

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20221018.202

ESG信息披露: 内涵辨析、评价方法与作用机制

黄 琚, 汪玉荷, 韩菲菲, 李 云

(湖南大学工商管理学院, 湖南长沙410082)

摘 要: ESG信息披露是指企业针对其环境、社会和治理方面的具体实践进行的信息披露,是企业非财务信息的重要组成部分。“双碳”目标提出以来,作为ESG生态系统的基础设施,ESG信息披露成为理论界与实务界的热点话题。基于已有文献,本文对企业ESG信息披露、ESG表现、企业社会责任、可持续发展内涵进行了辨析,对目前研究中ESG信息披露的不同评价方法进行了比较分析,并进一步梳理了ESG信息披露的影响因素和经济后果,构建了ESG信息披露作用机制的研究框架,以期为企业ESG信息披露的后续研究提供参考和借鉴。

关键词: ESG信息披露; 内涵; 评价; 影响因素; 经济后果

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2023)06-0003-16

一、引 言

“双碳”目标提出以来,作为ESG生态系统的基础设施,ESG信息披露成为理论界与实务界热议的话题。中国证监会于2021年2月发布《上市公司投资者关系管理指引(征求意见稿)》,将ESG信息纳入上市公司与投资者的沟通范畴。2022年2月,中国证监会在对《关于推进制度开放,加快完善中国责任投资信息披露标准及评价体系的提案》的回复中,明确提出将持续推进我国上市公司环境、社会和治理披露制度建设,完善上市公司ESG信息披露政策。

在ESG信息披露政策逐步完善的同时,学术界对ESG信息披露的相关问题进行了广泛探讨,本文聚焦ESG信息披露的内涵、评价方法、理论基础、影响因素、经济后果及作用机制,对现有ESG信息披露的研究进行了检索、筛选、归纳和总结。首先,以“ESG”“环境、社会和治理”“ESG信息披露”“环境、社会和治理信息披露”“environmental, social and governance”“ESG information”“environmental, social and governance information disclosure”等主要关键词进行文献检索,主要检索工具为中国知网、Web of Science。其次,根据文献的学科类别、期刊分区(英文)、期刊层次进行文献筛选。再次,泛读文献以排除非ESG信息披露研究领域的文献。最后,精

收稿日期: 2022-06-01

基金项目: 国家社会科学基金一般项目(22BGL085)

作者简介: 黄 琚(1976—),女,湖南大学工商管理学院教授,博士生导师;

汪玉荷(2000—),女,湖南大学工商管理学院硕士研究生;

韩菲菲(1997—),女,湖南大学工商管理学院博士研究生(通讯作者,hanfeifei@hnu.edu.cn);

李 云(1997—),女,湖南大学工商管理学院博士研究生。

读筛选出的文献,对其研究内容进行归纳总结。

本文研究发现:在ESG信息披露内涵层面,部分研究中存在着将ESG信息披露与ESG表现、企业社会责任、可持续性混用的情况;在具体度量层面,现有研究采用了多种不同方式衡量企业的ESG信息披露水平;在影响因素和经济后果层面,现有研究主要探讨某一特定因素与ESG信息披露之间的关系,关注了外部环境特征、企业治理特征、企业所有权特征对ESG信息披露水平的影响,并探究了ESG信息透明度对企业价值、企业资本成本、企业风险、企业效率的影响。

本文可能的研究贡献如下:(1)对ESG与企业社会责任、可持续性原则进行了概念区分,同时辨析了ESG信息披露与ESG表现的区别,有助于对ESG信息披露内涵的准确理解。(2)归纳总结了目前学者所采用的ESG信息披露衡量方式,比较分析了这些衡量方式的优缺点,同时提出了未来的改进方向。(3)系统梳理了ESG信息披露的影响因素和经济后果,并将ESG信息披露的作用机制归纳为改善利益相关者关系、降低信息不对称程度、建立良好声誉三种类型,形成了ESG信息披露的实证研究框架。(4)从实践角度为政府、企业、投资者三类主体提出了政策或管理启示,从理论角度总结了目前尚存的研究机会,为后续ESG信息披露研究提供方向和思路。

二、ESG信息披露的内涵与评价

(一)ESG信息披露的内涵

随着工业化的不断推进,诸多社会问题逐渐显露,气候变化、企业目标和企业治理问题引起社会广泛关注。2006年,联合国发布《负责任投资》(PRI)报告,该报告在可持续发展理念的基础上提出了ESG这一概念,认为负责任投资与传统投资的区别就是要将传统投资因素与环境、社会、公司治理因素相结合,进行综合考虑,并据此进行投资决策。虽然ESG于2006年才被正式提出,但其思想起源可以追溯到20世纪30年代。根据ESG理念,越来越多的企业进行了ESG信息的相关披露,以ESG报告、企业社会责任报告等多种形式向投资者展现企业在环境、社会、治理三个层面的具体实践。在各国际组织所提出的ESG报告框架中,全球报告倡议组织(GRI)的可持续发展报告标准被广泛应用(李晓蹊等,2022)。根据常见的ESG报告框架,企业应在环境方面披露包括材料、能源、生物多样性、排污排废、环保合规等信息,在社会方面披露包括员工多样性、机会平等、劳资关系、消费者隐私、健康、安全等信息,在治理方面披露包括利益冲突管理、腐败、贿赂等信息。

一些研究并未将ESG与企业社会责任(CSR)、可持续性区分开来,存在着将ESG与企业社会责任及可持续性等同或混用的情况,如Gillan等(2021)将ESG与CSR概念混用,研究其与企业资本成本、企业风险之间的关系;Wang和Sarkis(2017)采用ESG信息披露的数据研究企业社会责任对财务绩效的影响;Qureshi等(2020)将企业ESG信息披露等同于可持续性披露进行研究。就发展阶段而言,企业社会责任从20世纪30年代开始演变发展,1987年《布兰特报告》发布,可持续性发展指导原则得以制定,而在以可持续性回报为目标的社会责任投资(SRI)考虑了公司治理的影响之后,ESG理念才正式产生。就适用性而言,ESG和CSR分别可以被当作可持续性原则应用于金融和企业领域(MacNeil和Esser,2022)。企业社会责任的初衷在于促使企业承担道德责任,做出正确的社会行为,其主要依靠企业和董事会制定和实施相关政策,更聚焦企业层面;而ESG的产生与负责任投资紧密相连,更强调从金融视角关注企业经营活动可能带来的风险和潜在回报,可以应用于金融领域。就关注领域而言,企业社会责任更多关注社会方面,包括与员工、供应商、客户、政府、社区的关系,而ESG在关注社会方面之外,结合了企业

在环境和治理方面的具体实践,相对于企业社会责任来说关注面更广,更全面地反映了企业经营所产生的影响。将ESG信息披露与企业社会责任披露、可持续性披露明确区分,对于归纳ESG信息披露的影响因素与作用机制,指导未来ESG信息披露实践具有重要意义。

(二)ESG信息披露的评价方法

在目前已有的研究中,学者大多采用彭博社ESG信息披露得分对ESG信息披露水平进行衡量。同时,也有学者基于内容分析法构造ESG信息披露水平变量。

1.彭博社ESG信息披露得分度量法

彭博社主要基于企业发布的年度报告、社会责任报告和企业网站上的相关信息,根据120项具体ESG指标对企业ESG总体及E、S、G三个具体分支的信息披露水平进行评分。在环境(E)维度上,主要关注碳排放、气候变化、污染、可再生能源、用水、能源消耗等方面的信息。在社会(S)维度上,主要关注企业的社区关系、人权、员工流动和管理层中的女性等方面。在治理(G)维度上,主要衡量企业的董事会规模、董事会二元性、独立董事、女性董事、会议次数和会议出席率所代表的企业治理水平信息。在对企业进行初步ESG信息披露水平评分后,彭博社根据不同行业的具体水平将评分进行调整,确保不同行业的ESG信息披露得分具有可比性。

随着ESG理念越来越受到资本市场的重视,许多机构开发了ESG评级产品,除彭博社之外,汤森路透、ASSET4、KLD等国际机构,以及华证、商道融绿等国内机构也对企业的ESG实践进行了评级,这些评级更多关注ESG表现,而非ESG信息披露(Baldini等,2018;Eliwa等,2021)。但现有研究中部分学者以ESG表现评分衡量ESG信息披露水平,如席龙胜和王岩(2022)以华证评级的ESG表现得分对企业ESG信息披露水平进行衡量;而Terzani和Turzo(2021)采用了ASSET4评分构建ESG信息披露水平。ESG表现衡量的是企业ESG的践行情况,是企业ESG实践的具体成效,而ESG信息披露是企业对外呈现的ESG实践信息,是ESG表现的沟通(Eliwa等,2021)。ESG表现与ESG信息披露是企业ESG实践中的两个不同方面,明确区分企业ESG表现与ESG信息披露有利于明晰ESG信息披露的具体作用机制,而ESG表现与信息披露的混用可能会掩盖一些企业的漂绿行为。ESG漂绿行为是指企业通过披露大量ESG信息误导利益相关者,掩盖其不良ESG表现,阻碍了投资者利用ESG数据进行投资决策(Yu等,2020),可能对企业的财务业绩造成不利影响(Walker和Wan,2012)。

2.内容分析法

内容分析法是对文字形式的资料进行分析,作出客观、系统、量化的描述,从而将资料以数据的形式表现出来。已有文献中,学者主要利用GRI指南检查表进行内容分析,构造ESG信息披露水平变量。例如,Gjergji等(2021)采用句子作为分析单位,将企业的年度报告、CSR报告、可持续性报告,以及企业网站自主披露的信息与GRI指南检查表进行对照,以意大利中小企业为样本,构建了ESG信息披露水平的度量指标。

具体地,针对GRI指南检查表中的94个ESG项目,研究人员填写每个样本企业的披露计分表,相应为每个ESG项目赋分为0分(未披露信息)、1分(披露了定性信息)或2分(披露了定量信息)。最终,将所有项目的赋分值加总,并除以94进行标准化处理,得到每个企业的ESG信息披露得分(处于0至2之间)。

在上述两种ESG信息披露的衡量方式中,彭博社的ESG信息披露数据可以直接取得,但只考虑了企业对外披露的ESG信息数量,可能无法反映企业ESG信息披露质量的差异,且局限于规模较大的上市公司。Campanella等(2021)也指出,彭博社没有提供ESG信息披露得分的准确衡量标准,其运用存在一定局限性。在未来发展中,需要提供更加细化的ESG信息披露衡量标准,扩大评价范围,增加除数量之外的全面性、重要性等评价维度,增强彭博社ESG信息披露数

据的适用性,防止出现重数量而轻质量的“披露”。利用GRI指南检查表进行内容分析的方法适用于中小企业,但简单地根据是否披露、定量/定性披露来进行赋分可能无法准确刻画不同企业信息披露的具体差异,如同样采用定量披露的企业,定量披露的质量可能不同。在后续研究中,可以针对ESG定量披露的信息含量及质量进一步细化ESG信息披露水平的衡量,突显ESG信息质量的差异。

我国目前的ESG数据运用受到缺乏本土ESG信息披露数据的限制。彭博社主要针对国外上市公司,对我国上市公司的ESG信息披露水平衡量范围有限,阻碍了我国ESG信息披露的研究。而开发本土化、针对性的ESG信息披露数据库可以提升我国ESG数据的全面性,有利于我国ESG信息披露实践长久发展,从而进一步推进生态文明建设,助力我国“双碳”目标的顺利实现。

三、ESG信息披露的理论基础

现有ESG信息披露的相关研究中,应用广泛的基础理论包括利益相关者理论、可持续发展理论、合法性理论和制度理论,下面将对这些理论进行详细阐述。

(一)利益相关者理论

利益相关者理论(stakeholder theory)主张企业不仅是股东的企业,更是利益相关者的企业,其经营发展应该平衡考虑各利益相关方的诉求(Freeman, 1984)。其中,利益相关者是指除了股东之外,同样承担了企业经营风险的群体,“没有这些群体的支持,企业无法生存”(Freeman, 1984)。同时,利益相关者的压力将促使企业满足政府监管、社区环境保护要求、员工绿色认同,形成关于环境问题的伦理信念(潘楚林和田虹, 2016)。何枫等(2020)结合合法性理论,将利益相关者分为监管者(政府机构)和主要利益相关者(社区、客户、媒体、供应商等)。总体而言,利益相关者理论要求企业在考虑股东价值之外,将自然环境的保护、社区关系的维持、社会价值的实现也列为企业的发展经营目标,因此构成了ESG信息披露的理论基础。现有实证研究基于利益相关者理论,阐明了ESG信息披露对财务绩效和企业资本成本的影响,即企业在考虑利益相关者诉求,进行更充分的ESG信息披露时,将拥有更高的财务绩效和更低的资本成本(Weber, 2014; Gjergji等, 2021)。

(二)可持续发展理论

可持续发展理论(sustainable development theory)诞生的标志是联合国1987年发布的《我们共同的未来》报告,该报告强调人类社会需要发展,同时这种发展应该有一定限度,不能危害到后代人的生存和发展。后来的学者对可持续发展理论进行了更深层次的探讨,如肖红军和阳镇(2020)探讨了可持续性商业模式,强调企业要将环境、社会和经济价值有效整合,创造综合价值与共享价值。财务绩效与环境绩效的协同发展是企业满足可持续性要求的关键(解学梅和朱琪玮, 2021)。经济发展与自然环境达到和谐、社会发展良性循环是可持续发展理论追求的重要目标,也是ESG信息披露的重要基础。现有的许多ESG报告框架在指标体系设计上体现了可持续发展的思想,尤其是在社会和环境指标设计方面(黄世忠, 2021)。

(三)合法性理论

合法性理论(legitimacy theory)强调,在社会中生存的企业其行为需要被社会所接受,即企业对社会需求的满足是生存的重要前提。合法性是指企业的经营活动及行为与社会的价值观、信仰和规范体系相容(Suchman, 1995),采取社会,特别是利益相关者所认同的行为方式,以展现其社会意识(Palazzo和Scherer, 2006)。因此,企业为了确保其合法性,需要关注更多的可持

续性管理活动,而不仅是以利益为导向(Schaltegger和Hörisch,2017)。综上所述,合法性理论强调企业需要满足社会需求,创造企业社会价值,从事有益于社会公众的相关活动,展现良好的社会意识。ESG信息披露是一种展现企业社会意识的工具,合法性理论也由此构成了ESG信息披露的理论基础。ESG信息披露的一个目的是保证企业经营对社会和环境造成的相关影响合法(Xie等,2019)。已有实证研究以合法性理论为基础,探究了与社会需求相关的公司特征(如公司可见性)对企业ESG信息披露水平的影响(Baldini等,2018),即社会提出的合法性要求越高,企业的ESG信息披露就越积极。

(四)制度理论

制度理论(institutional theory)探究了企业与社会之间的关系,提出企业实际上受到广泛的外部社会结构的影响,包括公众或私人规则、非政府组织等监督企业活动的组织等(DiMaggio和Powell,1983;Campbell,2007)。制度理论中的制度不仅指国家正式制度,还包括公众或私人对企业的监管。制度理论认为,作为重要的非财务数据,企业披露ESG信息的决策不仅是工具性的决策,更是基于广泛的社会背景制定的决策(Jackson和Apostolakou,2010),即企业的ESG信息披露是响应外部制度要求的一种方式。现有实证研究发现,法律框架强度、腐败程度、劳工保护制度会对企业的ESG信息披露产生影响(Baldini等,2018)。

上述四个理论共同构成了ESG信息披露的重要基础,在目前有关ESG信息披露的研究中应用广泛,各有侧重。其中,作为ESG理念的基础,可持续发展理论的思想精髓在许多ESG报告框架的指标设计上有所体现,如全球报告倡议组织、可持续发展会计准则委员会(SASB)的诸多ESG披露指标都体现了对环境和社会可持续发展的追求。合法性理论和制度理论主要强调企业需要满足外部环境的要求以谋求长期发展,在ESG信息披露的影响因素研究领域多有应用。而利益相关者理论主要强调企业要重视利益相关者的诉求,ESG信息披露作为一种展现利益相关者关注的良好方式,能够为企业带来价值提升等一系列积极后果。表1对ESG信息披露的理论基础进行了归纳和总结。

表1 ESG信息披露的理论基础

理论基础	核心观点	侧重应用范畴	相关文献
利益相关者理论	重视各利益相关方诉求的企业将获得更优的长期绩效	ESG信息披露的经济后果(如企业价值、企业资本成本)	Qureshi等,2020;Gjergji等,2021;Raimo等,2021;Eliwa等,2021;Rabaya和Saleh,2022
可持续发展理论	综合考虑环境、经济、社会价值,追求可持续发展	ESG报告框架	Xie等,2019;黄世忠,2021
合法性理论	对社会需求的满足是企业得以生存的重要前提	ESG信息披露的影响因素	Baldini等,2018;Yu等,2019
制度理论	企业决策受到广泛外部社会结构的影响	ESG信息披露的影响因素(如外部制度)	Weber,2014;Baldini等,2018;Yu和Van,2021;Huang等,2022

资料来源:根据相关文献整理。

四、ESG信息披露的影响因素

(一)外部环境特征对ESG信息披露的影响

在企业面临的外部环境中,政治制度、劳工制度和文化制度对ESG信息披露的影响最先受到学者的关注。基于制度理论与合法性理论,Baldini等(2018)探究了政治、劳工、文化三个层面的国家制度对ESG信息披露的影响。在政治制度层面,国家的法律框架强度和腐败程度总体上

对ESG信息披露起抑制作用。在法律框架较强的国家中,企业在法律法规之外提供信息的必要性较低,而腐败会让企业的道德行为获益较少,抑制企业的ESG信息披露行为。在劳工制度层面,劳工保护制度较完善的国家,企业以ESG信息披露的形式回应社会的劳工保护要求,ESG信息披露水平较高。在文化制度层面,社会凝聚力更低、机会公平程度更小的国家,管理层对于利益相关者诉求的关注程度更高,由此带来更高的ESG信息披露水平。在宗教信仰程度较低或较高的国家中,企业也倾向于披露更多的ESG信息(Terzani和Turzo,2021)。此外,当政治和经济不确定性上升时,旅游企业会增加ESG信息披露,以应对政治经济不确定性带来的信息不对称问题(Kumar,2022)。而自然灾害的发生将会促使企业管理层披露更多ESG信息,作为对投资者风险感知的应对(Huang等,2022)。

(二)企业治理特征对ESG信息披露的影响

在现有研究中,企业管理层特征和董事会特征对ESG信息披露的影响受到了关注,具体分析如下。

1.管理层特征。首先,CEO双重性(两职合一)的企业,其ESG信息披露水平较高(Tamimi和Sebastianelli,2017)。两职合一代表着企业CEO拥有更大的权力,对企业的决策具有更强的影响力,因此他们更倾向采取ESG信息披露的形式展现个人社会意识,增强个人声誉以获得更好的职业前景,同时降低来自外部利益相关者的监管。其次,与ESG实践相挂钩的高管激励制度可以促使企业的管理层更加关注ESG问题,此时高管个人的利益与利益相关者的利益协同一致。最后,管理层任期过长可能会对企业ESG信息披露产生消极影响(McBayer,2018)。这是因为管理层任期越长,越倾向于规避风险,因此向外界披露更多信息的倾向性越低。更换了CEO之后,这些企业的ESG信息披露水平有所提升。

2.董事会特征。根据资源依赖理论,董事会可以为企业的ESG实践提供专业知识、管理咨询等关键资源,对促进企业ESG信息披露起到重要作用。具体而言,更大的董事会规模(Tamimi和Sebastianelli,2017)、更高的董事会议频率(Campanella等,2021)将为企业提供更多关键资源,从而促使企业提升ESG信息的披露水平。而根据利益相关者理论,企业在具有更高的董事会独立性、拥有更多女性董事、成立了企业社会责任委员会时,表现出更高的ESG信息披露水平。第一,独立董事能更深刻地理解外部利益相关者的重要性,促进企业ESG信息披露,以减少不同利益相关者之间的利益冲突(Husted等,2019;De Masi等,2021)。第二,女性董事对社会问题更加敏感(Tamimi和Sebastianelli,2017),更注重企业的社会绩效(De Masi等,2021),有利于充分发挥董事会的监督作用,促使企业考虑利益相关者的诉求,披露更多的ESG信息(Lagasio和Cucari,2019;Qureshi等,2020),也有学者采用四个国家的上市公司样本,对是否具有女性董事与企业ESG信息披露之间的关系进行了研究,得出了相反的结论(Husted等,2019)。在前人研究的基础上,De Masi等(2021)进一步探究了女性董事临界数量对企业ESG信息披露的影响,发现当董事会中的女性达到三名及以上时,其积极作用开始显现,调和了Qureshi等(2020)与Husted等(2019)的相反观点。第三,企业社会责任委员会可以增强董事会对企业的监督作用,促使企业关注ESG实践,提高ESG信息披露水平(Campanella等,2021)。

(三)企业所有权特征对ESG信息披露的影响

在企业所有权特征方面,学者主要研究了国家所有权、内部持股、机构投资者持股、外资持股等因素对企业ESG信息披露所造成的影响。首先,相比于非政府控制的企业,政府控制的企业ESG信息披露报告更加频繁(Weber,2014),对于政府控制的企业而言,遵守相应披露政策的要求普遍更高。其次,内部持股越少的企业ESG信息披露越完备,在ESG问题上越透明

(Yu等,2018)。再次,目前学者对于机构投资者持股如何影响ESG信息披露水平暂未形成一致结论。一方面,有学者认为,机构投资者更加关注ESG信息披露的负面影响(Aluchna等,2022),会抑制企业的ESG信息披露。另一方面,也有观点认为机构投资者代表了有效的企业治理机制,可以督促企业提高ESG信息透明度,以降低代理冲突(Yu和Van,2021)。Yu和Van(2021)主要关注了不同类型基金对企业ESG信息披露的影响差异,而没有涉及基金之外的机构投资者(如信托公司、保险公司、QFII等)。通过对机构投资者的类型进行详细区分,具体分析不同投资偏好、投资理念的机构投资者对企业ESG信息披露的影响可能是未来的研究方向。此外,机构投资者作为有力的外部监督机制,可以抑制控股股东股权质押所带来的ESG信息披露水平的下降(Huang等,2022)。最后,具有外资持股(即外国股东)的企业,ESG信息透明度更高,这是由于外国股东与企业的地域分离使其对于企业信息透明度的期望更高,会对企业施加更多的信息披露压力。Yu和Van等(2021)发现,交叉上市的企业为了能够在外国与其他企业竞争,需要同时响应本国与外国的制度要求,将ESG信息披露看作获取外国投资者信赖、降低资本成本的策略,因此展现出更高的ESG信息透明度。

综上所述,在ESG信息披露的影响因素相关研究中(见表2),机构投资者对企业ESG信息披露水平的影响暂未形成一致结论,多因素共同作用于ESG信息披露水平的研究尚显不足,同时,现有研究尚未解决治理水平与ESG信息披露之间可能存在的双向因果问题。在后续研究中,首先,区分不同类型机构投资者、不同持股比例临界条件对企业ESG信息披露的影响,将有助于明确机构投资者在企业ESG信息披露发展进程中所起到的具体作用,更好地促进机构投资者发挥外部治理效应。其次,研究高管团队效应、制度背景与企业具体特征等多因素共同作用于ESG信息披露的效果,将有助于面临多样化因素的企业采取针对性措施,以更好地促进ESG信息披露的发展。最后,治理水平不足将损害ESG信息透明度,同时ESG信息披露有利于外部监管机制更加充分地发挥治理作用,增进企业的治理水平。因此,未来研究需要进一步考虑治理水平与企业ESG信息透明度之间的潜在双向因果关系。

表2 ESG信息披露的影响因素

影响因素	具体因素	影响方向	相关文献	研究范围
外部环境特征	劳工保护制度	促进	Baldini等,2018	彭博社数据库企业
	社会凝聚力、机会公平程度	促进		
	政治和经济不确定性	促进	Kumar,2022	旅游业上市企业
	自然灾害	促进	Huang等,2022	美国上市企业
	法律框架强度、腐败程度	抑制	Baldini等,2018	彭博社数据库企业
企业治理特征	宗教信仰	非线性	Terzani和Turzo,2021	标普1200指数企业
	CEO两职合一	促进		
	ESG高管激励制度	促进	Tamimi和Sebastianelli,2017	标普500指数企业
	董事会规模	促进		
	董事会活跃度	促进	Campanella等,2021	福布斯全球2000榜单企业
	董事会独立性	促进	Husted等,2019	拉丁美洲上市企业
	女性董事	促进	Qureshi等,2020	欧洲上市企业
管理层任期	抑制	McBrayer,2018	彭博社数据库企业	
企业所有权特征	国家所有权	促进	Weber,2014	中国上市企业
	外资持股	促进	Yu和Van,2021	49个国家1963家大型企业
	内部持股	抑制	Yu等,2018	发达和新兴国家大型企业
	机构投资者持股	促进/抑制	Aluchna等,2022; Yu和Van,2021	华沙证券交易所上市企业 49个国家1963家大型企业

资料来源:根据相关文献整理。

五、ESG信息披露的经济后果

(一) ESG信息披露对企业价值的影响

ESG信息披露对企业价值具有正向促进作用(Yu等,2018)。根据利益相关者理论,企业在重视利益相关者诉求、满足社会需求时,将获得竞争优势,产生更高的企业价值(Qureshi等,2020)。首先,良好的ESG信息披露有助于建立企业与内外部利益相关者之间的长期信任和稳固关系,提高企业竞争力(Rabaya和Saleh,2022)。一方面,企业的ESG信息披露是对企业改善工作环境方面做法的详细反映,因此将会吸引更多有能力的员工,并在长期内建立公司内部的信任(Gjergji等,2021),促进企业的高管和员工勤勉尽责,最终保障企业良好的经营效果。另一方面,ESG信息披露可以作为一种印象管理工具,维护和提高企业在外部利益相关者中的声誉,从而使得外部利益相关者对企业价值和经营成效进行更积极的判断(Xie等,2019)。其次,ESG信息披露作为非财务数据披露的重要形式,能够有效降低信息不对称,提高企业的信息透明度,企业通过ESG等活动付出的长期努力能够更好地被投资者和债权人所感知,对企业价值产生积极影响(Raimo等,2021)。

特别地,对处于环境敏感行业的企业而言,ESG信息披露与企业股价之间的关系更加显著(Qureshi等,2020)。在环境敏感行业中的企业与社会接触范围更广,因此ESG信息披露对这些企业的市场价值将产生更大的影响,在这些行业中的企业因此有更高的ESG信息披露倾向。另外,CEO权力越大的企业,ESG信息披露对公司价值的正向影响越大(Li等,2018)。在CEO权力更大的企业中,利益相关者更可能认为ESG信息披露质量反映了公司高管提升公司价值的的能力,因此ESG信息披露对企业价值的正向提升作用更大。

(二) ESG信息披露对资本成本的影响

ESG信息披露可以降低企业的资本成本,包括债务资本成本(Hamrouni等,2020;Raimo等,2021)和权益资本成本(Dahiya和Singh,2020),缓解企业的融资约束(李志斌等,2022),提升企业的股息支付水平(Ellili,2022)。首先,更高的ESG信息透明度有助于降低企业的债务资本成本。一方面,企业的ESG信息可以作为财务信息的补充,降低企业与贷款人之间的信息不对称程度,贷款人面临的违约风险下降,所要求的利率因此降低。另一方面,考虑到声誉问题,贷款人更愿意将资金借给具有良好环境和社会表现的企业,ESG信息披露作为一种信号,将帮助企业向债权人中建立更好的形象和外部声誉,进而降低企业所面临的债务资本成本(Feng和Wu,2021)。其次,ESG信息披露更完善的企业,信息不对称程度较低,有利于企业吸引更多长期投资者,从而权益资本成本较低。同时,Eliwa等(2021)发现,在利益相关者导向更明显的国家中,ESG信息披露对企业资本成本的影响更为显著,这是由于在利益相关者导向更明显的国家中,外部利益相关者可能对企业产生更大影响。再次,ESG信息披露水平有利于缓解企业的融资约束程度。一方面,企业披露的ESG信息缓解了信息不对称程度,向外部利益相关者传递了积极信号,有助于企业获取更多外部融资。另一方面,在我国鼓励绿色发展的趋势下,ESG表现更好的企业将会获得更多政策支持,进一步缓解企业融资约束。最后,企业ESG信息披露有利于股息支付的提升。一方面,ESG信息透明度更高的企业,其面临的资本成本较低,进行股息支付的资金更加充足。另一方面,ESG信息披露可以发挥声誉效应,提升企业的财务业绩(Saygili等,2022),从而拥有更高的股息支付水平。

与其他学者研究大型上市公司不同,Gjergji等(2021)聚焦中小企业,发现对中小企业而言,ESG信息披露能带来的收益较少而成本较高,最终可能导致中小企业的平均资本成本增加。因此,ESG信息披露最终带来的成效会因企业规模等具体特征不同而产生差异。

(三)ESG信息披露对企业风险的影响

ESG信息披露有助于降低企业风险,包括违约风险、企业特殊风险、股价崩盘风险、财务违规风险等。首先,ESG信息披露较为完备的企业,违约风险较低(Atif和Ali,2021)。一方面,ESG信息披露有助于企业树立品牌形象,提升客户满意度和忠诚度,确保企业经营业绩和现金流的稳定性。另一方面,ESG信息披露降低了企业的信息不对称和代理成本,减少了来自外部的争议和监管,企业更易获得外部融资,最终体现为违约风险下降。其次,ESG信息披露可以控制企业特殊风险。以首次公开募股(IPO)为研究情境,Reber等(2022)发现,ESG信息披露有助于上市后企业降低与投资者的信息不对称程度,建立声誉资本,使得企业面临的特殊风险下降。而Di Tommaso和Thornton(2020)提出,在欧洲银行中,ESG信息披露可以建立客户忠诚度、降低治理失败的合规成本,从而遏制企业风险。再次,ESG信息披露通过发挥“信号效应”和“情绪效应”,增强了企业信息透明度,使得企业的股价更加真实、投资者情绪更加平缓,从而降低股价崩盘风险(席龙胜和王岩,2022)。最后,ESG信息披露通过缓解信息不对称程度,可以更好地发挥内外部监管作用,抑制企业的财务违规风险(Yuan等,2022)。

(四)ESG信息披露对企业效率的影响

在适当水平下,ESG信息披露可以为企业带来额外收益,与此同时造成的额外成本较低,这将促进企业效率的提升(Xie等,2019)。具体而言,在中等披露水平下,ESG信息披露将促进企业效率,而在较低或高披露水平时,这种积极影响将不存在。其可能原因在于,低披露水平导致信息不对称问题,而高ESG信息披露水平导致额外成本和更多的限制,因此过低或过高的ESG信息披露都无法对企业效率产生积极影响。表3对ESG信息披露经济后果的相关文献进行了归纳。

表3 ESG信息披露的经济后果

经济后果	具体方面	影响方向	相关文献	研究范围
企业价值	Tobin's Q 股票价格	提高	Yu等,2018; Qureshi等,2020	发达和新兴国家大型企业 欧洲上市企业
	股息支付水平	提高	Ellili,2022	阿联酋市场交易企业
资本成本	债务资本成本	降低	Hamrouni等, 2020;Raimo等, 2021;Feng和Wu, 2021	SBF120指数上市企业(法国) 标普1200指数企业 标普全球数据库企业
	权益资本成本	降低	Dahiya和Singh, 2020	北美、西欧、亚太(发达国家) 餐饮业上市企业
	融资约束程度	降低	李志斌等,2022	中国沪深A股上市企业
企业风险	违约风险	降低	Atif和Ali,2021	美国非金融业上市企业
	企业特殊风险	降低	Di Tommaso和 Thornton,2020; Reber,2022	欧洲银行、美国证券交易所 上市企业
	股价崩盘风险	降低	席龙胜和王岩, 2022	中国沪深A股上市企业
	财务违规风险	降低	Yuan等,2022	中国A股上市企业
企业效率	投入/产出比	非线性	Xie等,2019	彭博社数据库上市企业

资料来源:根据相关文献整理。

总体而言,ESG信息披露经济后果的相关文献大多集中于探究发达国家和地区、大型上市公司中ESG信息披露水平所带来的影响,较少关注新兴经济体ESG信息披露的具体发展现状、特殊时期背景下ESG信息披露经济后果的差异、中小企业面临的ESG信息披露所带来的增量

收益或成本的不同,以及企业处于不同生命周期时ESG信息披露可能带来的不同经济后果。同时,目前的研究多为ESG信息披露与经济后果线性关系的探讨,忽略了ESG信息披露可能带来的非线性效果。在后续研究中,首先,可以将ESG信息披露置于新兴市场,探讨ESG信息披露在中小型企业中产生经济后果的差异性。其中,中小企业受到资源等条件的限制,进行ESG实践付出的成本可能较多,ESG信息披露在中小企业中可能会产生与大企业不同的经济后果。其次,应关注特殊发展时期与政策背景下ESG信息披露的作用效果。例如,探索在危机时期,ESG信息披露是否能帮助企业克服危机所带来的消极影响,以及在“双碳”目标导向下,ESG信息披露对企业绿色低碳转型的促进作用。最后,企业在不同生命周期下,可能采用不同的财务政策和治理机制,呈现出不同的经济特征。如Atif等(2022)发现,ESG信息披露会导致企业在成长/衰退阶段现金持有水平更高,而在成熟阶段此影响并不显著。在未来的研究中,探索ESG信息披露所带来的经济后果在企业不同生命阶段的差异性 is 潜在的研究方向。

六、ESG信息披露的作用机制

关于ESG信息披露如何作用于企业层面的经济后果,本文将现有研究中的作用机制划分为改善利益相关者关系、降低信息不对称程度和建立良好声誉三种类型。

首先,基于利益相关者理论的观点,当企业满足各利益相关方的诉求时,将获得更好的经营成效。ESG信息披露可以展现企业的社会意识和环境保护意识,体现对内外部利益相关者诉求的关注,最终改善企业的利益相关者关系。一方面,内部利益相关者(如员工、高管)期望企业提供更加舒适安全的工作环境、经营更加稳定。ESG信息披露展现了企业对员工工作环境的重视(Gjergji等,2021)和可持续发展的能力,能够促进员工和高管勤勉尽责,提升企业运营效率。另一方面,在我国目前绿色发展的经济导向下,ESG信息披露展现了企业对环境和社会问题的关注,体现了企业的可持续发展战略与绿色转型倾向,有利于获取更多政策支持(李志斌等,2022)、提升客户忠诚度与信任度(Atif和Ali,2021),从而实现独特竞争优势(Qureshi等,2020)。如Atif和Ali(2021)发现,ESG信息透明度提升了客户满意度与忠诚度,在危机时期保障了企业的收入和现金流稳定性,有助于控制企业的违约风险;而李志斌等(2022)提出,ESG信息披露展现了企业为可持续发展所付出的努力,有利于企业获取政策支持,企业面临的融资约束程度相对较小。

其次,基于信息不对称理论的观点,企业内外部信息不对称使得外部债权人、投资者无法全面了解企业的经营实践,加大了债权人和投资者所面临的风险。ESG信息作为非财务信息的重要方面,是财务信息的必要补充,其充分披露有助于展现企业的良好ESG实践,增进外部债权人与投资者对企业经营决策的了解,从而降低企业资本成本,控制企业风险。一方面,当企业信息不对称程度较高时,债权人面临的违约风险较高,因此会要求更高的借款利率。而ESG信息披露缓解了内外部信息不对称程度,使债权人对企业的经营状况更加了解,企业所要求的资本成本随之下降(Feng和Wu,2021)。另一方面,ESG信息透明度给予了更多外部投资者充分了解企业ESG实践的机会,使得更多长期投资者,特别是具有可持续发展追求的长期投资者参与到企业的融资过程中来,有利于控制企业的权益资本成本(Raimo等,2021)。企业充足的外部融资有利其控制财务违规风险(Yuan等,2022)和违约风险(Atif和Ali,2021),而由信息不对称导致的股价崩盘风险(席龙胜和王岩,2022)和特殊风险(Di Tommaso和Thornton,2020)也会随之下降。

最后,基于声誉理论的观点,作为一种印象管理工具,ESG信息披露可以提高和维护企业

声誉(Xie等,2019),使企业更易获得积极的外部市场判断。第一,ESG信息披露体现了企业在环境和社会方面所付出的努力,更好的社会声誉将提升外部债权人的借款意愿(Feng和Wu,2021)。第二,通过展现企业ESG发展理念,ESG信息披露有助于建立积极的品牌形象,从而提升企业的财务业绩(Atif和Ali,2021)。第三,在危机时期,由ESG信息披露所带来的良好声誉有助于企业控制风险,实现平稳发展。如Reber等(2022)提出,高ESG信息透明度有助于向外部利益相关者传达企业的可持续性发展追求,建立投资者心目中的良好形象,使外部投资者对企业的风险预判更低,进而降低上市后企业面临的特殊风险。

图1归纳了现有关于ESG信息披露的实证研究框架:

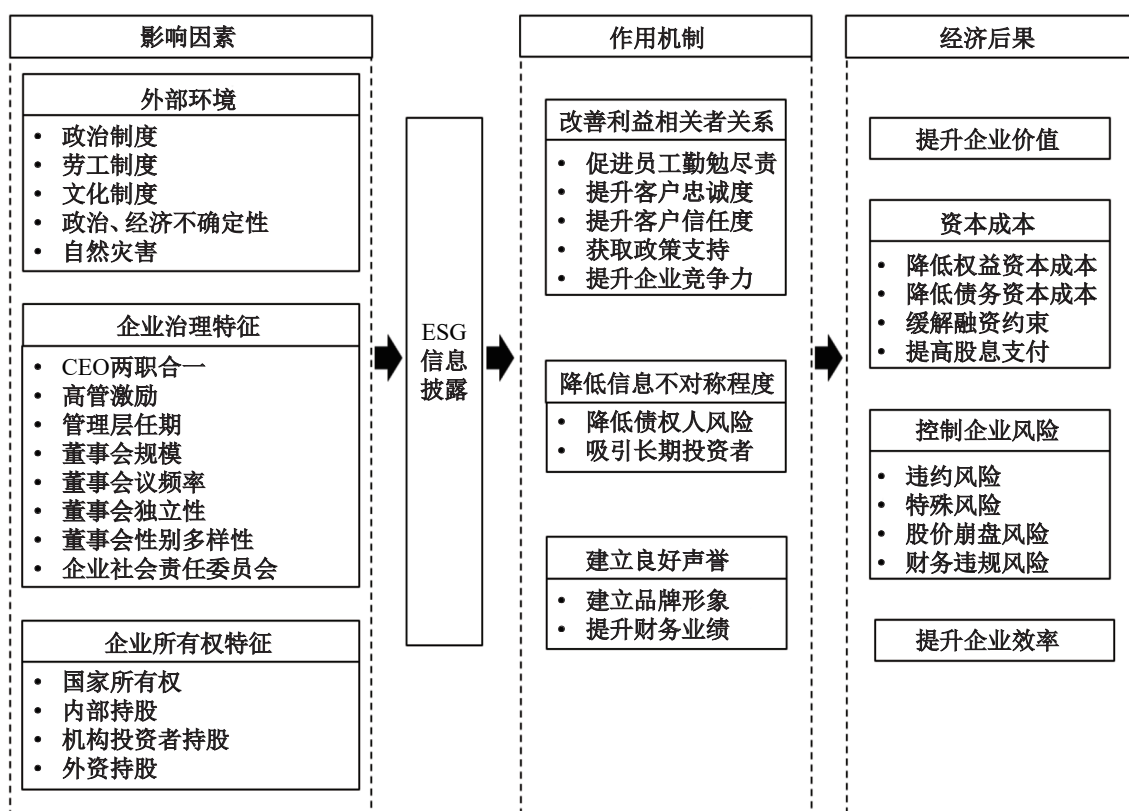


图1 ESG信息披露研究框架图

七、结论、启示与未来研究展望

(一)研究结论

21世纪以来,随着ESG发展理念深入人心,各国都开始提倡企业践行ESG原则,而企业针对ESG实践所做的ESG信息披露是企业与外部利益相关者之间沟通的重要渠道,具有重要的战略意义。

ESG信息披露由利益相关者理论、可持续发展理论、合法性理论和制度理论所支撑,是企业社会责任与可持续性原则的新发展。良好的ESG信息披露对投资者充分理解企业的ESG实践至关重要,而促进ESG信息披露持续发展需要归纳ESG信息披露的前因后果。基于此,本文对ESG信息披露的影响因素和经济后果相关文献进行了归纳和总结,发现现有研究主要关注外部环境特征、企业治理特征和企业所有权特征对ESG信息披露的影响,而良好的ESG信息披露可以提升企业价值、降低企业资本成本和控制企业风险,同时对提升企业效率起到一定作用。

(二)研究启示

通过对ESG信息披露相关研究进行梳理归纳,本文发现ESG信息披露从多个方面促进企业的长期发展,同时受到广泛的外部环境与内部因素的影响。基于此,本文得出如下研究启示。

首先,政府部门应建立更为完善的信息披露制度,制定统一的披露规范,同时推进ESG报告鉴证,采取一定处罚措施预防企业披露违规,促进我国ESG信息披露健康发展。第一,我国目前的自愿性ESG信息披露制度应逐步向强制/半强制披露制度发展。在自愿披露制度下,企业可以决定是否披露及披露哪些ESG信息,可能造成选择性披露问题,即只披露对企业有利的ESG信息,而隐藏和延迟发布不利的ESG信息。通过建立强制/半强制披露制度,明确必须披露的重要ESG信息,为ESG信息披露发展提供制度保障。第二,建立统一的披露框架,提高ESG信息的可比性。目前国际上主要ESG信息披露框架包括全球报告倡议组织的四模块准则体系和可持续发展会计准则委员会的五维度报告框架等。统一披露框架的缺乏使得企业披露的ESG信息可比性较差,不利于对企业ESG实践水平的客观评估。建立ESG信息披露的统一框架可以提升ESG信息的可比性,便于投资者将ESG信息纳入投资决策过程。第三,推进ESG报告鉴证,建立ESG信息披露违规处罚措施,以提高ESG信息的可靠性。目前,我国ESG报告鉴证领域尚不成熟,选择进行ESG报告鉴证的上市公司较少,企业ESG信息的真实性、可靠性无法保障;部分企业可能以ESG信息披露掩盖其不良ESG实践,阻碍了我国ESG信息披露的健康发展。通过鼓励并推进第三方机构的ESG报告鉴证业务,建立健全ESG信息披露违规处罚措施,企业通过ESG信息披露“漂绿”的行为将得到有效防范,ESG信息的可靠性将大幅提升。

其次,企业应充分利用ESG发展趋势,将ESG理念纳入企业战略决策,以良好ESG实践展现社会意识,同时以更加完善的内部治理制度提升ESG信息披露质量。一方面,在当前我国提倡高质量发展、致力实现“双碳”目标的背景下,良好的ESG实践有助于企业获取政策资源,赢得外部认可,实现企业的长效发展。另一方面,通过改进内部治理制度,如建立专门的ESG委员会等,完善内部管理体系,做好ESG信息的日常收集与多级审核,保障企业ESG信息披露质量,充分展现企业ESG发展理念。例如,燕京啤酒(000729)、中油资本(000617)、中钢国际(000928)等上市公司于2022年公布了ESG委员会议事规则/工作细则,以应对企业可持续发展需求,指导企业发展战略制定,推进绿色治理下的企业高质量发展。

最后,个人投资者应建立对ESG信息披露的正确认识,在投资过程中考虑ESG相关因素;而机构投资者应辩证看待企业ESG信息,充分发挥外部监督治理作用,督促企业进行真实、有效、高质量的ESG信息披露。个人投资者在我国资本市场中是不可忽视的重要主体,通过建立对ESG信息披露的正确认识,个人投资者可以关注企业的可持续发展实践,支持企业绿色发展。此外,机构投资者具备专业知识基础和投资能力,是不可或缺的企业外部治理机制之一。机构投资者应结合企业的日常经营活动,对企业ESG实践水平进行更真实的判断,将资金投向真正重视ESG实践的企业。利用外部投资者身份,机构投资者可以充分发挥监督治理作用,从市场需求端倒逼企业提升ESG信息披露水平,推动企业高质量发展。

(三)研究展望

现有研究对ESG信息披露的内涵、评价、理论基础、前因、经济后果进行了探究,但尚未提出各ESG信息披露评价方式的改进方向,有关多因素对ESG信息透明度的共同作用缺乏探讨,企业治理水平和ESG信息披露之间的因果方向尚未明确,机构投资者对企业ESG信息透明度的影响暂未形成一致结论。同时,在新兴经济体、中小型企业、不同生命周期、特殊时期或政策背景下ESG信息披露所产生的异质性影响还有待进一步探讨,ESG信息披露是否会对企业的经济特征产生非线性影响也是一个值得探索的方向。具体而言,未来关于企业ESG信息披露的

研究主要可以从以下几个方面进行拓展。

第一,综合考虑质量与数量,完善现有ESG信息披露数据,发展中国本土的ESG信息披露评级数据库,促进我国ESG信息披露持续发展。一方面,目前ESG信息披露的度量基本聚焦是否披露,即披露数量,而ESG信息披露的质量参差不齐,因此应该综合考虑披露数量和披露质量。例如,彭博社ESG信息披露得分主要聚焦企业ESG信息披露数量的多少,可以结合ESG表现评价数据,考察ESG信息披露质量,提高ESG信息披露数据的可靠性。同时,建立更加简洁、统一和规范的ESG信息披露标准将会使得彭博社及其他评级机构所给出的ESG评级得分更具可靠性、重要性和准确性,从而为投资者的投资决策提供更有意义的参考。在内容分析法中,不仅要对企业是否披露ESG信息、定性/定量披露ESG信息进行评分,更要对企业披露的ESG信息的多少进行区分,如通过衡量企业ESG信息披露的具体词频、详细程度等,综合考虑ESG信息披露的质量。另一方面,建立中国本土的ESG信息披露数据库,增强我国ESG信息披露数据的可靠性,推进我国ESG信息披露研究不断发展。

第二,具体探究不同性质机构投资者、不同边界条件下,对ESG信息披露产生的异质性影响,考虑机构投资者可能对企业ESG信息披露所起到的非线性作用。首先,长期/短期、绿色/非绿色机构投资者的投资理念、经营目标不同,对企业ESG信息披露的影响可能有所差异。其次,当机构投资者面临不同边界条件,如在国有企业和非国有企业中,发挥的治理效应不同,可能会对企业ESG信息透明度造成不同影响。最后,现有研究主要探索机构投资者持股与ESG信息披露的线性关系,其是否会对ESG信息披露水平造成非线性影响是一个值得探索的方向。

第三,考虑ESG信息披露水平可能受到外部环境特征、企业治理特征、企业经营状况等多因素的共同影响。目前研究中,主要探讨单一因素对企业ESG信息透明度的影响,但考虑到企业处于复杂的实际环境下,多因素对ESG信息披露的共同作用值得探索。例如,当外部环境特征不同时,董事会规模、董事会独立性是否还能充分发挥对企业ESG信息披露水平的促进作用?当企业经营状况不同时,内外部治理对ESG信息透明度的作用是否具有异质性?

第四,探讨新兴经济体ESG信息披露的具体发展现状及其产生的经济后果,促进发展中国家ESG信息披露制度的进一步完善。相比于发达国家,新兴经济体的ESG投资起步较晚,市场较不成熟,针对发达国家得出的研究结论可能缺乏普遍适用性。因此,将ESG信息披露置于新兴经济体具体背景下,特别是置于中国背景下,对于完善本土及其他新兴经济体的ESG信息披露制度,促进ESG发展具有重要意义。

第五,针对不同时期背景和政策导向,ESG信息披露所产生的影响需要进一步明确。例如,在危机时期探索ESG信息透明度能否帮助企业抵御特殊时期可能带来的风险,促进企业平稳发展,有助于为企业应对外部高风险和不确定性提供参考和借鉴。在我国“双碳”目标达成的关键时期,探究ESG信息披露能否促进企业实现绿色低碳转型,对我国ESG信息披露制度的进一步完善具有重要意义。

主要参考文献

- [1]何枫,刘荣,陈丽莉.履行环境责任是否会提高企业经济效益?——基于利益相关者视角[J].北京理工大学学报(社会科学版),2020,22(6):32-42.
- [2]黄世忠.支撑ESG的三大理论支柱[J].财会月刊,2021,(19):3-10.
- [3]李晓蹊,胡杨璘,史伟.我国ESG报告顶层制度设计初探[J].证券市场导报,2022,(4):35-44.
- [4]李志斌,邵雨萌,李宗泽,等.ESG信息披露、媒体监督与企业融资约束[J].科学决策,2022,(7):1-26.
- [5]潘楚林,田虹.利益相关者压力、企业环境伦理与前瞻型环境战略[J].管理科学,2016,29(3):38-48.

- [6]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,(8):57-64.
- [7]肖红军,阳镇.可持续性商业模式创新:研究回顾与展望[J].*外国经济与管理*,2020,42(9):3-18.
- [8]解学梅,朱琪玮.企业绿色创新实践如何破解“和谐共生”难题?[J].*管理世界*,2021,37(1):128-149.
- [9]Aluchna M, Roszkowska-Menkes M, Kamiński B, et al. Do institutional investors encourage firm to social disclosure? The stakeholder salience perspective[J]. *Journal of Business Research*,2022,142:674-682.
- [10]Atif M, Ali S. Environmental, social and governance disclosure and default risk[J]. *Business Strategy and the Environment*, 2021,30(8):3937-3959.
- [11]Atif M, Liu B, Nadarajah S. The effect of corporate environmental, social and governance disclosure on cash holdings: Life-cycle perspective[J]. *Business Strategy and the Environment*,2022,31(5):2193-2212.
- [12]Baldini M, Dal Maso L, Liberatore G, et al. Role of country- and firm-level determinants in environmental, social, and governance disclosure[J]. *Journal of Business Ethics*,2018,150(1):79-98.
- [13]Campanella F, Serino L, Crisci A, et al. The role of corporate governance in environmental policy disclosure and sustainable development. Generalized estimating equations in longitudinal count data analysis[J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*,2021,28(1):474-484.
- [14]Campbell J L. Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility[J]. *Academy of Management Review*,2007,32(3):946-967.
- [15]Crifo P, Forget V D. Think global, invest responsible: Why the private equity industry goes green[J]. *Journal of Business Ethics*,2013,116(1):21-48.
- [16]Dahiya M, Singh S. The linkage between CSR and cost of equity: An Indian perspective[J]. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*,2020,12(3):499-521.
- [17]De Masi S, Słomka-Golebiowska A, Becagli C, et al. Toward sustainable corporate behavior: The effect of the critical mass of female directors on environmental, social, and governance disclosure[J]. *Business Strategy and the Environment*,2021,30(4):1865-1878.
- [18]Di Tommaso C, Thornton J. Do ESG scores effect bank risk taking and value? Evidence from European banks[J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*,2020,27(5):2286-2298.
- [19]DiMaggio P J, Powell W W. The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields[J]. *American Sociological Review*,1983,48(2):147-160.
- [20]Eliwa Y, Aboud A, Saleh A. ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries[J]. *Critical Perspectives on Accounting*,2021,79:102097.
- [21]Ellili N O D. Impact of environmental, social and governance disclosure on dividend policy: What is the role of corporate governance? Evidence from an emerging market[J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*,2022,29(5):1396-1413.
- [22]Gjergji R, Vena L, Sciascia S, et al. The effects of environmental, social and governance disclosure on the cost of capital in small and medium enterprises: The role of family business status[J]. *Business Strategy and the Environment*,2021,30(1):683-693.
- [23]Hamrouni A, Uyar A, Boussaada R. Are corporate social responsibility disclosures relevant for lenders? Empirical evidence from France[J]. *Management Decision*,2020,58(2):267-279.
- [24]Huang Q P, Li Y J, Lin M M, et al. Natural disasters, risk salience, and corporate ESG disclosure[J]. *Journal of Corporate Finance*,2022,72:102152.
- [25]Husted B W, de Sousa-Filho J M. Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America[J]. *Journal of Business Research*,2019,102:220-227.
- [26]Jackson G, Apostolakou A. Corporate social responsibility in western Europe: An institutional mirror or substitute?[J]. *Journal of Business Ethics*,2010,94(3):371-394.
- [27]Lagasio V, Cucari N. Corporate governance and environmental social governance disclosure: A meta-analytical review[J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*,2019,26(4):701-711.

- [28]Li Y W, Gong M F, Zhang X Y, et al. The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power[J]. *The British Accounting Review*, 2018, 50(1): 60-75.
- [29]MacNeil I, Esser I M. From a financial to an entity model of ESG[J]. *European Business Organization Law Review*, 2022, 23(1): 9-45.
- [30]McBrayer G A. Does persistence explain ESG disclosure decisions?[J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2018, 25(6): 1074-1086.
- [31]Palazzo G, Scherer A G. Corporate legitimacy as deliberation: A communicative framework[J]. *Journal of Business Ethics*, 2006, 66(1): 71-88.
- [32]Qureshi M A, Kirkerud S, Theresa K, et al. The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity[J]. *Business Strategy and the Environment*, 2020, 29(3): 1199-1214.
- [33]Raimo N, Caragnano A, Zito M, et al. Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing[J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2021, 28(4): 1412-1421.
- [34]Reber B, Gold A, Gold S. ESG disclosure and idiosyncratic risk in Initial Public Offerings[J]. *Journal of Business Ethics*, 2022, 179(3): 867-886.
- [35]Saygili E, Arslan S, Birkan A O. ESG practices and corporate financial performance: Evidence from Borsa Istanbul[J]. *Borsa Istanbul Review*, 2022, 22(3): 525-533.
- [36]Schaltegger S, Hörisch J. In search of the dominant rationale in sustainability management: Legitimacy- or profit-seeking?[J]. *Journal of Business Ethics*, 2017, 145(2): 259-276.
- [37]Suchman M C. Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches[J]. *The Academy of Management Review*, 1995, 20(3): 571-610.
- [38]Tamimi N, Sebastianelli R. Transparency among S&P 500 companies: An analysis of ESG disclosure scores[J]. *Management Decision*, 2017, 55(8): 1660-1680.
- [39]Terzani S, Turzo T. Religious social norms and corporate sustainability: The effect of religiosity on environmental, social, and governance disclosure[J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2021, 28(1): 485-496.
- [40]Wang Z H, Sarkis J. Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance[J]. *Journal of Cleaner Production*, 2017, 162: 1607-1616.
- [41]Weber O. Environmental, social and governance reporting in China[J]. *Business Strategy and the Environment*, 2014, 23(5): 303-317.
- [42]Xie J, Nozawa W, Yagi M, et al. Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance?[J]. *Business Strategy and the Environment*, 2019, 28(2): 286-300.
- [43]Yu E P, Guo C Q, van Luu B. Environmental, social and governance transparency and firm value[J]. *Business Strategy and the Environment*, 2018, 27(7): 987-1004.
- [44]Yu E P Y, van Luu B. International variations in ESG disclosure – Do cross-listed companies care more?[J]. *International Review of Financial Analysis*, 2021, 75: 101731.

ESG Information Disclosure: Connotation Analysis, Evaluation Method and Mechanism

Huang Jun, Wang Yuhe, Han Feifei, Li Yun

(*School of Business Administration, Hunan University, Changsha 410082, China*)

Summary: Since the “double carbon” goal was proposed, as the infrastructure of the ESG ecosystem, the issue of ESG information disclosure has become a hot topic in theoretical and practical

circles. In existing research, scholars have extensively discussed the evaluation methods, influencing factors and economic consequences of ESG information disclosure, but there is still a problem of confusing ESG information disclosure with the concepts of ESG performance, sustainable development and corporate social responsibility. The specific differences between the evaluation methods are not clear, and the role system of ESG information disclosure is still lacking. In order to further clarify the above research issues, this paper searches and summarizes the existing research on ESG information disclosure, and puts forward some research gaps.

ESG concept is a new development of corporate social responsibility and sustainability concept, which is more applicable to the financial field. In corporate practice, ESG information disclosure and ESG performance are two different aspects. At present, among the evaluation methods of ESG information disclosure, the Bloomberg ESG information disclosure score and content analysis methods are the most widely used, which can be applied to large listed enterprises and small and medium-sized enterprises, respectively. Based on the stakeholder theory, sustainable development theory, legitimacy theory and institutional theory, relevant research mainly discusses the influencing factors of ESG information disclosure and the economic consequences at the enterprise level. In terms of influencing factors, scholars mainly discuss the impact of external environment characteristics, corporate governance characteristics, and corporate ownership characteristics on ESG information transparency. At the same time, the research on economic consequences focuses on the role of ESG information disclosure in enhancing enterprise value, reducing capital costs, controlling enterprise risks, and improving enterprise efficiency. Furthermore, this paper classifies the mechanism of ESG information disclosure to three types: improving stakeholder relations, reducing information asymmetry, and building a good reputation, and constructs an empirical research framework for ESG information disclosure.

The practical enlightenment is that: Governments should further improve the ESG information disclosure system, enterprises should fully implement the ESG development concept, and investors should give full play to the role of external supervision. The theoretical enlightenment is that: The role of heterogeneous institutional investors in ESG information transparency needs to be further distinguished, and the joint role of multiple factors in ESG information disclosure deserves in-depth discussion; the economic consequences of ESG information disclosure under the background of emerging economies, special periods and policy orientation need to be further clarified, which provides a directional idea for the subsequent research on ESG information disclosure.

Key words: ESG information disclosure; connotation; evaluation; influencing factors; economic consequences

(责任编辑:王 孜)