

doi:10.16060/j.cnki.issn2095-8072.2024.05.005

ESG 评级与战略激进度：冒进还是控制？ ——基于商道融绿 ESG 评级准自然实验^{*}

郭 震 王永伟 刘 晶

(河南财经政法大学工商管理学院, 郑州 450046)

摘 要：随着美丽中国建设迈出重大步伐，推进 ESG 评级对于企业实现高质量发展具有重大意义。本文以商道融绿金融机构 2015 年 ESG 评级为准自然实验，基于 2010~2020 年中国 A 股上市公司面板数据，构建多期双重差分模型，深入探究了 ESG 评级事件对企业战略激进度的外生冲击。研究结果表明，ESG 评级对企业战略激进度有抑制作用，这一结论通过了一系列稳健性检验。ESG 评级通过减少管理者短视行为和高管股权减持抑制企业战略激进度，防止企业战略激进度过高带来冒进风险、资源浪费等负面影响。异质性检验结果表明，ESG 评级对战略激进度的影响机制对大企业、新企业的影响效果更突出。进一步研究发现，数字化转型程度高、企业账面市值比高的行业，ESG 评级对企业战略激进度的抑制作用会减弱。本文有助于全面理解和完善 ESG 评级的经济后果，为企业可持续发展提供参考。

关键词：ESG 评级；企业战略激进度；高管股权；管理者短视；PSM-DID

中图分类号：F272/F205 **文献标识码：**A **文章编号：**2095 — 8072(2024)05 — 0064 — 20

一、引言

随着美丽中国建设迈出重大步伐，我国经济社会发展逐渐向绿色化、低碳化的高质量发展阶段迈进。坚持统筹产业结构调整、协调推进“降碳、减污、扩绿、增长”已成为新的发展导向。2023年12月，中共中央国务院关于全面推进美丽中国建设的要求和意见提出高质量发展和生态环境保护相协调的理念，为努力争取2030年前实现碳中和、2060年前实现碳达峰奠定基础。

企业战略激进度反映企业的战略决策倾向，是企业自身扩张与支持扩张的因素相互匹配的过程。根据激进程度将战略划分为防御性战略、分析型战略和进攻性战略(马浩，2019)，不同的激进程度对企业的经营绩效也产生了差异化影响。采取进攻型战略的企业会因现金流不足而陷入财务困境(邢斐和郑婕妤，2021)。战略冒进的企业通常在研发和市场开拓等方面过度投入，导致内外部资源竞争性分配，稳定程度失控，企业的可持续性降低，创新转化效率降低(叶康涛等，2016)。与之相反的是，企业战略激进度过低也会给企业带来诸多负面影响，如增大企业债务违约风险、导致盈

^{*}基金项目：本文受国家教育部人文社科规划基金项目“科技型中小企业员工越轨创新行为的前因与后果：一项追踪的研究”(项目编号：22YJA630094)、2023年度河南财经政法大学校级研究课题“‘消解商业漂绿’的ESG信息披露体系构建及协同治理路径研究”(项目编号：23HNCDXJ34)、河南省专创融合特色项目“数字创业”(项目编号：67)的资助。河南财经政法大学工商管理学院郭震教授科研团队成员孙琪同学在本文写作过程中亦有贡献，特此致谢！同时，非常感谢匿名评审专家的意见和建议，文责自负。

余操纵行为、降低运营效率、市场竞争程度较低等(张金涛等, 2021)。而对于处于“进可攻、退可守”有利地位的企业通常既能避免战略过度扩张带来的冒进风险, 也能避免过于保守带来的落后风险。更重要的是, 在资源获取需求更高、获取难度更大的情况下, 分析型战略企业能够协调内部资源配置, 充分发挥自身优势稳中求进(盛明泉, 2018)。当前, 生态文明建设依然处于压力叠加、负重前行的关键时期, 企业发展转型的内生动力仍然不足, 如何调整企业战略激进度使其达到适宜程度, 是促进企业实现可持续发展的重要一环。

ESG是环境(Environment)、社会(Social)、治理(Governance)的英文首字母缩写, 是一种关注环境、社会、公司治理绩效的投资理念和企业评价标准, 包括信息披露、评估评级和投资指引三个方面。ESG兼顾经济、社会、治理效益的协调发展, 与低碳环保、可持续发展理念一脉相承, 为企业实现“绿色蝶变”、落实“双碳”目标提供行动指南和支持。截至2022年第三季度, 全球ESG基金资产规模已达2.24万亿美元, 共出台1255项ESG相关法规, 涉及ESG议题的政策法规增长率高达155%, 国企2022年ESG报告披露率为59.7%, 企业实行ESG战略对营业利润的影响高达60%, 几乎所有的G250企业都报告了可持续发展信息。

近年来, 在政府、监管机构和市场主体的积极推动下, ESG取得了长足的发展。为帮助投资者更好地评估企业信息披露情况和可持续发展绩效, 中国资本市场诞生了以商道融绿为代表的ESG第三方评级机构。ESG评级体系能衡量和评价企业非财务方面的绩效, 是企业创新、市场差异化和可持续发展的引擎(唐任伍和马宁, 2024)。ESG评级在一定程度上弥合投资者与企业之间的信息不对称, 优化企业运营绩效和信息环境, 化解潜在风险, 显著推动企业的环保投资增长(肖德云等, 2023)。规范的ESG评级数据有助于企业消除信息“鸿沟”, 提升信息质量和品牌美誉度(廖政添和张然, 2024)。因此, ESG评级能帮助企业评估风险、优化发展战略, 是影响资本配置、衡量企业成败的关键标尺。

商道融绿是国内最早结合全球ESG标准制定评级的服务机构, 拥有较全面的ESG评级框架和评级方法, 在ESG评级领域具有深厚的专业背景, 其ESG评级具有较高的权威性、独立性和外生性, 得到了社会各界的广泛认可。ESG评级能否影响企业战略激进度? 尤其是在我国全方位、全地域、全过程加强生态环境保护、引导企业统筹产业结构调整 and 协调分配内外部资源、实现可持续发展背景下, ESG评级影响企业战略激进度的内在机理是什么? 政策实施几年后是否对所有企业都有同样的效果?

为回答这些问题, 本文以2010~2020年的上市公司为研究样本, 理论分析并实证检验ESG评级事件对企业战略激进度的影响机制, 以期研究结论能为企业减少资源浪费和环境污染、实现生态效益与经济效益的统一提供决策参考。

本文的边际贡献主要在于: 第一, 本文探究ESG评级事件与企业战略激进度的影响机制, 能够促使企业采取更为稳健和可持续的战略, 抑制企业短期内的激进扩张行为。研究结论是对“双碳”目标和高质量发展等现实命题的有力回应。第二, 将企业战略激进度引入ESG的理论框架中, 丰富和拓展了ESG对企业战略机制的研究。第

三, 研究使用多期PSM-DID(倾向得分匹配和双重差分)模型, 既评估了外生冲击的即时效应, 也分析了其随时间变化的动态效应, 有效避免了传统统计回归模型产生的内生性问题。此外, 本文基于企业上市时间、企业规模等对样本进行异质性检验和比较, 深化了ESG评级事件对小微企业、新兴企业、传统企业的战略激进度的认知, 为相关部门进一步完善ESG评级制度提供经验证据, 也有助于为推动企业可持续发展、实现ESG建设与高质量发展协同效应提供决策参考与思路。

二、文献综述

(一) 有关 ESG 评级事件的研究

ESG评级是对企业在环境、社会和公司治理方面的表现进行评价。伴随着ESG投资的快速发展, ESG评级已经成为金融市场重要的投资管理支撑要素。企业注重ESG评级表现能够显著地提升企业价值, ESG评级表现与企业绿色创新呈正相关关系, 企业越注重ESG评级, 绿色创新水平就越高(王朋吾等, 2024), ESG评级对于促进企业绿色技术创新, 提升企业绿色发展能力, 促进可持续发展及推进双碳目标实现也具有重要意义(姚利等, 2024)。也有研究表明, ESG评级能有效缓解公司的融资约束(毕金玲等, 2023)、降低企业的信息风险和经营风险, 有效地缓解投资者与企业之间的信息不对称, 进一步地吸引证券分析师的关注, 从而抑制公司的违规行为(王思遥, 2023)。与此同时, ESG评级还能有效发挥企业内部价值创造作用、外部信号传递作用以及外部声誉价值创造作用。高ESG评级作为额外的增量信息, 能够帮助企业赢得利益相关者的信任, 降低运营成本, 提高运营效率(Guo et al., 2024)。ESG评级越高, 股权融资成本就越低。当然, ESG评级还可以通过缓解财务约束和提升企业的环保投资, 显著地提升企业的财务绩效(Tan & Zhu, 2022)和环境绩效(宋清华, 2023)。

目前, 国内外有关ESG评级事件对企业影响的研究相对较少。ESG评级事件通过市场激励机制与外部监督机制, 缓解融资约束、解决代理问题、增加企业研发投入等途径促进企业绿色转型, 且这种促进作用在重污染行业、竞争性行业、非国有企业和 技术密集型企业中更为明显(胡洁等, 2023; 黄希鑫, 2023; Li et al., 2023)。但ESG评级事件对企业绿色创新数量与质量的影响结果并不一致, 有研究表明ESG评级提高绿色创新数量的同时会降低绿色创新质量(刘柏等, 2023), 但也有研究表明ESG评级事件能通过缓解财务约束和提高管理者的环保意识显著提高企业绿色创新的数量和质量, ESG评级得分越高, 这种促进作用就越明显(Tan & Zhu, 2022)。此外, ESG评级事件不仅可以通过金融资源错配和数字化转型两种渠道作用于制造业企业发展质量(寿柯炎, 2023), 也能够通过缓解企业融资约束、增加机构投资者持股比两个渠道显著降低企业的盈余管理程度(谢帮生等, 2024)。

通过分析国内外研究发现, 现有研究主要侧重于ESG评级表现对于企业绿色创新、经营风险、股权融资成本等方面的影响, 鲜有学者探究ESG评级事件作为外生冲击对企业的影响, 尤其是对于企业战略激进度的影响。

（二）企业战略激进度的影响因素研究

企业战略激进度受到企业内外部因素和利益相关方的影响。一方面，企业数字化转型程度对企业战略激进度具有显著的正向影响(王墨林等，2022)，这一影响在非国有企业中更加显著，且融资约束和财务冗余在数字化转型提高企业战略激进度的过程中起到中介作用(夏同水等，2024)。非国有股东治理(罗拥华和宋冬黎，2023)、大股东减持(陈彦亮等，2024)都能显著地提高国有企业战略激进度，且在企业行政层级、市场化水平不同的情况下这种影响也存在着明显差异(张莉艳等，2024)。资本融合度也与企业战略激进度呈现显著的正相关关系，企业购买董事高管责任保险后，战略激进度会显著提高。另外，异质性资本融合可以通过提高企业高管外部薪酬差距来改变企业战略激进度(吴祖光，2023)；无论是CEO、CFO等管理人员还是董事会成员，其海外求学与任职经历均会对公司战略激进度产生正向的促进作用；高管持股能够降低企业战略激进度，增强企业战略稳健性，随着企业资源冗余程度的提高，高管持股对战略激进度的抑制效应会被弱化。

另一方面，良好的ESG表现能够缓解企业融资困境和代理冲突，阻碍战略激进企业产生金融化动机问题，市场化进程也对企业战略激进度存在正向调节效应。与此同时，行业外部融资依赖度和经济政策不确定性均会影响处于成长型产业的企业的战略激进度，企业所在地的儒家文化氛围越浓厚，公司战略激进程度越低，儒家文化对战略激进主义的抑制作用在民营企业、市场竞争压力较大和冗余资源较少的企业中表现更明显(徐细雄等，2022)；相比于独立企业，企业集团“共同保险”机制共同促进了处于成长型产业的成员企业的战略激进度，在外部经营环境方面，行业外部融资依赖度越大、经济政策不确定性越高，处于成长型产业的成员企业的战略激进度越大(邢斐等，2022)。

综上所述，第一，大多数研究都关注于企业ESG评级表现的经济效果，对于ESG评级事件的研究也仅聚焦于企业绿色创新、企业社会责任、企业风险管理等视角，而针对ESG评级事件对企业战略激进度的外生冲击这一研究视角，学术界尚缺乏广泛而深入的研究；第二，有关企业战略激进度的研究中，大多数学者均关注企业内外部因素和利益相关方对企业战略激进度的影响，但尚没有把企业ESG评级事件作为外生冲击，探讨其对企业战略激进度的影响及作用机制，因此，本文在已有文献基础上，利用商道融绿首次公布上市公司的ESG评级作为一项突发的外部事件，探究企业ESG评级和企业战略激进度的关系和作用机制，以充实完善现有研究。

三、制度背景与影响机制

（一）制度背景

在全球可持续发展的大背景下，绿色发展越来越受公众关注，全球范围内的许多企业也逐渐将环境、社会和公司治理作为投资决策的重要考量因素。在经历了CSR（企业社会责任）的百年探索后，ESG在联合国对环境保护和可持续发展的积极推

动下得以诞生。随着近年国际社会对ESG的关注,我国也开始日益重视ESG。我国的ESG披露首先在香港试行,2012年,港交所发布《环境、社会及管制报告指引》首次引入ESG概念,2015年12月港交所将《指引》中的披露准则从自愿性披露上升到如果不披露则需要解释。2018年,中国证监会发布新版《上市公司治理准则》,进一步强化了上市公司在环境保护、社会责任方面的引领作用;2019年以来,国家发展改革委、生态环境部和人民银行等陆续出台了《关于构建绿色金融体系的指导意见》《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》《绿色产业指导目录》《绿色融资统计制度》,进一步建立和完善了国内ESG信息披露和评价体系。2021年,《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》正式发布,作为双碳目标“1+N”政策体系中的“1”,深刻揭示了ESG投资和绿色金融发展在双碳目标实现过程中的重要作用。

目前,国内主流ESG评级机构包括Wind、商道融绿、华证、嘉实基金、中央财经大学绿色金融国际研究院、社会价值投资联盟、润灵环球、中国证券投资基金业协会等。各评级机构所构建的ESG评级方法在评级范围、指标选取、指标权重等方面存在着系统性差异(Berg et al., 2022)。商道融绿ESG评级专注于为顾客提供责任投资与ESG评估及信息评估,并非激励企业,故其市场冲击外生性更强,因其较高的权威性和独立性,得到社会各界的普遍认可。2022年我国国企、央企的ESG报告披露率分别达到59.7%和64.7%。截至2023年6月,我国A股上市企业名单共有5208家,其中1758家企业已经披露了2022年度ESG报告,披露率约为33.76%,较2021年增长3.3%。尽管取得了长足的进展,我国ESG发展仍面临着一些问题和挑战。首先,我国ESG信息披露的标准和质量参差不齐,缺乏统一的评估和认证体系,这给投资者和利益相关方带来了信息不对称的问题。其次,部分企业对ESG的理解和重视程度不够,缺乏有效的管理和执行机制,导致ESG策略难以落到实处,当前的监管政策和激励机制很难充分激发企业的ESG实践动力。

(二) 理论分析

1. ESG 评级和企业战略激进度

王晓红等(2023)认为ESG评级与企业战略激进度是正向关系,但也有研究表明,因来自利益相关者的压力而采取ESG措施会限制企业在战略上的自由度(Friede et al., 2015),企业更可能偏向于短期收益,而不是那些可能对ESG有积极影响的长期战略。此外,ESG的实施可能会使企业在权衡短期财务目标和可持续目标过程中,更加关注风险管理,导致它们在战略决策上变得更加保守,从而对企业的激进战略产生抑制作用(Hahn & Kühnen, 2013)。

从利益相关者理论来看,企业必须积极管理和整合相关群体的关系和利益,以确保企业的长期发展。企业为了更好的ESG表现,需要平衡企业内外部利益相关者。环境规制和管理者环境关注度负向调节政府研发补助和策略性绿色创新绩效之间的关系,抑制企业创新倾向(王永贵和李霞, 2023)。在这种情况下,ESG评级也意味着企

企业在追求战略激进行为时需要面临更高的利益平衡成本或环境规制阻力，企业需要花费更多的精力和资源来满足投资者的期望，因此，企业会倾向于减缓战略激进的步伐，以降低风险和提高回报的可预测性(张焰朝，2021)。从可持续发展理论来看，ESG评级会考量企业多方面的可持续发展和社会责任履行情况，企业须以共同、协调、高效、多维为原则，既要追求经济利益，也要注重环境保护。在产业政策支持的背景下，战略激进或战略防御往往需要牺牲一些短期利益或承担一定的风险，激进型战略无法进一步提高企业价值，反而会增加过度投资风险，企业为保持持续运营能力，往往会调整战略激进程度(孙光国等，2021)。此外，环境问题加剧企业经营的不确定性，企业通过调整可持续发展战略、增加绿色投资，提升ESG表现的同时也出现了抑制战略激进度的行为(潘玉坤和郭萌萌，2023)。从信号传递理论来看，信息不对称增加了部分企业的决策风险，ESG评级政策通常要求企业对活动和风险进行信息披露，减少管理者和外部投资者之间的信息不对称。ESG表现较差的企业的融资成本相对较高，投资者和金融机构对企业的融资意愿较低，企业融资难度和成本增加，资本密度降低，从而会抑制企业的战略激进度。与此同时，ESG信息披露带来的压力，使得企业倾向于投入更多资源和人力资本以提高公司治理能力和发展水平。而考虑到风险控制、资源分配和管理能力等因素，管理者通常会降低战略激进度，倾向于制定稳健型战略，提高企业盈余管理以及缩减研发支出，抑制企业绿色创新产出(Liu et al., 2021)。从委托代理理论来看，企业为获得较高的ESG评级得分，会投入大量的资源进行项目投资和社会责任活动，过度的企业战略激进度会增加企业代理成本，从而影响企业的财务绩效(Wang et al., 2023)，另外，拥有较高自信程度的管理者更倾向于采取激进度更大的战略，进行高风险投资活动，而企业战略越激进，财务舞弊概率和违规可能性就越高，势必影响企业声誉，偏好稳定回报的股东则会监督和调整战略决策，降低战略激进度，以保持企业财务稳定和自身最佳利益(Liu et al., 2023)。由此本文提出假设1：

H1：ESG评级对企业战略激进度有抑制作用。

2. ESG 评级、管理者短视和企业战略激进度

管理者短视指管理者在制定战略决策时源于短期利益驱动而忽视了企业长期发展和影响的行为。ESG评级对管理者短视行为起负向调节作用，ESG表现越好，管理者短视程度越低。一方面，ESG评级政策的实施使得投资者和利益相关者更加关注企业ESG表现，共同机构投资者通过监督效应和协同效应，有效抑制管理者短视(王新光等，2023)。另一方面，从信息披露来看，ESG评级可以作为企业上传递积极信号的工具，投资者越来越倾向于投资ESG表现良好的企业。资产规模更大、流动性更好、财务绩效更好的企业，ESG信息披露越透明真实，其股东持股比例越高，现金流拥有量增加越迅速，公司价值也随之增加。股东与公司利益一致性较高，管理者更容易从长期角度出发做出决策，减少短视行为注重长远发展。

减少管理者短视行为也会显著抑制企业战略冒进。根据委托代理理论，企业管理者可视为代理人，其只对任期内的企业发展绩效负责，往往会牺牲长远利益以满足短

期利益,这也决定了管理者个人的发展利益与企业的长远目标存在不同程度的冲突,平衡短期市场压力和长期价值创造,管理者更倾向于制定激进型战略(Tang & Li, 2024)。另外,管理者内在短视特质抑制了企业的实用型创新和绿色创新,也显著抑制企业数字化转型水平,而这些过程恰是管理者战略决策的结果(李倩茹,2021)。ESG投资理念与社会经济转型的契合,必然会迫使投资者积极关注企业发展战略,形成对公司信息的需求,企业信息环境的改善对企业管理者的短视行为进行约束,从而提升创新资源配置效率(姚树洁等,2023)。由于信息不对称,投资者只能事后通过公开信息判断管理者能力和努力程度,这就说明企业在第三方ESG评级的相对排名会影响管理者绩效,一旦企业ESG评级无法达到预期,股东就会质疑管理者短视行为,因而倒逼管理者投入更多资源和精力在企业长期战略规划和实施上。由上可知,ESG评级能够减少管理者短视行为,从而抑制企业战略激进度。由此本文提出假设2:

H2: ESG评级通过减少管理者短视行为抑制企业战略激进度。

3. ESG 评级、高管股权和企业战略激进度

将高管薪酬与企业ESG目标挂钩,能够牵引管理者对于ESG的重视,ESG评级结果与高管股权激励效果成正比,但与高管股权激励程度成反比,ESG评级越高,说明高管股权激励效果越好,此时企业也会适当降低激励程度以平衡公司发展利益(刘会洪等,2023)。从管理层角度看,ESG的实践需要企业投入大量的资源和资金,不管是从投资还是经营层面,短期内都不能直接改变公司的经营效益,管理者必然会对股权激励措施产生质疑,从而扩大企业员工的自主决策权(赵世芳,2020),另外,高管股权减持也能够有效缓解委托代理问题,降低股东利益对企业业绩的依赖程度,分散风险,在一定程度上提高企业管理层利益一致性与透明度,减轻企业负担,对企业的长远发展也是一种加持。

减持高管股权,会削弱企业战略激进度的快速扩张。一方面,根据创新理论,股权激励会增强高管抵御外部压力的能力,加剧代理问题,高管在利用企业创新要素和资源时更倾向于追求个人利益,从而导致企业在研发资源的利用方面效率及成效降低,企业创新转化率很难提升,无疑会抑制企业战略激进度。另一方面,ESG评级对于企业的可持续发展进行要求,投资者和其他利益相关方在企业治理方面存在较大压力,在这种情况下,用股权激励代替绩效考核对公司技术效率具有显著的抑制作用,进而会影响生产效率,对企业战略激进度产生负面影响(王浩等,2022)。此外,ESG长期导向与高管股权激励制度通常在关注短期股价方面表现不同,ESG评级要求企业平衡不同利益相关者的利益、要求企业关注风险管理并采取相应的措施,高管股权激励可能就受到牵制。如果企业ESG表现不佳,政府和监管部门会对企业严格执法,这对企业薪酬和股权结构有显著的负面影响,在ESG评级方面投入的资金在短期内无法使企业直接获利,会导致当期财务绩效下滑,进而导致企业薪酬降低,进一步可能会出现持有股票期权的激励机制诱使管理者进行盈利操纵的情况,不利于企业成长和组织结构的稳定性,也会抑制企业战略激进度(Zheng et al., 2022)。可以看出,高管股

权是ESG评级减缓企业战略激进度的中介路径，ESG评级可以通过高管股权减持抑制企业战略激进度。基于以上分析，本文提出假设3：

H3：ESG评级通过高管股权减持抑制企业战略激进度。

企业ESG评级对战略激进度的影响机制的逻辑框架见图1。

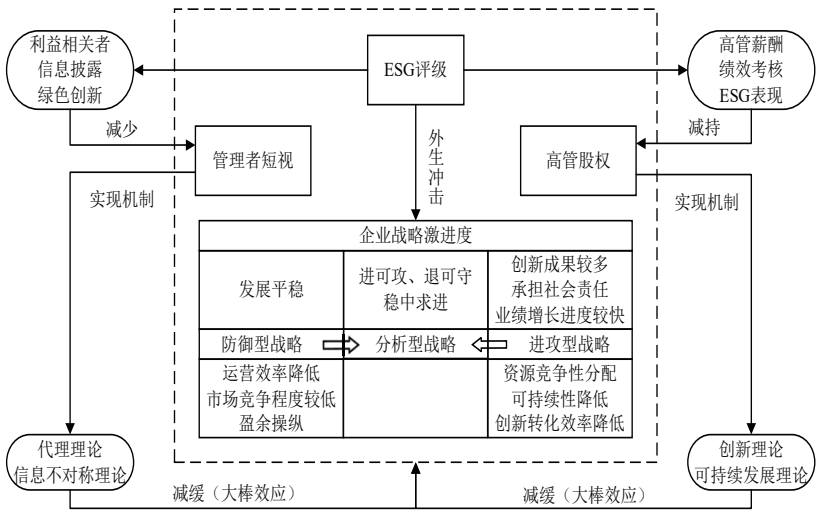


图1 影响机制的逻辑框架

四、计量模型与实证结果

(一) 数据来源和描述性统计

本文研究样本来自中国A股上市公司，综合CSMAR数据库、WIND等多个数据库原始数据，剔除ST和PT类公司，并排除在主要变量取值上存在缺失的个体，最终得到的17043个观测值的非平衡面板数据。行业的具体分类是由 WIND 数据库的分类方法来区分企业所在行业属性。

(1)被解释变量：战略激进度

借鉴王墨林等(2023)的研究，战略激进度的分值评价指标基于6个维度，其中创新指标使用研发支出与营业收入比值；市场扩张指标使用销售费用和管理费用之和与营业收入比值；成长性指标使用营业收入增长率；生产效率指标使用员工人数与营业收入的比值；组织结构稳定性使用5年员工人数的标准差与员工人数均值的比值；资本密度使用固定资产与总资产的比值。战略激进度按照“行业－年度”排序并依次赋值；分值越高意味企业战略越激进，其中公司战略激进度介于0至6分之间属于防御型战略，7至17分之间属于分析型战略，18至24分之间属于进攻型战略。

(2)核心解释变量：上市公司ESG评级公布的试点构建的多期DID虚拟变量

为了保证估计结果为商道融绿ESG评级的净效应，参考《A股上市公司ESG评级分析报告》、商道融绿对上市公司ESG评价及评价指数，本文核心变量ESG是依据上市公司ESG评级公布的试点构建的多期双重差分(DID)虚拟变量，若公司*i*在第*t*期公布了ESG评级，则当年及以后取值为1，否则取值为0。ESG平均值为0.108，说明研究样本中有ESG评级企业占到10.8%。

(3)控制变量

为控制影响企业ESG评级的其他经济指标，参考现有文献的做法（方明月等，2022），控制变量包括企业规模、总资产收益率、杠杆率、上市年龄、产权性质、两权分离率、股权集中度。表1为各主要变量定义及描述性统计情况。

表 1 描述性统计

变量	变量名称	变量定义	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值
被解释变量	企业战略激进度 (<i>stradica</i>)	基于6个指标的分数	17043	11.775	3.918	0.000	24.000
核心解释变量	<i>ESG</i> (<i>treat</i> * <i>post</i>)	若商道融绿发布了企业 <i>i</i> 在第 <i>t</i> 年的评级数据，则 <i>ESG</i> =1，否则为 <i>ESG</i> =0	17043	0.131	0.338	0.000	1.000
控制变量	企业规模	年总资产的自然对数	17043	22.449	1.257	19.505	26.395
	总资产收益率	企业净利润/企业总资产平均值	17043	0.034	0.064	-0.415	0.228
	杠杆率	总负债/总资产	17043	0.467	0.200	0.027	0.925
	上市年龄	ln(当年年份-上市年份+1)	17043	2.479	0.502	1.386	3.401
	产权性质	国有企业赋值为1，否则为0	16749	0.465	0.499	0.000	1.000
	两权分离率	实际控制人拥有上市公司控制权与所有权之差	16338	5.103	7.783	0.000	29.221
	股权集中度	第一大股东持股比例	17043	0.339	0.148	0.084	0.758

(二) 基准回归

(1) 多期 DID 模型设定及结果

为了评估ESG评级事件对企业战略激进度的外部冲击效应，本文构建多期DID模型：

$$stradica_{it}=\alpha_1+\theta_1\ ESG_{it}+\lambda_1\ X_{it}+\varphi_i+\mu_t+\varepsilon_{it}$$

(1)

其中，*stradica_{it}*代表企业战略激进度。核心解释变量*ESG_{it}*用于表示第*t*年企业*i*的商道融绿ESG评级，若企业*i*在第*t*期被公布了ESG评级，则当年及以后取值为1，为处理组，否则取值为0，为对照组。模型中*ESG_{it}*是处理组和试点的乘积(*Treat_i* × *Post_t*)。θ₁为双重差分估计量，*X_{it}*为控制变量。ε_{it}是影响企业战略激进度的随机扰动项。此外，出于经济宏观状况、环境变化对公司治理和企业风险的影响，式(1)中控制了企业固定效应φ_{*i*}和年份固定效应μ_{*t*}，并使用了企业层面聚类的稳健标准误。

表2是多期DID模型结果，第(1)列是去掉控制变量的结果，回归系数在5%的水平下显著为负，第(2)列是增加控制变量的结果，回归系数在1%的水平下显著为负，可以看出，ESG评级对企业战略激进度有显著的抑制作用。第(3)列增加了城市固定效应，第(4)列是核匹配的PSM-DID的结果，^①回归系数都显著为负，说明模型回归比较稳健，反映出假设1即ESG评级对企业战略激进的抑制作用成立。因此，ESG评

① 本文借用赵晓梦等(2021)主要使用“核匹配”(kernel matching)进行PSM-DID。“核匹配”将处理组的每位个体与控制组的所有个体进行匹配，使用的是logit模型来估计倾向得分，权重则通过使用“核函数”，根据“倾向得分”计算而得。以控制变量作为协变量进行匹配，利用多时点DID模型重新进行检验。具体做法为：首先设置随机数种子，生成一个正态分布的随机变量，然后对这些随机值进行排序，并定义一系列控制变量。最后，使用psmatch2命令进行倾向得分匹配分析，以评估ESG变量对*stradica*变量的平均处理效应，同时控制了其他变量的影响。

级事件可能揭示了企业在环境、社会和治理方面的外部压力，进而促使企业减少或者避免战略冒进的决策。

(2) 多期三重差分(DDD)模型设定及结果

应用DDD方法可以估计处理效应，PSM-DDD模型能够在一定程度上处理更多的内生性问题，尤其是那些与可观测变量相关的内生性问题。本文借鉴Cai et al.(2016)的研究，在对比ESG评级前后处理组企业和对照组企业差异的双重差分的基础上，引入行业属性进行第三重差分。三重差分(DDD)模型设定如下：

表 2 多期 DID 模型结果

变量	(1) <i>stradica</i>	(2) <i>stradica</i>	(3) <i>stradica</i>	(4) <i>stradica</i>
<i>ESG</i>	-0.270** (0.124)	-0.433*** (0.125)	-0.427*** (0.125)	-0.382*** (0.125)
企业规模		0.707*** (0.124)	0.719*** (0.124)	0.889*** (0.144)
总资产收益率		1.700*** (0.598)	1.771*** (0.605)	2.087*** (0.625)
杠杆率		-0.022 (0.392)	-0.102 (0.397)	0.335 (0.443)
上市年龄		-1.062*** (0.389)	-1.114*** (0.392)	-1.542*** (0.406)
产权性质		-0.274 (0.255)	-0.284 (0.262)	-0.320 (0.307)
两权分离率		-0.006 (0.010)	-0.005 (0.010)	-0.019* (0.010)
股权集中度		0.215 (0.713)	0.100 (0.720)	0.422 (0.744)
常数项	11.794*** (0.016)	-1.385 (2.849)	-1.443 (2.811)	-4.568 (3.295)
观测值	16,826	16,117	16,112	14,825
企业固定效应	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES	YES
城市固定效应	NO	NO	YES	NO
调整R ² 值	0.618	0.627	0.623	0.644

注：*、**与***分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平，括号内为标准误，下同。

$$\begin{aligned}stradica_{ijpt} = & \alpha_2 + \theta_2 Treat_i \times Post_t \times IIPindu_j + \theta_3 Treat_i \times IIPindu_j + \\& \lambda_3 X_{ijpt} + \varphi_i + \delta_{jt} + \delta_{pt} + \varepsilon_{ijpt}\end{aligned}\tag{2}$$

模型中下标*i*表示企业，*j*表示行业，*p*表示城市，*t*表示年份。被解释变量*stradica_{ijpt}*为企业战略激进度。主要解释变量为*Treat_i × Post_t × IIPindu_j*，其中，*Treat_i*为ESG评级企业哑变量，当企业被纳入商道融绿ESG评级体系，则其取值为1，否则为0；*Post_t*为ESG评级公布的年份哑变量，当年及以后取值为1，否则为0；引入行业属性进行第三重差分，选取持续创新投入(*IIPindu_j*)作为行业哑变量的原因在于，一方面企业ESG表现、战略激进度都和创新有很大关系，另一方面企业层面的创新能力提升和战略激进度的调整，将有助于推动整个行业的技术进步和市场竞争能力，从而促进行业的稳定发展。*IIPindu_j*指标为0、1变量，以所有行业的持续创新投入(IIP)的均值为分界，^①企业持续创新投入的值超过所有行业均值，则*IIPindu_j*取值为1，即高持续创新投入行业。否则*IIPindu_j*取值为0，即低持续创新投入行业。系数*θ₂*为三重差分估计量，表示ESG评级对企业战略激进度的影响。控制变量*X_{ijpt}*与基准回归一致，*φ_i*是企业固定效应。回归中采用企业层面聚类的稳健标准误。此外，本模型还控制了*Treat_i*与*IIPindu_j*

① 按照持续创新能力的算法用研发经费(IIP)来表示，具体做法是采用研发经费的前后期对比来反映创新的持续程度。具体地，将企业第*t*年的创新持续性等于企业在第*t-1*与*t*年间研发经费之和较第*t-2*与*t-1*年间的研发经费之和的环比增长率，再乘以第*t-1*与*t*年的研发经费之和。

的交互项、城市 $\times$ 年份固定效应 δ_{pt} 和行业 $\times$ 年份固定效应 δ_{jt} 。

表3为多期DDD模型的估计结果,其第(1)列是核匹配的PSM-DDD结果,回归系数在5%水平下显著为负。第(2)列是DDD模型结果,回归系数在1%水平下显著为负,表明ESG评级对企业战略激进度具有抑制作用,这进一步支持了假设1。

(3) 平行趋势检验

运用双重差分模型时,在2015年商道融绿ESG评级发布之前,处理组(ESG评级企业)和对照组(其他企业)的企业战略激进度趋势一致,无明显系统性差异,即处理组和对照组的样本都需要符合“共同趋势”的原则。本文借鉴Jacobson et al.(1993)的事件研究法(Event Study Approach),构建以下模型进行平行趋势检验。

表3 多期 DDD 模型结果

变量	(1) <i>stradica</i>	(2) <i>stradica</i>
$Treat_i \times Post_t \times IIPindu_j$	-0.310** (0.145)	-0.387*** (0.145)
$Treat_i \times IIPindu_j$	0.239 (0.166)	0.299* (0.163)
企业规模	1.166*** (0.158)	0.884*** (0.135)
总资产收益率	1.501** (0.671)	1.361** (0.646)
杠杆率	-0.285 (0.494)	-0.412 (0.434)
上市年龄	-0.996** (0.490)	-0.603 (0.457)
产权性质	-0.488 (0.328)	-0.409 (0.282)
两权分离率	-0.017 (0.012)	-0.002 (0.011)
股权集中度	0.512 (0.836)	0.373 (0.800)
常数项	-11.973*** (3.651)	-6.460** (3.153)
观测值	13,606	14,868
企业固定效应	YES	YES
城市 $\times$ 年份固定效应	YES	YES
行业 $\times$ 年份固定效应	YES	YES
调整 R^2 值	0.663	0.645

$$stradica_{it} = \alpha_3 + \beta_s^{precut} [D_i \times I(t - T_D < -4)] + \sum_{s=-3}^{-2} \beta_s^{pre} [D_i \times I(t - T_D = s)] + \sum_{s=0}^2 \beta_s^{post} [D_i \times I(t - T_D = s)] + \beta_s^{postcut} [D_i \times I(t - T_D > 3)] + \lambda_4 X_{it} + \phi_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, $D_i=1$ 表示企业*i*为处理组, $D_i=0$ 表示企业*i*为控制组; $s=0$ 为基期。该模型中关注的系数是 β_s ,其变化反映了ESG评级对企业战略激进度影响的动态变化,若回归系数 β_s^{precut} 和 β_s^{pre} 不显著,回归系数 $\beta_s^{postcut}$ 和 β_s^{post} 显著性地异于0,则表明构建的多时点双重差分模型满足平行趋势检验。

由于ESG评级是一个动态的过程,后续年份可能还会有新的企业被纳入评级体系,因此存在多次评级事件。商道融绿ESG评级事件多期分别指:2015年(首次),以及2016年、2017年和2018年各次。^①图2绘制了95%置信区间下 β_s 的估计结果,从中可以看出:以2015年为基期,政策实施前四期, β 值分别为0.145、0.023、-0.058和-0.005,均没有通过显著性检验,证明处理组(ESG评级企业)和对照组(未发布ESG评级企业)在2015年ESG评级实施前不存在明显的差异,满足平行趋势假设。2015年试点后的第一期2016年,估计系数 β 值为-0.274,在5%的水平下显著,可以看出,

① 短期效应可能更容易归因于ESG评级本身,而不是其他长期或持续变化的因素,如果将时间窗口扩展到2020年,可能会引入其他未观察到的变量,如新冠疫情、市场动态或宏观经济因素等,这些因素可能会对企业行为和绩效产生重大影响,从而影响对ESG评级效应的较为准确的评估。

ESG评级事件对企业战略激进度的影响滞后一年，原因可能在于，商道融绿 ESG 评级初期，政策时点对企业影响有限，而企业调整 and 适应、决策和执行都需要一定的时间才能完成。ESG 评级对企业战略激进度的抑制作用在试点后的第二期 2017 年影响增大(β_2 为-0.598)，但到第三期 2018 年，又呈现减小的趋势(β_3 为-0.365)。尽管 ESG 评级对企业战略激进度有抑制作用，但企业可以通过加强环境保护措施、改善劳工关系、优化董事会结构、加强公司治理等措施进行战略调整，逐步减少 ESG 评级对企业战略激进度的负向影响。

(4) 安慰剂检验

行业竞争和政策环境、市场需求的增长或衰退、监管制度、技术进步可能会随时间的演进对企业战略激进度产生不同影响。安慰剂检验常作为稳健性检验的内容，在因果识别中，为了识别某种政策或冲击的影响，会随机指定处理组与控制组。如果其核密度曲线为均值接近 0 的近似正态分布的曲线，则认为原有结果是稳健的，而不是随机的。商道融绿 ESG 评级首次发布时间为 2015 年，为避免时间变化导致处理组和对照组企业战略激进度产生差异，参考 La Ferrara et al.(2012)的做法，通过随机抽样 500 次“伪政策虚拟变量”进行安慰剂测试。根据 500 次随机抽样的基准回归估计均值，进一步绘制了 500 个估计系数的核密度分布(图 3)，可以发现，回归系数落在 0 值附近且服从正态分布，绝大多数回归结果不显著。这表明在伪处理组中没有发现明显的系统性偏差或特定模式，回归系数的波动是随机的，而不是由于某些未观测到的因素导致的。据此，可以排除本文的基准估计结果由不可观测因素导致。

(三) 稳健性检验

考虑到所选变量与 ESG 评级之间可能会产生反向影

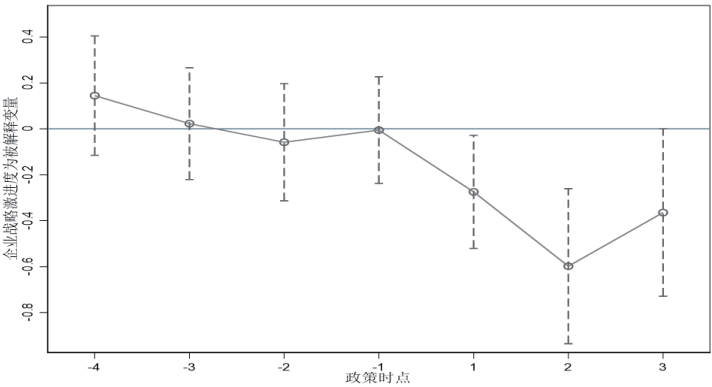


图 2 平行趋势检验

注：实心点的上下线表示 95% 的置信区间

表 4 平行趋势检验

变量	(1) <i>stradica</i>
β_{-4}	0.145 (0.133)
β_{-3}	0.023 (0.124)
β_{-2}	-0.058 (0.130)
β_{-1}	-0.005 (0.119)
β_1	-0.274** (0.126)
β_2	-0.598*** (0.172)
β_3	-0.365* (0.186)
企业规模	0.687*** (0.123)
总资产收益率	1.691*** (0.598)
杠杆率	0.001 (0.392)
上市年龄	-1.051*** (0.389)
产权性质	-0.273 (0.256)
两权分离率	-0.006 (0.010)
股权集中度	0.212 (0.711)
常数项	-0.773 (2.842)
观测值	16,117
企业固定效应	YES
年份固定效应	YES
调整R ² 值	0.627

响，需要进行一系列稳健性检验，结果见表5。考虑到解释变量可能存在的时滞影响

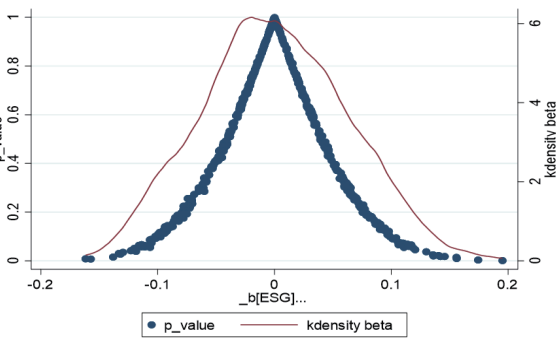


图 3 安慰剂检验

表 5 稳健性检验 I

变量	(1) <i>stradica</i>	(2) <i>L.stradica</i>	(3) <i>L.stradica</i>
<i>L.ESG</i>	-0.330*** (0.125)	-0.344** (0.134)	-0.457*** (0.134)
企业规模	0.714*** (0.146)	0.767*** (0.130)	
总资产收益率	1.538** (0.657)	1.626*** (0.612)	
杠杆率	-0.122 (0.457)	-0.037 (0.450)	
上市年龄	-1.054** (0.523)	-0.858 (0.534)	
产权性质	-0.117 (0.288)	-0.130 (0.278)	
两权分离率	-0.004 (0.011)	-0.015 (0.010)	
股权集中度	0.737 (0.792)	0.691 (0.761)	
<i>L.企业规模</i>			0.936*** (0.148)
<i>L.总资产收益率</i>			1.597** (0.768)
<i>L.杠杆率</i>			-0.221 (0.456)
<i>L.上市年龄</i>			-0.995** (0.445)
<i>L.产权性质</i>			-0.137 (0.331)
<i>L.两权分离率</i>			-0.005 (0.011)
<i>L.股权集中度</i>			0.444 (0.764)
常数项	-1.952 (3.431)	-3.476 (3.096)	-6.810** (3.335)
观测值	13,031	13,031	13,037
企业固定效应	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES
调整R ² 值	0.654	0.642	0.643

会降低潜在内生性问题，将ESG评级滞后一期，能够更好处理互为因果的问题，表中第一行可以发现，回归系数都显著为负，与基准回归结果基本一致，再次验证了本文结论的稳健性。第(1)列将核心变量滞后一期进行回归，第(2)列核心解释变量和被解释变量替换成滞后一期数据进行回归，第(3)列全部变量替换成滞后一期的数据进行回归，结果仍然稳健。

表6通过改变样本区间进行稳健性检验，第(1)列剔除了2020年的数据，排除了新冠疫情对企业战略激进度的影响，第(2)列利用深圳证券交易所对深市上市公司的信息披露考核等级，剔除了信息披露考核不合格公司，回归结果仍然显著为负，第(3)列剔除了金融样本，回归结果仍然稳健。

表 6 稳健性检验 II

变量	(1) <i>stradica</i>	(2) <i>stradica</i>	(3) <i>stradica</i>
<i>ESG</i>	-0.433*** (0.125)	-0.418*** (0.128)	-0.433*** (0.125)
企业规模	0.707*** (0.124)	0.836*** (0.128)	0.707*** (0.124)
总资产收益率	1.700*** (0.598)	1.682*** (0.647)	1.700*** (0.598)
杠杆率	-0.022 (0.392)	0.111 (0.431)	-0.022 (0.392)
上市年龄	-1.062*** (0.389)	-1.207*** (0.405)	-1.062*** (0.389)
产权性质	-0.274 (0.255)	-0.132 (0.273)	-0.274 (0.255)
两权分离率	-0.006 (0.010)	-0.006 (0.010)	-0.006 (0.010)
股权集中度	0.215 (0.713)	0.191 (0.763)	0.215 (0.713)
常数项	-1.385 (2.849)	-4.146 (2.961)	-1.385 (2.849)
观测值	16,117	14,734	16,117
企业固定效应	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES
调整R ² 值	0.627	0.629	0.627

五、影响机制分析

（一）减少管理者短视行为

为了验证ESG评级通过减少管理者短视行为从而抑制企业战略激进度作用机制，表7以管理者短视(*Myopia*)为中介变量进行回归，^①第(1)列全样本结果显示，ESG系数为-0.005，在5%的水平下显著，说明ESG评级的推广和实施具有减少管理者短视的作用；第(6)列*Myopia*的系数为-0.823且在5%的水平下显著，说明管理者短视的中介效应成立。因此假设2成立，ESG评级通过减少管理者短视行为抑制企业战略激进度。

表7分组检验了ESG评级对大企业和小企业、新企业和老企业的影响情况。结果显示，对于小企业，ESG系数估计值不显著，对于大企业，ESG系数估计值为-0.011，且在1%的水平下显著，这反映出ESG评级事件在不同程度上减少了管理者短视行为，但对于大企业的影响效果更显著，可能的原因在于ESG评级为企业提供了信息披露公开透明的方式，对大企业的融资成本和投资者偏好的影响要高于小企业。对于新企业，ESG系数估计值为-0.008且在10%的水平下显著，但对于老企业，ESG系数估计值不显著，这反映出ESG评级减少管理者短视的影响对于新企业更突出，原因可能是面对ESG评级所强调的价值观和标准，新企业的管理者减少短视行为行动更快，调整可持续发展的战略举措更灵活。

表 7 影响机制 I

变量	全样本 <i>Myopia</i>	小企业 <i>Myopia</i>	大企业 <i>Myopia</i>	新企业 <i>Myopia</i>	老企业 <i>Myopia</i>	全样本 <i>stradica</i>
ESG	-0.005** (0.003)	-0.007 (0.006)	-0.011*** (0.004)	-0.008* (0.004)	-0.003 (0.004)	
企业规模	-0.006*** (0.002)	-0.008* (0.004)	-0.008* (0.004)	-0.011*** (0.003)	-0.005 (0.004)	0.657*** (0.124)
总资产收益率	-0.079*** (0.015)	-0.051*** (0.017)	-0.133*** (0.034)	-0.044** (0.023)	-0.102*** (0.021)	1.716*** (0.599)
杠杆率	0.023** (0.010)	0.028** (0.013)	0.026 (0.018)	0.015 (0.013)	0.033** (0.015)	0.040 (0.392)
上市年龄	0.028*** (0.009)	0.043*** (0.013)	0.019 (0.016)	0.036** (0.018)	0.000 (0.020)	-0.953** (0.388)
产权性质	0.001 (0.007)	-0.009 (0.009)	-0.005 (0.014)	0.003 (0.012)	0.002 (0.010)	-0.290 (0.256)
两权分离率	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.006 (0.010)
股权集中度	-0.022 (0.015)	-0.023 (0.025)	-0.060*** (0.023)	-0.020 (0.023)	-0.003 (0.022)	0.247 (0.714)
<i>Myopia</i>						-0.823** (0.369)
常数项	0.163*** (0.055)	0.173* (0.095)	0.258** (0.109)	0.261*** (0.079)	0.188** (0.094)	-0.534 (2.841)
观测值	16,117	8,763	7,124	7,552	8,093	16,117
企业固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
调整R ² 值	0.339	0.342	0.360	0.362	0.372	0.626

① 本文使用的管理层短视指标参考了胡楠等(2021)的方法，选择了43个与短期视域相关的词汇，如“天内、数月、尽快”等，并用词典法计算了这些词汇在MD&A中的总词频占比。

(二) 高管股权减持

为了验证ESG评级通过高管股权减持来抑制企业战略激进度的作用机制，表8以高管股权激励为中介变量进行回归，结果显示，ESG系数在5%的水平下显著为负，高管股权激励的系数在5%的水平下显著为负，说明高管股权在ESG评级与企业战略激进度之间存在中介效应。因此假说3成立，ESG评级通过高管股权减持抑制企业战略激进度。

表8分组检验结果表明，对于大企业ESG系数估计值显著为负，但对于小企业，ESG系数估计值没有通过显著性检验，原因可能是大企业涉及的利益平衡问题更复杂，导致大企业的股权激励面临更多的约束和限制。对于新企业，ESG系数估计值显著为负，而老企业没有通过显著性检验，可能的原因是，老企业比新企业有相对稳定的经营效益和风险应对优势。

表 8 影响机制 II

变量	全样本	小企业	大企业	新企业	老企业	全样本
	高管股权激励	高管股权激励	高管股权激励	高管股权激励	高管股权激励	<i>stradica</i>
ESG	-0.004** (0.002)	0.008 (0.007)	-0.005** (0.002)	-0.006* (0.003)	-0.002 (0.002)	
企业规模	0.001 (0.001)	0.004** (0.002)	0.002 (0.003)	0.001 (0.002)	0.003** (0.001)	0.664*** (0.124)
总资产收益率	0.060*** (0.009)	0.047*** (0.011)	0.086*** (0.017)	0.059*** (0.014)	0.041*** (0.013)	1.853*** (0.599)
杠杆率	0.002 (0.005)	0.007 (0.006)	-0.012 (0.008)	-0.001 (0.008)	0.002 (0.007)	0.023 (0.393)
上市年龄	-0.002 (0.005)	0.008 (0.007)	-0.015* (0.009)	0.017 (0.011)	-0.027** (0.011)	-0.979** (0.388)
产权性质	-0.006* (0.003)	-0.010*** (0.004)	-0.002 (0.008)	-0.003 (0.003)	-0.007 (0.005)	-0.298 (0.256)
两权分离率	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.006 (0.010)
股权集中度	0.002 (0.007)	0.015 (0.012)	-0.008 (0.015)	0.028* (0.014)	-0.010 (0.011)	0.267 (0.713)
高管股权激励						-1.199** (0.568)
常数项	-0.019 (0.025)	-0.105** (0.046)	0.009 (0.069)	-0.054 (0.048)	0.024 (0.044)	-0.691 (2.845)
观测值	16,117	8,763	7,124	7,552	8,093	16,117
企业固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
调整R ² 值	0.281	0.297	0.306	0.320	0.310	0.626

六、进一步研究

探究ESG评级对企业战略激进度的影响，针对不同的行业特点，政策效应也不尽相同。表 9 第(1)列使用行业属性作为调节变量结果，借鉴吴非(2021)等学者的做法，

将上市企业公布的年度报告中相应关键词的词频测度，进行搜索、匹配和词频计数，分类归集关键技术方向的词频并形成最终加总词频，从而构建了企业数字化转型词频指标。^①第(1)列将数字化转型指标的年报中大数据词频作为行业分组依据。大数据词频高于全部样本的平均值为高数字化转型行业，反之为低数字化转型行业。可以看出，交互项($ESG \times DIGI$)对企业战略激进度的系数为0.374，且在5%的水平下显著，表明在数字化转型程度高的行业，ESG评级对企业战略激进度的抑制作用会减弱。在某种程度上，数字化转型程度高的企业往往具有更强的技术创新能力和市场适应性，这类企业通常能够更有效地整合和利用资源，提高运营效率，更倾向于通过创新和市场扩展来实现业绩增长，因而为在市场竞争中占据更优势的地位，通常会选择战略扩张。

表9第(2)列将账面市值比作为调节变量，账面市值比是一个重要的投资指标，它反映了公司账面价值和市场价格之间的差异，可以帮助投资者识别股票市场中可能存在的价值机会，从而更好地把握投资机会。可以看出，交互项($ESG \times BM$)对企业战略激进度的系数为0.147，且在5%的水平下显著为正。账面市值比会削弱ESG评级对企业战略激进度的抑制作用。账面市值比高的企业通常拥有更多的内部资源、更强的财务实力，这就为企业提供了更多的战略选择和灵活性，使其在面对市场变化时能够迅速作出反应，在这种情况下，ESG评级对这类企业战略激进度的抑制作用可能会相对减弱，因为它们有足够的实力和资源来支持其战略决策。

表9 调节效应

变量	(1) <i>stradica</i>	(2) <i>stradica</i>
<i>ESG</i>	-0.586*** (0.138)	-0.671*** (0.154)
<i>DIGI</i>	-0.079 (0.072)	
<i>ESG</i> × <i>DIGI</i>	0.374** (0.156)	
<i>BM</i>		-0.303*** (0.056)
<i>ESG</i> × <i>BM</i>		0.147** (0.059)
企业规模	0.705*** (0.124)	0.855*** (0.128)
总资产收益率	1.738*** (0.597)	1.306** (0.597)
杠杆率	-0.022 (0.391)	0.307 (0.392)
上市年龄	-1.070*** (0.389)	-1.229*** (0.390)
产权性质	-0.278 (0.255)	-0.229 (0.252)
两权分离率	-0.006 (0.010)	-0.005 (0.010)
股权集中度	0.211 (0.712)	0.231 (0.709)
常数项	-1.302 (2.838)	-4.107 (2.895)
观测值	16,117	16,117
企业固定效应	YES	YES
年份固定效应	YES	YES
调整R ² 值	0.627	0.628

① 具体从巨潮资讯网下载2000~2021年上市公司年报，将原始报告文本整理为面板数据，筛选MD&A文本。2014年及以前主要在“董事会报告”中筛选，2015年主要在“管理层讨论与分析”中筛选，2016年及往后主要从“经营情况讨论与分析”中筛选。统计MD&A全文、中英文部分的文本长度，构建企业数字化术语词典，将词汇扩充到python的jieba库，去除停顿词，统计上述词汇在MD&A文本中出现的次数，计算各维度水平。互联网信息化关键词有：移动互联网、工业互联网、产业互联网、互联网解决方案、互联网技术、互联网思维、互联网行动、互联网业务、互联网移动、互联网应用、互联网营销、互联网战略、互联网平台、互联网模式、互联网商业模式、互联网生态、电商、电子商务、网络销售、internet、互联网+、线上线下、线上到线下、线上和线下、O2O、B2B、C2C、B2C、C2B、5G、微信、内部网、内联网、内网、intranet。

七、研究结论和建议

本文以商道融绿金融机构2015年ESG评级为准自然实验,基于2010~2020年中国A股上市公司面板数据,通过构建多期双重差分模型、三重差分模型,深入探究了ESG评级事件对企业战略激进度的影响。研究表明:第一,ESG评级对企业战略激进度有一定的抑制作用,这一结论经过了一系列稳健性检验的支持。第二,其影响机制表明,ESG评级通过减少管理者短视行为和高管股权减持来抑制企业战略激进度。分组结果表明,ESG评级对大企业、新企业的作用机制影响效果明显。第三,数字化转型程度高的行业,ESG评级对企业战略激进度的抑制作用会减弱。账面市值比会削弱ESG评级对企业战略激进度的抑制作用。

基于以上研究结论,本文从国家和企业层面提出如下建议:

从国家层面看:第一,完善ESG信息披露机制,制定具体可行的政策,强化执行力度和监管力度。政府相关部门应加强对企业ESG报告的审核和抽查,当好“看得见的手”,设立相应的激励机制,鼓励企业主动提高ESG信息披露透明度和质量,建设专业的信息披露平台,监督通道和处理机制;同时引入拥有专业知识背景的ESG人才,为企业对标ESG标准提供个性化的改善建议,推动企业改善ESG表现,促进社会各方对ESG的认识和理解,引导他们进行更精准的投资决策。第二,增加财政补贴,优化管理制度,助推企业高质量发展。政府应鼓励企业ESG方面的投资和融资,帮助企业缓解融资约束,鼓励银行加大对符合ESG指标企业的支持力度,充分协调第三方机构,汲取借鉴国际ESG管理标准和先进经验,优化评级指标和评价体系,做到合规管理,有据可依,适度扶持,增释ESG发展效能,助力企业高质量发展。第三,建立风险评价体系,引导企业进行自我约束,健全企业ESG评级标准。政府要制定符合国际标准的ESG评级规范,适度采用股权激励制度为企业长期发展保驾护航,引导社会舆论,形成良好的社会监督氛围,提高公众对短视及股权激励不当导致的不良后果的认知,完善政策和制度保障,构建公平的竞争环境,发挥企业间的示范作用。第四,积极引导和把控企业战略措施,构建良好的企业发展业态。政府应制定科学规范明确的产业政策,包括重点发展领域和政策支持,推动构建和谐稳定的企业良性发展“生态圈”,营造公平的竞争环境,避免不正当手段和措施的蔓延,加强产业协调与合作,强化监测、监管和监控,助力企业可持续发展并为企业提供创新发展资源。

从企业层面看:第一,发挥内生动力主动求变,将企业ESG评级纳入自身长期发展战略规划,平衡短期经济利益和长远目标。企业应主动挖掘ESG的商业价值和社会价值,寻求ESG与自身商业模式的有效结合点,释放企业ESG的发展内驱力,推动企业可持续发展,使其既能满足国家发展要求和社会需求,又能改善企业在利益相关者中的形象和地位,从而提高企业声誉。第二,关注股权结构的客观情况,既要关注高管股权的正向激励,也要考虑其对企业战略激进度的调节关系。企业在设计高管层股权激励方案时,要统筹考虑激励程度与企业发展要素之间的权衡关系,不断优化企业

内部控制环境，科学合理地设计高管股权激励力度、集中及分散程度，从而有效提高企业的竞争力和经营效率，促进企业的长远健康发展。第三，加强对管理者的长期激励，减少管理者短视，为企业发展提供智力支持。企业应加强绩效管理，明确企业战略目标，大力关注“盐碱地”，不断引进高层次人才，健全高层管理人员的选拔和培育机制，激发其创新动力，建立有效的融资渠道，帮助管理者缓解融资困境，开拓新市场，充分发挥企业数字化转型赋能背景下的管理层激励，促进企业战略的可持续发展和长期价值创造。

参考文献

- [1] 毕金玲,韩倩雯,刘文平.ESG评级表现与上市公司违规行为[J].投资研究,2023(12):39-54.
- [2] 陈彦亮,任海霞,高闯.大股东减持影响战略激进度吗?[J].经济与管理研究,2024(3):125-144.
- [3] 方明月,林佳妮,聂辉华.数字化转型是否促进了企业内共同富裕?——来自中国A股上市公司的证据[J].数量经济技术经济研究,2022(11):50-70.
- [4] 郭祥,陈富永.管理者短视对企业绿色创新产出的影响——盈余管理和研发投入的中介作用[J].软科学,2023(12):1-13.
- [5] 胡洁,于宪荣,韩一鸣.ESG评级能否促进企业绿色转型?——基于多期双重差分法的验证[J].数量经济技术经济研究,2023(7):90-111.
- [6] 胡楠,薛付婧,王昊楠.管理者短视主义影响企业长期投资吗?——基于文本分析和机器学习[J].管理世界,2021(5):139-156.
- [7] 黄希鑫.ESG评级披露对企业绿色创新的影响研究[J].全国流通经济,2023(14):69-74.
- [8] 李连燕,张东廷.企业“智力资本结构化”的选择与管理——基于心理契约与企业竞争战略的视角[J].东岳论丛,2015(6):144-148.
- [9] 廖璇.ESG表现、市场势力与企业价值链升级——基于中国A股上市公司的经验证据[J].上海对外经贸大学学报,2024(1):51-67.
- [10] 刘柏,卢家锐,琚涛.形式主义还是实质主义:ESG评级软监管下的绿色创新研究[J].南开管理评论,2023(5):16-28.
- [11] 刘会洪,张哲源.高管股权激励能否提高企业ESG表现?[J].现代管理科学,2023(4):75-84.
- [12] 罗拥华,宋冬黎.非国有股东治理对国有企业战略激进度的影响研究[J].吉林工商学院学报,2023(6):41-47.
- [13] 孟庆斌,李昕宇,蔡欣园.公司战略影响公司违规行为吗[J].南开管理评论,2018(3):116-129.
- [14] 潘玉坤,郭萌萌.空气污染压力下的企业ESG表现[J].数量经济技术经济研究,2023(7):112-132.
- [15] 秦令华,井润田,王国锋.私营企业主可观察经历、战略导向及其匹配对绩效的影响研究[J].南开管理评论,2012(4):36-47.
- [16] 寿柯炎,吴雷,曾雨琦.ESG评级会推动制造业企业高质量发展吗——基于多期双重差分模型的证据[J].金融与经济,2023(12):33-43.
- [17] 宋清华,周学琴,邓翔.ESG评级与企业环保投资:激励还是掩饰?[J].金融论坛,2023(11):60-70.
- [18] 孙健,王百强,曹丰,等.公司战略影响盈余管理吗[J].管理世界,2016(3):160-169.
- [19] 唐任伍,马宁.基于ESG评价的我国流通企业高质量发展:价值、责任与绩效[J].中国流通经济,2024(1):3-11.
- [20] 王浩.股权激励合约特征与公司高质量发展[J].统计与决策,2022(5):175-179.
- [21] 王墨林,阎海峰,宋渊洋.企业数字化程度对战略激进度的影响研究[J].管理学报,2023(5):667-675.
- [22] 王朋吾,王雪,朱嘉琪,等.ESG评级表现、绿色创新与企业价值[J].商业会计,2024(5):24-28.
- [23] 王思遥,沈沛龙.ESG评级对我国商业银行系统性风险的影响研究[J].经济体制改革,2023(5):193-200.
- [24] 王晓红,赵美琳,张少鹏,等.企业战略激进度、数字化转型与ESG表现——企业生命周期的调节作用

- [J].软科学,2024(3):78-84.
- [25] 王新光,盛宇华.共同机构所有权与企业数字化转型:协同治理抑或私利合谋[J].科技进步与对策,2023(20):87-98.
- [26] 王永贵,李霞.促进还是抑制:政府研发补助对企业绿色创新绩效的影响[J].中国工业经济,2023(2):131-149.
- [27] 吴非,胡慧芷,林慧妍,等.企业数字化转型与资本市场表现——来自股票流动性的经验证据[J].管理世界,2021(7):130-144+10.
- [28] 吴祖光,贺斯奇,万迪昉.异质性资本融合与企业战略激进度——环境不确定性调节的外部薪酬差距中介作用[J].软科学,2023(11):16-21.
- [29] 夏同水,崔琳.数字化转型对战略激进度的影响[J].会计之友,2024(8):42-50.
- [30] 肖德云,谭易洋.ESG评级公布对中国企业研发国际化的影响研究[J].工业技术经济,2023(10):151-160.
- [31] 谢帮生,谢佳丽,钟祺琦.ESG评级软监管下的企业盈余质量——基于信息效应与治理效应[J].财会月刊,2024(2):48-55.
- [32] 邢斐,陈诗英,蔡嘉瑶.企业集团、产业生命周期与战略选择[J].中国工业经济,2022(6):174-192.
- [33] 邢斐,郑婕妤.环境不确定性、企业集团与投资效率[J].财会通讯,2021(7):60-65.
- [34] 徐细雄,占恒,徐振远,等.儒家文化、隐性规范与公司激进战略选择[J].管理学季刊,2022(4):95-118.
- [35] 姚利,许澳迪,寇嘉峻.双碳目标下ESG评级对企业绿色技术创新的影响研究[J].全国流通经济,2024(4):69-72.
- [36] 姚树洁,蒋艺翹.可持续发展之路:ESG实践与企业创新[J].山东大学学报(哲学社会科学版),2023(4):99-111.
- [37] 张莉艳,陈琪.非国有股东参与治理影响国有企业战略激进度吗?[J].首都经济贸易大学学报,2024(1):81-96.
- [38] 张焰朝,孙光国,陈思阳.产业政策、资源配置与企业战略激进度[J].宏观经济研究,2021(6):17-33+92.
- [39] 赵世芳,江旭,应千伟等.股权激励能抑制高管的急功近利倾向吗——基于企业创新的视角[J].南开管理评论,2020(6):76-87.
- [40] 赵晓梦,陈璐瑶,刘传江.非正式环境规制能够诱发绿色创新吗?——基于ENGOS视角的验证[J].中国人口·资源与环境,2021(3):87-95.
- [41] Berg, F., J. F. Kolbel and R. Rigobon, “Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings”, *Review of Finance*, 2022,26(6):1315-1344.
- [42] Cai, X., Y. Lu, and M. Wu, et al., “Does Environmental Regulation Drive away Inbound Foreign Direct Investment? Evidence from a Quasi-natural Experiment in China”, *Journal of Development Economics*, 2016,123:73-85.
- [43] Friede, G., T. Busch, and A. Bassen, “ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from more than 2000 Empirical Studies”, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2015,5(4):210-233.
- [44] Guo, K., Y. Bian, D. Zhang and Q. Ji, “ESG Performance and Corporate External Financing in China: The Role of Rating Disagreement”, *Research in International Business and Finance*, 2024.
- [45] Hahn, R., and M. Kühnen, “Determinants of Sustainability Reporting: A Review of Results, Trends, Theory, and Opportunities in an Expanding Field of Research”, *Journal of Cleaner Production*, 2013,59:5-21.
- [46] Jacobson, L. S., R. J. LaLonde, and D. G. Sullivan, “Earnings Losses of Displaced Workers”, *American Economic Review*, 1993, 83(4):685-709.
- [47] La Ferrara, E., A. Chong, and S. Duryea, “Soap Operas and Fertility, Evidence from Brazil”, *American Economic Journal, Applied Economics*, 2012, 4(4):1-31.
- [48] Li, C., S. Ba, and K. Ma, et al., “ESG Rating Events, Financial Investment Behavior and Corporate Innovation”, *Economic Analysis Policy*, 2023,77:372-387.
- [49] Liu, C., and D. Kong, “Business Strategy and Sustainable Development: Evidence from China”, *Business*

- Strategy and the Environment*, 2021, 30(3): 657–670.
- [50] Liu, H., and Z. Zhang, “The Impact of Managerial Myopia on Environmental, Social and Governance (ESG) Engagement: Evidence from Chinese Firms”, *Energy Economics*, 2023. DOI:10.1016/j.eneco.2023.106705.
- [51] Tan, Y., and Z. Zhu, “The Effect of ESG Rating Events on Corporate Green Innovation in China: The Mediating Role of Financial Constraints and Managers’ Environmental Awareness”, *Technology in Society*, 2022, 68. DOI:10.1016/j.techsoc.2022.101906.
- [52] Tang, M., and X. Li, “Transport Infrastructure, Internal Controls and ESG Scores”, *Accounting and Corporate Management*, 2024, 6(1).
- [53] Wang, J., Z. Xing, and R. Zhang, “Exploring the Linkages between Firm Misconduct and Entrepreneurial Growth in China”, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 2023, 30(7):1503–1520.
- [54] Zheng, J., J. He, and X. Shao, et al., “The Employment Effects of Environmental Regulation: Evidence from Eleventh Five-year Plan in China”, *Journal of Environmental Management*, 2022. DOI:10.1016/j.jenvman.2022.115197.

【作者简介】郭震：河南财经政法大学教授，硕士生导师，管理学博士。研究方向：数字经济、企业创新研究。

王永伟：河南财经政法大学教授，硕士生导师，管理学博士。研究方向：数字经济、企业创新研究。

刘晶（通信作者）：河南财经政法大学工商管理学院郭震教授科研团队成员，硕士研究生（推免）。研究方向：科学技术管理。

ESG Ratings and Strategic Aggressiveness: Adventurous or Controlled? ——A Quasi-natural Experiment Based on the SynTao Green Finance ESG Ratings

GUO Zhen, WANG Yong-wei & LIU Jing

(School of Business Administration, Henan University of Economics and Law, Zhengzhou 450046, China)

Abstract: As China has made significant progress in the construction of a beautiful country, promoting ESG ratings is of great significance for enterprises to achieve high-quality development. This study takes the ESG ratings conducted by SynTao Green Finance Financial Institution in 2015 as a quasi-natural experiment, and based on panel data of Chinese A-share listed companies from 2010 to 2020, constructs a multi-period difference-in-differences model to explore the exogenous impact of ESG ratings on corporate strategic aggressiveness. The results of the study show that ESG ratings have an inhibitory effect on corporate strategic aggressiveness, and this conclusion is supported by a series of robustness tests. ESG ratings inhibit corporate strategic aggressiveness by reducing managerial myopia behavior and executive stock reduction, preventing excessive risk-taking, resource waste, and other negative impacts brought by high strategic aggressiveness. Heterogeneity test results indicate that the impact mechanism of ESG ratings on strategic aggressiveness is more prominent in large enterprises and new enterprises. Further research has found that in industries with high digital transformation and high book-to-market ratios of enterprises, the inhibitory effect of ESG ratings on corporate strategic aggressiveness is weakened. This study contributes to a comprehensive understanding and improvement of the economic consequences of ESG ratings, providing important references for sustainable development of enterprises.

Keywords: ESG ratings; corporate strategic aggressiveness; managerial equity; managerial myopia; PSM-DID
(责任编辑：山草)