



ESG 投资能否“义利并举”？

王子琳 魏亦希 程杰

摘要 在投资中考虑 ESG 因素，可以帮助投资者从非财务方面全方位地了解企业，筛选出优质的投资标的。从估值的角度来看，ESG 绩优的公司市场竞争中往往会展现出优势与韧性，不仅拥有更强的盈利能力和稳健的现金流，而且非系统性风险和系统性风险暴露水平也更低。因此，它们在资本市场上能够获得更高的估值。本研究使用了中证评级数据和企业基本面数据进行分析，证明基于 ESG 评级结果可以筛选出波动较小且营利性较强的个股，此外，环境（E）、社会责任（S）和公司治理（G）因子也具有一定的选股能力，其中环境因子的选股胜率较高。

关键词 ESG 投资 估值 选股能力

一、引言

近年来，伴随着我国经济社会的发展，制约社会和公司发展的深层次问题开始不断显现，这些具体问题的发生和暴露推动了 ESG 投资理念的丰富。在此背景下，投资者的理念和价值观发生了转变。投资者在制定投资策略时，除了考察公司业绩，还会关注这家公司是否承担了环境责任，是否创造了社会公益价值，以及治理结构是否有效，也就是在投资中考虑 ESG 因素。这样投资者可以从非财务方面全方位地了解企业，筛选出优质的投资标的。对于投资者而言，ESG 投资可以帮助投资者获取长期稳健的投资回报，同时驱动企业 ESG 实践，改善 ESG 绩效，形成一个良性循环。从宏观视角看，ESG 投资理念同我国高质量发展理念高度契合，这也意味着相关政策将放大 ESG 因素对企业发展的实质影响。除主动投资外，ESG 指数化投资规模也在不断扩大，ESG 评级的变动不仅会

导致相关指数成分股的调整，还会引导与之相关联的被动资金进行交易操作，从而对企业股价产生实质影响。从实际案例来看，ESG 评级的下调可能会导致资金净流出，造成股价波动。

随着国内外资金对 ESG 关注度的提高，企业 ESG 表现对股价的影响程度随之提升。那么，在实际的投资过程中，能否通过 ESG 投资获取超额收益？ESG 因子的选股能力如何？为回答上述问题，本文一方面探讨企业 ESG 绩效对企业价值的影响以及其背后的机制；另一方面基于中证评级数据和企业基本面数据实证分析 ESG 各因子的选股有效性。

二、文献述评

国内外学者就企业 ESG 表现对企业财务绩效或企业价值的影响展开了大量有益的研究，但并未得出一致的结论。Friede (2015) 根据已有的 ESG 实证文献进行了荟萃分析，结果表明 90% 的研究发现企

王子琳、魏亦希、程杰，易方达基金管理有限公司分析师。文责自负，不代表所在机构观点。

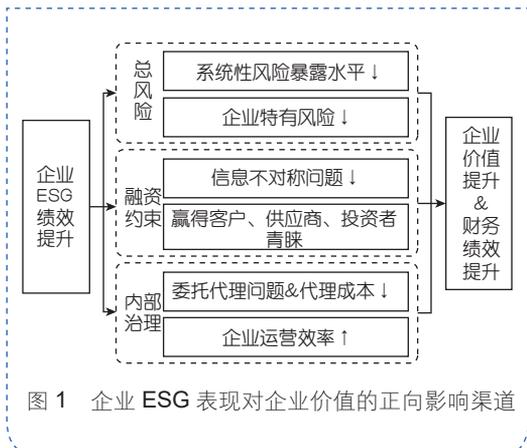


图 1 企业 ESG 表现对企业价值的正向影响渠道

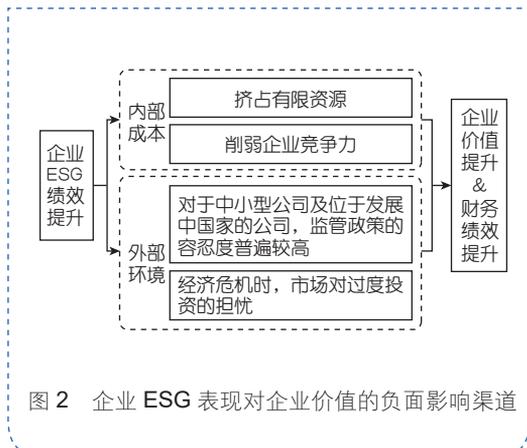


图 2 企业 ESG 表现对企业价值的负面影响渠道

业 ESG 表现与企业财务绩效或企业价值呈现非负的相关关系，其余 10% 的研究则认为企业 ESG 表现与企业财务绩效或企业价值负相关或无显著的相关性。(图 1、图 2)^①

现有文献结论出现分歧的根本原因在于未能充分考虑企业之间的异质性，具体而言，ESG 表现对处于不同市场环境及不同生命周期阶段的企业具有不同的影响。对于发达国家企业及处于成熟期的企业而言，企业的 ESG 表现起到了锦上添花的作用，这类企业往往具有长期规划和谋篇布局，并且有充足的资源来践行 ESG 理念，而践行 ESG 理念所带来的长期收益大于其付出的成本，最终会提高企业的财务绩效及企业价值。但是，对于发展中国家企业及处于初创期和成长期的企业而言，这些企业的首要目标是存活和发展，这类企业践行 ESG 理念会占用企业的有限资源，对企业的生产和创新等均具有较强的挤出效应，践行 ESG 理念所带来的收益难以覆盖其付出的成本，最终可能对企业的财务绩效及企业价值产生负面影响。此外，对于得出 ESG 表现与企业财务绩效无显著相关

关系的文献而言，这类文献实证分析的样本量普遍较少，存在一定的样本选择偏误问题，所得实证结论稳健性较差。

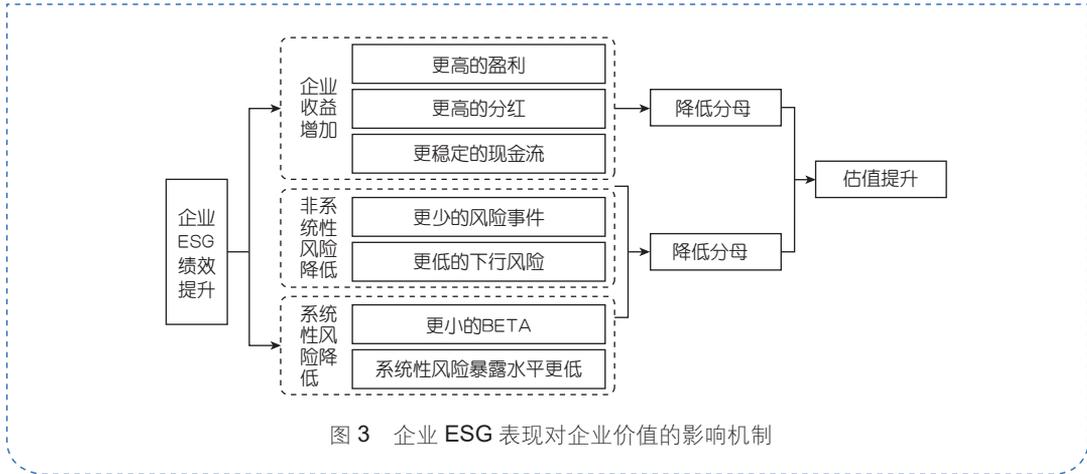
三、ESG 评级与企业价值

(一) ESG 绩效影响企业价值的理论探讨

如图 3 所示，基于现金流贴现模型，企业的 ESG 表现可以通过影响企业的收益和风险对估值模型的分子端和分母端产生影响 (Giese et al., 2019)。首先，ESG 评级较高的公司相对于其他公司更具竞争优势，并可以创造超额回报，转变为盈利，带来更高的股息 (Verheyden et al., 2016 ; Dor et al., 2022) ; 其次，ESG 评级较高的公司具有更好的风险控制能力，股价下行风险较低 (Sassen et al., 2016 ; Verheyden et al., 2016) ; 最后，具有良好 ESG 状况的公司不易受到系统性市场冲击的影响，展现出较低的系统性风险暴露水平 (Zhang et al., 2022 ; 邱牧远等, 2019 ; 胡洁等, 2023)。

ESG 的影响机制在海外研究样本中体

① 具体的文献述评，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。



现较为充分。本文基于中证 ESG 评级数据和企业基本面数据（Barra 因子）进行分组暴露测试，以验证上述影响机制在 A 股市场的有效性。

（二）ESG 评级与企业价值细分指标的实证检验

本文采用分层回测法，验证中证 ESG 评级下，ESG 因子与现金流、非系统性风险、系统性风险相关指标的关系，统计各只股票自中证 ESG 评分发布后一个月、三个月和半年的因子特征暴露^①。分层回测通过将股票或资产按因子值分层，观察各层收益差异来验证因子的选股能力，基于回测结果，可优化交易策略及投资组合配置，从而实现更好的风险调整后收益。本文采用中证 ESG 评级结果来衡量企业的 ESG 表现，中证 ESG 评价体系包括环境（E）、社会（S）和公司治理（G）三个维度，由 13 个主题、22 个单元和近 200 个指标构成，能够较好地反映企业财务信息之外的收益和风险因素，揭示 ESG 因素对公司可持续运营的影响，具有较高的市场认可度。

本文首先根据 ESG 评分从高到低进行排序，将全市场股票平均分为五组，Q5 为 ESG 得分最高的组别，Q1 为 ESG 得分最低的组别；其次，分别计算 Q5 和 Q1 中所有股票的平均特征暴露；最后，计算 Q5~Q1 的平均超额暴露，用以衡量 ESG 评分的基本面 / 价量特征。

ESG 评级发布一个月后股票市场特征暴露情况统计结果（表 1）^②显示，ESG 评分在各类风格上的暴露方向基本符合预期，在盈利现金流特征上具有正向暴露、在非系统性风险特征和系统性风险特征上具有负向暴露，在部分基本面风格特征上具有正向暴露；且此结果在未来一个月、三个月和六个月维度的统计中基本一致，表明 ESG 在股票风格上的暴露属于长期特征，并不会在短期出现快速的风格切换。从估值的角度来看，在现金流折现模型的分子端，ESG 表现好的企业表现出更好的盈利水平和更高的分红率；在分母端，ESG 表现较好的公司诉讼事件、违规事件更少，具有更低的残差波动率，同时具有

① 包括盈利现金流特征、特质性风险特征、系统性风险特征及风格特征。

② 表 1~11，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

更低的系统性风险。

上述分析验证了 ESG 综合评价得分与盈利现金流、非系统性风险、系统性风险之间的相关性,但仍不能证实其两两之间的因果关系。因此,本文进一步分析了 ESG 绩效变动对公司盈利与风险的影响。在具体的研究方法上,本文基于各只股票在过去半年时间里 ESG 评分变动的大小,将样本股票池均分为 5 组,并统计每一组股票未来半年盈利与风险的涨跌幅均值。其中,第五组为过去半年 ESG 提升幅度最大的组合,第一组为过去半年 ESG 降低幅度最大的组合。回测结果(表 2)表明,ESG 评分增加,股票未来的贝塔与系统性波动下降、盈利性上升,且一月、三月和半年测试结论相同。

由上述分析可见,ESG 因素对企业价值存在长期影响,中证 ESG 评级高的企业整体盈利和分红水平更高、风险更低。考虑到当前各评级指标、评价方法尚未达成一致,为投资应用带来了障碍,本研究对 ESG 评分进行拆解,进一步探究 ESG 底层评价指标的选股能力。

四、基于 ESG 各因子选股策略的有效性分析

(一) 基于环境因子(E)选股的实证

1. 环境因素对企业价值的理论探讨

如图 4 所示,环境因素对企业价值的影响是非线性的,主要受到“遵循成本假说”及“波特假说”二者之间的相互作用。

传统的“遵循成本假说”认为,环境保护和经济增长非此即彼,相互抑制。政府实施环境规制后,企业面临在政府的监管和公众的监督下,需要采取一系列减排措施,保证排放达标,如购买治污设备、使用清洁能源等。一方面,相关举措会增

加企业的生产成本,导致企业利润下降,降低企业短期财务绩效;另一方面,环保方面的支出也会占用企业生产性投资,抑制企业的再生产活动,并对企业的创新投入形成挤出,最终会削弱企业的创新能力,损害企业长期价值(Petroni et al., 2019)。

随着经济的持续发展,技术和效率对企业财务绩效的影响逐渐增强。从长期来看,环境保护和经济增长之间的关系有所转变,二者并非绝对的对立关系。Porter (1995)指出,从企业的长期发展来看,企业的生产技术与要素投入同样重要,适度的环境规制可以激励企业技术创新,优化自身的资源配置,进而提高企业的长期竞争力。从长期来看,企业技术水平及效率提高所带来的收益可以覆盖环境规制带来的短期成本上升,实现环保和经济的双赢。现有研究就国内外制造业企业展开了大量实证研究(Jorge et al., 2015; 王国印等, 2011; 蒋为, 2015; 余伟等, 2017; 叶琴等, 2018),结果均支持波特假说。

遵循成本假说从静态视角出发,仅关注环境规制对企业的短期影响,而波特假说基于长期视角,揭示了环境规制对企业的长期影响:企业开展技术创新活动,提高投入产出水平,部分或完全抵消由环境规制导致的成本上升,带来净收益的提升。

2. 环境因子选股的有效性实测

为了评估环境因子在股票选择中的有效性,本文对环境指标进行信息系数(IC)测试。本文基于中证 ESG 环境维度的月度得分,对指标进行行业市值中性化处理,并计算环境得分与股票下个月收益率之间的 Spearman 相关系数。同时,计算环境得分与 Barra 风格因子之间的 Spearman 相关系数,通过取各期的平均值,得到最终的

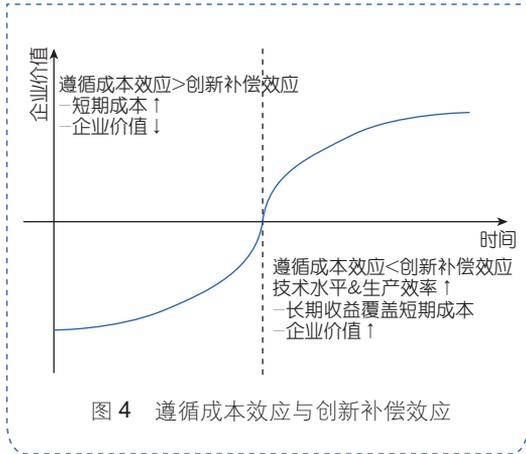


图4 遵循成本效应与创新补偿效应

相关系数矩阵。

中证 800 指数成分股的 IC 测试结果 (表 3) 显示, 在进行行业市值中性化后, 环境得分展现出对股票下期收益率较强的预测能力, 其总体选股胜率为 66.99%, 具有一定的选股能力。

中证 800 指数成分股环境得分与 Barra 因子的相关系数 (表 4), 结果表明环境因子与企业的盈利率具有较强的正相关性。这是因为环境得分较高的企业, 通常具有较高的生产效率, 生产成本较低。这种正相关关系也表明, 注重环境保护的企业在经济效益方面能够展现出更强的竞争力。

由于环境维度的数据覆盖度较差, 可能导致回测结果出现偏差, 因此本文进一步采用数据覆盖度较高的环境指标进行多空分组回测, 数据覆盖度较高的环境指标多空组合表现回测结果 (表 5) 表明, 部分环境指标在特定行业内对企业估值、股价具有较好的预测性。如两年环境处罚强度在钢铁行业中有较为明显的风险指示能力, 范畴 1 和范畴 2 碳排放^① 指标在电力设备及新能源行业有一定的正向选股效果。

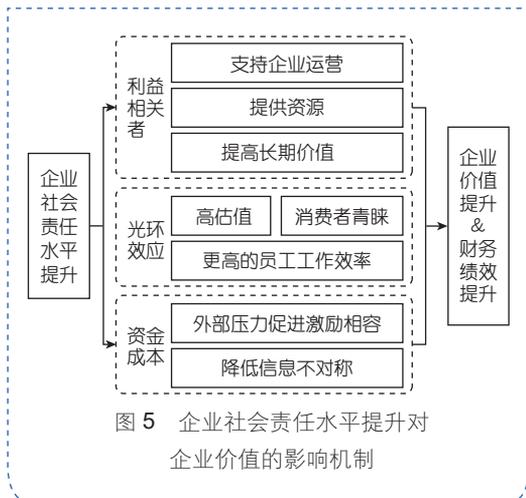
(二) 基于社会责任因子 (S) 选股的实证

1. 社会责任因素对企业价值的理论探讨

利益相关者理论 (Freeman, 2010) 认为, 企业有责任关注所有利益相关者的利益, 并可以通过积极承担社会责任的方式获得价值回报。如图 5 所示, 企业社会责任水平的提升主要通过利益相关者、光环效应及资本成本三条路径对企业的价值产生影响。

首先, 对社会责任的关注可以促使利益相关者支持企业运营并为企业必要资源, 有助于企业实现长期的发展和价值实现 (Deng et al., 2013)。其次, 企业积极承担社会责任可以带来更好的声誉, 产生“光环效应”。这种“光环效应”不仅能提升员工的工作效率, 还能够改变消费者的偏好, 使他们更倾向于购买具有良好社会责任声誉公司的产品。在“光环效应”影响下, 企业业绩和现金流的改善会进一步推动企业价值的提高 (Jain et al., 2016)。最后, 企业也可以通过承担社会责任的方式降低资本成本和贴现率, 提高企业价值。一方面, 企业社会责任的履行会吸引更多投资者, 优化投资者结构, 进而降低股权资本成本 (El Ghouli et al., 2011); 另一方面, 社会责任表现不佳企业的股价可能会受负面筛查机制的影响而下跌, 这会激励企业积极履行社会责任以降低资本成本, 但此机制的效力取决于关注 ESG 投资者的比例 (Pastor et al., 2020)。此外, 企业社会责任披露提高了公司的透明度, 可以缓解信息不对称的问题 (Siew et al., 2016; Rossi & Harjoto,

① 范畴1碳排放指直接来自企业及其控制实体的排放; 范畴2碳排放为企业购买能源产生的间接碳排放。



2020)。

2. 社会责任因子选股的有效性实测

为评估社会责任因子选股有效性, 本文对社会责任指标进行信息系数(IC)测试(表6), 社会责任因子同样展现出对股票下期收益率的较好预测能力, 行业市值中性化处理, 其总体选股胜率为66.99%。

中证800指数成分股社会责任得分与Barra因子的相关系数(表7), 结果表明企业社会责任因子与各个Barra因子的相关性较低, 这是因为企业社会责任方面的表现对企业的财务绩效难以产生实质性的影响。因此, 在投资决策中, 单独采用企业社会责任得分作为选股依据存在一定的局限性。

本文进一步采用数据覆盖度较高的社会责任指标进行多空分组回测, 回测结果(表8)显示, 仅有研发投入和培训项目两项指标展现出显著的正向选股能力。实际上, 企业社会责任绩效的显著提升需要企业投入大量资源, 这可能会对企业的财务绩效产生拖累效应, 但是研发投入和员工培训则对公司的长期竞争力和生产效率有积极的推动作用, 因此这两项指标展现出较好的选股能力。

(三) 基于公司治理因子(G)选股的实证

1. 公司治理因素对企业价值的理论探讨

良好的公司治理是企业价值持续提升的必要条件。企业治理水平对企业的价值的影响机制如图6所示。

从财务安全性的视角来看, 具有良好治理水平的公司财务安全性较高, 具有可持续盈利的潜力, 因此投资者也更愿意为此支付更高溢价, 从而使企业的市场价值得到提升(刘银国等, 2011; 杨典等, 2013)。

从治理结构视角来看, 一方面, 董事会中独立董事比例的提高及董事会多元化的构成有助于进一步提升公司治理水平, 有效抑制大股东的掏空行为, 进而提高公司价值; 另一方面, 公司的股权结构也会对公司的价值产生影响, 公司股权分散化程度的提高可以抑制大股东隧道效应从而提升公司的业绩, 机构投资者的持股比例及实际控制人的直接持股, 有助于企业行为的监督和约束, 促使实际控制人关注企业的长期经营, 减少恶性关联交易, 最终促进企业价值的提升(李维安等, 2008; 邵帅等, 2015)。

从外部监督的视角来看, 企业信息披露有助于缓解投资者与企业之间的信息不对称问题, 从而降低企业融资约束, 提升企业价值; 媒体的关注及监督可以约束和防范公司败德行为, 从而提升企业的治理能力(李培功等, 2010; 于忠泊等, 2011); 来自外部监管部门的监管则通过协调委托代理问题, 使管理者和经营者激励相容, 从而改善公司的业绩(顾小龙等, 2016)。

2. 公司治理因子的选股有效性实测

公司治理指标的信息系数(IC)测试

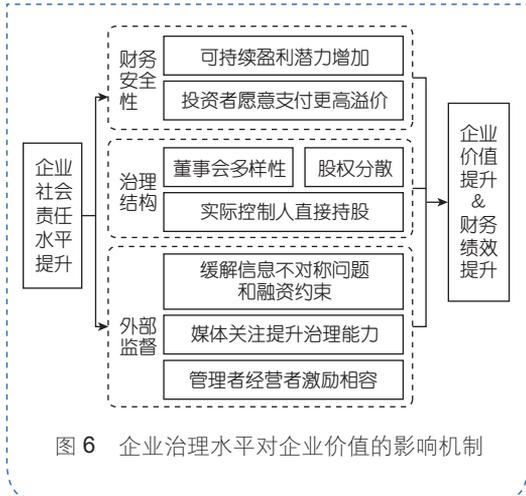


图6 企业治理水平对企业价值的影响机制

结果（表9）显示，公司治理因子同样展现出对股票下期收益率的较好预测能力，但是选股胜率相对较低，行业市值中性化处理，其总体选股胜率为63.11%。

公司治理因子与Barra因子的相关性回测结果（表10）显示，尽管良好的公司治理被视为企业稳定运营和价值持续增长的关键，因此在多数评级体系中占有举足轻重的地位，但从我们的回测数据来看，公司治理因子与Barra因子之间的相关性并不显著。这一现象可能与我国当前的信息披露制度密切相关。我国ESG信息披露制度尚处在发展前期且以半自愿披露为主，企业在编制ESG报告时往往存在“报喜不报忧”的倾向，倾向于展示自身在ESG方面的优势和成就，而对于存在的问题和挑战避而不谈，例如，公司治理结构复杂、大股东掏空公司等敏感问题在信息披露报告中往往难觅踪影。这导致ESG公司治理维度的评级结果与真实情况存在一定偏差，从而影响了公司治理因子在选股策略中的有效性。

本文进一步采用数据覆盖度较高的社会责任指标进行多空分组回测，回测结果（表11）显示，可量化的公司治理维度指标，

如高管负面事件及高管平均连任年限具有较好的选股能力。

五、结论与展望

（一）主要结论

本研究采用分层回测的方法，验证中证ESG评级下，企业ESG表现与现金流、非系统性风险、系统性风险相关指标的关系，统计了各只股票自中证ESG评分发布后一个月、三个月和半年的因子特征暴露情况。结果表明，ESG因子对企业价值具有长期影响，中证ESG评级较高的企业具有更高的盈利能力和分红水平，而且面临的风险也相对较低。同时，本文也进一步探究了ESG底层指标的选股能力，其中环境因子的选股胜率较高，而社会责任因子的选股预测能力则相对较弱。值得注意的是，虽然企业治理相关评分在选股方面的胜率不高，但企业治理评价体系中的可量化指标展现出较强的选股胜率。

（二）ESG评价体系——现存问题

当前ESG生态体系存在一系列亟待解决的问题，这些问题不仅直接影响了ESG投资的实际成效，而且制约了ESG投资的推广和持续发展。若能有效解决这些问题，ESG评级的选股胜率有望得到显著提高，从而进一步提高市场对ESG因素的关注度，最终实现企业价值和社会价值的统一。

首先，ESG的信息披露制度尚不完善，我国ESG信息披露以自愿披露为主，总体披露率较低，仅为三成左右，并且信息披露质量较差，难以为ESG投资后续环节提供有效的数据支撑。ESG信息披露实质上是披露企业自身的非财务风险，大部分企业缺乏披露意愿，或是在披露时“报喜不报忧”，仅披露自身在ESG实践方面所取

得的成就,对自身风险则避而不谈,这导致投资者与被投资企业之间存在严重的信息不对称问题,基于这样的低质量信息所做出的 ESG 评级难免会出现较大偏误。

其次,ESG 评级没有考虑到上市公司所处的生命周期阶段,这对处于成熟期的大型公司而言是赋能,对处于初创期的小型型企业则是沉重的负担,基于这样的 ESG 评级所做出的投资决策,会错失很多良好的投资机遇。几乎所有的 ESG 评级仅是考虑了公司之间的行业差异,并没有针对企业所处的发展阶段最终的评级进行修正,对处于初创期的中小微企业而言,这些公司的资源有限,主要用于技术研发和产品落地,没有多余的资源去提高企业的 ESG 绩效,导致这些公司在 ESG 评级方面时常处于不利地位。

最后,ESG 理念需要本土化改造。欧美 ESG 理念的起源和发展是以问题为导向,旨在解决其经济发展过程中环境恶化、社会矛盾及公司内部贪腐等问题。但是在国内,ESG 作为舶来品被引入,国内人群结构、经济结构与欧美国家大相径庭,所面临的各类问题也与欧美国家大不相同,那么 ESG 理念的引入如果缺乏本土化的改造,直接生搬硬套则难免会有水土不服的问题,而且难以形成对 ESG 投资的纲领性指引。

(三) ESG 与选股策略的前景

在投资中考虑 ESG 因素,可以帮助投资者从非财务方面全方位地了解企业,筛

选出优质的投资标的。基于 ESG 评级结果可以筛选出贝塔与系统性波动较小且盈利性较强的个股,并且环境(E)、社会责任(S)和公司治理(G)因子也具有一定的选股能力,其中环境因子的选股胜率最高,鉴于此,本文提出如下对策建议。

对于监管机构,可循序渐进推行 ESG 强制性信息披露政策。在披露标准制定方面,可以借鉴国际现有标准,构建一套与国际标准接轨,并且符合中国国情的 ESG 信息披露标准体系。在强制性信息披露推行方面,可以先从大型企业和金融行业开始,然后逐步向全行业推广,从而降低政策实施成本。

对于资管机构,可精简聚焦,将工作重心放在环境维度上,尤其是碳排放问题。随着双碳目标的推进,企业的碳排放成本将持续增加,这会直接影响企业的生产成本,最终会对资管机构持有的高碳资产构成影响。鉴于此,资管机构应对在管资产进行碳排放和碳足迹的定量核算,并适当降低对高碳资产的配置。

对于上市公司,减排增效是当务之急。在 ESG 评级体系下,考核指标众多,企业难以一一应对,在低碳转型的背景下,碳减排政策将会持续收紧,减排增效是企业的当务之急,为此,上市公司应积极采取技术创新、提高生产效率等措施降低自身碳排放,提前布局低碳转型。[N](#)

学术编辑:卢超群

参考文献

- [1] 顾小龙,辛宇,滕飞.违规监管具有治理效应吗?——兼论股价同步性指标的两重性[J].南开管理评论,2016,19(05):41-54.
- [2] 韩立岩,蔡立新,尹力博.中国证券市场的绿色激励:一个四因素模型[J].金融研究,2017,(01):145-161.
- [3] 胡浩,于宪荣,韩一鸣.ESG评级能否促进企业绿色转型?——基于多时点双重差分法的验证[J].数量经济技术经济研究,2023,40(07):90-111.
- [4] 蒋为.环境规制是否影响了中国制造业企业研发创新?——基于微观数据的实证研究[J].财经研究,2015(2):76-87.



- [5] 李瑾.我国A股市场ESG风险溢价与额外收益研究[J].证券市场导报,2021,(06):24-33.
- [6] 李井林,阳镇,陈劲,等.ESG促进企业绩效的机制研究——基于企业创新的视角[J].科学与科学技术管理,2021,42(9):71-89.
- [7] 李培功,沈艺峰.媒体的公司治理作用:中国的经验证据[J].经济研究,2010,45(04):14-27.
- [8] 廉永辉,何晓月,张琳.企业ESG表现与债务融资成本[J].财经论丛,2023,(01):48-58.
- [9] 刘银国,朱龙.公司治理与企业价值的实证研究[J].管理评论,2011,23(02):45-52.
- [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,2019,36(03):108-123.
- [11] 邵帅,吕长江.实际控制人直接持股可以提升公司价值吗?——来自中国民营上市公司的证据[J].管理世界,2015,(05):
- [12] 孙慧,祝树森.企业ESG表现对财务绩效的双边效应影响研究[J].会计之友,2023,(20):1571-1577
- [13] 王国印,王动.波特假说、环境规制与企业技术创新——对中东地区的比较分析[J].中国软科学,2011,(01).
- [14] 王琳琳,廉永辉,董捷.ESG表现对企业价值的影响机制研究[J].证券市场导报,2022,(05):23-34.
- [15] 王双进,田原,党莉莉.工业企业ESG责任履行、竞争战略与财务绩效[J].会计研究,2022(03):77-92.
- [16] 席龙胜,王岩.企业ESG信息披露与股价崩盘风险[J].经济问题,2022,(08):32-41.
- [17] 谢红军,吕雪.负责任的国际投资:ESG与中国OFDI[J].经济研究,2022(3):83-99.
- [18] 杨典.公司治理与企业绩效——基于中国经验的社会学分析[J].公司治理与企业绩效,2013(01):72-94
- [19] 叶琴,曾刚,戴劭勃,等.不同环境规制工具对中国节能减排技术创新的影响——基于285个地级市面板数据[J].中国人口·资源与环境,2018,28(02):8.
- [20] 于忠泊,田高良,齐保垒,等.媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察[J].管理世界,2011,(09):127-140.
- [21] 余伟,陈强,陈华.环境规制、技术创新与经营绩效——基于37个工业行业的实证分析[J].科研管理,2017,38(2):8.
- [22] Aras G,Aybars A,Kutlu O.Managing corporate performance: investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets[J].International Journal of Productivity and Performance Management,2010,59(3):229-254.
- [23] Atan R,Alam M M,Said J,et al.The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: panel study of Malaysian companies[J].Management of Environmental Quality: An International Journal,2018,29(2):182-194.
- [24] Atz U, Van Holt T,Liu Z Z,et al.Does sustainability generate better financial performance? Review, meta-analysis, and propositions[J].Journal of Sustainable Finance & Investment,2023,13(1):802-825.
- [25] Baker M,Bergstresser D,Serafeim G,et al.Financing the response to climate change: the pricing and ownership of U.S. green bonds[J].SSRN Electronic Journal,2018.
- [26] Blitz D,Fabozzi F J.Sin stocks revisited: resolving the sin stock anomaly[J].The Journal of Portfolio Management,2017,44(1):105-111.
- [27] Bolton P,Kacperczyk M.Do investors care about carbon risk?[J].Journal of Financial Economics,2021,142(2):517-549.
- [28] Chen C J,Guo R S,Hsiao Y C,et al.How business strategy in non-financial firms moderates the curvilinear effects of corporate social responsibility and irresponsibility on corporate financial performance[J].Journal of Business Research,2018,92:154-167.
- [29] Crisóstomo V L,de Souza Freire F,De Vasconcellos F C.Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil[J].Social Responsibility Journal,2011,7(2):295-309.
- [30] Dor A B,Guan J,Sun Y.Is Incorporating ESG Considerations Costly?[J].The Journal of Portfolio Management,2022.
- [31] El Ghouli S,Guedhami O,Kwok C C Y,et al.Does corporate social responsibility affect the cost of capital? [J].Journal of Banking & Finance,2011,35(9):2388-2406.
- [32] Freeman R E.Strategic management: a stakeholder approach[M].Cambridge:Cambridge University Press, 2010.
- [33] Friede G,Busch T,Bassen A.ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies[J].Journal of Sustainable Finance & Investment,2015,5(4):210-233.
- [34] Garcia A S,Orsato R J.Testing the institutional difference hypothesis: a study about environmental, social, governance, and financial performance[J].Business Strategy and the Environment,2020,29(8):3261-3272.
- [35] Giese G,Lee L E,Melas D,et alFOUNDATIONS OF ESG INVESTING: how ESG affects equity valuation, risk, and performance[J].The Journal of Portfolio Management,2019,45(5):69-83.
- [36] Goldstein I,Kopytov A,Shen L,et al.On ESG investing: heterogeneous preferences, information, and asset prices[R].National Bureau of Economic Research,2022.
- [37] Gray W B,Shadbegian R J.Plant vintage, technology, and environmental regulation[J].Journal of

- Environmental Economics and Management,2003,46(3):384-402.
- [38] Hong H,Kacperczyk M.The price of sin: the effects of social norms on markets[J].Journal of Financial Economics,2009,93(1):15-36.
- [39] Houston J F,Shan H.Corporate ESG profiles and banking relationships[J].The Review of Financial Studies, 2022,35(7):3373-3417.
- [40] Humphrey J E, Lee D D, Shen Y. Does it cost to be sustainable?[J]. Journal of Corporate Finance, 2012, 18 (3):626-639.
- [41] Jain A, Jain P K, Rezaee Z. Value-relevance of corporate social responsibility: evidence from short selling[J]. Journal of Management Accounting Research, 2016, 28(2):29-52.
- [42] Jorge M L, Madueño J H, Martínez-Martínez D, et al. Competitiveness and environmental performance in Spanish small and medium enterprises: is there a direct link?[J]. Journal of Cleaner Production, 2015, 101: 26-37.
- [43] Liang H, Renneboog L. The global sustainability footprint of sovereign wealth funds[J]. Oxford Review of Economic Policy, 2020, 36(2):380-426.
- [44] Nguyen D T, Hoang T G, Tran H G. Help or hurt? The impact of ESG on firm performance in S&P 500 non-financial firms[J]. Australasian Accounting, Business and Finance Journal, 2022, 16(2):91-102.
- [45] Pástor L, Stambaugh R F, Taylor L A. Sustainable investing in equilibrium[J]. Journal of Financial Economics, 2021, 142(2):550-571.
- [46] Pedersen L H, Fitzgibbons S, Pomorski L. Responsible investing: the ESG-efficient frontier[J]. Journal of Financial Economics, 2021, 142(2):572-597.
- [47] Petroni G, Bigliardi B, Galati F. Rethinking the Porter hypothesis: the underappreciated importance of value appropriation and pollution intensity[J]. Review of Policy Research, 2019, 36(1):121-40.
- [48] Porter M E, Van der Linde C. Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship[J]. Journal of Economic Perspectives, 1995, 9(4):97-118.
- [49] Rossi F, Harjoto M A. Corporate non-financial disclosure, firm value, risk, and agency costs: evidence from Italian listed companies[J]. Review of Managerial Science, 2020, 14(5):1149-1181.
- [50] Sassen R, Hinze A K, Hardeck I. Impact of ESG factors on firm risk in Europe[J]. Journal of Business Economics, 2016, 86:867-904.
- [51] Schuler D A, Cording M. A corporate social performance–corporate financial performance behavioral model for consumers[J]. Academy of Management Review, 2006, 31(3):540-558.
- [52] Shaikh I. Environmental, social, and governance (ESG) practice and firm performance: an international evidence[J]. Journal of Business Economics and Management, 2022, 23(1):218-237.
- [53] Siew R Y J, Balatbat M C A, Carmichael D G. The impact of ESG disclosures and institutional ownership on market information asymmetry[J]. Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, 2016, 23(4):432-448.
- [54] Verheyden T, Eccles R G, Feiner A. ESG for all? The impact of ESG screening on return, risk, and diversification[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2016, 28(2):47-55.
- [55] Zhang D, Lucey B M. Sustainable behaviors and firm performance: the role of financial constraints' alleviation[J]. Economic Analysis and Policy, 2022, 74:220-233.

Can ESG Investing be done "Righteously and Profitably"?

WANG Zilin WEI Yixi CHENG Jie
(E Fund Management Co., Ltd.)

Abstract Considering ESG factors in investment can help investors understand companies from non-financial aspects and uncover high-quality investment targets. From the perspective of valuation, companies with a strong ESG (environment, social responsibility and corporate governance) performance tend to show competitive advantages and market resilience. They not only have stronger profitability and stable cash flow, but also have lower exposure to systemic and non-systemic risks. As a result, they can obtain higher valuations in the capital market. This study utilized data from CSI Ratings and fundamental enterprise data to demonstrate that selecting stocks based on ESG ratings can identify listed companies with less volatility and greater profitability. While ESG factors all have certain stock picking ability, the environmental factor exhibits a higher stock selection success rate.

Keywords ESG Investment, Valuation, Stock Picking Ability

JEL Classification G11 G30 M14