

ESG信息披露对企业价值的影响

马艺涵 武雯娇

西安邮电大学 经济与管理学院, 中国·陕西 西安 710061

【摘要】 ESG信息披露搭建起了外界利益相关者和企业内部沟通的桥梁, 内外部联合作用于企业价值。本文选取2013-2022年沪深A股上市公司, 实证检验ESG信息披露对企业价值的影响。研究发现, ESG信息披露与企业价值呈U型关系。机制检验表明, 在企业外部, ESG信息披露通过降低信息不对称程度、增加正面媒体评价提升企业价值; 在企业内部, ESG信息披露通过调整成本收益比例、提高企业可持续发展能力提升企业价值。异质性分析表明, 股权集中度较低的企业该影响更显著。

【关键词】 ESG信息披露; 企业价值; 信息不对称; 可持续发展

1 引言

我国致力于推进经济社会发展全面绿色转型, 而企业作为践行绿色发展的主体, 在追求经济收益的同时也要重视对社会和环境的贡献。如何综合考量企业的经济效益和社会、环境绩效呢? ESG是一种重要的评价体系。ESG不仅关注企业内部的经营管理, 也与环境、社会形成联系, 外部利益相关者通过企业ESG信息披露对企业的经营管理和发展状况进行更加全面的了解, 进一步评估企业价值。对企业而言, ESG信息披露已经成为企业在实现可持续发展的道路上的必然选择, 对企业的高效运营有着重要影响。

尽管学术界已有不少相关研究, 但这一问题尚未有定论。大多数研究认为ESG信息披露与企业价值呈正相关^[1-3], ESG信息披露加强了企业与利益相关者之间的信息沟通, 降低了利益相关者的决策风险, 有助于企业获取优势资源, 推动企业价值提升。小部分研究认为ESG信息披露与企业价值呈负相关, 企业进行ESG信息披露会增加企业成本、消耗企业资源, 不利于企业价值提升^[4]。也有部分研究综合分析, 认为ESG信息披露与企业价值之间呈U型关系^[5-6], 即短期内增加企业成本, 但长期来看能够为企业带来更多优势资源和收益, 提高企业价值。基于此, 本文选取2013-2022年我国A股上市公司为研究对象, 实证检验ESG信息披露对企业价值的影响及其作用路径。

2 理论基础和研究假设

2.1 ESG信息披露对企业价值的影响

企业进行ESG信息披露后, 外部利益相关者能够了解企业在环境、社会和公司治理方面的举措, 更全面地认识企

业, 从而形成更加准确的判断^[3]。但企业披露ESG信息会产生信息制造成本、信息传递成本与专有性成本等^[5], 导致短期内企业成本的增加, 同时部分企业会在环境、社会和公司治理等方面采取措施, 虽然能够带来ESG信息披露水平的提高, 但也要投入更多的资源, 对企业价值产生负向影响^[7], 从而表现为ESG信息披露水平提升的初期, 企业价值呈现出下降的趋势; 随着ESG信息披露水平的提高, 企业在生态环境、社会伦理、内部治理等方面都呈现出一定的优势, 能够进一步吸引外部投资者, 从而降低融资约束; 同时正面的媒体评价将进一步提升企业形象与声誉, 与ESG信息披露形成信号一致性, 能够使利益相关者对企业产生信任和认同感, 增强企业的信誉和品牌效应^[8], 促进企业价值提升。因此随着ESG信息披露水平的提高, 企业价值呈现出先减少后增加的U型趋势。故提出假设:

H1: ESG信息披露与企业价值之间存在正U型关系。

2.2 外部作用路径

ESG信息披露能够帮助企业降低信息不对称程度, 向外界释放出较好的经营信号, 打造有优势的外部发展环境, 从而促进企业价值提升。根据信号传递理论, 企业ESG信息披露可以向利益相关者传达企业重视环境保护、社会责任与公司治理的信号^[9], 良好的ESG信息披露水平更是意味着企业具有良好发展的前景, 能够吸引利益相关者的投资^[10]。根据声誉理论, 高水平的ESG信息披露能够为企业带来更多正面评价, 有利于进一步树立品牌形象, 为企业创造有利的外部环境, 促进企业价值提升。故提出假设:

H2a: ESG信息披露通过降低信息不对称程度提升企业价值。

H2b: ESG信息披露通过增加媒体正面评价提升企业价值。

2.3 内部作用路径

ESG信息披露能够帮助企业提高治理水平, 增强企业抵御风险的能力, 促进企业高效率、可持续发展, 从而提升企业价值。从治理角度出发, ESG信息披露较为完善的企业其风险管理更全面、管理水平和经营效率更高, 一定程度上能为企业带来更高水平的财务绩效与发展能力, 更有可能提升企业价值^[11]。从制度压力角度出发, 企业为了满足相关政策制度的要求、避免违规后的处罚成本, 会积极履行自身责任, 提高环境监管力度和内部治理水平, 从而增强企业的竞争力^[12]。随着ESG信息披露水平的提高, 企业逐步获得资本市场、社会公众的价值认同和资源倾斜, 同时也完善了自身的内部治理机制, 能够进一步提高资源利用效率^[13], 从而全面提升企业价值。故提出假设:

H3a: ESG信息披露通过改变企业的ESG成本收益比例提升企业价值。

H3b: ESG信息披露通过增强企业可持续发展能力提升企业价值。

3 研究设计

3.1 数据来源和样本选择

本文选择2013-2022年沪深A股上市公司数据进行分析, 为保证数据可靠性, 对样本数据做以下处理: 首先, 剔除ST和金融类企业; 其次, 剔除数据样本中数据值残缺过多的公司; 最后对所有连续型样本数据进行1%缩尾处理, 确

定3155家企业。其中ESG信息披露数据来自华证, 媒体评论数据来自CNDERS, 其他数据来自CSMAR。

3.2 变量定义

1. 被解释变量: 企业价值 (CV)。参考王琳璘等 (2022) 的研究, 用托宾Q值衡量企业价值。

2. 解释变量: ESG信息披露 (ESG)。参考席龙胜和王岩 (2022) 的研究, 选用华证指数ESG评分衡量上市公司的ESG信息披露水平。

3. 中介变量

(1) 信息不对称程度 (Asy), 指交易双方拥有信息的差异程度, 参考辛清泉等 (2015) 的研究构建指标综合衡量。

(2) 媒体评价 (Media), 指媒体对某一企业的评价语调, 参考董天一等 (2022) 的研究构建指标衡量媒体评价。

(3) 投入回报比例 (CR), 指企业进行ESG信息披露产生的成本支出与企业获得的收益比例, 参考朱艳娇和毛春梅 (2023) 的研究构建指标进行衡量。

(4) 可持续发展能力 (Sus), 是指企业长期发展并持续获得收益的能力。参考杨旭东等 (2018) 的研究使用范霍恩模型衡量。

4. 控制变量: 本文选取企业规模 (Size)、资本结构 (Lev)、股权集中度 (Top)、企业产权性质 (Prty)、董事与经理兼任情况 (Dual)、独立董事比例 (Idr) 等作为控制变量, 并控制年份和行业。

3.3 模型设定

为了验证研究假设H1, 构建回归模型 (1):

$$CV_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 ESG^2_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + Ind \& YearFE + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, CV为企业价值, ESG为ESG信息披露水平, i、t分别表示企业、年份, Controls是控制变量。

为验证假设H2a~H3b, 参考林伟鹏和冯保艺 (2022) 的检验方法构建模型:

$$Asy_{i,t} = \alpha + \beta ESG_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + Ind \& YearFE + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$CV_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 Asy_{i,t} + \beta_3 Asy^2_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + Ind \& YearFE + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型 (2) 检验信息不对称程度与ESG信息披露水平的线性关系, 模型 (3) 检验Asy与企业价值的非线性关系。

$$M_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 ESG^2_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + Ind \& YearFE + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$CV_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 ESG^2_{i,t} + \beta_3 M_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + Ind \& YearFE + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

模型 (4) 检验中介变量M与ESG信息披露水平的非线性关系, 模型 (5) 检验中介变量M与企业价值的线性关系, M代表媒体评价、成本收益比例和可持续发展能力。

4 实证检验

4.1 回归结果

对ESG信息披露与企业价值进行回归分析, 结果如表1, 列(1) ESG系数为-0.238, ESG平方项系数为0.001, 说明企业价值与ESG信息披露之间呈U型关系, 平方项系数为正, 说明两者之间呈正U型关系。进行UTEST检验, P值为0.00825, 且极端值在区间范围内, 证明该U型关系有效且显著, 结果支持假设H1。

表1: 回归结果

	(1)	(2)	(3)
	CV	Asy	CV
ESG	-0.238*** (0.029)	0.009*** (0.000)	-0.025*** (0.002)
ESG ²	0.001*** (0.000)		
Asy			-2.435***

Asy²

(0.215)

3.508***

(0.297)

控制变量

控制

控制

控制

行业&年份

控制

控制

控制

_cons

10.637***

-0.294***

3.441***

(1.117)

(0.050)

(0.446)

N

23610

23610

23610

注: * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001, 下同。

4.2 机制检验

参考林伟鹏等(2022)的曲线效应检验方法检验中介效应, 结果见表1、表2。表1列(2) ESG系数显著为正, 说明ESG信息披露能够降低信息不对称程度; 列(3) Asy系数显著为负, Asy平方项系数显著为正, 说明二者呈正U型关系, 支持假设H2a。

表2: 中介效应检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	MEDIA	CV	CR	CV	Sus	CV
ESG	-0.018*** (0.005)	-0.238*** (0.029)	0.009** (0.003)	-0.238*** (0.029)	-0.022*** (0.004)	-0.238*** (0.029)
ESG ²	0.000*** (0.000)	0.001*** (0.000)	-0.000** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.002*** (0.001)	0.001*** (0.000)
MEDIA		0.126** (0.043)				
CR				-0.014* (0.006)		
Sus						0.372*** (0.002)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业&年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	-1.309*** (0.305)	10.667*** (1.117)	-0.755*** (0.095)	10.641*** (1.117)	-0.643*** (0.098)	10.658*** (1.118)
N	23610	23610	23610	23610	23610	23610

表2列(1) ESG系数显著为负, ESG平方项系数显著为正, 说明媒体评价与ESG信息披露呈正U型关系, 列(2)媒体评价系数显著为正, 说明正面媒体评价越多, 越有利于企业价值提升, 支持假设H2b。列(3) ESG系数显著为正, ESG平方项系数显著为负, 说明CR与ESG信息披露间呈倒U型关系, 列(4) CR系数显著为负, 成本收益比值越大, 相对成本越高或相对收益较小, 企业价值降低, 支持假设H3a。列(5) ESG系数显著为负, ESG平方项系数显著为正, 说明Sus与ESG信息披露呈正U型关系, 列(6) Sus系数显著为正, 可持续发展能力越强, 越有利于企业价值提升, 支持假设H3b。

4.3 稳健性检验

分别采用更换企业价值的衡量方式和更换回归模型的方式对主检验结果进行稳健性检验, 结果依然稳健。此外, 采用工具变量法和滞后一期解释变量的方法进行内生性检验后, 研究结论依然成立。

4.4 异质性分析

由于持股股东的个人观念与决策可能会影响企业进行ESG信息披露的积极性和披露内容, 本文尝试探索股权集中度的异质性影响。股权集中度小于67%时ESG与ESG平方项的系数符号均保持不变且显著, 大于67%时系数不显著, 说明股权集中度低于67%的企业进行ESG信息披露更有可能影响企业价值; 股权集中度小于51%与大于51%时, ESG与ESG平方项的系数符号均保持不变且显著, 但大于51%时显著性有所下降, 说明股权集中度低于51%的企业中影响更显著。

5 结论与建议

本文选取2013-2022年我国A股上市公司为样本, 检验企业进行ESG信息披露对企业价值的影响。研究表明: 企业ESG信息披露水平较低时, 企业价值随着ESG信息披露水平的提高而下降; 达到一定程度后, 随着ESG信息披露水平的提高, 企业价值也会不断提升, 即ESG信息披露与企业价值之间整体呈现正U型关系。机制检验表明, 在企业外部, 良好的ESG信息披露水平通过降低信息不对称程度和增加媒体正面评价提升企业价值; 在企业内部, ESG信息披露通过调整成本收益比例、增强企业可持续发展能力提高企业价值。进一步研究表明, ESG信息披露水平对企业价值的影响在股权集中度较低的企业中更显著。

基于上述研究结论, 提出以下建议: (1) 企业应重

视ESG信息披露, 积极采取措施以达到更高水平的披露;

(2) 尽可能提高ESG专项成本投入转化为收益的能力;

(3) 适当降低股权集中度。

参考文献:

- [1] 陈红, 张凌霄. ESG表现、数字化转型与企业价值提升[J]. 中南财经政法大学学报, 2023, No. 258 (03): 136-149.
- [2] 王琳璘, 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.
- [3] 徐光华, 卓瑶瑶, 张艺萌等. ESG信息披露会提高企业价值吗? [J]. 财会通讯, 2022 (04): 33-37. DOI: 10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2022.04.029.
- [4] Garcia, Alexandre Sanches, and Renato J. Orsato. "Testing the institutional difference hypothesis: A study about environmental, social, governance, and financial performance." *Business Strategy and the Environment* 29.8 (2020): 3261-3272.
- [5] 李慧云, 刘倩颖, 李舒怡等. 环境、社会及治理信息披露与企业绿色创新绩效[J]. 统计研究, 2022, 39 (12): 38-54.
- [6] 王蓉. 成本—收益视角下ESG信息披露与企业价值关系研究[J]. 上海对外经贸大学学报, 2022, 29 (04): 74-86.
- [7] 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, No. 413 (03): 77-92.
- [8] 伊凌雪, 蒋艺翹, 姚树洁. 企业ESG实践的价值创造效应研究——基于外部压力视角的检验[J]. 南方经济, 2022 (10): 93-110.
- [9] 周方召, 潘婉颖, 付辉. 上市公司ESG责任表现与机构投资者持股偏好——来自中国A股上市公司的经验证据[J]. 科学决策, 2020, No. 280 (11): 15-41.
- [10] 王波, 杨茂佳. 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[J]. 软科学, 2022, 36 (06): 78-84.
- [11] 余冬根, 田海月, 赵馨燕. 制度环境、内部控制质量与企业可持续发展能力[J]. 会计之友, 2022 (22): 95-102.
- [12] 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, No. 516 (08): 57-64.
- [13] 王翌秋, 谢萌. ESG信息披露对企业融资成本的影响——基于中国A股上市公司的经验证据[J]. 南开经济研究, 2022, No. 233 (11): 75-94.