

当代会计评论

Contemporary Accounting Review

2025 年 6 月

June 2025

第 2 卷第 2 期

Vol. 2 No. 2

(总第 5 期)

(Issues 5)

中国式 ESG —— 一个政治经济学视角*

聂辉华

(中国人民大学经济学院, 北京 100872)

【摘要】 本文从政治经济学视角探讨了中国式 ESG 的独特特征及内在逻辑。研究表明, 与西方市场驱动的 ESG 模式不同, 中国 ESG 实践呈现出显著的政府驱动特征, 其核心在于以政府为核心的关系契约。政府通过政策制定和行政干预主导企业 ESG 行为, 导致企业更多地表现为对政策的被动响应, 而非基于市场机制的自发行动。在此框架下, 本文总结得出中国 ESG 实践具有五大特征。进一步分析表明, 政策不确定性、官员任期和谈判能力等政治经济学因素显著影响 ESG 效果。此外, ESG 虽在“做大蛋糕”(提升企业收入)方面通过社会绩效(S)发挥一定作用, 但在“分好蛋糕”(缩小内部收入差距)方面效果有限, 反映出政府主导型 ESG 的局限性。本文为中国 ESG 的理论构建和政策优化提供了新视角, 并指出未来需关注 ESG 在国际贸易中的战略竞争潜力及利益相关者谈判力失衡等问题。

【关键词】 ESG 中国式 政治经济学

中图分类号: F270 文献标识码: A 文章编号: 2097-4590 (2025) 02-0001-11

* 聂辉华, 教授, E-mail: niehuihua@vip.163.com。本文基于作者于 2025 年 1 月 11 日在北京参加“中国会计自主知识体系建设与学术期论论坛——暨《当代会计评论》创刊发布会”时的发言稿修改而成。本文的成文, 特别感谢厦门大学管理学院会计学系硕士研究生屠雨泽的大力协助。本文受到北京市高校卓越青年科学家项目“北京市建设全球营商环境标杆城市的机制体制创新以及扩散效应研究”(JWZQ20240202001) 的资助。

一、引言：ESG 的研究现状

在全球范围内，ESG 已经逐渐成为企业的重要战略。ESG 是 environmental、social and governance（环境、社会和治理）的缩写，是一种企业或投资者在投资决策中将环境、社会和治理因素纳入考虑的投资理念。^① ESG 概念的起源可追溯至 2004 年。当时，联合国秘书长安南联合来自 9 个国家的 20 家大型金融机构共同签署并发布了报告 *Who Cares Wins*，首次提出 ESG 的概念。此后，这些机构发起了负责任投资原则（Principles for Responsible Investment, PRI），要求其签署机构不仅将 ESG 因素纳入投资决策，还须推动被投资实体的 ESG 发展。截至 2024 年 3 月 31 日，全球签署 PRI 的机构数量达到 5345 家（见图 1），管理的资产规模从 2006 年的 6.5 万亿美元大幅增长至 2024 年的 128.4 万亿美元，体现了 ESG 投资在全球范围内的快速扩展。

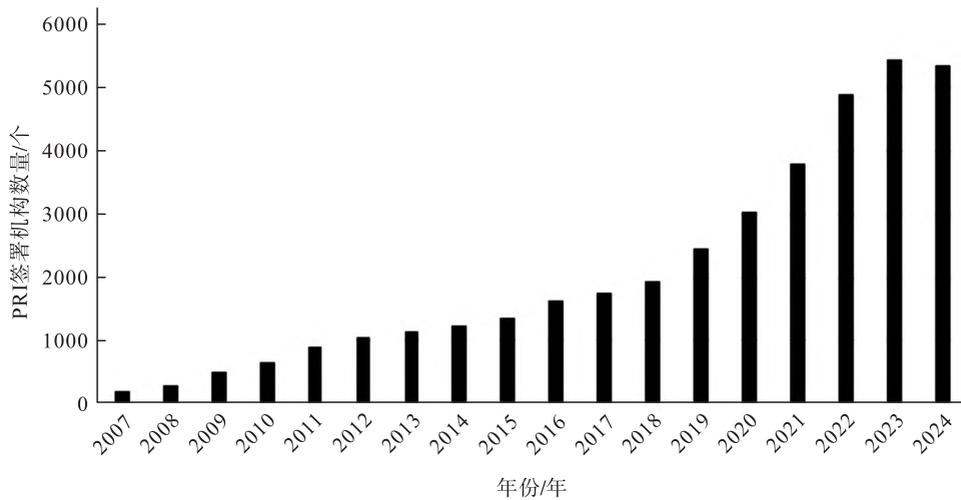


图 1 2006—2024 年 PRI 签署机构数量

然而，值得注意的是，2024 年最新数据显示，签署 PRI 的机构数量较往年下降了 8%，这一现象在过去较为罕见。这一变化可能反映了全球市场对 ESG 投资的重新评估。潜在原因包括全球经济环境的不确定性增加，导致投资者对 ESG 投资的资金配置趋于谨慎，也可能是市场对 ESG 投资的实际效果和长期价值进行了更深入的反思。

相比之下，ESG 理念较晚被引入中国市场，但其推广很快。2024 年，中国 A 股上市公司发布 ESG 或可持续发展报告的数量达到 2090 家，较 2018 年的 872 家有显著增长。这反映出 ESG 理念在中国资本市场中的普及度和重要性不断提升。

^① 与 ESG 类似的一个概念是企业社会责任（corporate social responsibility, CSR）。通常认为，两者差异不大。或者说，CSR 间接地考虑了与环境和社会有关的治理（G），而 ESG 则明确地考虑了治理。

（一）ESG 的研究内容

关于 ESG 的研究，主要可以分为 3 类：影响因素研究、效果研究和测度研究。影响因素研究是研究影响 ESG 的原因或特征（ESG 作为被解释变量），效果研究是研究 ESG 的效果（ESG 作为解释变量）。无论是研究 ESG 的原因还是效果，核心都在于探索变量之间的因果关系及其内在机制。代表性的综述文章主要是 Benabou 和 Tirole（2010）、Kitzmueller 和 Shimshack（2012）以及 Gillan 等（2021）。

关于影响公司 ESG 参与或业绩的因素，学术界提出了一些有趣的假说。例如，Cronqvist 和 Yu（2017）研究发现，CEO 是否有女儿可能对其决策行为产生影响。这一假设看似是个玩笑，但其背后蕴含着深刻的心理学和社会学逻辑。作为一位父亲，笔者觉得拥有女儿可能会让 CEO 的内心变得更加柔软，从而更关注社会责任和长期可持续发展。因此，这一假说并非无稽之谈，而是学术界对人性化因素的一种严谨探讨。又如，关于 CEO 是否会开飞机的研究。Sunder 等（2017）研究发现，会开飞机的 CEO 往往更具创新勇气和风险承受能力。初听之下，这一观点似乎有些荒诞，但深入研究后发现，其论证过程是非常严谨的，它最大的贡献在于提了一个可观察、可测度的风险承担指标。这些研究通过创新的视角和严谨的论证，为理解企业行为和决策提供了新的维度。无论是从心理学、社会学还是管理学角度，这些研究都提醒我们，影响企业 ESG 表现和战略决策的因素可能是多元且复杂的，而学术界的任务正是通过科学的方法揭示这些隐藏在表象之下的规律。

关于 ESG 的效果，学者们从收入增长、ROA（资产回报率）、ROE（净资产收益率）、长期回报、短期回报、自由现金流、托宾 Q 等视角进行了研究。总体上看，多数研究认为 ESG 与 CFP（公司财务绩效）是正相关的，并且很多相关关系可以被认定为因果关系。

英国 *The Economist* 杂志在 2022 年 4 月出过一个专辑，封面是一把剪刀剪开了 ESG，主题是“破碎的 ESG”，这反映了当前 ESG 评估领域的一些深层次问题。ESG 的测度和评估确实面临许多挑战，尤其是在标准不统一、数据质量参差不齐、评估方法多样化的背景下，ESG 的测度和评估更是乱象丛生。这也使得 ESG 的测度方法成为一个非常重要的研究话题。最近，一些学者试图采用机器学习方法来解决 ESG 的测度问题，如 Chowdhury 等（2023）。

（二）ESG 的研究视角

ESG 主要有两个研究视角，一是管理学视角，二是经济学视角。管理学视角主要来源于 Freeman（1984）提出的利益相关者理论（stakeholder theory），意思是说企业并不只是普通的企业，它还是其他利益相关者的企业，所以企业不能只追求财务利益最大化，还要追求非财务利益最大化，非财务利益就包括 ESG。所以从利益相关者理论的角度看，ESG 或 CSR 只不过是该理论的一个自然延伸而已（Freeman et al., 2010）。

在经济学的视角，ESG 主要有 3 个维度：

第一个是产品差异化,就是把 ESG 当成一种信号发射。企业从事 ESG 活动本身是不挣钱的,但企业会做这种不挣钱的事情说明什么?说明企业是一家有道德的公司,这就相当于企业拥有一种类保险机制。有了道德资本 (moral capital),在面临严格的政府管制时,企业可以缓和这种管制的负面效应。

第二个是代理理论,就是说很多企业做一些事情,其实不是为了企业,而是为了管理者自己的私利。通过参与 ESG,管理者能够获得更多的声誉和权利,这就是管理者自利视角。当然从某种角度讲,如果管理者本身也认同这个行为理念,就可以缓解管理者的道德风险问题,从而降低代理成本。

第三个是行为经济学,也就是企业从事 ESG 其实是一种贡献,一种内在动机。因此,按照行为经济学的观点,要注意内在动机和外在动机的匹配问题。如果政府或外部市场直接奖励这种具有内在动机的行为,反而可能产生挤出效应 (Benabou and Tirole, 2010)。

二、中国式 ESG 的特征

尽管 ESG 理念来自西方,但中国有独特的国情,并且 ESG 理念也受到中国传统文化的影响,所以中国的 ESG 实践可能呈现出与西方发达国家不同的特征。本文认为,中国式 ESG 的特征主要体现在以下几个方面。

特征 1: ESG 是政府驱动的,而非市场驱动的。

ESG 的核心目标之一在于实现利益相关者的全局利益最大化,即通过环境、社会和治理 3 个维度的努力,推动企业与社会、环境的协调发展。然而,与西方市场驱动的 ESG 模式不同,中国的 ESG 实施逻辑呈现出显著的政府驱动特征。图 2 和图 3 比较了中西方企业利益相关者的差异。

西方企业面临诸多利益相关者,其中最主要的利益群体是消费者和环保主义者,因此 ESG 实践需要满足的利益群体是多元化的且是由市场主导的。而在中国,企业更多的是通过遵循政府的政策导向和规制要求来推动 ESG 实践,因为政府是最重要的利益相关者。这跟中国在传统文化和意识形态上长期秉持“全能政府”的理念有关。因此,企业的 ESG 实践需要满足的利益群体是集中的且是由政府主导的。这种政府主导的模式使得企业在 ESG 领域的行动更多地表现为对政府政策的响应,而非满足市场或社会的直接需求。从治理结构来看,中国的 ESG 实践呈现出一种“政府—企业”二元驱动的特征。政府作为第一行动者,通过政策制定、监管要求等方式,直接推动企业在 ESG 领域的实践;而企业则作为第二行动者,主要任务是落实政府的政策,同时满足其他利益相关者的需求。在这种模式下,企业面临的压力主要来自政府的政策执行力度,而非市场或社会的直接反馈。这种高度的政策依赖性使得企业在 ESG 实践中的自主性和创新性受到一定的限制。

特征 2: 中国企业的 ESG 具有一些独特内容。

在 ESG 领域,国内外关注的侧重点存在显著差异。国外的 ESG 更多强调环保、族群多元化、性别平衡以及弱势群体关怀等方面。然而,在中国,ESG 的核心往往与政府的政

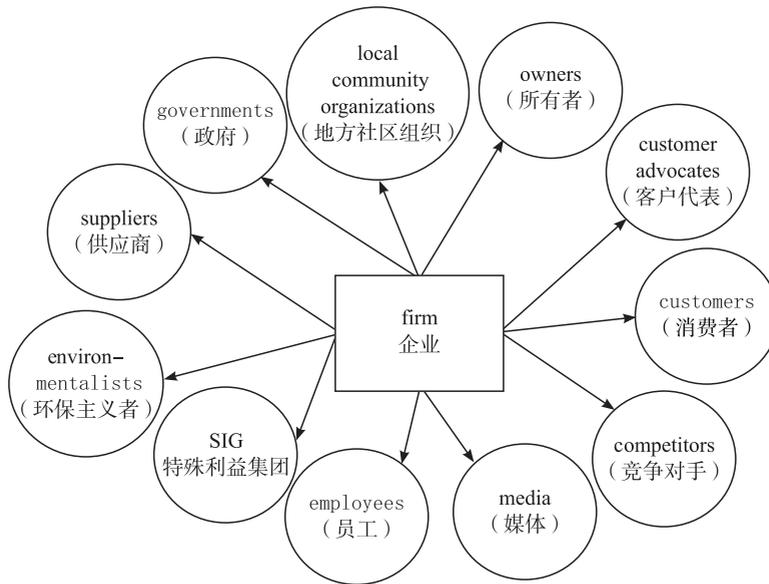


图 2 西方经典文献视角下企业利益相关者

资料来源：FREEMAN R E, 1984. Strategic management: a stakeholder approach [M]. Cambridge: Cambridge University Press.

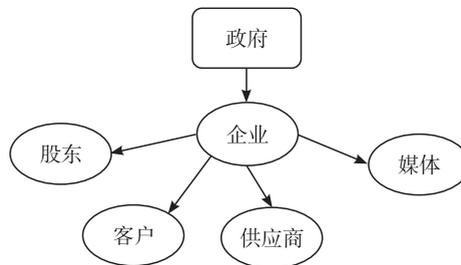


图 3 中国企业利益相关者

策和国家战略紧密结合，尤其是治理（G）中党建的内容，以及社会（S）中扶贫和乡村振兴的内容，成为企业最重要的任务之一。

在西方 ESG 理念中，治理（G）是相对内向的、隐性的。然而，在中国的 ESG 实践中，治理（G）不仅不是空洞的，有时反而是最具实质性的。党建作为企业治理的核心部分，已经成为企业运营的重中之重。事实上，企业在党建方面的投入和成效，直接关系到其社会责任的表现。例如，某个机构通过分析 58 家披露了 2023 年度 ESG 相关报告的房地产行业上市公司的情况，发现：（1）在党组织建设方面，有 96.55% 的公司建立了完善的党组织制度，具有民主评议制度、民主生活会制度等；有 3.45% 的公司的党组织制度不完善、相关制度不够健全。（2）在党组织活动方面，有 74.14% 的公司的党组织能够积极开展“三会一课”、民主生活会、党史党建参观实践等党组织活动，党组织活动很丰富；有 25.86% 的公司的党组织按要求开展党组织活动，符合党建要求；所有公司均能做到积

极发展入党积极分子,开展党员教育,发展新党员等。^①(3)在廉洁建设方面,所有公司的党组织均能做到注重党风廉政建设,营造风清气正的环境。党建人才的稀缺性也反映了企业在党建方面的投入日益加大这一趋势。以中国人民大学的中共党史专业为例,其毕业生就业前景极佳,甚至供不应求。

在社会(S)方面,中国的ESG实践也与国外有所不同。除了传统的多元化、弱势群体关怀等指标外,中国企业更注重参与国家战略项目,如扶贫和乡村振兴。例如,“万企进万村”计划就是典型的中国式ESG实践。在政府动员下,全国众多企业积极参与乡村扶贫工作。

特征 3: 中小企业置身事外, ESG 是大企业的事情。

在中国,中小企业在ESG方面的认知和实践相较于大型企业存在显著差异。许多中小企业认为ESG是大企业的专属领域,与自身无关。笔者曾与一家小企业的负责人讨论ESG问题。这位负责人认为,ESG是费钱以及不切实际的事情,并且认为这是大企业的“专利”,与小公司无关。这种认知偏差可能源于2个原因:一是中小企业对ESG的需求理解不足,二是ESG的推广方式存在问题。这就使得许多中小企业认为ESG是“锦上添花”而非“雪中送炭”,即在资源有限的情况下,ESG是一种额外的负担。然而,按照西方学者的理论,如Edmans(2020)所强调的,ESG实际上能够帮助企业更好地应对挑战,尤其是在困难时期,ESG可以成为企业度过难关的重要工具。因而,越是处于困境中的企业,越应该重视ESG。实际上,在中国的实践中,有一些企业(例如胖东来)通过将部分利润分享给员工,营造“家文化”,来提升员工的情绪价值和工作积极性。这种做法虽然未直接冠以ESG之名,但实际上体现了ESG的核心精神。

特征 4: ESG 市场不完善,“好人”未必有“好报”。

现有研究支持ESG的假说在于“doing well by doing good”(好人有好报)。例如,Friede等(2015)总结认为,大约90%的研究发现ESG与CFP之间存在非负相关关系。更重要的是,绝大多数研究得出了正向相关的结论。但是,ESG市场的不完善性和行政主导特点可能导致“好人未必有好报”的结果。在中国,ESG的效果就呈现出不同的特点。严伟祥等(2023)发现ESG对大企业和国企并未产生显著的正面效果,甚至在某些情况下还产生了负面影响。这一现象看似矛盾,但实际上可以用中国ESG实践的独特性来解释。在中国,ESG的推行更多的是由政府驱动而非由市场驱动。这种政府驱动的ESG实践模式,使得企业在ESG方面的行为更多的是“被动响应”而非“主动选择”。例如,如果地方政府将ESG作为政策要求,企业可能会为了迎合政策而采取行动,但这并不一定带来财务上的正向回报。在这种模式下,企业在ESG方面的投入往往是为了响应政策要求,而非基于市场机制的自发行为。因此,ESG的财务回报并不明显,甚至可能出现亏损。这也意味着,在中国语境下,一定要去论证ESG和CFP之间的正相关性,或者从财务回报角度为ESG“正名”,可能不是正确的方向。

^① 资料来源:ESG之G维度的分析:2024年房地产行业上市公司:上[EB/OL].(2024-12-20)[2025-01-08].<https://www.lzicredit.com/newsinfo/7877701.html?templateId=127605>.

特征 5：中国 ESG 是“直接融资”模式，而非“间接融资”模式。

直接融资模式是指企业直接对标政府管制政策来实施 ESG 标准，而非在中介机构的监督指导下实施 ESG 标准。例如，2024 年 2 月 8 日，上海证券交易所发布了《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 14 号——可持续发展报告（试行）（征求意见稿）》，提出了上市公司在 ESG 3 个维度上的披露要求。2022 年，国务院国资委专门成立社会责任局，将乡村振兴、“双碳”目标和践行 ESG 理念作为重点任务。国有企业通常会根据国资委的直接指令来实施 ESG 相关措施，而不是根据某个非政府组织或国际标准的要求。这种模式使得 ESG 的中国实践更多的是一种“自上而下”的行政推动，而非“自下而上”的市场驱动。这显然不利于中国 ESG 市场的完善，也难以让 ESG 评估在中国成为一个大产业并完善 ESG 的评估方法。此外，这也不利于中国在制定 ESG 标准方面争取国际话语权。随着中国企业“出海”的规模越来越大，这个问题恐怕会越来越严重，但却很少受到学者们的重视。因此，在中国开展 ESG 研究时，特别是考虑到 ESG 的测度问题时，必须充分考虑到这种独特的制度背景。

三、政治经济学视角下的 ESG 研究

本文将结合笔者团队的系列研究以及相关学者的研究，探讨如何从政治经济学的角度来研究中国企业的 ESG。最重要的是，笔者团队在系列研究中认为 ESG 是利益相关者之间的一种关系契约（relational contract）（Li et al., 2023）。如果将 ESG 视为一种以政府为核心的关系契约，那么这种关系契约具有 3 个主要特征：

第一，关系契约必须是重复性的，而非一次性的。由于它是重复性的，因此与地方政府领导人的任期、领导人的变更以及晋升因素密切相关。

第二，作为关系契约，其内容部分是可证实的，部分是不可证实的。例如，企业参与政府的扶贫项目，不能立即要求政府支付报酬，这种行为显得过于功利。政府可能会在未来以其他的形式予以补偿，如提供土地资源，但不会立即兑现。在这个意义上，这种政企之间的关系契约也是一种不完全契约，可能会产生敲竹杠（hold-up）问题。

第三，关系契约主要依赖于自我实施（self-enforcement）。因为契约的部分条款不可证实，所以其有效性取决于利益相关者，尤其是政府和消费者的认可与支持。这种契约无法通过法律诉讼或第三方强制执行。因此，维持现有契约关系的贴现收益与破坏契约关系所得的收益之间的比较，构成了所谓的自我支持机制。

下面，本文在以政府为核心的关系契约框架下，讨论 ESG 的影响因素及其效果。

第一个关键因素是政府管制，这无疑是最为关键的一个，尤其是在与业绩密切相关的环保管制领域。我们发现，中央环保督察作为最严格的环保督察机制，显著降低了企业的市场价值（-1.8%）。然而，ESG 评分较高的企业却能够有效缓解这种负面冲击（Fang et al., 2024）。在这里，ESG 成为缓冲政府管制的类保险机制。其背后的逻辑是，企业若能积极响应政府政策，政府自然不会亏待它们。此外，企业的行为可能是为了满足公众的

需求,从而让公众买单。因此,相关研究也进一步辨析了企业行为背后的动机,分析它们是为了迎合政府还是为了满足公众需求。我们发现,在政府干预力度较大的地区,这种缓冲效果更为明显;而在公众环保意识较高(以环保搜索指数衡量)的地区,并未出现类似的效果。这再次说明,企业的 ESG 行为主要是为了取悦政府,而非公众。

第二个关键因素是政策不确定性。前文提到官员与企业之间的关系问题,其中最大的挑战之一便是政策不确定性。政策不确定性不仅影响企业的决策,还使得企业难以预测政策的变化及其执行力度。这种不确定性导致企业不愿意投入资源去维持与股东和利益相关者的关系,因为这些投入无法在短期内变现。我们的一项研究发现,企业感受到的经济政策不确定性(SEPU)显著降低了企业与股东及利益相关者之间的关系价值,因此减少了企业的 CSR 参与(Li et al., 2023)。异质性分析表明,SEPU 与 CSR 之间的负向关系在那些更容易受到政府干预的企业(如国有企业和接受政府补贴的企业)中表现得尤为明显。关于如何度量经济政策不确定性,可以参考聂辉华等(2020)的研究。

第三个关键因素是官员任期。在影响政府政策的诸多因素中,最大的变量就是官员任期。官员任期的长短直接影响政策的连续性和稳定性,而频繁的官员更替并非个别现象,因此应该引起高度重视。官员任期过短将导致政策执行缺乏连续性,进而引发政企关系的摩擦和政企伤害。这是当前最值得关注的问题之一,尽管其影响尚未完全显现。此外,官员的谈判能力也是影响政策执行的重要因素。尽管政府在政策制定中表现出一定的竞争性,但政府内部并非铁板一块。海外中国问题专家将这种现象称为“碎片化权威”(fragmented authority)(Lieberthal and Oksenberg, 1988)。例如,尽管国家发展改革委多次明确限制建设高尔夫球场,但在一些地方仍能看到高尔夫球场的建设,这是因为某些部门在具体执行中存在利益博弈,导致政策执行效果在各地有所不同。

除了官员任期和谈判能力,中国企业捐赠行为也受到政治因素的显著影响。戴亦一等(2014)的研究发现,市长或市委书记的更替会显著增加企业的捐赠率。这种捐赠行为并非纯粹的公益行为,而是具有政治动机。企业在官员更替后增加捐赠,往往能够在后续获得更多的税收优惠或政府补贴。无独有偶, Lin 等(2015)的发现表明,当地市长更替时,企业的慈善捐款额提高了。这种提高对那些政治关联价值更高的企业,即非国有控股企业、小企业和更腐败地区的企业来说更加明显。企业通过 CSR 或 ESG 活动来拉拢政府关系的做法获得了丰厚回报:这些企业收到了更多的政府补贴或者有更高概率获得未来的政府补贴。这表明,企业捐赠在一定程度上是一种政治策略,旨在通过捐赠行为获取政策红利。

下面从政治经济学的角度分析 ESG 的效果。首先,ESG 与共同富裕理念密切相关。当前,收入不平等是中国乃至全球最严重的社会问题之一。法国经济学家皮凯蒂基于世界各国过去约 300 年的收入数据研究发现,世界各国国内的贫富差距总体上呈扩大趋势(Piketty, 2014)。实际上,ESG 与共同富裕在本质上是一致的。共同富裕的目标是追求全体人民的共同繁荣,而 ESG 的目标是实现所有利益相关者的价值最大化(聂辉华等, 2022)。然而,在“叙事”方面,当提到共同富裕时,一些企业往往会误解为“打土豪分田地”。因此,不妨换一种方式,告诉企业我们正在推动 ESG,毕竟 ESG 听起来更具现代感和专业性。事实上,ESG 与中国古代商人的传统义利观一脉相承,中国商人自古以来就有乐善好施的传统,例如范蠡被认为是有记载的最早的慈善家,晚清时期以科举状元身份

创办实业的张謇更是捐资助学、抚幼赡老的典范。

笔者团队也探讨了 ESG 与企业内部共同富裕之间的关系。我们将企业内部共同富裕定义为“做大蛋糕”（提高企业营业收入）和“分好蛋糕”（缩小管理层与普通员工之间的收入差距）。聂辉华等（2022）发现，ESG 确实有助于“做大蛋糕”，但这一效果主要通过社会绩效实现，而非环境绩效，因为后者更多是企业的“底线工作”。然而，ESG 在“分好蛋糕”方面的作用有限。究其原因，企业实施 ESG 主要是为了满足政府的底线要求，因此并未带来显著的经济效益。那么，ESG 真正能带来什么效益呢？社会绩效能够提升管理者的社会声誉、社会地位，并令其获得更多资源的选择权。这符合代理理论的观点，即管理者通过 ESG 实现个人利益的最大化。然而，这些效益并未惠及普通员工，反而拉大了管理层和普通员工之间的收入差距。这正是政府主导型 ESG 的弊端所在：政府主要关注治理（G），而对社会（S）的干预能力有限。导致的结果是，企业满足了政府的要求，管理层获得了更多利益，而普通员工并未从中受益。

四、结论与展望

综上所述，ESG 在中国的发展呈现出独特的政府驱动特征，与西方市场驱动的模式存在显著差异。中国式 ESG 是一种以政府为核心的关系契约实践，更多依赖于政策推动，企业行为往往是为了响应政府要求而非市场或社会的直接需求。政策不确定性、官员任期和企业的谈判能力等因素对 ESG 的实施效果产生了重要影响。尽管 ESG 在“做大蛋糕”方面通过社会（S）取得了一定成效，但在“分好蛋糕”方面作用有限，仍然有待改进。

首先，未来 ESG 可能成为国际贸易中的竞争策略。例如，过去西方国家曾以人权、环保和气候问题为由设置贸易壁垒，那么未来是否可能以 ESG 为由限制不符合 ESG 标准的企业进入其市场或开展业务？这种可能性是存在的，因为 ESG 不仅是一个企业战略问题，也是一个涉及政治和国家战略的问题。其次，经济下行压力对 ESG 实施的影响不可忽视。近年来，我国对 ESG 的宣传力度有所减弱，甚至美国总统特朗普也开始调整政策，例如重新推动石油开发。这表明 ESG 的实施受到政治和经济环境的显著影响。最后，利益相关者的谈判力分布与 ESG 内部的冲突效应值得关注。政府在 ESG 中作为利益相关者之一，其谈判力与其他利益相关者（如员工、消费者）的谈判力是不均衡的，也会影响 ESG 的实际效果。

参考文献

戴亦一，潘越，冯舒，2014. 中国企业的慈善捐赠是一种“政治献金”吗？：来自市委书记更替的证据 [J]. 经济研究，49（2）：74-86.

- 聂辉华, 林佳妮, 崔梦莹, 2022. ESG: 企业促进共同富裕的可行之道 [J]. 学习与探索 (11): 107-116, 2.
- 聂辉华, 阮睿, 沈吉, 2020. 企业不确定性感知、投资决策和金融资产配置 [J]. 世界经济, 43 (6): 77-98.
- 严伟祥, 赵誉, 孟德锋, 2023. ESG 评级对上市公司财务绩效影响研究 [J]. 南京审计大学学报, 20 (6): 71-80.
- BENABOU R, TIROLE J, 2010. Individual and corporate social responsibility [J]. *Economica*, 77: 1-19.
- CHOWDHURY M A F, ABDULLAH M, AZAD M A K, et al., 2023. Environmental, social and governance (ESG) rating prediction using machine learning approaches [J/OL]. *Annals of operations research*. <https://doi.org/10.1007/s10479-023-05633-7>.
- CRONQVIST H, YU F, 2017. Shaped by their daughters: executives, female socialization, and corporate social responsibility [J]. *Journal of financial economics*, 126 (3): 543-562.
- EDMANS A, 2020. *Grow the pie: how great companies deliver both purpose and profit* [M]. Cambridge: Cambridge University Press.
- FANG M Y, HONG J Y, NIE H H, et al., 2024. Environmental regulation, ESG, and firm value: evidence from China [J/OL]. *Applied economics*. <https://doi.org/10.1080/00036846.2024.2425117>.
- FREEMAN R E, 1984. *Strategic management: a stakeholder approach* [M]. Cambridge: Cambridge University Press.
- FREEMAN R E, HARRISON J S, WICKS A C, et al., 2010. *Stakeholder theory: the state of the art* [M]. Cambridge: Cambridge University Press.
- FRIEDE G, BUSCH T, BASSEN A, 2015. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies [J]. *Journal of sustainable finance& investment*, 5 (4): 210-233.
- GILLAN S L, KOCH A, STARKS L T, 2021. Firms and social responsibility: a review of ESG and CSR research in corporate finance [J/OL]. *Journal of corporate finance*, 66. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>.
- KITZMUELLER M, SHIMSHACK J, 2012. Economic perspectives on corporate social responsibility [J]. *Journal of economic literature*, 50 (1): 51-84.
- LI J, NIE H H, RUAN R, et al., 2023. Subjective perception of economic policy uncertainty and corporate social responsibility: evidence from China [J/OL]. *International review of financial analysis*, 91. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.103022>.
- LIEBERTHAL K, OKSENBERG M, 1988. *Policy making in China: leaders, structures, and processes* [M]. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- LIN K J, TAN J, ZHAO L, et al., 2015. In the name of charity: political connections and strategic corporate social responsibility in a transition economy [J]. *Journal of corporate finance*, 32: 327-346.
- MALCOMSON J, 2012. *Relational incentive contracts* [M] //GIBBONS R, ROBERTS J. *Handbook of organizational economics*. Princeton, NJ: Princeton University Press: 1014-1065.
- PIKETTY T, 2014. *Capital in the twenty-first century* [M]. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- SUNDER J, SUNDER S V, ZHANG J, 2017. Pilot CEOs and corporate innovation [J]. *Journal of financial economics*, 123 (1): 209-224.

Chinese-Style ESG—A Political Economy Framework

NIE Huihua

School of Economics, Renmin University of China, Beijing 100872, China

Abstract: This paper explores the distinctive characteristics and underlying logic of China's ESG practices from a political economy perspective. Unlike the market-driven ESG, China's ESG practices exhibit a distinct regulation-driven frameworks. The government dominates corporate ESG behavior through policy directives and administrative interventions, leading enterprises to passively comply with policies. Within this framework, the study identifies five features of China's ESG practices. Further analysis demonstrates that the policy uncertainty, bureaucratic tenure and bargaining power significantly influence ESG outcomes. While ESG contributes to “make the pie bigger” (enhancing firm-level revenues) through social performance (S), it shows limited effectiveness in “sharing the pie fairly” (reducing internal income disparities), highlighting the constraints of a government-dominated ESG approach. The findings provide a new perspective for ESG theoretical development and policy enhancement in China. It also points to the need for greater attention to the strategic role of ESG in international trade and to the imbalance of bargaining power among stakeholders.

Keywords: ESG; Chinese-style; political economy