等污染物的排放均符合国家标准，有效避免了超标排放的发生。

云南白药集团在确保公司治理的透明性和高效性的同时，也致力于环境保护和资源节约，体现了其作为行业领先企业在促进可持续发展方面的责任与承诺。

3）股东驱动与社区服务强强联合型组态

长春高新技术产业(集团)股份有限公司在股东沟通、社区服务以及环境保护方面的实践显示了其在维护公司透明度、社会责任及环境可持续性方面的领先实践。在股东沟通层面，公司采用及时、准确的信息披露机制，确保了股东及时获

取公司信息，通过多渠道沟通如邮件、电话、公司网站等手段，强化了与投资者的互动，积极采纳外部意见，构建了健康的沟通环境。

社区服务方面，长春高新深入参与医疗公益、疫情防控、灾害救援、教育支持及乡村振兴等多方面工作。通过其子公司金赛药业向红十字会的捐赠、参与公益活动、资助学术会议及支持乡村振兴项目等，展现了公司对社会责任的承担及对国家战略目标的响应，加强了企业的社会影响力和品牌形象。

在环境保护和资源管理方面，长春高新采取了一系列节能减排措施，如磁悬浮冷机和节能水泵的改造、污水站和锅炉烟气的提标改造，以降低能源消耗和减少污染排放。同时，通过开展环保宣传教育活动和危险废物管理培训，提高了员工的环保意识和参与度。

长春高新的实践体现了公司在促进股东利益、服务社区和环境保护方面的全面考虑和积极行动，展现了其作为行业领导者在企业社会责任方面的卓越表现和对可持续发展的深刻理解。

5.3.3 归纳讨论

在综合分析四种有效的条件组态后，本研究将其划分为三类不同的企业价值提升模型：环境友好型社区服务组态、环境友好型股东驱动组态，以及股东驱动与社区服务强强联合型组态。通过对比分析这四种组态，可以观察到组态 H1 在覆盖度（0.34）和唯一覆盖度（0.10）方面显著高于其他三种组态，表明在所有高企业价值产生的组态中，它在经验上的相关性最强。这一发现强调了高企业价值的形成是社区参与、产品责任与环境保护等多重因素共同作用的结果。此外，所有四个组态中均观察到高资源使用效率、高排放管理水平和高人权表现这三个共同前因，说明这些因素对于企业价值具有普遍的正面影响。

第 6 章

结论及建议

6.1 结论

本研究采取组态分析法，深入探讨了企业社会责任（ESG）不同维度因素之间的复杂互动如何促进企业价值增长。组态理论为理解现象驱动的研究提供了一个有效的视角，特别是在涉及多重并行因素和非对称因果关系的情况下，透过追溯逻辑探索高企业价值的成因以及单一因素是否构成企业价值提升的限制条件，对于中国企业在执行 ESG 责任方面提供了重要的参考。以中国 45 家上市医药制造业企业为例，应用模糊集定性比较分析（fsQCA）方法，研究了 ESG 框架下不同要素组合对企业价值的影响，并通过提升阈值和变更结果变量进行了稳健性检验。

研究的主要结论包括：

1）综合 ESG 因素的必要性

本研究深度探讨了环境、社会与治理（ESG）因素对企业价值的影响，揭示了一个重要的视角：企业的市场价值并非仅由单一的 ESG 要素驱动。相反，是一系列 ESG 因素如资源的高效利用、减少温室气体排放、保护人权、社区的积极参与、负责任的产品管理、实施高效的治理实践以及建立和维护健全的股东关系等，通过它们的综合作用共同塑造了企业的价值。这不仅要求企业在战略层面上认识到 ESG 因素的重要性，更要求企业在实际运营中将这些因素整合进其核心战略和业务流程中。

这一发现对企业管理层提出了新的挑战和要求。企业需要超越传统的运营模式，将 ESG 因素纳入到企业决策的每一个环节中，从产品设计、供应链管理到投资决策和长期战略规划。例如，在开发新产品时，企业需要考虑产品的环境影

响、社会责任和治理透明度，确保产品和服务不仅满足市场需求，同时也符合可持续发展的要求。

企业需要建立一个跨部门的 ESG 协调机制，确保不同部门在推动 ESG 目标上能够协同工作，形成合力。这要求企业内部建立有效的沟通和协作平台，让 ESG 成为企业文化的一部分，激发员工的积极性和创造力，共同推动企业向着更加可持续的方向发展。企业还需要通过与外部利益相关者如政府机构、非政府组织、社区和消费者的广泛合作，共同促进 ESG 目标的实现。这种外部合作不仅可以帮助企业更好地理解和响应社会期待，还可以为企业带来新的业务机会和创新灵感。

2）提升路径的多样性

本研究深入分析了环境、社会和治理（ESG）因素如何通过多样化的路径促进企业价值的增长，揭示了企业在实施 ESG 战略时可以采取的不同模型。这些模型不仅体现了 ESG 实践的多维性，也展示了企业可以根据自己的运营环境、市场定位和战略愿景来定制化其 ESG 实施方案的灵活性。具体来说，研究突出了三种主要的增值路径：环境友好型社区服务组态、环境友好型股东驱动组态，以及股东驱动与社区服务强强联合型组态。

环境友好型社区服务组态强调企业通过其对社区的积极参与和服务，特别是在环境保护和可持续发展方面的贡献，来提升企业价值。这种模型适用于那些深植于社区，且其商业活动直接或间接影响到当地环境和居民生活质量的企业。通过投资于环境保护项目、提供绿色服务或产品，企业不仅能够增强其在社区中的正面形象，也能够通过建立信任和忠诚度来吸引和保留顾客。

环境友好型股东驱动组态专注于通过提高环境绩效来直接增加股东价值。这种模型识别了环境管理和资源效率提升对于降低运营成本、避免环境风险以及创造新的商业机会的重要性。对于那些面临严格环境法规、运营成本敏感或在高度

竞争的行业中的企业，这种模型提供了一条通过增强环境可持续性来提升财务表现和股东回报的路径。

股东驱动与社区服务强强联合型组态则是一种更为全面的策略，它认识到企业价值的提升既可以通过增强对股东的直接回报实现，也可以通过对社区的积极贡献来间接实现。这种模型适合那些追求长期可持续发展，并认识到企业成功依赖于与各方利益相关者，包括股东和社区，建立良好关系的企业。

3）社区与股东表现的替代与互补性

本研究揭示了它们在企业战略中表现出的复杂互动，包括在某些情境下的替代效应以及在其他情境下的互补性。这一发现对于理解企业在实施环境、社会和治理（ESG）策略时必须考虑的因素间相互作用具有重要意义。具体而言，当企业在社区参与方面的表现较弱时，它可以通过增强股东关系管理来补偿这一不足，反之亦然。这不仅显示了企业在不同战略领域之间寻求平衡的能力，也强调了在制定 ESG 策略时，企业需要对社区参与和股东价值给予同等重视。

进一步地，这种替代和互补效应的存在提示企业在执行 ESG 战略时，应采取一种整体视角，认识到在社区参与和股东价值之间寻找最佳平衡点的重要性。这种平衡不仅关乎于企业如何在短期财务表现与长期社会责任之间做出权衡，也关系到如何通过综合考虑各方面因素来提升企业整体价值与社会福祉。企业应通过战略规划和资源配置，确保社区参与和股东价值之间能够相互补充，共同推进企业的可持续发展目标。

此外，本研究对于企业如何有效地实施这种平衡提供了深刻洞察。这包括利用创新技术和商业模式来增强社区服务项目的效率，同时也寻求通过股东关系管理提高透明度和参与度。通过这种方式，企业不仅能够在社区建设中发挥积极作用，也能够确保股东的长期利益得到保障。

4）环境维度作为战略核心

在本研究中，环境保护的角色被特别强调为企业实施环境、社会和治理（ESG）策略的核心。这一发现揭示了环境维度不仅是企业社会责任的重要组成部分，更是推动企业战略发展和确保长期可持续成功的关键因素。通过实施有效的环境管理策略，企业不仅能够在操作层面实现成本效益，减少资源浪费，提高能效，同时也能够在更广泛的层面上，通过减轻对环境的负面影响，增强其品牌形象和市场竞争力。

有效的环境管理策略能够直接影响企业的成本结构。通过优化资源使用，例如采用更高效的生产工艺和能源使用策略，企业能够显著降低能源消耗和原材料成本。

环境保护策略通过提升企业在环境可持续性方面的表现，进而增强了其在市场上的竞争力。在当今社会，消费者、投资者和其他利益相关者越来越重视企业的环境责任。企业通过公开透明的环境管理实践和积极的环境保护措施，能够建立和维护积极的公众形象，吸引更多的顾客和合作伙伴，从而在竞争激烈的市场中脱颖而出。

环境管理策略还能够增加企业对投资者的吸引力。随着环境、社会和治理（ESG）投资的兴起，投资者越来越倾向于选择那些能够证明其具有长期可持续发展能力的企业进行投资。企业通过展示其在环境保护方面的承诺和成就，可以更容易地吸引这部分寻求可持续投资机会的投资者，从而为企业带来更多的资本和资源，支持其长期发展。

5）社会责任的品牌建设价值

本研究深入分析了社会责任对于品牌建设的重要价值，揭示了通过积极参与社区活动和承担社会责任，企业如何能够有效地构建和提升其品牌形象，进而增强公众、消费者和投资者的信任与忠诚。在当前全球化且竞争激烈的市场环境中，品牌形象和声誉成为了企业可持续发展和成功的关键因素之一。企业的社会责任实践不仅反映了其价值观和企业文化，也成为了区分企业和竞争对手的重要标志。

通过对多个案例和数据的分析，研究发现，那些在社会责任方面表现突出的企业，例如通过投资教育项目、参与环保活动、支持公益事业或与社区紧密合作解决社会问题的企业，往往能够在其消费者和投资者心目中建立起积极、负责任且值得信赖的品牌形象。这种形象不仅有助于吸引那些价值观与企业相契合的顾客，也能够吸引那些重视企业社会责任表现的投资者，从而提高企业的市场竞争力。

社会责任的品牌建设价值还体现在其对企业危机管理能力的提升上。在面临负面事件或公关危机时，一个拥有强大社会责任形象的品牌更容易获得公众的宽容和支持，快速恢复信誉。因此，企业的社会责任实践不仅是其对社会做出贡献的表现，也是企业战略规划中不可或缺的一部分。

然而，要实现这一点，企业需要确保其社会责任活动的真实性和持续性。这意味着企业的社会责任实践应深植于其核心业务之中，而非作为一种表面的公关手段。企业应通过持续的沟通和透明度提升，确保其利益相关者能够充分理解企业的社会责任活动和成果。

6）公司治理的稳定性基础

在当前商业实践中，公司治理结构的质量直接影响着企业的稳定性、透明度以及长期增长潜力。本研究深入探讨了优秀的公司治理对企业运营和持续发展的重要性，突显了一个坚实和有效的治理框架如何成为企业成功的关键支柱。良好的公司治理不仅涉及到高效的决策过程和透明的运营机制，也包括了对内部控制、风险管理以及利益相关者沟通的综合管理。

通过提高决策过程的透明度，企业能够确保所有利益相关者，包括投资者、员工、客户及社会公众，对企业的战略方向、运营状态和财务表现有一个清晰的了解。这种透明度不仅有助于建立外部信任，也促进了内部的责任感和归属感，从而提高整体的组织效率和执行力。

优化公司治理结构能够显著提升决策的效率。通过明确的权责分配、有效的监督机制以及高效的信息反馈系统，企业能够迅速响应市场变化和内部挑战，做出更加合理和及时的决策。这种灵活性和响应能力对于企业在不断变化的商业环境中维持竞争优势至关重要。

良好的公司治理还涉及到全面的风险管理。通过识别、评估和应对各种内部及外部风险，企业能够有效减轻潜在的负面影响，保护企业和股东的长期利益。这包括财务风险、运营风险、法律和合规风险以及市场风险等多个方面，要求企业建立一个全面的风险管理框架，确保企业能够在面对不确定性时保持稳定和增长。

7）ESG 综合策略的实施重要性

本研究深入分析了企业在实施环境、社会与治理（ESG）综合策略的重要性，揭示了企业为了实现长期成功与可持续发展，必须在这三个关键维度上采取一种均衡且全面的方法。这种方法超越了传统的以利润最大化为唯一目标的商业模式，转而强调在创造经济价值的同时，也积极承担社会责任和环境保护，以及建立高效透明的公司治理结构。

环境保护的重点在于企业应采取有效措施减少其运营活动对自然环境的影响，包括节能减排、推广可持续生产和消费模式，以及投资绿色技术和创新。这不仅能帮助企业减少对有限自然资源的依赖，降低环境风险，同时也能开拓新的商业机会，提升企业在市场上的竞争力。

社会责任要求企业超越基本的合法合规要求，主动识别并响应其商业活动对员工、消费者、社区以及更广泛社会造成的影响。这包括保障工作场所的健康与安全，尊重人权，促进公平和包容，以及通过社区参与和公益活动贡献社会。积极履行社会责任不仅能增强企业的品牌形象和声誉，也有助于建立消费者和社会的信任和支持。

公司治理方面，企业需要确保建立一个高效、透明和负责任的治理结构，以促进利益相关者之间的良好沟通，确保决策的公正性和合理性。良好的公司治理能够提高企业的管理效率，减少腐败和滥用权力的风险，同时也是吸引投资者的关键因素。

6.2 政策建议及启示

在当前全球经济和社会发展的背景下，环境、社会和治理（ESG）因素已成为评估企业长期可持续性和价值创造能力的重要指标。为了充分发挥 ESG 在推动企业价值增长和促进可持续发展方面的作用，以下详细的启示和政策建议具有重要意义：

1）集成 ESG 到企业核心战略中

企业应将 ESG 因素作为战略规划和日常运营的一部分，而非视为外部附加的义务。这包括在产品设计、供应链管理、能源使用等方面积极采纳环保和社会责任原则。例如，通过研发低碳技术、推广绿色产品、实施节能减排措施，以及建立环境友好型的供应链体系，企业不仅能够提升其 ESG 表现，同时还能开拓新的商业机会，提高市场竞争力，并通过增强品牌形象来吸引更多的消费者和投资者。

2）倡导透明和可持续的金融投资

企业应主动与投资者沟通其 ESG 战略和绩效，促进基于 ESG 准则的投资决策。通过发行绿色债券、参与环境、社会和治理（ESG）评级，以及积极参与可持续投资论坛和倡议，企业可以吸引对社会责任和环境可持续性有长期承诺的投资者。此外，透明的 ESG 报告和第三方审核机制也是提高企业吸引力的关键因素。

3）加强与利益相关者的合作

企业的 ESG 实践需要跨部门和跨界别的合作伙伴关系，包括政府、地方社区、非政府组织以及业界同行。通过合作项目和平台，企业可以更有效地解决环境和社会挑战，如气候变化、贫困和不平等问题。例如，企业可以参与或发起公私伙伴关系项目，投资社区发展项目，或者与 NGOs 合作推动环境保护活动。

4）利用数字技术推进 ESG 目标

数字化转型为 ESG 管理提供了新的工具和方法。利用大数据分析、人工智能（AI）、区块链等先进技术，企业能够更精准地收集和分析 ESG 相关数据，提高决策效率和透明度。例如，区块链技术可以用于追踪供应链中的可持续性实践，而 AI 可以帮助企业分析大量数据，识别风险和机会。

5）建立 ESG 文化

成功的 ESG 实践需要企业文化的支持。企业应通过培训、激励机制和内部沟通来增强员工对 ESG 价值的理解和认同。这种文化的建立有助于将 ESG 原则融入员工的日常工作和决策过程中，从而在组织内部形成一种自上而下和自下而上的 ESG 推动力。

6）政府的角色

政府在推动企业实施 ESG 实践中扮演着至关重要的角色。政府不仅需要通过立法和政策制定为 ESG 实践提供框架和指导，还应通过财税优惠、资金支持和技术援助等激励措施，鼓励企业采取积极行动。同时，加强监管和评估机制，确保企业的 ESG 报告真实、准确，有助于提升整个市场的透明度和责任性。

参考文献

Attig, N., Cleary, S., Ghoul, S., El, & Ghoul, S. *(2014)*. Corporate legitimacy and investment-cash flow sensitivity. *Journal of Business Ethics, 121*(2), 297-314.

Barnea, A., Rubin, A. *(2010)*. Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, *97*(1), 71-86.

Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M.M., Zimmermann, H. *(2006)*. An integrated framework of corporate governance and firm valuation. *European Financial Management*, *12*(2), 249-283.

Fonseka, M., Rajapakse, T., Richardson, G. *(2019)*. The effect of environmental information disclosure and energy product type on the cost of debt:Evidence from energy firms in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, *54,* 159-182.

Friedman, H.L., Heinle, M.S. *(2016*). Taste,information,and asset prices:Implications for the valuation of CSR. *Review of Accounting Studies*, *21*(3), 740-767.

Hu, H.W., Tam, O.K., Tan, M.G. *(2010)*. Internal governance mechanisms and firm performance in China. *Asia Pacific Journal of Management*, *27*(4), 727-749.

Jo, H., Harjoto, M. *(2012)*. The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, *106*(1), 53-72.

Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R.M., Marshall, R.S. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of Accounting Public Policy*, *34*(4), 336-361.

Schaltegger, S., Synnestvedt, T. *(2002)*. The link between ”green” and economic success:Environmental management as the crucial trigger between environmental and economic performance. *Journal of Environmental Management*, *65*(4), 339.

Verweij, S., Noy, C. *(2013)*. Set-theoretic methods for the social sciences: A guide to qualitative comparative analysis. *International Journal of Social Research Met hodology*, *16*(2), 165-169.

参考文献(续）

徐光华, 卓瑶瑶, & 张艺萌. *(2022)*. ESG 信息披露会提高企业价值吗？ *财会通讯*, *2022*(04), 33-37.

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*, *36*(03), 108-123.

张琳, & 赵海涛. *(2019)*. 企业环境、社会和公司治理(ESG)表现影响企业价值吗？——基于 A 股上市公司的实证研究. *武汉金融*, *2019*(10), 36-43.

王琳璘, 廉永辉, & 董捷. *(2022)*. ESG 表现对企业价值的影响机制研究. *证券市场导报*, 1-12.

王波, 杨茂佳. *(2022)*. ESG 表现对企业价值的影响机制研究——来自我国 A 股上市公司的经验证据. *软科学*, 1-10.

徐光华, 宛思嘉. *(2017)*. 环境信息披露、媒体关注与企业价值研究. *会计之友*, *2017*(10), 35-42.

刘栩萌, 黄溶冰. *(2018)*. 机构投资者、环境信息披露质量与企业价值. *财会通讯*, *2018*(15), 32-36.

张彦明, 陆冠延, 付会霞. *(2021)*. 环境信息披露质量、市场化程度与企业价值——基于能源行业上市公司经验数据. *资源开发与市场*, *37*(04), 435-444.

唐勇军, 马文超, 夏丽. *(2021)*. 环境信息披露质量、内控“水平”与企业价值——来自重污染行业上市公司的经验证据. *会计研究*, *2021*(07), 69-84.

唐勇军, 夏丽. *(2019)*. 环保投入、环境信息披露质量与企业价值. *科技管理研究*, *39*(10), 256-264.

陈晓易, 王玉荣, 杨震宁. *(2020)*. 企业社会责任与企业价值——组织惰性与行业敏感度的调节作用. *技术经济, 39(*07), 140-146.

陈旭, 哈今华. *(2021)*. 企业社会责任贡献，技术创新投入与企业价值创造关系研究. *预测*, *40*(03), 32-38.

陈莞, 阮荣彬. *(2022)*. 媒体关注视域下企业社会责任对企业价值影响——基于创业板上市企业的经验数据. *技术经济与管理研究*, *2022*(04), 46-51.

参考文献(续）

柴寿升, 刘金峰, 单军. *(2021)*. 上市旅游企业社会责任与企业价值提升——基于QCA方法的实证研究. *山东大学学报(哲学社会科学版)*, *2021*(03), 117-126.

刘银国, 朱龙. *(2011)*. 公司治理与企业价值的实证研究. *管理评论*, *23*(02), 45-52.

杨晓丹, 张英明. *(2015)*. 公司治理、多元化经营对公司价值的影响——基于我国企业集团经验证据. *商业经济研究*, *2015*(34), 100-103.

俞雪莲, 王健俊. *(2017)*. 公司治理、多元化战略对企业价值的影响——基于零售业上市公司的实证分析. *现代财经(天津财经大学学报)*, *37*(05), 86-100.

杨冬云, 谢杨. *(2019)*. 企业社会责任、绿色创新能力与企业环境绩效. *财会通讯*, *2019*(06), 100-104.

陈宇峰, 马延柏. *(2021)*. 绿色投资会改善企业的环境绩效吗——来自中国能源上市公司的经验证据. *经济理论与经济管理*, *41*(05), 68-84.

李冬伟, 张春婷. *(2017)*. 环境战略、绿色创新与绿色形象. *财会月刊*, *2017*(32), 3-10.

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*, *19*(06), 141-154.

庄莹, 买生. *(2021)*. 国企混改对企业社会责任的影响研究. *科研管理*, *42*(11), 118-128.

李志斌, 阮豆豆, 章铁生. *(2020)*. 企业社会责任的价值创造机制：基于内部控制视角的研究. *会计研究*, *2020*(11), 112-124.

顾乃康, 周艳利. *(2017)*. 卖空的事前威慑、公司治理与企业融资行为——基于融资融券制度的准自然实验检验. *管理世界*, *2017*(02), 120-134.

周茜, 许晓芳, 陆正飞. *(2020)*. 去杠杆，究竟谁更积极与稳妥？ *管理世界*, *36*(08), 127-148.

张明, 陈伟宏, 蓝海林. *(2019)*. 中国企业“凭什么”完全并购境外高新技术企业——基于94个案例的模糊集定性比较分析(fsQCA). *中国工业经济*, *2019*(04), 117-135.

个人简历

姓　　名	马斯慧
出生日期	1988 年 6 月 8 日
出 生 地	中国广东省湛江市
教育背景	本科：广东技术师范大学 专业：广播电视编导，2011 学年 硕士：泰国兰实大学 专业：工商管理，2024 学年
联系地址	中国广东省湛江市赤坎区海北路雍景城
联系邮箱	156061810@qq.com

มหาวิทยาลัยรังสิต Rangsit University