

《金融市场研究》编辑部编辑与审稿专家：

您好！

首先，感谢贵刊对我们的论文《ESG 表现与超额收益：基于投资者和企业的双重视角》提供的详细审稿意见和建议，对于提升我们的研究质量和学术价值非常重要。我们已经认真考虑了您提出的各项建议，以下是针对两份审稿意见提出的各项意见的回复。

审稿人一：

论文从基于企业和投资者的双重视角讨论了 ESG 表现与超额收益，选题具有一定的现实意义。但是论文的创新和实证过程存在较大不足。

非常感谢审稿专家对本文作出评价，您对本文提出的问题正是本文在研究时遇到的重点难点。以下将对您所提问题进行逐一回复：

1.目前论文两部分内容有点牵强地放在一起，而且两部分内容只是简单地做了一下检验，缺乏严谨的稳健性、异质性和机制检验。建议论文结构应调整为：先做超额收益检验，然后以财务绩效来解释为什么 ESG 因子有正溢价的原因。

回复：针对论文结构的问题，我们非常认同对论文结构的建议并重新组织论文，首先从投资者视角进行超额收益的检验，然后从企业视角也即财务绩效出发，解释为什么 ESG 因子可能会影响超额收益，以提高论文结构与题目的逻辑严谨性。

2.作为资产定价的数据存在不足。一般资产定价的时间序列需要 10 年以上的月度时间序列进行实证更合适。华证 ESG 指数的数据 2009 年就有数据，建议作者将数据延长到至少 10 年的跨度。

回复：感谢审稿人所提问题，本文实证部分确实有较多不足之处。针对数据问题已有较多使用华证 ESG 数据的实证论文，Wind ESG 数据虽然较新但数据质量相对较早数据库有较大提升，本文也希望从数据角度提供较新的实证证据，在后续的研究会进一步提升研究的严谨性，再次感谢审稿人的宝贵建议。

3.论文多处实证不严谨，如在考虑企业绩效部分，作者应该先做一个总样本回归，再做一个分行业回归和生命周期回归。应将表 A3 放到主回归中。

回复：针对企业财务绩效部分的实证内容意见，我们将表 A3 的结果整合到主回归中，以展示更详细的行业回归结果，并针对不同行业以及 E、S、G 分项的回归结果进行了相应解释，完善了相关结果的论述。

4.在生命周期回归中，为什么仅仅做成长型企业的回归，成熟期企业的回归

是什么结果也需要回报

回复：针对生命周期回归部分汇报了成熟型与衰退型企业的回归结果，以展现周期的阶段性特征，并完善了相关结果的论述。

5.在变量定义中，作者设计了 5 个绩效变量，但是后面的回归中，仅仅考虑 4 个绩效变量的回归，为什么？

回复：针对财务绩效变量我们最终选用四项指标（总资产收益率、销售净利率、总资产周转率、权益乘数）并全文统一，确保汇报了相关变量的回归结果。

6.许多结果不一致，甚至矛盾。即结果不稳健，如表 4 中，前两个绩效变量的结果为正，后两个系数为负？原因是什么？

回复：在展示更详细的行业回归结果后论文提供了更加详细与丰富的实证结果，ESG 表现对企业财务绩效在不同行业内存在明显的异质性影响，因此并针对不同的财务绩效指标的结果也具有较大差异。受审稿意见的启发我们也进一步针对该结论也强调了在评估 ESG 对企业的影响时，需要考虑行业的特殊性和上下游因素，进一步丰富了文章的结论。

7.在 5 因子资产定价模型中，表 8 的结果不规范，需要汇报 H-L 的溢价差异是否显著。

回复：针对资产定价变量定义不规范的问题进行修改，调整了因子变量的叙述。并进一步完善了针对实证结果的显著性的解读。

8.在将 ESG 加入定价因子前，应检验 ESG 产生的超额收益率的 FF-5 因子 α 是否显著，若显著，表示 ESG 具有定价功能，则构建 ESG 因子采用意义。

回复：针对资产定价实证部分，完善了关于加入 ESG 因子后系数显著性的讨论以及相关论述，以评估 ESG 因子是否显著影响超额收益率。

审稿人二：

非常感谢审稿专家对本文作出评价与建议，以下将对您所提问题进行逐一回复：

1.选题和角度都很好，结论有参考价值。建议修改。

回复：进一步完善结论部分的叙述，提升论文政策建议与结论的相关性。

2.题目中用的是超额收益，企业视角是这样么？

回复：感谢专家提出的宝贵建议，与审稿人一提出的论文结构的逻辑性相对

应，本文对全文结构进行调整：从投资者视角进行超额收益的检验，然后从企业视角也即财务绩效出发，解释为什么 ESG 因子可能会影响超额收益，以提高论文结构与题目的逻辑严谨性。

3.企业视角的行业分析不充分，为什么没有其他行业，农业的方程(2)的回归解读并不清楚。如何 E、S、G 分项没有清楚的结论，可以只要 ESG。

回复：我们将表 A3 的结果整合到主回归中，以展示更详细的行业回归结果，并针对不同行业以及 E、S、G 分项的回归结果进行了相应解释，完善了相关结果的论述。

4.方程(1)的控制变量缺失，回归稳健性不清楚。研发投入的渠道作用要不要考虑？

回复：感谢专家提出的宝贵建议，我们对相关内容进行了调整。在后续的研究中我们会进一步尝试研发投入的渠道作用分析，再次感谢您的建议。

5.企业生命周期纵向研究没有动态效果，看不到周期的阶段性特征，需要进一步梳理。

回复：针对生命周期回归部分汇报了成熟型与衰退型企业的回归结果，以展现周期的阶段性特征，并完善了相关结果的论述。

6.图 1 很有特色，但是要加入解读，便于作者阅读和理解。

回复：加入了针对图 1 结果的解读与论述。

7.文字质量需要进一步润色，加强逻辑关联和文字的准确性。

回复：进一步润色了全文的结果解读以及文字质量，加强了全文逻辑关联和文字的准确性。

外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，我们选择其中有价值的部分，隐名后予以公开。如研究中使用该内容，辛苦您在成果上列示该参考文献。

ESG 表现与超额收益：基于投资者和企业的双重视角

（附录）

附表 1 分行业（部分）描述性统计表简表

变量名称	样本容量	极大值	极小值	均值	标准差
农林牧渔					
ROA	95	12.53	-32.47	6.30	1.78
NPM	95	49.75	-745.65	79.38	-7.08
AU	95	2.04	0.01	0.39	0.53
EM	95	40.13	0.00	4.20	2.66
ESG	95	7.87	4.36	0.66	5.94
E	95	8.00	3.00	1.10	5.02
S	95	9.00	5.00	1.47	6.49
G	95	9.00	1.00	2.35	7.31
Size	95	7.58	0.06	1.31	3.78
Age	95	29.00	0.00	8.24	12.53
Top	95	95.98	22.46	15.91	54.06
轻工制造					
ROA	152	19.07	-8.82	4.34	5.46
NPM	152	48.64	-549.94	46.56	3.84
AU	152	3.52	0.02	0.39	0.58
EM	152	60.18	0.00	4.78	2.17
ESG	152	7.78	2.98	0.85	5.89
E	152	8.00	2.00	1.57	4.39
S	152	9.00	1.00	1.10	6.45
G	152	9.00	1.00	1.64	7.38
Size	152	6.76	0.00	0.99	3.50
Age	152	29.00	0.00	7.68	8.67
Top	152	91.63	0.00	15.92	61.26
采矿业					
ROA	65	27.23	-5.31	5.88	7
NPM	65	64.44	-43.76	14.86	11.69
AU	65	3.36	0.1	0.45	0.48
EM	65	12.81	1.09	2.18	2.84
ESG	65	8.24	3.7	0.88	6.24
E	65	8	2	1.34	4.23
S	65	9	1	1.83	7.18
G	65	9, 00	1	1.86	7.4
Size	65	10.15	1.18	1.69	5.03
Age	65	27	0	7.57	15.95
Top	65	96.44	27.54	17.12	63.91

银行					
ROA	40	2.90	-0.79	0.93	0.95
NPM	40	43.72	22.68	4.78	34.37
AU	40	0.03	0.01	0.00	0.02
EM	40	16.26	11.04	1.29	13.06
ESG	40	8.11	2.36	0.89	7.01
E	40	7.00	4.00	0.80	6.78
S	40	8.00	6.00	0.64	7.55
G	40	9.00	2.00	1.45	5.60
Size	40	12.78	7.23	1.67	9.66
Age	40	22.00	0.00	6.60	7.50
Top	40	97.39	30.84	20.98	62.48
房地产					
ROA	128	11.83	-15.86	3.37	2.04
NPM	128	315.09	-804.29	95.67	-6.84
AU	128	1.13	0.00	0.18	0.17
EM	128	334.97	0.00	29.55	7.83
ESG	128	8.62	3.87	0.95	5.84
E	128	8.00	3.00	1.14	4.85
S	128	9.00	6.00	0.98	7.92
G	128	9.00	2.00	1.75	7.49
Size	128	9.89	0.00	1.82	5.44
Age	128	30.00	1.00	6.12	22.49
Top	128	90.01	16.71	14.56	59.43

附表 2 分行业（部分）变量间相关系数表

农林牧渔								
	ROA	NPM	AU	EM	ESG	E	S	G
ROA	1	0.3056	0.1367	-0.0682	0.1432	0.3294	0.03	-0.073
NPM	0.3056	1	0.2433	0.3758	0.1596	0.2141	0.1399	-0.062
AU	0.1367	0.2433	1	0.3496	0.2115	0.111	0.0692	-0.122
EM	-0.068	0.3758	0.3496	1	0.0824	0.1038	0.2385	-0.052
ESG	0.1432	0.1596	0.2115	0.0824	1	0.1577	0.1635	-0.029
E	0.3294	0.2141	0.111	0.1038	0.1577	1	0.1476	-0.084
S	0.03	0.1399	0.0692	0.2385	0.1635	0.1476	1	-0.046
G	-0.073	-0.0624	-0.1218	-0.0516	-0.029	-0.0843	-0.046	1
家用电器								
	ROA	NPM	AU	EM	ESG	E	S	G
ROA	1	0.2148	0.104	0.1256	0.6092	0.6221	0.4398	-0.467
NPM	0.2148	1	0.5504	0.3429	0.4224	0.2716	-0.017	-0.163

AU	0.104	0.5504	1	0.4104	0.4074	0.0727	0.0266	-0.065
EM	0.1256	0.3429	0.4104	1	0.319	0.1615	0.0435	-0.09
ESG	0.6092	0.4224	0.4074	0.319	1	0.401	0.2333	-0.4
E	0.6221	0.2716	0.0727	0.1615	0.401	1	0.3038	0.0723
S	0.4398	-0.0167	0.0266	0.0435	0.2333	0.3038	1	-0.039
G	-0.467	-0.1632	-0.0647	-0.0899	-0.4	0.0723	-0.039	1
建筑装饰								
	ROA	NPM	AU	EM	ESG	E	S	G
ROA	1	-0.0013	0.0573	-0.0748	0.1587	0.706	0.3855	-0.168
NPM	-0.001	1	0.3134	0.2994	0.1607	0.058	0.1412	0.0674
AU	0.0573	0.3134	1	0.5374	0.2698	0.0794	-0.096	0.0159
EM	-0.075	0.2994	0.5374	1	0.137	-0.028	-0.029	0.0705
ESG	0.1587	0.1607	0.2698	0.137	1	0.2728	0.1515	0.0596
E	0.706	0.058	0.0794	-0.028	0.2728	1	0.2459	-0.178
S	0.3855	0.1412	-0.0962	-0.0292	0.1515	0.2459	1	0.1147
G	-0.168	0.0674	0.0159	0.0705	0.0596	-0.1781	0.1147	1
综合								
	ROA	NPM	AU	EM	ESG	E	S	G
ROA	1	0.318	-0.0343	-0.1874	0.4114	0.6616	0.3111	-0.062
NPM	0.318	1	0.2784	-0.0376	0.4361	0.1464	0.1314	-0.165
AU	-0.034	0.2784	1	0.4166	0.0696	0.1987	-0.157	-0.142
EM	-0.187	-0.0376	0.4166	1	-0.117	0.1523	0.0293	0.3298
ESG	0.4114	0.4361	0.0696	-0.1168	1	0.2674	0.178	-0.28
E	0.6616	0.1464	0.1987	0.1523	0.2674	1	-0.018	-0.009
S	0.3111	0.1314	-0.1571	0.0293	0.178	-0.0179	1	0.1201
G	-0.062	-0.1649	-0.1424	0.3298	-0.28	-0.0092	0.1201	1
非银金融								
	ROA	NPM	AU	EM	ESG	E	S	G
ROA	1	-0.0012	0.0359	-0.006	0.2228	-0.0277	0.3413	0.052
NPM	-0.001	1	0.5329	0.5283	0.2509	-0.0343	-0.232	-0.112
AU	0.0359	0.5329	1	0.8256	0.3647	-0.1491	-0.282	-0.174
EM	-0.006	0.5283	0.8256	1	0.2888	-0.0808	-0.218	-0.327
ESG	0.2228	0.2509	0.3647	0.2888	1	-0.0456	-0.213	-0.029
E	-0.028	-0.0343	-0.1491	-0.0808	-0.046	1	-0.048	-0.021
S	0.3413	-0.232	-0.2821	-0.2175	-0.213	-0.0475	1	0.2205
G	0.052	-0.1118	-0.1742	-0.3268	-0.029	-0.0207	0.2205	1

附表 3 变量多元回归分析简表

C	ESG	E	S	G	Size	Age	Top	R ²
---	-----	---	---	---	------	-----	-----	----------------

农林牧渔	ROA	-17.26**	2.57**	0.74	-1.16**	0.04	0.36	0	0.11**	0.7230***
	NPM	-136.41	12.75	3.38	-1.17	3.98	7.64	-1.1	0	0.5836
	AU	0.11	-0.03	-0.02	0.03	0.03*	0.10***	0	0	0.6683**
	EM	3.56	-0.11	-0.53	-0.11	0.01	0.26	0.1	0.01	0.5528
建筑装饰	ROA	2.53	0.07	0.17	-0.3	0.28*	-0.16	-0.02	0	0.5549
	NPM	-9.82	0.95	0.39	-0.74	2.14***	-0.36	-0.24	-0.02	0.6044**
	AU	-0.02	0.03	-0.02*	-0.01	0.01	0.01	0	0.00***	0.6459***
	EM	2.38	-0.34	-0.1	-0.3	0.02	0.73	0.12***	0.02***	0.7923***
家用电器	ROA	-22.13*	1	-1.59**	-0.18	2.43***	1.31*	-0.16	0.11*	0.9827***
	NPM	-552.65*	44.61	-34.61*	11.74	37.06***	-5.72	2.87	0.77	0.7145**
	AU	0.25	-0.03	-0.03	0	0.02	0.06**	0	0.00**	0.7067**
	EM	8.37	-0.24	0.46	0.11	-1.00***	-0.57	0.12	0.03	0.6986**
计算机	ROA	-2.03	-0.41	0.1	-0.46	0.89***	0.57	0	0.01	0.5975***
	NPM	-119.41*	3.88	-2.76	4.3	9.98***	-3.13	0.48	0.24	0.6793***
	AU	-0.22	-0.02	-0.05**	0.08**	0.03**	0.03	0.01**	0	0.6172***
	EM	-0.44	0.04	-0.18***	0.32***	-0.05	0.24***	0.02**	0	0.6737***
机械设备	ROA	-0.27	-0.46	-0.02	-0.05	0.61***	0.44*	-0.16**	0.06***	0.6805***
	NPM	-10.25*	0.76	0.36	-1.44*	2.72	-0.38	-0.48**	0.12*	0.7155***
	AU	0.14	-0.04***	-0.03***	0.05***	0.02**	0.01	0.01***	0.00**	0.5762***
	EM	4.48***	-0.25*	-0.01	-0.05	-0.34***	0.43***	0.04**	0	0.6470***
非银金融	ROA	-5.92	0.80*	0.13	0.04	0.43***	-0.77**	0.04	0.05**	0.6924**
	NPM	-2745.34	325.63	-1651.1	1240.34	9.65	8.43	-47.48	46.64	0.5407
	AU	0.15	0	-0.02	0.02	0	-0.01	0	0	0.6209
	EM	94.33***	-0.47	3	-15.06***	0.1	1.51	0.05	0	0.6505*

注：*p<0.1，**p<0.05，***p<0.01

附表 4 不同生命周期描述性统计表

变量	样本数量	极大值	极小值	均值	标准差
成长型					
ROA	791	8.93	1.81	6.02	0.95
NPM	791	9.00	1.00	6.30	1.05
AU	791	9.00	1.00	7.58	1.43
EM	791	54.04	-35.65	5.12	5.69
ESG	791	86.71	-57.12	8.39	9.37
E	791	69.25	-527.02	10.67	29.88
S	791	3.62	0.01	0.49	0.36
G	791	16.26	0.00	1.98	1.49
成熟型					
ROA	2926	8.91	2.36	6.11	0.89
NPM	2926	9.00	1.00	6.58	1.21

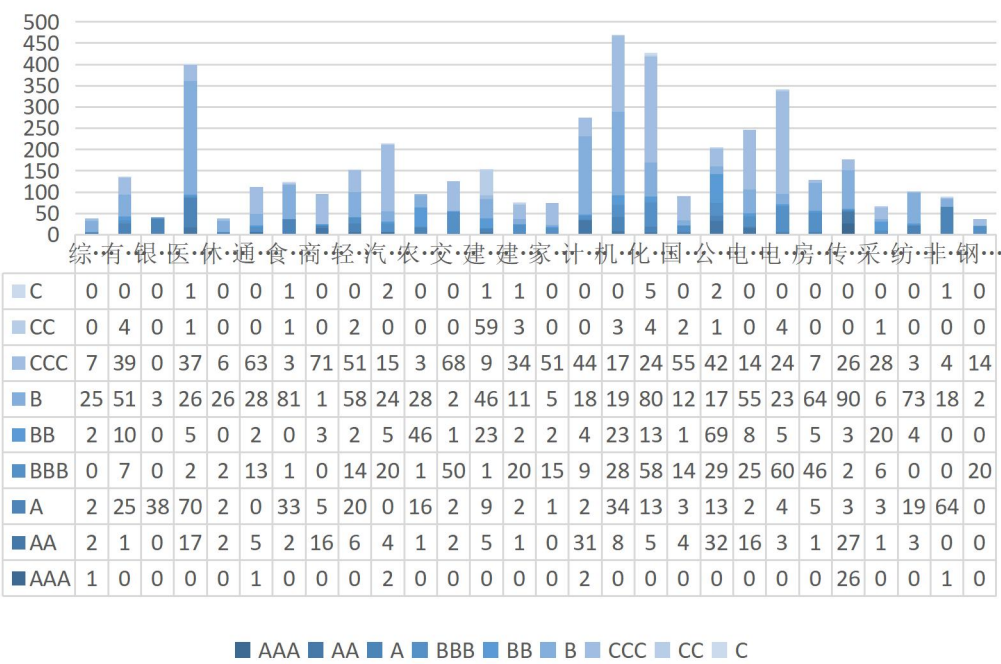
AU	2926	9.00	1.00	7.38	1.74
EM	2926	89.38	-30.12	3.75	5.39
ESG	2926	149.84	-3716.54	3.64	76.88
E	2926	316.27	-1024.59	7.46	40.63
S	2926	5.28	0.00	0.48	0.39
G	2926	841.97	0.00	3.01	17.77
衰退型					
ROA	773	8.56	2.86	6.07	0.79
ROE	773	9.00	1.00	4.46	1.66
NPM	773	9.00	1.00	6.82	1.26
AU	773	9.00	1.00	7.17	1.90
EM	773	42.46	-70.85	2.00	5.66
ESG	773	76.68	-450.57	2.42	25.90
E	773	528.97	-549.23	5.00	43.89
S	773	7.94	0.00	0.41	0.43
G	773	185.13	0.00	3.34	8.03

附表 5 不同生命周期企业数据相关系数表

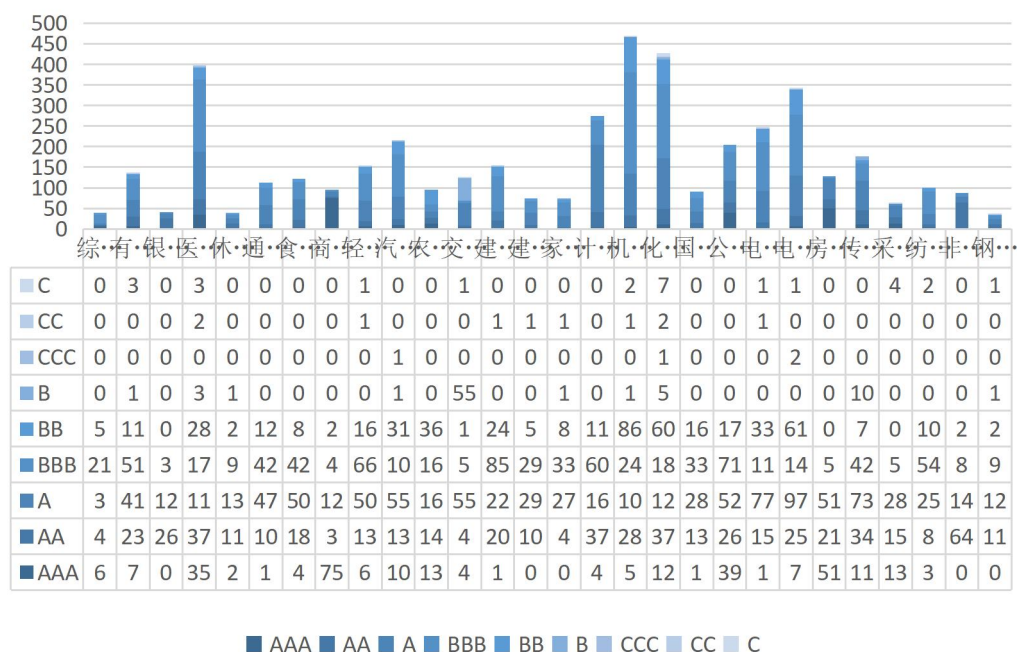
成长型								
	ESG	E	S	G	ROA	NPM	AU	EM
ESG	1.0000	0.4033	0.3863	0.1767	-0.0098	0.0211	-0.0818	0.1207
E	0.4033	1.0000	0.5404	0.2352	-0.0536	0.0676	-0.0912	0.2066
S	0.3863	0.5404	1.0000	0.1103	-0.0872	0.0060	-0.0281	0.1636
G	0.1767	0.2352	0.1103	1.0000	0.1673	0.0816	0.0832	-0.1315
ROA	-0.0098	-0.0536	-0.0872	0.1673	1.0000	0.4908	0.2358	-0.2078
NPM	0.0211	0.0676	0.0060	0.0816	0.4908	1.0000	0.0007	-0.0005
AU	-0.0818	-0.0912	-0.0281	0.0832	0.2358	0.0007	1.0000	-0.0503
EM	0.1207	0.2066	0.1636	-0.1315	-0.2078	-0.0005	-0.0503	1.0000
成熟型								
	ESG	E	S	G	ROA	NPM	AU	EM
ESG	1.0000	0.4478	0.3243	0.2351	0.0152	0.0873	0.0231	-0.0367
E	0.4478	1.0000	0.4961	0.2724	-0.0060	0.0660	-0.0393	0.0009
S	0.3243	0.4961	1.0000	0.1681	-0.0438	0.0369	0.0979	0.0030
G	0.2351	0.2724	0.1681	1.0000	0.2217	0.2117	0.1239	-0.0973
ROA	0.0152	-0.0060	-0.0438	0.2217	1.0000	0.3901	0.2284	-0.0802
NPM	0.0873	0.0660	0.0369	0.2117	0.3901	1.0000	0.0219	-0.0434
AU	0.0231	-0.0393	0.0979	0.1239	0.2284	0.0219	1.0000	-0.0228
EM	-0.0367	0.0009	0.0030	-0.0973	-0.0802	-0.0434	-0.0228	1.0000
衰退型								
	ESG	E	S	G	ROA	NPM	AU	EM
ESG	1	0.4255	0.2092	0.0024	0.3716	0.2546	0.2501	0.129

E	0.4255	1	0.0114	-0.2467	0.7179	0.1094	0.0552	0.0986
S	0.2092	0.0114	1	0.0504	0.272	0.0465	-0.0559	0.0739
G	0.0024	-0.2467	0.0504	1	-0.2267	0.1367	0.2582	0.1187
ROA	0.3716	0.7179	0.272	-0.2267	1	0.1313	-0.0158	0.034
NPM	0.2546	0.1094	0.0465	0.1367	0.1313	1	0.4732	0.2863
AU	0.2501	0.0552	-0.0559	0.2582	-0.0158	0.4732	1	0.498
EM	0.129	0.0986	0.0739	0.1187	0.034	0.2863	0.498	1

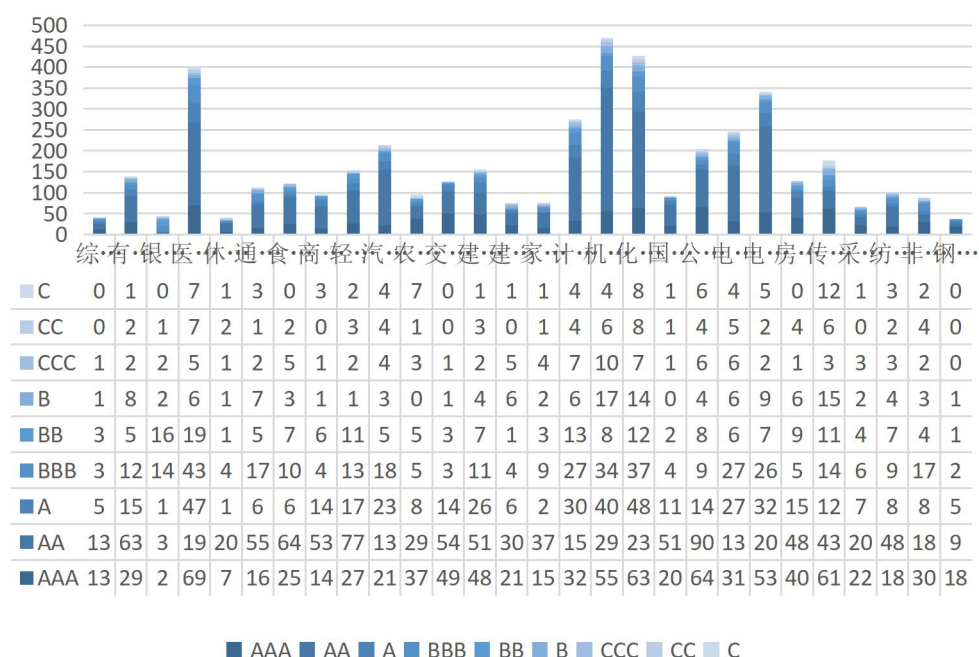
附图 1 环境（E）议题各行业评级情况



附图 2 社会（S）议题各行业评级情况



附图3 治理（G）议题各行业评级情况



注：该附录是期刊所发表论文的组成部分，亦是作者公开发表的内容。如研究中使用该附录内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。