

DOI: 10.13504/j.cnki.issn1008-2700.2023.03.006

企业 ESG 信息披露质量与股票市场表现

——基于双重代理成本的视角

张 慧

(中国社会科学院大学 商学院, 北京 102488)

摘 要: 环境、社会和治理 (ESG) 已成为衡量企业可持续发展的关键指标, 并受到社会各界的广泛关注, 但企业披露 ESG 信息能否改善其在股票市场的表现仍尚未明确。基于此, 以 2016—2020 年沪深两市 A 股上市公司为研究样本, 考察企业披露 ESG 信息质量对股票收益的影响效应和影响机制。结果显示: 企业 ESG 信息披露质量与股票收益显著正相关。对作用机制的分析显示, 高质量的 ESG 信息披露有助于缓解股东与管理层以及大股东与中小股东之间的双重代理成本, 从而提升股票收益。异质性分析结果显示, 对于大规模企业和处于行业竞争较激烈的企业而言, ESG 信息披露质量对股票收益的提升效应更为明显。研究结论表明, 企业披露 ESG 信息不仅是对持续增长的价值投资和 ESG 责任理念的积极回应, 还有助于提升股票收益, 是一项“一举多得”的战略决策。

关键词: ESG; 信息披露质量; 双重代理成本; 股票市场表现; 股票收益

中图分类号: F272-05 **文献标识码:** A **文章编号:** 1008-2700 (2023) 03-0073-16

一、问题提出

近年来, 随着中国经济逐步由高速发展转为高质量发展, 环境污染、资源枯竭、生态失衡等问题逐渐受到社会的广泛关注。在这样的背景下, 可持续发展不仅成为政府治理和企业发展的主要目标, 而且也是学术界关注的焦点^[1], 因而将环境保护、社会责任与公司治理相结合的环境、社会和治理 (ESG) 理念应运而生并快速发展。2006 年, 联合国责任投资原则组织 (UNPRI) 在社会责任投资 (SRI) 的基础上, 提出了 ESG 投资理念。ESG 是环境 (environmental)、社会 (social) 和公司治理 (governance) 的缩写, 既是绿色经济、企业社会责任和负责任投资的体现, 也是当前国际社会衡量企业可持续发展水平的重要标准^[2]。

ESG 旨在通过关注企业的非财务因素 (ESG 指标) 有效地衡量企业的可持续发展能力。同时在可持续发展的推动作用下, 除基本信息和技术信息外, ESG 信息成为洞察企业未来业绩的新工具。因此, 机构投资者、利益相关者以及金融机构等更加关注企业的 ESG 表现, 并以此作为对企业绩效、发展前景以及可持续水平的衡量。相关研究已表明, 把企业在战略经营、社会利益和可持续发展等方面的特质信息传递给投资者会影响资本市场的定价效率^[3], 即企业积极披露 ESG 信息不仅有助于企业与投资者

收稿日期: 2022-06-16; 修回日期: 2022-09-20

基金项目: 中国社会科学院大学 (研究生院) 研究生科研创新支持计划项目“中国上市公司环境、社会和治理 (ESG) 责任履行作用机理及其效应研究” (2022-KY-115)

作者简介: 张慧 (1994—), 女, 中国社会科学院大学商学院博士研究生。

建立信任关系，还能够增加企业在声誉、员工满意度以及创新等方面的收益^[4-6]。此外，投资者也越来越相信，ESG 能够反映企业的治理能力和可持续发展水平，将 ESG 与投资流程相结合有利于投资者实现长期利益。

尽管随着 ESG 数据的可获得性及研究方法的运用，学者们对企业 ESG 活动开展了丰富的研究，但现有研究仍存在两方面的问题：一是研究内容主要聚焦于国外的经济体制，国内鲜有研究涉及这一领域；二是研究的重点更多地放在 ESG 与财务绩效之间的关系方面^[7-12]，少部分涉及 ESG 对资本市场的影响研究也并未取得一致结论^[13-14]。与用财务指标来衡量企业绩效或者企业价值相比，用会计指标衡量企业价值有一定的缺陷，这是因为会计指标不仅难以反映企业的长期绩效，还易于被操控^[15]。因此，本文重点分析企业 ESG 信息披露质量对资本市场的影响，即厘清企业 ESG 信息披露质量对股票收益的影响效应和影响机制，从而为投资者正确作出投资决策、企业重视 ESG 责任履行提供经验证据。

基于前述分析，为弥补现有研究在逻辑链条上存在的缺失，本文以中国 2016—2020 年沪深两市 A 股上市公司为样本，实证考察企业 ESG 信息披露对股票收益的影响机制。与既有文献相比，本文可能的边际贡献有三点：第一，考察中国上市公司 ESG 信息披露在资本市场的价值效应，丰富和拓展有关 ESG 投资和企业 ESG 责任履行经济后果方面的研究；第二，明确企业 ESG 信息披露质量对股票收益具有正向影响后，进一步分析两者间的作用机制，发现了企业披露 ESG 信息—缓解双重代理成本—提升股票收益这一传导路径，从而打开了企业 ESG 信息披露影响股票收益的黑箱；第三，考察企业规模、所处行业竞争程度等因素对企业 ESG 信息披露与股票收益关系的影响，从而明确企业 ESG 信息披露提升股票收益所依赖的内外部条件，有助于为完善企业 ESG 信息披露制度、提升企业 ESG 价值效应提供更具针对性的建议。

二、理论分析与研究假设

（一）ESG 信息披露与股票市场表现

近年来，随着投资者和监管机构对社会责任投资和有影响力的金融实践的广泛关注，ESG 指标在投资决策中的重要性快速增加^[16]。现有关于 ESG 与股票收益的研究大致可以分为两类。

一些学者基于信号传递理论进行解释，其认为企业通过 ESG 信息披露可以向市场传递积极信号，吸引利益相关者的关注和信任，进而推动股价上涨。企业积极披露 ESG 信息能够提升企业在市场上的信息透明度，并向市场传递积极信号，有助于企业形象的改善和可持续竞争力的获得，进而获得投资者信任，因此 ESG 披露质量较高的企业往往成为投资者的首选投资目标^[3]。此外，当人们对市场信心不足时，企业披露的 ESG 信息能够反映企业的整体价值水平，并向市场传递积极信息，增强小股东买入企业股票的信心，并能够从中获得一定的溢价^[17]。拉托雷等（La Torre et al., 2020）发现，ESG 评分与股票回报之间存在显著的正相关关系，这表明投资于 ESG 的企业会获得更高的回报^[16]；恩格尔哈特等（Engelhardt et al., 2021）以欧洲企业为研究对象，发现 ESG 评级较高的企业往往具有较高的股票回报率和较低的股票波动率^[18]。布罗德斯托克等（Broadstock et al., 2021）研究发现，投资者可能会将企业 ESG 信息解读为缓解金融风险的信号^[19]。

一些学者从风险规避视角进行分析，如李瑾（2021）认为 ESG 评级较高的企业面临的市场风险相对较低，因而能够满足投资者规避风险的需要^[20]。具体来看，ESG 信息披露主要通过两种途径发挥作用。一是企业 ESG 信息披露带来的非财务效应能够从多个方面起到风险规避的效果。萨胡特和帕斯奎尼（Sahut & Pasquini-Descomps, 2015）认为，公开的 ESG 信息会反映在市场价格中，这是因为投资者会将 ESG 信息与较低的声誉风险联系起来^[21]。李瑾（2021）认为 ESG 更多反映的是非财务绩效，ESG 评级较高的企业主要通过提升社会声誉、树立良好社会影响来获得额外收益^[20]。二是企业 ESG 信息披露增强了投资者获利的信心。拉托雷等（2020）认为，投资者在投资时会评估企业的 ESG 行为，并把较高的股票回报率与企业在 ESG 方面的管理相对应，因而企业履行 ESG 责任程度代表着企业财务稳健

程度^[16]。埃克尔斯等 (Eccles et al., 2014) 研究发现满足可持续性要求的企业往往具有更好的市场绩效^[22]。

基于前述分析, 本文认为企业高质量的 ESG 信息披露有助于获得投资者等利益相关者的认可, 从而推动股票收益以稳定趋势上涨, 故提出假设 H1:

假设 H1: 企业 ESG 信息披露质量对股票收益具有显著正向作用。

(二) 企业 ESG 信息披露质量与双重代理成本

如果提高企业 ESG 信息披露质量能够提升股票收益, 那么前者对后者的作用机制是什么? 本文将从股东与管理层之间以及大股东与中小股东之间的双重代理成本视角出发, 对其影响机制进行理论和实证检验。

詹森和梅克林 (Jensen & Meckling, 1976) 最早提出代理成本问题, 认为在股权结构高度分散的条件下, 会产生第一类代理问题, 即经营权和所有权分离导致的股东与管理者之间的代理问题, 它是在企业的投资决策过程中发生的非理性投资行为, 不能实现企业价值的最大化^[23]。第一类代理成本产生的主要原因是管理层会通过诸如薪酬、职业晋升、商业帝国构建等途径侵害股东权益^[24]。根据利益相关者理论, 企业在承担社会责任时会更多地考虑股东的利益, 因而履行 ESG 责任的企业可能会降低管理层与股东之间的代理成本, 主要体现在以下几个方面。第一, 企业履行 ESG 责任、披露 ESG 信息能够满足股东的利益需求。企业在 ESG 方面的实践能够让股东感受到管理层的战略决策是基于企业可持续发展的目标以及股东获利的初衷做出的, 有助于缓解股东与管理层之间的代理成本^[25-26]。第二, ESG 价值驱动下的企业更注重未来的长远发展, 管理层的道德标准更高, 使用道德伦理方法解决代理问题比使用制度机制更能有效地约束管理层的短视行为^[27-28], 同时企业 ESG 信息披露也有助于增强企业信息透明度, 降低管理层操纵信息的能力, 进而抑制管理层的自利行为。权小锋等 (2018) 在研究中发现, 强制性的企业社会责任披露会约束管理者的机会主义行为, 从而降低代理冲突^[24]。第三, 考虑到企业是利益相关者实现多元价值追求的平台, 披露 ESG 信息的企业更能够维护好与客户、员工以及供应商等利益相关者之间的关系, 提高企业的美誉度, 在价值创造的过程中增进企业与利益相关者之间的信任和合作。利益相关者的关注和监督将有助于降低管理层与利益相关者之间的代理成本, 如杨金坤 (2021) 的研究发现信息披露质量能够显著影响代理成本, 即信息披露质量越高, 代理成本越低, 进而能够使决策更加符合投资者的利益诉求^[29]。

在詹森和梅克林 (1976)^[23] 的研究基础之上, 施莱弗和维什尼 (Shleifer & Vishny, 1997) 发现绝大多数公司存在具有控制权的大股东, 这些大股东可能会利用控制权来获取私人利益^[30]。杨 (Yang, 2019) 研究发现, 当大股东与中小股东之间存在严重的代理冲突时, 会加剧大股东为追求自身利益而侵占公司资产、损害中小股东利益的行为^[31], 因而会造成第二类代理成本问题。企业 ESG 信息披露对第二类代理成本的影响主要体现两个方面。一是缓解信息不对称。信息不对称是代理问题产生的根源, 企业通过 ESG 信息披露能够提升市场关注度和信息透明度, 有助于投资者了解更多企业内部的信息, 以及监督管理层的经营行为和努力程度^[32]。二是有利于对大股东进行监督和制约。企业披露 ESG 信息, 有助于推动和发展 ESG 责任投资, 促使更多的机构投资者参与到企业的治理中, 进而能够稀释股权, 对大股东发挥监督和制约作用^[33]。

基于前述分析, 本文提出以下假设:

假设 H2a: 企业 ESG 信息质量与第一类代理成本负相关, 提高企业 ESG 信息披露质量有助于缓解第一类代理成本。

假设 H2b: 企业 ESG 信息质量与第二类代理成本负相关, 提高企业 ESG 信息披露质量有助于缓解第二类代理成本。

(三) 双重代理成本的传导机制

一方面, 根据信息不对称理论, 企业披露 ESG 信息, 能够降低投资者与企业、管理层与股东以及大

股东与中小股东之间的信息不对称程度^[32]。当企业面临双重代理成本问题时，企业积极披露 ESG 信息，能促使企业管理者按照全体股东的利益行事，有助于企业在资本市场获得经济绩效。另一方面，企业履行 ESG 责任意味着其内部治理以及企业内部的各项制度和相关政策也比较完善，不仅能够抑制大股东对中小股东利益的侵害，而且有利于增强投资者信心，促进企业在资本市场上获得收益。

此外，已有研究围绕双重代理成本的传导效应而展开。唐（Tang，2022）认为高质量的内部控制信息披露能够缓解利益冲突，降低股东与管理层之间的代理成本从而影响盈余管理^[26]。李等人（Li et al.，2020）认为，企业通过履行社会责任降低代理成本，并最终提高企业绩效^[34]。杨（2019）研究发现，内部控制信息披露可以通过双重代理成本影响盈余管理^[31]。徐宁和任天龙（2014）以民营中小企业为研究样本，研究发现高管股权激励通过抑制第一类代理成本影响中小企业成长，但第二类代理成本并不发生中介传导效应^[35]。周建和袁德利（2013）的研究结果表明不同的公司治理机制通过双重代理成本对企业绩效产生影响^[36]。陈文强和贾生华（2015）从双重代理成本视角出发，构建“股权激励—代理成本—企业绩效”的中介模型，发现股权激励对企业绩效的影响机制是通过抑制第一类代理成本的作用路径而产生的^[37]。综上，本文认为企业 ESG 信息披露质量是通过降低两类代理成本来提升股票收益的，故提出以下假设：

假设 H3a：第一类代理成本在企业 ESG 信息披露质量与股票收益之间发挥中介作用。

假设 H3b：第二类代理成本在企业 ESG 信息披露质量与股票收益之间发挥中介作用。

三、研究设计

（一）样本选取与数据来源

本文选取 2016—2020 年中国沪深两市 A 股上市公司作为研究样本。企业 ESG 信息披露质量数据来源于和讯网，其他财务数据均来源于国泰安中国经济金融数据库（CSMAR）和万得（Wind）数据库。本文按以下原则对数据进行筛选：（1）剔除金融类、保险类上市公司样本；（2）剔除缺失数据的企业；（3）为排除极端值的影响，本文对连续变量进行了 1% 的缩尾处理，并最终得到 3 545 个观测值。

（二）模型设定

为验证假设 H1，本文给出如下基准模型（1）。同时，为了识别企业 ESG 信息披露影响股票收益的具体渠道，本文采用温忠麟和叶宝娟（2014）^[38]提出的中介效应分析方法建立模型（2）—模型（5），以检验假设 H2a、假设 H2b、假设 H3a 和假设 H3b。模型（1）—模型（5）的表达式为：

$$Return_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESGscore_{i,t} + \beta_i \sum Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$AC1_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESGscore_{i,t} + \beta_i \sum Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Return_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESGscore_{i,t} + \beta_2 AC1_{i,t} + \beta_i \sum Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$AC2_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESGscore_{i,t} + \beta_i \sum Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$Return_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESGscore_{i,t} + \beta_2 AC2_{i,t} + \beta_i \sum Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中， $Return_{i,t}$ 为以股票收益衡量的股票市场表现，该值越大，企业股票市场表现越好； $ESGscore_{i,t}$ 为企业 ESG 信息披露质量； $AC1_{i,t}$ 、 $AC2_{i,t}$ 代表中介变量，即第一类代理成本和第二类代理成本； $\sum Control_{i,t}$ 为控制变量； $\varepsilon_{i,t}$ 为误差项。

（三）变量定义

1. 被解释变量

股票市场表现（ $Return$ ）：借鉴沈红波等（2021）^[39]、刘柏和王馨竹（2021）^[40]的研究，本文将企业股票收益作为企业股票市场表现的代理变量，并以“考虑现金红利的再投资的年个股回报率”来衡量。

2. 解释变量

企业 ESG 信息披露质量 ($ESGscore$): 考虑到数据的可获得性, 参考李井林等 (2021)^[41] 的研究, 本文采用和讯网发布的企业社会责任报告中的 ESG 得分来衡量企业 ESG 信息披露质量。自 2010 年起, 和讯网开始发布针对中国 A 股上市公司 ESG 实践表现的评分。该网站发布的社会责任评分, 不仅将整体 ESG 评分包括在内, 而且在其评分组合中包括上市公司环境责任、社会责任和治理责任的得分数据。这些数据是符合国际权威社会责任标准 ISO26000 体系的真实可靠数据。

3. 中介变量

双重代理成本 ($AC1$; $AC2$): 参考昂等人 (Ang et al., 2000)^[42] 的做法, 使用经营费用率衡量管理层和股东之间的第一类代理成本 ($AC1$)。经营费用率能够衡量管理层包括在职消费在内的实物消费所带来的代理成本的控制效率, 经营费用率越高, 管理层与股东之间的代理成本越高。同时, 借鉴李寿喜 (2007)^[43]、罗炜和朱春艳 (2010)^[44] 的研究, 采用管理费用率进行稳健性检验。参考徐宁和任天龙 (2014)^[35] 的做法, 用其他应收款与主营业务收入的比值来衡量大股东与中小股东之间的第二类代理成本 ($AC2$)。因为控股股东对企业资金的占用反映了控股股东的侵占效应, 这也是大股东对中小股东利益侵占的主要表现形式, 其在会计账目上体现为其他应收账款。因此, 其他应收账款的情况能够反映第二类代理成本, 即其他应收账款占比越高, 第二类代理成本越高。

4. 控制变量

为了避免公司特征层面对股票收益的影响, 本文选择第一大股东持股比例 ($TOP1$)、董事会规模 ($Board$)、董事会独立性 ($Indep$)、两职合一 ($Duality$)、企业成长性 ($Growth$)、经营性现金流 (Cf)、产权性质 (Soe)、公司 Z 值 (Z)、企业年龄 (Age)、企业规模 ($Size$)、资产负债率 ($Loan$)、资产收益率 (ROA) 作为控制变量, 并控制了年份和行业虚拟变量。

变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

类型	变量名	符号	变量定义
被解释变量	股票收益	$Return$	考虑现金红利再投资的年个股回报率
解释变量	企业 ESG 信息披露质量	$ESGscore$	和讯网社会责任评分的自然对数, 为上市公司环境、社会、公司治理绩效的综合评分
中介变量	第一类代理成本	$AC1$	经营费用率, 等于管理费用和销售费用之和与主营业务收入的比值
	第二类代理成本	$AC2$	其他应收款与主营业务收入的比值
控制变量	第一大股东持股比例	$Top1$	期末第一大股东持股数与总股本数的比值
	董事会规模	$Board$	董事会人数
	董事会独立性	$Indep$	独董数量与董事会人数的比值
	两职合一	$Duality$	董事长和总经理为同一人时取 1, 否则取 0
	企业成长性	$Growth$	主营业务收入增长率
	经营性现金流	Cf	经营活动产生的现金流量净额与期初总资产的比值
	产权性质	Soe	根据最终控制人性质判断, 最终控制人是国有单位, 则上市公司为国有企业, $Soe=1$; 否则为非国有企业, $Soe=0$
	公司 Z 值	Z	万得 Z 统计量
	企业年龄	Age	公司成立年限

表1(续)

类型	变量名	符号	变量定义
	企业规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
	资产负债率	<i>Loan</i>	总负债与总资产的比值
	资产收益率	<i>ROA</i>	净利润与平均资产总额的比值
	年份	<i>Year</i>	年份哑变量
	行业	<i>Industry</i>	行业哑变量

四、假设检验与结果分析

(一) 描述性统计分析

表2报告了主要变量的描述性统计特征。其中，股票收益 (*Return*) 的均值为-0.013，标准差为0.438，最大值和最小值分别为4.022和-0.827，反映出中国上市公司整体股票收益较低，且不同企业之间相差很大。企业 ESG 披露质量 (*ESGscore*) 的平均值和标准差分别为0.194、0.126，中位数和75%分位数为0.197和0.254，说明75%的样本企业 ESG 信息披露质量得分低于平均值，整体得分偏低；中介变量中第一类代理成本 (*AC1*) 的平均值为0.280，标准差为4.357；第二类代理成本 (*AC2*) 的平均值和标准差为0.155和4.131，说明不同企业之间双重代理成本差异较大，即中国企业之间所面临的代理问题具有较大的异质性。在公司特征变量中，企业规模 (*Size*) 的平均值与中位数比较接近，且标准差较小，表明样本企业分布均匀。

表2 主要变量的描述性统计 (样本量为3545)

变量	平均值	标准差	25%分位数	中位数	75%分位数	最小值	最大值
<i>Return</i>	-0.013	0.438	-0.298	-0.093	0.150	-0.827	4.022
<i>ESGscore</i>	0.194	0.126	0.134	0.197	0.254	-0.128	0.851
<i>AC1</i>	0.280	4.357	0.075	0.124	0.198	0.006	189.000
<i>AC2</i>	0.155	4.131	0.006	0.014	0.036	0.000	176.300
<i>Top1</i>	31.870	13.970	20.920	29.790	40.700	2.870	89.090
<i>Board</i>	8.336	1.590	7.000	9.000	9.000	1.000	18.000
<i>Indep</i>	0.376	0.054	0.333	0.364	0.429	0.200	1.000
<i>Duality</i>	0.280	0.449	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000
<i>Growth</i>	0.280	2.661	-0.028	0.091	0.244	-0.982	87.480
<i>Cf</i>	0.195	1.209	0.005	0.036	0.127	-12.150	34.650
<i>Soe</i>	0.350	0.477	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000
<i>Z</i>	5.972	10.12	1.992	3.374	6.386	-11.420	288.300
<i>Age</i>	23.870	5.894	21.000	24.000	27.000	6.000	64.000
<i>Loan</i>	0.302	0.261	0.860	0.219	1.471	0.003	0.951
<i>ROA</i>	5.991	9.723	2.800	5.272	9.314	-163.500	104.600
<i>Size</i>	22.300	1.429	21.380	22.190	23.090	17.810	28.260

(二) 相关性分析

为防止变量之间存在严重的多重共线性问题, 本文对被解释变量、解释变量以及控制变量之间进行了相关性检验, 结果如表 3 所示。相关性分析结果显示: 第一, 各主要变量的相关系数均小于 0.600, 表明变量之间不存在严重的多重共线性; 第二, 解释变量 ESG 信息披露质量 (*ESGscore*) 与被解释变量股票市场表现 (*Return*) 呈正相关关系, 相关系数为 0.135, 并通过了 1% 水平上的显著性检验。

表 3 相关性分析

变量	<i>Return</i>	<i>ESGscore</i>	<i>Top1</i>	<i>Board</i>	<i>Indep</i>	<i>Duality</i>	<i>Growth</i>
<i>Return</i>	1						
<i>ESGscore</i>	0.135***	1					
<i>Top1</i>	0.016	0.007	1				
<i>Board</i>	0.010	0.056***	0.017	1			
<i>Indep</i>	0.013	0.022	0.024	-0.576***	1		
<i>Duality</i>	-0.009	0.017	0.013	0.022	-0.040**	1	
<i>Growth</i>	-0.012	0.009	-0.002	-0.009	-0.004	0.005	1
<i>Cf</i>	0.043**	-0.028*	-0.023	0.003	0	-0.035**	0.003
<i>Soe</i>	0.028*	0.0200	0.265***	0.004	0.035**	-0.114***	-0.024
<i>Z</i>	-0.011	0.035**	-0.014	0.023	-0.010	0.075***	-0.006
<i>Age</i>	-0.011	0.132***	0.060***	0.032*	-0.034**	-0.046***	0.025
<i>Loan</i>	0.007	-0.012	-0.006	-0.036**	0.038**	-0.049***	0.005
<i>ROA</i>	-0.007	0.024	-0.031*	0.010	0.016	0.003	-0.003
<i>Size</i>	0.007	-0.001	0.081***	-0.013	-0.017	-0.050***	0.005

注: *、**、*** 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。后表同。

表 3 (续)

变量	<i>Cf</i>	<i>Soe</i>	<i>Z</i>	<i>Age</i>	<i>Loan</i>	<i>ROA</i>	<i>Size</i>
<i>Cf</i>	1						
<i>Soe</i>	0.003	1					
<i>Z</i>	-0.002	-0.050***	1				
<i>Age</i>	-0.026	0.148***	-0.059***	1			
<i>Loan</i>	0.407***	0.035**	-0.028*	-0.082***	1		
<i>ROA</i>	0.008	0.043**	0.166***	-0.126***	0.059***	1	
<i>Size</i>	-0.039**	0.087***	-0.136***	0.292***	-0.157***	-0.116***	1

(三) 回归结果分析

基于模型 (1) — 模型 (5) 的设定, 本文进行了面板数据的回归分析, 回归结果如表 4 所示。其中, 列 (1) 为主效应, 即企业 ESG 信息披露质量对股票市场表现影响的假设检验; 列 (2)、列 (3) 是对第一类代理成本的中介效应检验; 列 (4)、列 (5) 是对第二类代理成本的中介效应检验。本文参考温忠麟和叶宝娟 (2014)^[38] 的研究进行逐步回归检验。

表 4 回归结果分析

变量	主效应		第一类代理成本为中介变量		第二类代理成本为中介变量	
	<i>Return</i>	<i>AC1</i>	<i>Return</i>	<i>AC2</i>	<i>Return</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	
<i>ESGscore</i>	0.601 2*** (22.33)	-1.552 5*** (-3.39)	0.599 4*** (22.32)	-1.376 3*** (-3.53)	0.599 9*** (22.31)	
<i>AC1</i>			-0.001 2*** (-14.35)			
<i>AC2</i>					-0.001 1*** (-6.10)	
<i>Top1</i>	0.000 7*** (3.02)	-0.000 6 (-1.31)	0.000 7*** (3.02)	0.000 1 (0.13)	0.000 7*** (2.91)	
<i>Board</i>	0.001 8 (0.50)	-0.015 8* (-2.02)	0.001 8 (0.49)	-0.019 7** (-2.38)	0.001 8 (0.50)	
<i>Indep</i>	0.031 7 (0.47)	1.993 1*** (3.51)	0.034 0 (0.50)	1.661 6*** (3.96)	0.036 0 (0.52)	
<i>Duality</i>	0.004 1 (0.24)	-0.161 1*** (-3.03)	0.003 9 (0.23)	-0.152 3*** (-2.96)	0.004 0 (0.23)	
<i>Growth</i>	-0.000 5 (-0.41)	-0.006 0** (-2.21)	-0.000 5 (-0.41)	-0.004 9** (-2.13)	-0.000 5 (-0.41)	
<i>Cf</i>	0.007 9*** (3.22)	-0.025 1** (-2.34)	0.007 9*** (3.22)	-0.024 2** (-2.73)	0.007 9*** (3.23)	
<i>Soe</i>	0.008 0 (1.01)	-0.222 6*** (-3.17)	0.007 8 (0.98)	-0.191 3*** (-3.00)	0.007 3 (0.90)	
<i>Z</i>	-0.001 0*** (-5.93)	0.019 4* (1.95)	-0.000 9*** (-5.76)	0.017 0* (1.89)	-0.000 9*** (-5.69)	
<i>Age</i>	-0.000 5 (-0.56)	0.003 9* (1.90)	-0.000 5 (-0.55)	0.005 2** (2.79)	-0.000 5 (-0.57)	
<i>Loan</i>	-0.000 0 (-0.75)	0.000 5 (1.13)	-0.000 0 (-0.75)	0.000 5 (1.52)	-0.000 0 (-0.73)	
<i>ROA</i>	-0.000 5 (-1.42)	0.013 4*** (3.92)	-0.000 5 (-1.36)	0.011 1*** (3.63)	-0.000 5 (-1.51)	
<i>Size</i>	0.000 3 (0.15)	0.147 8** (2.27)	0.000 5 (0.22)	0.155 9*** (2.96)	0.000 5 (0.21)	
常数项	-0.172 4* (-1.98)	-3.475 7** (-2.19)	-0.176 5* (-1.99)	-3.697 9*** (-2.99)	-0.175 9* (-1.99)	

表4(续)

变量	主效应	第一类代理成本为中介变量		第二类代理成本为中介变量	
	<i>Return</i>	<i>AC1</i>	<i>Return</i>	<i>AC2</i>	<i>Return</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
年份效应	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制
R^2	0.278 0	0.009 0	0.278 0	0.008 0	0.278 0
样本量	3 542	3 545	3 542	3 542	3 539

注：括号内为 t 值。后表同。

表4列(1)的回归结果显示,企业ESG信息披露质量(*ESGscore*)与股票收益(*Return*)的回归系数正相关,且在1%的水平上显著,影响系数为0.6012。假设H1得到验证。这说明企业ESG信息披露质量越高,资本市场表现越好,股票收益也会显著提升。

在证实主效应存在的基础上,表4列(2)—列(5)是中介效应检验结果。基于第一类代理成本的中介效应检验结果显示:企业ESG信息披露质量(*ESGscore*)与第一类代理成本(*AC1*)的回归系数在1%的水平上显著为负($\beta=-1.5525$, $t=-3.39$),说明企业ESG信息披露质量的提高能够降低管理层与股东之间的代理成本。列(3)在主效应回归中纳入第一类代理成本之后,企业ESG信息披露质量(*ESGscore*)与股票收益(*Return*)的回归系数由0.6012降低到0.5994,并且通过了1%水平上的显著性检验;第一类代理成本(*AC1*)与股票收益(*Return*)的回归系数也显著为负($\beta=-0.0012$, $t=-14.35$)。以上检验结果表明,第一类代理成本在企业ESG信息披露质量促进股票收益的影响中发挥部分中介作用。

基于第二类代理成本的中介效应检验结果显示:企业ESG信息披露质量(*ESGscore*)与第二类代理成本(*AC2*)的回归系数为-1.3763,对应的 t 值为-3.53,说明企业积极披露ESG信息能够抑制大股东通过占用上市公司资金等方式侵害中小股东利益的行为。在回归模型中同时纳入企业ESG信息披露质量和第二类代理成本,结果显示,企业ESG信息披露质量(*ESGscore*)与股票收益(*Return*)的回归系数在1%的水平上显著为负($\beta=0.5999$, $t=22.31$);第二类代理成本(*AC2*)与股票收益(*Return*)的回归系数在1%的水平上显著为负($\beta=-0.0011$, $t=-6.10$)。与主效应回归相比,企业ESG信息披露质量(*ESGscore*)的影响系数降低了0.0013,说明第二类代理成本在企业ESG信息披露质量对股票收益的影响中发挥部分中介作用。综上,假设H2a、假设H2b、假设H3a和假设H3b得到验证。

(四) 内生性问题解决与稳健性检验

1. 内生性检验

(1) 工具变量法

前述基准回归结果还可能存在着较为严重的因果倒置内生性问题,即企业ESG信息披露对股票收益的影响,可能不是企业履行ESG责任带来的经济效应,而是因为股票收益较高的企业具有更大的能力,更被投资者看好以及有更强的意愿进行ESG信息披露,且披露质量较高,进而可能出现“股票收益高的上市公司更会主动披露ESG信息,而不是企业ESG信息披露提升了股票收益”。为进一步排除这种可能性,借鉴以往学者^[45-46]的研究,采用同行业其他上市公司的ESG表现均值(*ESGmean*)和滞后一期ESG表现(*Lag.ESG*)作为工具变量进行检验。

本文使用两阶段最小二乘法(2SLS)进行工具变量检验,并考虑到广义矩估计(GMM)对扰动项存在的异方差更有效,因此同时使用GMM进行检验。检验结果如表5所示,企业ESG信息披露(*ESGScore*)与股票收益(*Return*)仍在1%的水平上显著正相关,汉森(Hansen)检验和过度识别(Sargan)检验的 P 值均超过0.1,说明所有工具变量均为外生变量。这表明在一定程度上消除因果倒置内生性问题

后，假设 H1 依然成立，说明本文的研究结论具有稳健性。

表 5 基于工具变量法的内生性检验

变量	2SLS		GMM
	<i>ESGscore</i>	<i>Return</i>	<i>Return</i>
	第一阶段回归结果	第二阶段回归结果	
	(1)	(2)	(3)
<i>ESGmean</i>	0.675 6*** (3.98)		
<i>Lag. ESG</i>	0.487 3*** (27.70)		
<i>ESGscore</i>		0.695 2*** (7.63)	0.695 1*** (7.62)
控制变量	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制
常数项	-0.110 9* (-1.85)	0.032 1 (0.20)	0.053 5 (0.34)
R^2	0.393 1	0.293 0	0.292 9
样本量	3 365	3 365	3 365
Hansen <i>J</i> 统计量		2.375 0	
Hansen <i>P</i> 值		0.123 3	
Sargan 统计量		1.375 0	
Sargan 检验 <i>P</i> 值		0.241 0	
第一阶段 <i>F</i> 值		36.710 0	

(2) 将解释变量与控制变量均滞后一期

为排除解释变量、控制变量与被解释变量可能产生的双向影响对研究结论的干扰，本文将解释变量和除虚拟变量外的控制变量均滞后一期，重新对模型 (1)—模型 (5) 进行回归，如表 6 所示，研究假设依然成立。这说明在消除因果倒置产生的内生性问题后，本文的结论依然成立。

表 6 滞后一期解释变量与控制变量的内生性检验

变量	主效应	第一类代理成本为中介变量		第二类代理成本为中介变量	
	<i>Return</i>	<i>AC1</i>	<i>Return</i>	<i>AC2</i>	<i>Return</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>L. ESGscore</i>	0.498 6*** (12.62)	-1.996 1*** (-3.57)	0.496 4*** (12.40)	-1.804 9*** (-3.51)	0.496 4*** (12.42)

表6(续)

变量	主效应		第一类代理成本为中介变量		第二类代理成本为中介变量	
	<i>Return</i>	<i>AC1</i>	<i>Return</i>	<i>AC2</i>	<i>Return</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	
<i>L.AC1</i>			-0.001 9*** (-12.79)			
<i>L.AC2</i>					-0.001 8*** (-19.37)	
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	
年份效应	控制	控制	控制	控制	控制	
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	
常数项	-0.178 5 (-1.16)	-5.323 1** (-2.24)	-0.183 6 (-1.17)	-5.492 0** (-2.81)	-0.183 4 (-1.18)	
R^2	0.265 0	0.012 0	0.266 0	0.012 0	0.266 0	
样本量	2 545	2 545	2 545	2 542	2 544	

2. 稳健性检验^①

除了上述内生性检验外,本文还进行了以下稳健性检验,以验证实证结果的可靠性。

(1) 更换测度指标

更换被解释变量的测度指标。借鉴刘柏和王馨竹(2021)^[40]的研究,使用“不考虑现金红利再投资的年个股回报率”衡量股票收益,用 *Return2* 表示。所得结果与表4中报告的结果无实质性差异,证明了研究结论的稳健性。

更换中介变量的测度指标。借鉴李寿喜(2007)^[43]、罗炜和朱春艳(2010)^[44]的研究,本文采用管理费用率衡量第一类代理成本,用 $AC1_{1,i,t}$ 表示。参考王垒等(2020)^[47]的研究,本文采用大股东侵占行为的动态变化量($\Delta AC2_{i,t}$)作为原中介变量的替代变量进行检验。其中, $\Delta AC2_{i,t} = AC2_{i,t} - AC2_{i,t-1}$ 。替换中介变量的回归结果同样支持了本文的研究结论。

(2) 对主要变量进行年度行业均值调整

考虑到企业所处行业面临不同的市场环境、竞争程度以及政府政策,不同行业间企业履行ESG责任产生的经济后果可能会面临较大差异。因此,为进一步增强研究结论的稳健性,本文对主要解释变量、被解释变量以及中介变量分别进行年度行业均值调整。首先计算出股票收益(*Return*)、ESG评分(*ESGscore*)和双重代理成本(*AC1*, *AC2*)指标分行业和分年度均值,然后用原始值减去所对应的分年度分行业均值,最终得到经行业、年度均值调整后的股票收益(*Adj_Return*)、ESG评分(*Adj_ESGscore*)以及双重代理成本(*Adj_AC1*, *Adj_AC2*),重新对前文模型进行回归,结果依然稳健。

(3) 控制企业固定效应回归

考虑到股票市场表现好的企业相比于股票市场表现差的企业有更多的竞争优势,可以承担更多社会责任,ESG信息披露质量更高。为防止企业层面遗漏变量的问题,本文在模型(1)—模型(5)的基础上加入企业固定效应,回归结果并不存在显著差异,进一步证明了本文研究结论的稳健性。

① 限于篇幅,稳健性检验与内生性检验的回归结果略去,有兴趣的读者可以向作者索取。

(4) 控制行业、年份以及省份效应回归

考虑到中国区域发展的不平衡性，研究结论可能受到省区异质性的影响，本文在模型（1）—模型（5）的基础上控制了省份效应，重新进行回归。结果显示，消除地区差异带来的影响后，本文的主要研究结论依然成立，进一步增强了研究结论的可靠性。

五、异质性分析

前述实证结果验证了企业 ESG 信息披露质量会对股票收益产生积极的影响。为了更深刻理解企业 ESG 信息披露的价值机制，本文进一步考察企业异质性，即企业规模和企业所处行业竞争程度对企业 ESG 信息披露质量价值机制的影响。

（一）企业规模的异质性分析

一般来说，不同规模的企业会在市场、制度以及信息等方面存在差异，规模大的企业发展状况良好且风险管理机制比较完善，其良好的经营管理水平有助于缓解企业内部存在的代理问题，提升企业价值。此外，大规模企业在技术、资源等方面更具有优势，更有能力履行 ESG 责任。并且公众对大企业履行 ESG 责任、完善公司治理的关注度更强，加之政府对大企业的监管也更为严格，使得大规模企业除关注经济绩效外，也更重视对 ESG 信息的披露，以降低舆论和监管压力。因此，本文预期，相比于小规模企业，大规模企业披露 ESG 信息更有助于提升股票市场表现。本文借鉴弗兰纳里和兰甘（Flannery & Rangan, 2006）^[48] 的研究，将样本企业按规模的十分位数分为十组，探讨不同规模下企业 ESG 信息披露质量与股票收益之间的关系。进一步地，本文将第一十分位值至第六十分位值划分为大规模企业，第七十分位值至第十十分位值划分为小规模企业，回归结果如表 7 列（1）、列（2）所示。回归结果显示，大规模企业披露 ESG 信息与股票收益的回归结果在 1% 的水平上显著正相关，而小规模企业披露 ESG 信息与股票收益之间的关系并未得到验证。与本文预期一致。

（二）行业竞争程度的异质性分析

行业竞争程度反映了企业所处的竞争环境，外部环境存在的竞争性会对企业的经营决策和治理机制产生影响。

一方面，竞争激烈的市场环境能够降低企业的信息不对称程度，有利于解决企业内部存在的双重代理成本问题。行业竞争程度较高的企业往往更易受到消费者、投资者等利益相关者的关注，面临监管部门的监管力度也更强，这些都会约束管理层的自利行为。同时，当企业所处行业的竞争程度较高时，股东可以通过观察竞争企业的经营业绩等相关指标来对企业的经营决策进行监督管理，判断管理者各项决策的合理性，进而降低代理成本。此外，外部市场的竞争也会抑制股权集中带来的弊端，弱化大股东的合谋动机，从而对大股东的行为起到监督作用。

另一方面，行业竞争程度会对企业履行 ESG 责任产生影响。所处的行业竞争程度较高时，企业会更有竞争意识和危机意识，为了避免自身在履行 ESG 责任方面受到的负面评价对企业造成重创，企业会更有动机通过高质量的 ESG 信息披露来增加竞争优势。而行业竞争程度低的企业由于缺乏竞争以及缺少替代性产品和市场，因而其履行 ESG 责任的积极性不高，且披露质量较低，ESG 责任投资也不足。因此，本文推断，企业 ESG 信息披露质量对股票市场表现的影响可能因行业竞争程度不同而产生不同。参考穆萨等（Mousa et al., 2023）^[49] 的研究，本文使用赫芬达尔指数（HHI）来衡量企业所处行业的竞争程度，即行业中各企业收入占行业总收入百分比的平方和，并进一步按照年度-行业中位数将样本划分为竞争程度低与竞争程度高两组，然后进行分组回归，结果如表 7 列（3）、列（4）所示。回归结果显示，行业竞争程度高的企业披露 ESG 信息与股票收益的回归结果在 5% 的水平上显著正相关，而行业竞争程度低的企业披露 ESG 信息并不会提升股票收益。上述结论与预期一致，表明激烈竞争的环境会迫使企业履行 ESG 责任、披露 ESG 信息，并最终提升企业在资本市场的表现。

表 7 异质性检验

变量	企业规模		行业竞争程度	
	小规模	大规模	低	高
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>ESGscore</i>	0.164 0 (1.54)	0.265 9*** (2.74)	0.063 7 (0.52)	0.259 6** (7.78)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
企业效应	控制	控制	控制	控制
常数项	0.257 6 (0.19)	-2.059 6* (-1.89)	-2.781 3** (-2.31)	-0.560 1 (-1.18)
R^2	0.542 0	0.550 0	0.537 0	0.525 0
样本量	1 404	1 883	684	2 691

六、研究结论、政策启示与未来展望

(一) 研究结论

随着全球 ESG 投资的快速增长,监管机构、投资者和企业越来越重视 ESG 因素。越来越多的企业开始在重要决策中积极披露 ESG 信息、开展 ESG 实践。ESG 绩效已成为衡量企业在可持续发展方面的重要指标。本文以 2016—2020 年沪深两市 A 股上市公司为研究样本,实证检验了企业 ESG 信息披露质量与股票收益之间的作用关系。首先,企业积极承担 ESG 责任、披露 ESG 信息有助于提升股票收益。其次,ESG 信息披露的正面价值效应源于企业披露 ESG 信息能够降低股东与管理层之间以及大股东与中小股东之间的双重代理成本,并最终提升企业在资本市场上的收益。最后,ESG 信息披露质量对股票收益的影响会受到企业规模和所处行业竞争程度的影响。与小规模企业相比,大规模企业 ESG 信息披露对股票收益的提升作用更为明显;企业所处行业的竞争越激烈,企业 ESG 信息披露质量对股票收益的正向影响越大。

本文的研究结论可以为企业 ESG 信息披露的经济后果提供经验证据,同时补充和拓展了企业 ESG 信息披露质量影响股票收益的相关研究。

(二) 政策启示

基于前述研究结论,可以得到如下政策启示:

第一,政府应完善与可持续发展相关的信息披露制度,合理引导市场预期。对于积极披露 ESG 信息、提高信息披露质量的企业,政府应给予补贴和税收优惠,并充分考虑到企业在规模等方面存在的差异,因企施策,从而推动企业积极承担 ESG 责任,不断改善其 ESG 绩效,推动企业 ESG 信息披露制度的完善,从而吸引绿色投资,创造良性循环。此外,为保证 ESG 评级结果的公正客观性和权威性,政府应建立信息甄别制度,对虚假信息披露、信息欺诈等扰乱市场秩序的行为实施严格的处罚制度。政府相关职能部门还应与环保部门共享数据,以确保评级结果的权威性和信息披露的客观性。此外,政府还应通过制度层面措施,营造公平竞争的市场环境,为发挥企业披露 ESG 信息的价值效应提供相应的制度保证。

第二,企业家和机构投资者应增强社会责任感,积极响应国家关于绿色实践、社会责任等 ESG 方面的倡议,获得多方面的价值效应。一方面,从企业角度看,积极披露 ESG 信息可以显著提高股票市场表现,因而管理者应将企业积极履行 ESG 责任、主动披露 ESG 信息提升到组织战略层面。另一方面,从投

投资者角度看，ESG 是影响股票收益的一个重要因素，因而在面临投资决策时，投资者应将 ESG 因素作为投资考量的重要标准。只有这样才能真正实现社会经济的可持续发展。

（三）未来展望

本文在以下方面仍可能存在一定局限性，在未来研究中有待进一步完善。一是本文并未细分企业所在行业，针对行业异质性进行分析。企业所处行业不同会面临不同的 ESG 信息披露标准，因此，未来的研究可以考虑细分行业进一步细化研究。二是本文未考察不同成长阶段企业在披露 ESG 信息方面存在的差异。处在不同成长阶段的企业，披露的 ESG 信息会影响到不同利益相关者群体，进而带来不同的价值效应，因此，处在不同生命周期的企业披露 ESG 信息的差异以及其对股票收益的异质性影响也有待进一步的揭示。

参考文献：

- [1] DENG X, CHENG X. Can ESG indices improve the enterprises' stock market performance? —An empirical study from China[J]. Sustainability, 2019, 11(17): 4765.
- [2] 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(3): 108-123.
- [3] 崔巍, 贺琰. 危机时期企业社会责任与股票收益的关系研究[J]. 财经理论与实践, 2021, 42(6): 59-66.
- [4] LANTOS G P. The boundaries of strategic corporate social responsibility[J]. Journal of Consumer Marketing, 2001, 18(7): 595-632.
- [5] ZHU Q H, YIN H, LIU J J, et al. How is employee perception of organizational efforts in corporate social responsibility related to their satisfaction and loyalty towards developing harmonious society in Chinese enterprises? [J]. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 2014, 21(1): 28-40.
- [6] GUERRERO-VILLEGAS J, SIERRA-GARCÍA L, PALACIOS-FLORENCIO B. The role of sustainable development and innovation on firm performance[J]. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 2018, 25(6): 1350-1362.
- [7] VAN DUUREN E, PLANTINGA A, SCHOLTENS B. ESG integration and the investment management process; fundamental investing reinvented [J]. Journal of Business Ethics, 2016, 138(3): 525-533.
- [8] DUQUE-GRISALES E, AGUILERA-CARACUEL J. Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multinationals; moderating effects of geographic international diversification and financial slack[J]. Journal of Business Ethics, 2021, 168(2): 315-334.
- [9] REVELLI C, VIVIANI J L. Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis[J]. Business Ethics: A European Review, 2015, 24(2): 158-185.
- [10] VELTE P. Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany[J]. Journal of Global Responsibility, 2017, 8(2): 169-178.
- [11] 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.
- [12] SUN N, SALAMA A, HUSSAINY K, et al. Corporate environmental disclosure, corporate governance and earnings management[J]. Managerial Auditing Journal, 2010, 25(7): 679-700.
- [13] MAITI M. Is ESG the succeeding risk factor? [J]. Journal of Sustainable Finance & Investment, 2021, 11(3): 199-213.
- [14] STARKS L T, VENKAT P, ZHU Q F. Corporate ESG profiles and investor horizons[Z]. SSRN Working Paper No. 3049943, 2017.
- [15] ZHANG Y, LIU W Q, XIE L X. The nonlinear impact of corporate social responsibility on stock returns[J]. Theoretical Economics Letters, 2020, 10(1): 17-39.
- [16] LA TORRE M, MANGO F, CAFARO A, et al. Does the ESG index affect stock return? Evidence from the Eurostoxx50[J]. Sustainability, 2020, 12(16): 6387.
- [17] LINS K V, SERVAES H, TAMAYO A. Social capital, trust, and firm performance; the value of corporate social responsibility during the financial crisis[J]. The Journal of Finance, 2017, 72(4): 1785-1824.
- [18] ENGELHARDT N, EKKENGA J, POSCH P. ESG ratings and stock performance during the COVID-19 crisis[J]. Sustainability, 2021, 13(13): 7133.
- [19] BROADSTOCK D C, CHAN K, CHENG L T W, et al. The role of ESG performance during times of financial crisis; evidence from COVID-19 in China[J]. Finance Research Letters, 2021, 38: 101716.
- [20] 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(6): 24-33.

- [21] SAHUT J M, PASQUINI-DESCOMPS H. ESG impact on market performance of firms; international evidence[J]. *Management International*, 2015, 19(2): 40-63.
- [22] ECCLES R G, IOANNOU I, SERAFEIM G. The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance[J]. *Management Science*, 2014, 60(11): 2835-2857.
- [23] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm; managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [24] 权小锋, 徐星美, 许荣. 社会责任强制披露下管理层机会主义行为考察——基于A股上市公司的经验证据[J]. *管理科学学报*, 2018, 21(12): 95-110.
- [25] 杨柏, 林川. 企业社会责任与研发投入——代理成本缓解还是财务压力? [J]. *云南财经大学学报*, 2016, 32(4): 124-131.
- [26] TANG H. The effect of ESG performance on corporate innovation in China; the mediating role of financial constraints and agency cost[J]. *Sustainability*, 2022, 14(7): 3769.
- [27] JONES T M. Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics[J]. *Academy of Management Review*, 1995, 20(2): 404-437.
- [28] 李新丽, 万寿义, 程俊. 企业社会责任承担影响信息风险吗? ——基于边界调节和中介传导的双重检验[J]. *管理学报*, 2022, 35(1): 142-158.
- [29] 杨金坤. 企业社会责任信息披露与创新绩效——基于“强制披露时代”中国上市公司的实证研究[J]. *科学学与科学技术管理*, 2021, 42(1): 57-75.
- [30] SHLEIFER A, VISHNY R W. A survey of corporate governance[J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52(2): 737-783.
- [31] YANG J B. Internal control, double agency costs and corporate social responsibility[J]. *Open Journal of Social Sciences*, 2019, 7(9): 155-167.
- [32] 罗进辉. 媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角[J]. *金融研究*, 2012(10): 153-166.
- [33] 翟光宇, 王瑶. 金融发展、两类代理成本与企业研发投入——基于2009—2018年A股上市公司的实证分析[J]. *国际金融研究*, 2022(3): 87-96.
- [34] LI H, HANG Y, SHAH S G M, et al. Demonstrating the impact of cognitive CEO on firms' performance and CSR activity[J]. *Frontiers in Psychology*, 2020, 11: 278.
- [35] 徐宁, 任天龙. 高管股权激励对民营中小企业成长的影响机理——基于双重代理成本中介效应的实证研究[J]. *财经论丛*, 2014(4): 55-63.
- [36] 周建, 袁德利. 公司治理机制与公司绩效: 代理成本的中介效应[J]. *预测*, 2013, 32(2): 18-25.
- [37] 陈文强, 贾生华. 股权激励、代理成本与企业绩效——基于双重委托代理问题的分析框架[J]. *当代经济科学*, 2015, 37(2): 106-113, 128.
- [38] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. *心理科学进展*, 2014, 22(5): 731-745.
- [39] 沈红波, 田淳, 宗赞. 上市公司承担社会责任影响股票市场表现吗——基于和讯网评级数据的实证检验[J]. *东南大学学报(哲学社会科学版)*, 2021, 23(4): 79-92, 151.
- [40] 刘柏, 王馨竹. 企业绿色创新对股票收益的“风险补偿”效应[J]. *经济管理*, 2021, 43(7): 136-157.
- [41] 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]. *科学学与科学技术管理*, 2021, 42(9): 71-89.
- [42] ANG J S, COLE R A, LIN J W. Agency costs and ownership structure[J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1): 81-106.
- [43] 李寿喜. 产权、代理成本和代理效率[J]. *经济研究*, 2007(1): 102-113.
- [44] 罗炜, 朱春艳. 代理成本与公司自愿性披露[J]. *经济研究*, 2010, 45(10): 143-155.
- [45] 潘海英, 朱忆丹, 新夫. ESG表现与企业金融化——内外监管双“管”齐下的调节效应[J]. *南京审计大学学报*, 2022, 19(2): 60-69.
- [46] 权小锋, 吴世农, 尹洪英. 企业社会责任与股价崩盘风险: “价值利器”或“自利工具”? [J]. *经济研究*, 2015(11): 49-64.
- [47] 王垒, 曲晶, 赵志超, 等. 组织绩效期望差距与异质机构投资者行为选择: 双重委托代理视角[J]. *管理世界*, 2020, 36(7): 132-153.
- [48] FLANNERY M J, RANGAN K P. Partial adjustment toward target capital structures[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(3): 469-506.
- [49] MOUSA F T, CHOWDHURY J, GALLAGHER S R. The implications of CEO power on the relationship between firm resources and innovation[J]. *Journal of Management & Organization*, 2023, 29(1): 14-29.

Enterprise ESG Information Disclosure Quality and Stock Market Performance —Based on the Perspective of Double Agency Cost

ZHANG Hui

(University of Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 102488)

Abstract: In recent years, as China's economy has gradually changed from high-speed development to high-quality development, environmental pollution, resource depletion, ecological imbalance and other problems have gradually attracted extensive attention from the society. It has become a necessary consensus for social development to form a sustainable economic development model that protects the environment. Therefore, the concept of environment, society and governance (ESG), which combines environmental protection, social responsibility and governance, emerged and developed rapidly. It is not only the embodiment of green economy, corporate social responsibility and responsible investment, but also an important standard for measuring the sustainable development of enterprises in the international community.

ESG has become a new tool for insight into the future performance of enterprises in addition to basic and technical information. But there are two problems with the existing research. On the one hand, the research content mainly focuses on foreign economic system, and few domestic researches involve this field. On the other hand, the research focus is more on the relationship between ESG and financial performance, and a small number of studies on the impact of ESG on the capital market have not reached consistent research conclusions. Therefore, this paper focuses on the analysis of the impact of ESG information disclosure quality on the capital market. Specifically, this paper takes A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2016 to 2020 as the research object to investigate the effect and mechanism of corporate disclosure of ESG information quality on stock returns. The results show that (1) Enterprises actively undertake ESG responsibilities and disclose ESG information to improve stock returns; (2) The positive value effect of ESG information disclosure is derived from the fact that the disclosure of ESG information can reduce the double agency costs between shareholders and management as well as between major shareholders and minority shareholders, and ultimately improve the returns of enterprises in the capital market; (3) compared with small-scale enterprises, large-scale enterprises' ESG information disclosure has a more obvious effect on stock returns. The more competitive the industry is, the greater the positive impact of ESG information disclosure quality on stock returns is. Therefore, the disclosure of ESG information by enterprises is not only a positive response to the continuous growth of value investment and the concept of ESG responsibility, but also helps to improve stock returns, which is a strategic decision of "achieve many things at one stroke".

Compared with the existing literature, the possible marginal contributions of this paper are as follows. First, investigate the value effect of ESG information disclosure of Chinese listed companies in the capital market, and expand and enrich the literature on ESG investment and enterprise ESG performance effect. Second, the transmission path of "enterprise ESG information disclosure-alleviating double agency costs-improving stock returns" is found, which opens the "black box" of enterprise ESG information disclosure affecting stock returns. Third, the influence of factors such as enterprise scale and industry competition degree on the relationship between corporate ESG information disclosure and stock return is investigated, so as to clarify the internal and external conditions of corporate ESG information disclosure quality to improve stock returns.

Keywords: ESG; quality of information disclosure; dual agency costs; stock market performance; stock returns

(责任编辑：李叶)