

# 企业 ESG 表现会影响盈余价值相关性吗？

武 鹏<sup>1</sup>, 杨 科<sup>1</sup>, 蒋峻松<sup>1</sup>, 王海林<sup>2</sup>

(1. 云南大学 工商管理与旅游管理学院, 云南 昆明 650500; 2. 首都经济贸易大学 会计学院, 北京 100070)

**摘要:** ESG 理念与我国新发展理念不谋而合, 已成为推动经济高质量发展的重要解题思路。文章从信息决策有用性视角, 以 2010—2020 年中国 A 股上市公司为样本, 研究了企业 ESG 表现与盈余价值相关性之间的关系。研究发现, 企业 ESG 表现显著提高了会计盈余的价值相关性。机制检验表明, ESG 表现通过能力转化(增强企业内生增长能力和降低经营风险)、信息传导(提供非财务增量信息和吸引分析师关注)和企业声誉(提升企业声誉)这三种机制来提高会计盈余的价值相关性。异质性分析发现, ESG 表现能够提高可持续盈余和非可持续盈余的价值相关性, 但对前者的提升作用更强, 且企业 ESG 表现提高盈余价值相关性的作用仅显著存在于盈利公司。文章揭示了 ESG 表现影响资本市场的具体效应和内在逻辑, 对我国进一步推动 ESG 体系建设和经济高质量发展具有重要启示。

**关键词:** ESG 表现; 盈余价值相关性; 能力转化; 信息传导; 企业声誉

**中图分类号:** F270.3 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2023)06-0137-17

**DOI:** 10.16538/j.cnki.jfe.20230221.104

## 一、引言

2020 年 10 月, 习近平总书记在企业家座谈会上指出: “企业既有经济责任、法律责任, 也有社会责任、道德责任。”立足新时代看整个中国经济社会发展的脉络, 不难发现责任履行日益成为企业生存发展的动力源和落脚点, 积极承担环境和社会责任正是企业实现可持续发展的重要进阶之梯。ESG 是企业履行环境、社会和治理责任的核心框架和评估体系。ESG 倡导企业在发展经济的同时兼顾员工、客户、供应商、社区等利益相关者的利益诉求, 追求经济利益与社会效益、环境效益的统一(黄世忠, 2021), 从而实现更高质量发展。可见, ESG 理念与现阶段中国“创新、协调、绿色、开放、共享”的五大发展理念高度契合, 是实现经济社会转型和经济高质量发展的有效工具(席龙胜和赵辉, 2022), 推动 ESG 理念在中国的落地具有重大战略意义。

越来越多的投资者在投资决策中考虑 ESG 信息(Amel-Zadeh 和 Serafeim, 2018), ESG 投资在全球发展如火如荼, 逐渐成为主流的投资策略(中国工商银行绿色金融课题组, 2017)。根据 Bloomberg Intelligence 的统计, 2021 年全球 ESG 资产规模达到 37.8 万亿美元, 预计到 2025 年达

收稿日期: 2022-11-18

基金项目: 国家社会科学基金项目(20BJY034); 云南省教育厅社会科学基金项目(2022Y142); 云南大学研究生科研创新基金项目(KC-2222115)

作者简介: 武 鹏(1979—), 男, 云南昆明人, 云南大学工商管理与旅游管理学院副教授, 硕士生导师;  
杨 科(1998—)(通讯作者), 男, 云南曲靖人, 云南大学工商管理与旅游管理学院硕士研究生;  
蒋峻松(1966—), 女, 云南曲靖人, 云南大学工商管理与旅游管理学院副教授, 硕士生导师;  
王海林(1966—), 女, 山东德州人, 首都经济贸易大学会计学院教授, 博士生导师。

到 53 万亿美元, 占全球在管投资总量的三分之一。据中金公司计算, 2012 年初至 2020 年初, ESG 投资年复合增速为 13.02%, 远超全球资产管理行业的整体增速(6.01%)。自我国“双碳”战略提出以来, ESG 投资也逐渐成为国内资管机构关注的重要方面。华夏基金联合社会价值投资联盟发布的《2021 中国 ESG 发展创新白皮书》显示, 截至 2021 年 9 月, 中国 ESG 公募基金资产管理总规模已达到 2 500 亿元, 比 2020 年翻两番。据中邮财统计, 截至 2021 年底, 国内 ESG 资管总规模已达 1.8 万亿元, 近三年年均增速近 150%。可见, ESG 投资越来越受到国内外投资者的重视和青睐。

ESG 理念也从投资层面传导至公司运营层面。大量企业管理者将 ESG 所倡导的理念融入企业经营管理决策和日常生产活动中, 以提高自身的经营发展和风险防范能力, 推动企业可持续发展。截至 2020 年, 在标准普尔 500 家大型企业中, 超过 490 家企业宣布在公司战略中加入 ESG 因素(Atkins 等, 2020)。例如, 埃克森美孚建立了专门的外部可持续发展咨询小组, 由经验丰富的小组成员审查公司可持续活动, 为公司决策提供建议。在国内, 中国移动、中集集团等企业以 ESG 理念为指导, 不断完善 ESG 管理, 建立了常态化可持续发展关键议题管理机制, 运营得到实质性改善, 综合价值创造能力和影响力不断提升。<sup>①</sup>因此, ESG 表现实际上已经与企业当前及未来的经营密切相关, 是企业实现可持续发展的重要管理工具。

近年来, 国内外学者在 ESG 相关领域取得了丰硕的研究成果。现有研究从政治、劳工文化、法律制度等国家层面特征(Ahmad 和 Mohammad, 2019)以及审计师、董事会、党组织、财务状况、媒体等公司层面特征(Idoya 等, 2015; Baldini 等, 2018; Rashidah 和 Faisal, 2021; 柳学信等, 2022)探讨了企业 ESG 表现的影响因素。更多研究基于企业 ESG 表现的信息增量(Li 等, 2018)、信号传递(Agus Harjoto 和 Salas, 2017)和能力转化(薛天航等, 2022)这三种机制, 从生产效率、融资约束、风险管理以及企业价值等角度考察了企业 ESG 表现的经济后果(Li 等, 2018; Eliwa 等, 2019; Shakil, 2021; 邱牧远和殷红, 2019; 王琳璘等, 2022)。我国 ESG 发展还处于起步阶段, 国内学界对 ESG 的研究还较少(李增福和冯柳华, 2022), 存在一些有待解决的问题。在此背景下, 深入挖掘企业 ESG 表现的价值效应和作用机理对于推动我国资本市场有序运行和高质量发展具有重大的现实意义。

自 Ball 和 Brown(1968)开创性地采用实证研究方法, 通过短窗口内股票价格的市场反应来证明会计收益具有决策有用性以来, 盈余价值相关性<sup>②</sup>一直是学术研究的重要话题。作为一种有效的信息传递机制, 会计有助于减少资本市场中的信息障碍, 帮助投资者科学合理决策, 降低估值偏误, 促进资本市场高效合理运行(Scott, 1997)。然而, 由于制度环境的差异和会计信息的复杂性, 投资者往往难以对会计信息背后的经济状况进行正确解读(Bernard 和 Thomas, 1989; 王琬婷等, 2022)。如何提高会计盈余的决策有用性, 降低资本市场估值偏误, 促进资本市场有序发展, 是理论界和实务界普遍且持续关注的重大问题。Amir 和 Lev(1996)研究发现, 当结合非财务信息(如人口规模、市场渗透率等)时, 会计盈余的确有助于解释股票价格。随着资本市场的不断发展, 利益各方都期望企业提供更多的非财务信息, 投资者在作出投资决策时也越来越依赖企业在环境、治理等方面的非传统信息(Eccles 等, 2011; Li 等, 2018)。那么, 良好的 ESG 表现作为可持续发展的表征和非财务信息的主要部分, 是否能够显著提高会计盈余的价值相关

① 信息来源: 中国上市公司协会 2022 年发布的《上市公司 ESG 优秀实践案例》。

② 根据决策有用观, 公司披露的信息应有助于投资者的经济决策需求。盈余信息反映了公司整体的财务状况和经营业绩, 有助于了解公司历史状况并预测未来发展潜力。盈余价值相关性是盈余信息“决策有用性”的检验, 即判断盈余信息对信息使用者是否有帮助。盈余信息质量越高、投资者越信赖和使用公司盈余数据, 盈余价值相关性越高。

性?对这一问题的解答有助于深入了解和把握企业 ESG 表现在资本市场的应用逻辑,丰富财务信息、非财务信息与资本市场资源配置的研究。

本文以 2010—2020 年中国 A 股上市公司为样本,从信息决策有用性视角探究了企业 ESG 表现对会计盈余价值相关性的影响及其机制。研究发现,企业 ESG 表现显著提高了盈余价值相关性。机制分析表明,ESG 表现通过能力转化机制、信息传导机制和企业声誉机制来提高盈余价值相关性。在能力转化机制方面,ESG 表现通过增强企业的内生增长能力和降低经营风险,提高盈余价值相关性;在信息传导机制方面,ESG 表现通过提供增量信息和吸引分析师关注,提高盈余价值相关性;在企业声誉机制方面,ESG 表现通过提升企业声誉和增进投资者信赖,提高盈余价值相关性。细分利润结构后发现,与非可持续盈余相比,ESG 表现对可持续盈余价值相关性的提升作用更强。细分盈利状况后发现,ESG 表现提高会计盈余价值相关性的作用仅显著存在于盈利公司。

本文的研究贡献主要体现在:第一,丰富了 ESG 领域的研究。现有文献侧重考察 ESG 表现对融资约束、生产效率和企业的价值等财务成果的影响(Li 等, 2018; 邱牧远和殷红, 2019; 王琳璘等, 2022)。本文则从信息决策有用性视角考察了 ESG 表现的价值创造效应,从内生增长能力、经营风险、企业声誉、增量信息以及分析师关注等角度打开了 ESG 表现影响会计盈余价值相关性的“黑箱”,证实了企业 ESG 表现在提高盈余决策有用性上的有效性,对市场参与者更好地理解 ESG 表现在资本市场的内在运行逻辑有所裨益。此外,本文结合盈余性质和利润结构呈现了 ESG 表现对盈余价值相关性的作用效果。现有研究考察 ESG 表现的价值创造效应往往容易忽视企业的盈余特征。本文则拓展考察了企业 ESG 表现对持续盈余和非持续盈余以及盈利公司盈余和亏损公司盈余价值相关性的影响,进一步挖掘了 ESG 表现影响盈余决策有用性背后的经营实质,从而为深入理解和把握企业 ESG 表现的价值效应提供了重要启示。第二,丰富了盈余价值相关性领域的研究。近年来,大多数研究主要从公司财务或外部制度角度探讨盈余价值相关性的影响因素(Dechow 等, 2010; 姜付秀等, 2016; 彭情和唐雪松, 2019; 胡志勇等, 2020; 董盈厚等, 2021; 吴祖光和冀珂瑜, 2021)。本文则从企业 ESG 表现这一非财务信息角度补充了盈余价值相关性影响因素的相关文献,为理解财务信息与非财务信息之间的协同关系提供了经验证据,同时为如何提高盈余价值相关性、促进资本市场健康发展提供了重要启示。

## 二、理论分析与研究假说

会计盈余是投资者决策的基本依据(Francis 等, 2002),其是否具有持续性、可预测性直接关系到投资者对企业未来投资价值的预期,从而表现为盈余价值相关性的变化(董盈厚等, 2021)。盈余价值相关性的提高需要企业持续经营能力的改善以及投资者对企业发展预期和盈余信息信任的提升,作为可持续发展能力表征的 ESG 表现既会涉及企业自身的经营实质,也会影响投资者等利益相关者对企业的判断。ESG 表现能否改善企业经营能力并增强投资者对盈余预期的信心,从而提高会计盈余在资本市场中的定价作用?本文主要从五个方面进行分析。

第一, ESG 表现可以增强企业发展的内在动力,促进企业可持续经营,从而提高会计盈余价值相关性。亏损公司的盈余不具有持续性,价值相关性明显弱于盈利公司(Hayn, 1995; 唐国琼, 2008)。只有持续稳定的盈余才能对未来盈利和现金流状况作出有效预测,这需要企业具有较强的业务发展能力和较高的经营管理水平以形成自身的内在增长动力。改善 ESG 表现已成为一种长期的“价值投资”,而非简单的“成本投入”,在环境、社会和治理方面表现好的企业更具技术优势、市场优势和管理优势,内在增长动力更强。一方面, ESG 表现好的企业更加重视长

期发展能力的培育,具有更强的人力资本优势和更弱的融资约束(王琳璘等,2022),研发创新投入和技术创新产出更多(Zhang 等,2020; Chouaibi 等,2021),企业核心竞争能力更强。企业采用的生产工艺和流程更先进、环保,产品生产技术效率和产品质量更高,竞争优势也更加明显(陈琪,2020)。另一方面,ESG 本身就要求企业重视供应商、客户和消费者的诉求。企业将 ESG 理念贯穿于整个供应链管理,有助于从原材料选择、产品设计、产品生产及包装、产品销售等环节提质增效,实现产品差异化并提高客户满意度(Eccles 等,2014),从而增强产品市场优势和主业发展能力。此外,ESG 理念嵌入企业发展战略与运营管理过程中已逐步得到认可和强化(李井林等,2021)。企业在 ESG 实践中逐渐建立健全可持续制度体系和管理框架,积极推进各职能部门、业务条线以及员工做好 ESG 落地执行,能够有效促进对自身 ESG 问题的全面评估和针对性治理(王大地和黄洁,2021),从而推动企业经营模式优化和管理水平提升,激发企业高质量发展内生动力。总体而言,ESG 表现能使企业通过技术创新和经营管理优化而拥有更强的内生增长动力,当前及未来的可持续发展能力更强,会计盈余价值相关性更高。

第二,ESG 表现有利于缓解企业经营风险,降低企业经营的波动性和不确定性,从而提高盈余价值相关性。经营风险是对企业实现经营目标而造成威胁的各类潜在因素产生的可能性及影响结果的组合(舒欢等,2022),较高的经营风险会导致企业收益的波动性和不确定性(叶康涛等,2014),使得未来净利润和现金流的不可预测性增加,并弱化投资者对企业未来经营发展的乐观预期及对盈余信息的认可与信任(董盈厚等,2021),从而削弱当期会计盈余对未来利润和现金流的解释与预测能力,表现为较低的盈余价值相关性。在可持续发展背景下,政府、投资者等利益相关者对企业在环境保护、社会责任承担和治理体系建设上提出了更加严格的要求,ESG 表现已与企业风险密切相关(Reber 等,2022)。一方面,根据利益相关者理论和合法性理论,企业只有积极响应并履行所处领域的要求,才能具有“合法性”并获得经济资源支持,实现稳定运营(DiMaggio 和 Powell,1983)。ESG 表现较差的企业往往没有履行或消极履行所处环境的制度要求,面临较高的诉讼和规制风险,并诱发比较严重的财务和经营风险(李增福和冯柳华,2022),而这会增加企业经营环境的不确定性和收益的波动性。良好的 ESG 表现则意味着企业积极履行了利益相关者所期望的环境、社会和治理责任,能够得到所处领域的公众认可、社会包容和资源支持(Reber 等,2022; 王琳璘等,2022),更好地应对外部不利冲击并减少负面事件带来的损失,面临的经营风险较低。另一方面,企业将 ESG 理念引入经营管理,建立可持续发展治理体系(刘江伟,2022; 宋科等,2022),使得企业能更加迅速、准确地掌握自身 ESG 风险并妥善处置,从而具有更强的风险管理能力和更小的 ESG 风险敞口。可以推断,ESG 表现好的企业面临的内外部风险更小且风险应对能力更强,经营业绩的波动性和不确定性更低,会计盈余对当前及未来现金流的解释与预测能力更强,表现为较高的盈余价值相关性。

第三,作为非财务信息的主要部分,ESG 表现提供了关于公司经营发展的增量信息,这有助于改善外部投资者的信息劣势地位,使其能够准确预测企业价值,从而提高会计盈余价值相关性。投资者依据公开信息来判断公司价值,而内外部信息不对称会导致投资者无法准确理解盈余信息,从而降低价值相关性。尽管会计盈余是投资者决策的基本依据(Francis,2002),但在过去的 20 年中,人们对改进商业报告的需求越来越大,且重点是驱动公司提供更多的非财务信息(Eccles 等,2011)。非财务信息的作用在于,在企业行为和财务结果之间通过提供前瞻性的信息而建立了一个“遗失”的纽带(Ittner 和 Larcker,2000)。这意味着非财务信息不仅能够提供历史信息,更能为企业未来财务业绩提供预测支持(汤谷良和栾志乾,2015)。一方面,ESG 实践涉及技术、材料使用以及与监管机构、供应链、消费者和社区的关系等多个方面和环节(van

Duuren 等, 2016), ESG 表现可以对外提供企业自身涉及的环境、社会和治理领域的非财务信息, 如企业的污染防治、产品安全与质量、风险与危机管理等, 便于投资者更加准确了解盈余状况, 减少估计偏误。另一方面, ESG 表现好的企业内部治理体系和媒体监督等外部治理机制更加完善(晓芳等, 2021; 袁业虎和熊笑涵, 2021), 能够抑制盈余管理、内部交易等代理问题, 提高企业信息透明度。总之, ESG 表现能够提供非财务增量信息, 有利于缓解投资者的信息劣势, 从而提高会计盈余价值相关性。

第四, 良好的 ESG 表现有利于吸引分析师跟踪关注, 通过分析师解读和预测的公司业绩信息, 增强投资者对会计盈余背后经济信息的准确理解, 从而提高盈余价值相关性。分析师是资本市场重要的信息中介, 发挥着“信息揭示”和“监督治理”的重要作用(秦建文等, 2022)。一方面, 分析师凭借其平台优势和专业优势, 能够对企业信息进行充分的挖掘、解读和传递, 使得外部投资者能够更加准确了解公司经营状况, 合理作出判断; 另一方面, 分析师在跟踪企业的过程中能够发挥监督作用, 抑制管理层私利行为, 有效缓解代理冲突, 提高盈余质量。在国家大力推进 ESG 发展、投资者也愈加重视企业 ESG 表现的背景下, 证券分析师能够更加迅速敏锐地捕捉到政策导向和需求方向(王贞洁和吕志军, 2022), 也会更加关注企业的 ESG 表现。换言之, 企业的 ESG 表现会吸引具有广泛信息渠道和专业分析技能的分析师跟踪关注(Baldini 等, 2018), 发挥信息传递和治理效应, 增强投资者对企业信息的准确理解, 从而提高会计盈余价值相关性。

第五, 企业 ESG 表现能够帮助企业积累声誉资本, 传递关于公司的积极信号, 增强投资者信赖, 从而提高会计盈余价值相关性。一方面, 良好的 ESG 表现表明企业积极履行环境、社会和治理责任, 统筹兼顾企业经济利益与社会和环境效益, 高质量地履行与利益相关者的契约(Atif 和 Ali, 2021)。这意味着 ESG 表现能够释放企业非完全自利的积极信号, 树立其商业向善的正面形象, 规避主观非法行为, 增强投资者信心(Azmi 等, 2021)。另一方面, 随着可持续理念的普及, ESG 投资已经从边缘型的投资策略转变为主流的投资策略(中国工商银行绿色金融课题组, 2017), ESG 表现好的公司股票未来回报率更高(Joliet 和 Titova, 2018), 具有更大的发展潜力和长期投资价值, 因而投资者会更加青睐积极履行 ESG 责任的企业。可以推断, ESG 表现好的企业具有更高的声誉, 更能获得利益相关方的信任。而投资者对企业给予越多的信任, 决策时对会计数据利用得越充分, 会计数据与企业价值越相关(张璋等, 2018), 从而盈余价值相关性越高。

基于上述分析, 本文提出以下假说: 在其他条件相同时, 企业良好的 ESG 表现有助于提升盈余价值相关性。

### 三、研究设计

#### (一)数据来源与数据处理

考虑数据可得性以及利益相关者对公司信息需求的转变,<sup>①</sup>本文选取 2010—2020 年我国沪深 A 股上市公司年度数据作为研究样本, 在此基础上剔除金融行业、ST、\*ST 以及存在缺失值的数据, 最终得到包含 23 803 个观测样本的非平衡面板数据。盈余价值相关性等变量数据来自 CSMAR 数据库并整理得到, ESG 表现数据来自和讯网数据库、华证数据库和 WIND 数据库, 其他变量数据来自 CSMAR 数据库。为了缓解极端值的影响, 本文对所有连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。

<sup>①</sup> 利益相关者对企业环境、社会和治理方面的信息需求主要源自 2008 年和 2009 年金融危机的冲击, 所以本文数据起点为 2010 年。

(二)模型设定与变量定义

1. 模型设定

为了检验研究假说,本文基于 Easton 和 Harris(1999)的报酬模型,并借鉴彭情和唐雪松(2019)的研究,构建了如下模型进行回归分析:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta EPS_{i,t} / P_{i,t-1} + \beta_2 ESG_{i,t} + \beta_3 ESG_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t} / P_{i,t-1}) + \beta_4 EPS_{i,t} / P_{i,t-1} + \sum \beta_j C_{j,i,t} + \eta_t + u_{ind} + \varepsilon \quad (1)$$

其中,  $R_{i,t}$  为股票回报率;  $EPS_{i,t}$  为每股收益;  $\Delta EPS_{i,t}$  为未预期每股收益,等于本年末每股收益  $EPS_{i,t}$  与上年末每股收益  $EPS_{i,t-1}$  之差;  $P_{i,t-1}$  为上年末股票价格;  $ESG_{i,t}$  为企业 ESG 表现;  $C_{j,i,t}$  为一系列控制变量;  $\eta_t$  和  $u_{ind}$  分别为时间固定效应和行业固定效应。根据研究假说,本文重点关注交乘项  $ESG_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t} / P_{i,t-1})$  的系数  $\beta_3$ 。若  $\beta_3$  显著为正,则表明企业 ESG 表现显著提升了会计盈余价值相关性。

2. 变量定义

(1) 股票回报率。  $R_{i,t}$  和  $R1_{i,t}$  均为当年 5 月至次年 4 月共 12 个月的买入并持有收益率。  $R_{i,t}$  基于考虑现金红利再投资的个股月回报率计算得到,而  $R1_{i,t}$  不考虑现金红利再投资。

(2) 盈余价值相关性。盈余价值相关性指在信息观下会计盈余与投资者决策需求的相关性,而不是指具体的某一变量。本文借鉴 Easton 和 Harris(1999)的报酬模型,采用被解释变量  $R_{i,t}$  与解释变量  $\Delta EPS_{i,t}$  和  $EPS_{i,t}$  的关系来度量盈余价值相关性。

(3) ESG 表现。本文借鉴李井林等(2021)的研究,使用和讯网数据库的环境表现得分( $E$ )和社会表现得分( $S$ );同时,借鉴张会丽和陆正飞(2012)等学者的方法,采用主成分分析法,从监督机制、激励机制和决策机制等多个方面构造度量公司治理水平的综合性指标( $G$ )。本文  $E$ 、 $S$ 、 $G$  相加后除以 10 得到核心被解释变量 ESG 表现  $ESG_{i,t}$ 。此外,本文还使用华证数据库和 WIND 数据库提供的企业 ESG 评级数据和 ESG 综合评分来度量 ESG 表现,分别记为  $ESG\_HZ_{i,t}$  和  $ESG\_WD_{i,t}$ 。<sup>①</sup>最后,本文根据  $ESG_{i,t}$  的行业年度均值来构建 ESG 表现的虚拟变量  $ESG\_DUM_{i,t}$ ,若  $ESG_{i,t}$  高于均值则赋值为 1,否则为 0。本文将  $ESG_{i,t}$  加入模型中,  $ESG\_HZ_{i,t}$  和  $ESG\_WD_{i,t}$  用作稳健性检验,  $ESG\_DUM_{i,t}$  用作 PSM 和处理效应模型的第一阶段回归。

(4) 控制变量。本文控制了一系列可能影响股票回报率的变量:企业产权性质( $STATE_{i,t}$ );董事长与总经理是否两职合一( $DUAL_{i,t}$ );是否国际“四大”审计( $BIG4_{i,t}$ );研发强度( $R\&D_{i,t}$ ),使用无形资产净值与营业收入的比值衡量;投资支出( $INVT_{i,t}$ ),等于构建固定资产、无形资产等支付的现金减去处置固定资产、无形资产等收回的现金净额后除以期末总资产;金融资产配置( $FIN_{i,t}$ ),使用金融资产占总资产的比重衡量;政治关联度( $PC_{i,t}$ ),若企业董事长、总经理中任何一人现任或曾任政府官员则取值为 1,否则为 0;公司规模( $SIZE_{i,t}$ ),以当年上市公司年初总资产的自然对数表示;独立董事占比( $IDR_{i,t}$ ),使用独立董事人数与董事会总人数的比值衡量;现金流波动性( $CFVOL_{i,t}$ ),使用(现金流/总资产)的三年波动率衡量,三年波动率等于  $t-2$  到  $t$  年的标准差;换手率( $TOR_{i,t}$ ),等于各月交易日的换手率之和除以各月交易天数之和;每股净资产增长率( $GRNAP_{i,t}$ ),等于当年每股净资产与上年每股净资产的差额除以上年每股净资产;营业收入增长率( $REVINR_{i,t}$ ),等于营业收入的当年当期金额与上年同期金额之差除以上年同期金额。

<sup>①</sup> 华证数据库中的数据涵盖 2010—2020 年,为企业 ESG 评级数据,由低到高为 1—9 分,数值越大,ESG 评级越高。WIND 数据库中的数据涵盖 2018—2020 年,为企业 ESG 综合评分数据,由低到高为 1—10 分,数值越大,ESG 综合评分越高。

## 四、实证结果分析

### (一)描述性统计

表1汇报了主要变量的描述性统计结果。 $R_{i,t}$ 的均值(0.0916)大于中位数(-0.0141),存在右偏分布现象,这说明少数企业较高的股票回报率提高了样本的股票回报率均值。与市场业绩 $R_{i,t}$ 相比,经营业绩 $EPS_{i,t}$ 的均值(0.3649)和标准差(0.5923)更大,这说明样本企业的经营业绩整体上高于市场业绩,但波动性也较大。 $ESG_{i,t}$ 的均值和中位数分别为2.4和2.1718,均值大于中位数,这说明ESG表现也呈现右偏分布现象。 $ESG_{i,t}$ 的最大值超过7,而最小值为-0.3581,标准差为1.5882,这说明不同企业的ESG表现存在明显差异。

表1 主要变量描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$R_{i,t}$	23 803	0.0916	0.4920	-0.5382	-0.0141	2.1614
$R1_{i,t}$	23 803	0.0921	0.5591	-0.8724	-0.0234	17.5778
$EPS_{i,t}$	23 803	0.3649	0.5923	-1.6219	0.2680	2.8575
$ESG_{i,t}$	23 803	2.4000	1.5882	-0.3581	2.1718	7.3648
$STATE_{i,t}$	23 803	0.3888	0.4875	0	0	1
$DUAL_{i,t}$	23 803	0.2523	0.4343	0	0	1
$BIG4_{i,t}$	23 803	0.0602	0.2379	0	0	1
$R\&D_{i,t}$	23 803	0.1211	0.2203	0	0.0618	1.6181
$INVT_{i,t}$	23 803	0.0449	0.0463	-0.0291	0.0315	0.2192
$FIN_{i,t}$	23 803	0.0400	0.0809	0	0.0061	0.4519
$PC_{i,t}$	23 803	0.3347	0.4719	0	0	1
$SIZE_{i,t}$	23 803	22.2646	1.3197	19.7401	22.0827	26.3267
$CASH_{i,t}$	23 803	-0.0084	0.0955	-0.2932	-0.0030	0.2624
$IDR_{i,t}$	23 803	0.3753	0.5389	0.3333	0.3529	0.5714
$CFVOL_{i,t}$	23 803	0.0464	0.0653	0	0.0338	5.9152
$TOR_{i,t}$	23 803	0.4833	0.3780	0.0018	0.3756	3.8443
$GRNAP_{i,t}$	23 803	0.0000	0.0176	-2.2375	0.0003	0.9584
$REVINR_{i,t}$	23 803	0.4149	1.1541	-0.7136	0.1371	8.4832

### (二)基本回归分析

表2检验了企业ESG表现与盈余价值相关性的关系。被解释变量包括考虑现金红利再投资的股票回报率 $R_{i,t}$ 和不考虑现金红利再投资的股票回报率 $R1_{i,t}$ 。列(1)和列(3)对应未考虑企业ESG表现影响的报酬模型, $\Delta EPS_{i,t}/P_{i,t-1}$ 和 $EPS_{i,t}/P_{i,t-1}$ 的系数均显著为正,这与Easton和Harris(1999)以及彭情和唐雪松(2019)的结果一致,表明会计盈余具有价值相关性。列(2)和列(4)在此基础上加入企业ESG表现变量 $ESG_{i,t}$ 及其与未预期会计盈余的交乘项 $ESG_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t}/P_{i,t-1})$ 。可以看到, $ESG_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t}/P_{i,t-1})$ 的系数均在1%的水平上显著为正,表明企业ESG表现显著提升了会计盈余价值相关性,本文研究假说得到验证。这说明企业ESG表现不仅涉及经营实质,还关系到其对企业经营发展和信息披露的影响效果传导到资本市场后投资者的决策选择和行为反应,良好的ESG表现能够显著提高会计盈余价值相关性。作为非财务信息的主要部分,ESG表现是否会提高盈余价值相关性这一问题得到解答。

表2 企业 ESG 表现与盈余价值相关性关系检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	$R_{i,t}$	$R_{i,t}$	$R1_{i,t}$	$R1_{i,t}$
$EPS_{i,t}/P_{i,t-1}$	0.107** (2.43)	0.164*** (3.61)	0.090** (2.02)	0.158*** (3.44)
$\Delta EPS_{i,t}/P_{i,t-1}$	0.330*** (5.41)	0.102 (1.53)	0.366*** (5.07)	0.124* (1.71)
$ESG_{i,t}$		0.006*** (3.72)		0.004** (2.04)
$ESG_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t}/P_{i,t-1})$		0.160*** (3.71)		0.170*** (3.48)
$STATE_{i,t}$	-0.029*** (-5.50)	-0.028*** (-5.35)	-0.031*** (-5.18)	-0.030*** (-5.05)
$DUAL_{i,t}$	0.022*** (3.63)	0.021*** (3.48)	0.024*** (3.17)	0.023*** (3.09)
$BIG4_{i,t}$	0.020* (1.87)	0.018* (1.65)	0.021* (1.68)	0.019 (1.54)
$R\&D_{i,t}$	-0.052*** (-4.69)	-0.047*** (-4.38)	-0.052*** (-4.45)	-0.048*** (-4.20)
$INVT_{i,t}$	0.495*** (7.81)	0.471*** (7.51)	0.467*** (6.62)	0.451*** (6.45)
$FIN_{i,t}$	-0.028 (-0.90)	-0.036 (-1.16)	-0.057* (-1.69)	-0.063* (-1.88)
$PC_{i,t}$	-0.011** (-2.14)	-0.012** (-2.32)	-0.013** (-2.14)	-0.013** (-2.23)
$SIZE_{i,t}$	0.013*** (5.61)	0.010*** (4.11)	0.015*** (5.42)	0.012*** (4.29)
$CASH_{i,t}$	0.254*** (8.16)	0.232*** (7.35)	0.253*** (6.47)	0.235*** (5.90)
$IDR_{i,t}$	-0.100** (-2.19)	-0.099** (-2.16)	-0.082 (-1.51)	-0.079 (-1.45)
$CFVOL_{i,t}$	0.025 (0.95)	0.013 (0.48)	0.044 (1.56)	0.033 (1.16)
$TOR_{i,t}$	0.016* (1.83)	0.016* (1.88)	0.030*** (2.77)	0.030*** (2.79)
$GRNAP_{i,t}$	0.285* (1.94)	0.246* (1.68)	0.407*** (2.91)	0.364*** (2.60)
$REVINR_{i,t}$	0.000 (0.13)	-0.000 (-0.07)	-0.000 (-0.17)	-0.001 (-0.33)
Constant	-0.185*** (-3.27)	-0.129** (-2.26)	-0.230*** (-3.51)	-0.185*** (-2.75)
Ind和Year	控制	控制	控制	控制
N	23 803	23 803	23 803	23 803
$R^2$	0.381	0.383	0.335	0.336

注：括号内为t值，使用公司层面的聚类稳健标准误计算得到，\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著，下同。受篇幅限制，下文表中仅列示主要变量回归结果。

### (三)内生性检验

#### 1. 工具变量法检验

良好的 ESG 表现有助于改善财务绩效、提高盈余持续性，而盈余质量越高的企业更有动力和能力进行 ESG 实践，企业 ESG 表现与盈余价值相关性之间可能存在双向因果问题。因此，本



文使用工具变量法来缓解可能存在的内生性问题,以期提高结论可靠性。借鉴周茜等(2020)的做法,本文使用同年度同城市、同年度同省份其他公司的 ESG 表现均值(分别记为  $IV1$  和  $IV2$ )作为工具变量,利用两阶段最小二乘法(2SLS)进行估计。由于同一地区的外部环境特征相同,公司的 ESG 表现会受到同一地区其他企业的影响,地区均值与公司 ESG 表现之间存在相关性。此外,地区层面其他公司的 ESG 表现均值具有宏观区域特征,不可能影响微观层面个体公司的盈余价值相关性,因而符合外生性要求。为了考察工具变量的有效性,本文分别使用 Kleibergen-Paap rk LM、Kleibergen-Paap rk Wald F 和 Hansen J 统计量进行不可识别检验、弱工具变量检验和过度识别检验,结果表明本文使用的工具变量有效。<sup>①</sup>回归结果显示,交乘项  $ESG_{it} \times (\Delta EPS_{it}/P_{it-1})$  的系数在 1% 的水平上显著为正,因此在考虑内生性后本文结论依然成立。

## 2. 倾向得分匹配检验

为了提高结论的可靠性,本文进一步采用倾向得分匹配(PSM)方法进行检验。PSM 方法通过减少对函数形式的依赖,缓解模型设定偏误问题。第一步,将  $ESG\_DUM_{it}$  作为因变量,模型(1)中所有控制变量作为协变量,同时控制时间和行业固定效应,采用 Logit 回归,计算得到倾向得分值(Pscore);第二步,采用卡尺内一对一无放回近邻匹配,卡尺为 0.03,匹配后的平均处理效应及均衡性检验均通过(ATT 的  $T$  值均大于 1.96;标准偏差绝对值小于 3%, $P$  值大于 0.05);第三步,利用匹配样本进行回归分析。回归结果显示,交乘项  $ESG_{it} \times (\Delta EPS_{it}/P_{it-1})$  的系数在 1% 的水平上显著为正,本文结论依然稳健。

## 3. 处理效应模型检验

企业开展 ESG 实践是一种自选择行为,而 ESG 表现是 ESG 实践的结果,会受到众多因素的影响,因而可能存在自选择偏差所导致的估计偏误。为了克服这一内生性问题,本文进一步采用处理效应模型进行检验。第一步,将  $ESG\_DUM_{it}$  作为因变量,模型(1)中所有控制变量及合适的排他性约束变量<sup>②</sup>作为协变量,同时控制时间和行业固定效应,采用 Probit 回归,计算得到逆米尔斯比率(IMR);第二步,将 IMR 代入模型(1)进行回归,企业 ESG 表现使用处理效应模型第一步中的  $ESG\_DUM_{it}$  进行度量。回归结果显示,IMR 的系数均显著,表明模型的确存在自选择偏误,而交乘项  $ESG\_DUM_{it} \times (\Delta EPS_{it}/P_{it-1})$  的系数在 1% 的水平上显著为正,本文结论依然稳健。

## (四)稳健性检验

### 1. 改变每股收益的计算方式

在基准回归中,每股收益采用当年年末净利润来计算。为了有效剔除财务分析上的季节性变化,本文进一步使用滚动 12 个月的净利润来计算每股收益  $EPS2_{it}$ ,并以此重新计算  $\Delta EPS2_{it}$ 、 $\Delta EPS2_{it}/P_{it-1}$  和  $EPS2_{it}/P_{it-1}$ ,使用上述指标的回归结果依然稳健。

### 2. 更换 ESG 表现的度量指标

本文将 ESG 表现度量指标替换为  $ESG\_HZ_{it}$  和  $ESG\_WD_{it}$ ,并以此重新构建交乘项进行回归。交乘项  $ESG\_HZ_{it} \times (\Delta EPS_{it}/P_{it-1})$  和  $ESG\_WD_{it} \times (\Delta EPS_{it}/P_{it-1})$  的系数均在 1% 的水平上显著为正,本文结论稳健。

<sup>①</sup> Kleibergen-Paap rk LM 统计值在 1% 的水平上显著,不存在工具变量识别不足问题; Kleibergen-Paap rk Wald F 统计值为 1280.851,大于 Stock-Yogo 检验 10% 水平上的临界值 19.93,从而排除了弱工具变量问题; Hansen J 统计值不显著异于零,不能拒绝原假设。由此,工具变量的有效性得到验证。

<sup>②</sup> 排他性约束变量要求满足相关性(与  $ESG\_DUM_{it}$  相关)和外生性要求,而上文使用的  $IV1$  和  $IV2$  满足这一要求,因此这里使用  $IV1$  和  $IV2$  作为排他性约束变量。

### 3. 改变股票回报率的计算方法

在基准回归中, 本文在考虑和不考虑现金红利再投资两种情况下, 以当年 5 月至次年 4 月共 12 个月的买入并持有收益率来度量股票收益率。而由于送股、配股、拆细等原因所引起的股本变动, 交易所公布的收盘价经过调整, 从时间上看不具有可比性。因此, 本文使用 CSMAR 数据库提供的方法计算可比价格, 并以此为基础分别计算考虑和不考虑现金红利再投资的股票回报率  $RC_{i,t}$  和  $RNC_{i,t}$ 。使用上述指标的回归结果稳健, 本文结论保持不变。

### 4. 采用价格模型

报酬模型虽可以较好地缓解异方差等估计偏误, 但也存在使估计系数产生较大偏差的问题 (Kothari 和 Zimmerman, 1995)。因此, 本文进一步使用价格模型检验企业 ESG 表现对盈余价值相关性的影响, 具体模型如下:

$$P_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{i,t} + \alpha_2 ESG_{i,t} + \alpha_3 ESG_{i,t} \times EPS_{i,t} + \sum \alpha_j C_{j,i,t} + \eta_t + u_{ind} + \varepsilon \quad (2)$$

其中,  $P_{i,t+1}$  为次年四月末的收盘价,  $EPS_{i,t}$  为当年每股收益。回归结果显示, 交乘项  $ESG_{i,t} \times EPS_{i,t}$  的系数在 1% 的水平上显著为正。因此, 无论是基于报酬模型还是价格模型, 企业 ESG 表现都显著提升了会计盈余的价值相关性。

## 五、机制分析

由上文理论分析可知, ESG 表现能够增强企业的内生增长动力, 降低经营风险, 提供增量信息, 吸引分析师关注, 提升企业声誉, 从而提高盈余价值相关性。本文根据 ESG 表现价值创造效应的作用机制, ①将增强内生增长动力和降低经营风险归为能力转化机制, 将提供增量信息和吸引分析师关注归为信息传导机制, 将提升企业声誉归为企业声誉机制。为了检验上述机制, 本文借鉴温忠麟和叶宝娟 (2014) 的研究, 采用三步法进行分析。机制变量包括: 一是全要素生产率 ( $TFP_{i,t}$ )。根据内生经济增长理论, 全要素生产率是经济增长的引擎, 是经济可持续和高质量发展的重要基础 (蔡昉, 2013)。全要素生产率的提高代表企业管理模式优化、技术升级、产品质量提高以及结构转型, 能够较好地度量企业内生增长动力。借鉴鲁晓东和连玉君 (2012) 的研究, 本文使用 LP 方法计算企业全要素生产率  $TFP_{i,t}$ 。二是经营风险 ( $RISK_{i,t}$ )。借鉴王竹泉等 (2017) 的研究, 本文使用息税折旧摊销前利润率标准差的累积分布概率来度量企业经营风险, 数值越大, 企业经营风险越大。三是信息不对称指数 ( $ASY_{i,t}$ )。借鉴于蔚等 (2012) 以及宋敏等 (2021) 的研究, 本文对流动性比率指标  $LR$ 、非流动性比率指标  $ILL$  和收益率反转指标  $GAM$  进行主成分分析, 捕捉它们的共同变异信息, 即与非对称信息相关的成分, 从而构建信息不对称指数。其数值越大, 公司对外披露的特质信息越少, 信息不对称越严重。四是分析师关注 ( $ANA_{i,t}$ )。本文使用当年分析师跟踪人数作为分析师关注的代理变量。五是企业声誉 ( $REP_{i,t}$ )。借鉴管考磊和张蕊 (2019) 的研究, 本文对 12 个企业声誉评价指标采用因子分析法计算得分, 然后按照得分从低到高为十组, 每组依次赋值为 1—10, 数值越大, 企业声誉越高。②

① 本文区分了三类 ESG 表现的价值创造机制, 分别是能力转化机制、信息传导机制和企业声誉机制。其中, 能力转化机制强调 ESG 表现改善企业经营发展, 提高风险防范能力; 信息传导机制强调 ESG 表现促进信息增量供给, 提升信息效率; 企业声誉机制则强调 ESG 表现对企业声誉的激励与约束作用。

② 12 个企业声誉评价指标包括: 消费者和社会角度的企业资产、收入、净利润和价值在行业内的排名, 债权人角度的资产负债率、流动比率和长期负债比, 股东角度的每股收益、每股股利、是否国际“四大”会计师事务所审计, 企业角度的可持续增长率和独立董事比例。

(一)能力转化机制

表3汇报了能力转化机制的检验结果。列(1)显示,  $ESG$  的系数为 0.041, 在 1% 的水平上显著, 这表明  $ESG$  表现有助于提高企业的内生增长动力。列(2)显示,  $TFP_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t}/P_{i,t-1})$  的系数为 0.094, 在 1% 的水平上显著。这表明企业内生增长动力越强, 盈余持续性和可预测性越好, 盈余价值相关性越高。结合模型(1)的基准回归结果,  $ESG$  表现可以通过增强企业内生增长动力, 提高盈余价值相关性。这意味着  $ESG$  作为一种现代管理工具, 可以增强企业增长内生动力, 从而提高会计盈余信息预测未来的能力, 表现为较高的盈余价值相关性。列(3)显示,  $ESG$  的系数为 -0.003, 在 5% 的水平上显著, 这表明  $ESG$  表现有助于降低企业经营风险。列(4)显示,  $RISK_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t}/P_{i,t-1})$  的系数为 -0.784, 在 10% 的水平上显著。这表明经营风险越高, 盈余波动性越强, 当期或历史盈余预测未来的能力越弱。结合模型(1)的基准回归结果, 企业经营风险在  $ESG$  表现与盈余价值相关性的正向关系中发挥中介作用, 即  $ESG$  表现能够降低经营风险, 减少盈余剧烈波动, 增强经营稳定性, 从而提高盈余价值相关性。

表3 能力转化机制检验

	增强内生增长动力		降低经营风险	
	(1) $TFP_{i,t}$	(2) $R_{i,t}$	(3) $RISK_{i,t}$	(4) $R_{i,t}$
$ESG_{i,t}$	0.041*** (8.54)	0.006*** (3.53)	-0.003** (-2.08)	0.006*** (3.21)
$ESG_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t}/P_{i,t-1})$		0.156*** (3.51)		0.140*** (3.72)
$TFP_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t}/P_{i,t-1})$		0.094*** (4.05)		
$RISK_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t}/P_{i,t-1})$				-0.784* (-1.89)
Controls	控制	控制	控制	控制
Constant	-3.002*** (-13.07)	-0.104* (-1.80)	-0.211*** (-3.72)	-0.173*** (-2.83)
Ind和Year	控制	控制	控制	控制
N	23 803	23 803	19 496	19 496
R <sup>2</sup>	0.589	0.383	0.059	0.406

(二)信息传导机制与企业声誉机制

表4汇报了信息传导机制与企业声誉机制的检验结果。列(1)中  $ESG_{i,t}$  的系数显著为负, 表明  $ESG$  表现能够提供增量信息, 有效缓解信息不对称; 列(2)中  $ASY_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t}/P_{i,t-1})$  的系数为在 5% 的水平上显著为负, 这表明企业与投资者之间的信息不对称越严重, 盈余价值相关性越低。结合模型(1)的回归结果以及列(1)和列(2)的结果,  $ESG$  表现能够通过提供增量信息来缓解信息不对称, 从而提高盈余价值相关性。这说明  $ESG$  表现作为非财务信息的主要部分, 能够提供关于企业历史及未来经营的增量信息, 为企业未来财务业绩提供预测支持, 从而提高盈余价值相关性。

列(3)中  $ESG_{i,t}$  的系数显著为正, 表明良好的  $ESG$  表现有助于吸引分析师关注; 列(4)中  $ANA_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t}/P_{i,t-1})$  的系数在 1% 的水平上显著为正, 这表明分析师跟踪人数越多, 盈余价值相关性越高。结合模型(1)的回归结果以及列(3)和列(4)的结果,  $ESG$  表现能够通过吸引分析师

关注而提高会计盈余价值相关性。这意味着 ESG 表现能够吸引分析师跟踪关注, 投资者能够通过分析师的解读和预测, 更加准确地掌握盈余背后的经济信息, 从而提高盈余价值相关性。

列(5)中  $ESG_{i,t}$  的系数在 1% 的水平上显著为正, 这表明 ESG 表现越好, 企业声誉越高; 列(6)中  $REP_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t} / P_{i,t-1})$  的系数显著为正, 这表明良好的企业声誉有助于获得投资者信赖, 提高会计盈余价值相关性。结合模型(1)的回归结果以及列(5)和列(6)的结果, ESG 表现能够通过提高企业声誉而提高会计盈余价值相关性, 即 ESG 表现有助于树立商业向善、诚实守信的企业声誉, 增加投资者对企业的信任, 从而提高盈余价值相关性。

表 4 信息传导机制与企业声誉机制检验

	提供增量信息		吸引分析师关注		提高企业声誉	
	(1) $ASY_{i,t}$	(2) $R_{i,t}$	(3) $ANA_{i,t}$	(4) $R_{i,t}$	(5) $REP_{i,t}$	(6) $R_{i,t}$
$ESG_{i,t}$	-0.016*** (-9.85)	0.006*** (3.47)	1.246*** (20.71)	-0.001 (-0.41)	0.098*** (5.71)	-0.003 (-1.58)
$ESG_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t} / P_{i,t-1})$		0.139*** (2.89)		0.048 (1.63)		0.212*** (2.98)
$ASY_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t} / P_{i,t-1})$		-0.530** (-1.99)				
$ANA_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t} / P_{i,t-1})$				0.199*** (14.61)		
$REP_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t} / P_{i,t-1})$						0.060*** (3.07)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	3.776*** (38.25)	-0.037 (-0.51)	-60.765*** (-21.82)	0.197*** (3.53)	-10.209*** (-11.82)	-0.030 (-0.40)
Ind和Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	23 803	23 803	23 803	23 803	18 096	18 096
R <sup>2</sup>	0.594	0.384	0.326	0.399	0.634	0.413

综上所述, ESG 表现能够通过能力转化机制、信息传导机制和企业声誉机制来提高会计盈余价值相关性。由此, ESG 表现如何影响会计盈余价值相关性的问题得到解答。

## 六、异质性分析

### (一) 盈利公司与亏损公司

盈利公司和亏损公司的会计盈余价值相关性存在明显差异(孟焰和袁淳, 2005), ESG 表现对这两类公司会计盈余价值相关性的影响是否存在差异? 首先, 亏损公司会计盈余与股票收益的相关关系明显弱于盈利公司(Hayn, 1995; 唐国琼, 2008), 盈利公司实际上也更有动力和实力开展 ESG 活动, 从而 ESG 表现更好。其次, 尽管良好的 ESG 表现是积极的信号, 但是投资者对会计盈余为负这一坏消息更加敏感, 盈余为负时 ESG 表现并不能有效获得投资者的信任和青睐。因此, 本文推测 ESG 表现提升会计盈余价值相关性的作用在盈利公司中会明显强于亏损公司。

表 5 汇报了盈利公司和亏损公司的分组回归结果, 被解释变量包括  $R_{i,t}$  和  $R1_{i,t}$ , 组间系数差异检验均通过。列(1)和列(3)中  $ESG_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t} / P_{i,t-1})$  的系数在 5% 的水平上显著为正, 而列(2)

和列(4)中 $ESG_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t}/P_{i,t-1})$ 的系数则不显著。这表明 ESG 表现只能有效提高盈利公司的会计盈余价值相关性,而对亏损公司的会计盈余价值相关性没有产生显著影响。因此,良好的 ESG 表现只有建立在盈利的基础上,才能有效提高会计盈余价值相关性。

表 5 区分盈利公司与亏损公司

	(1)盈利 $R_{i,t}$	(2)亏损 $R_{i,t}$	(3)盈利 $R1_{i,t}$	(4)亏损 $R1_{i,t}$
$ESG_{i,t}$	0.004** (2.14)	0.015* (1.82)	0.001 (0.57)	0.015* (1.75)
$ESG_{i,t} \times (\Delta EPS_{i,t}/P_{i,t-1})$	0.218** (2.19)	0.034 (0.97)	0.218** (2.00)	0.032 (0.88)
Controls	控制	控制	控制	控制
Constant	-0.192*** (-3.15)	-0.171 (-0.76)	-0.270*** (-3.68)	-0.207 (-0.86)
Ind和Year	控制	控制	控制	控制
N	21 776	2 020	21 776	2 020
$R^2$	0.401	0.321	0.351	0.308
系数差异				
chi2(1)	5.50		5.79	
Prob>chi2	0.0191		0.0162	

## (二)可持续盈余与非可持续盈余

自 Ramakrishnan 和 Thomas(1998)提出盈余持续观以来,利润结构质量日益受到重视。会计盈余根据是否可持续分为可持续盈余和非可持续盈余,可持续盈余是与公司主业相关的经常性损益,而非可持续盈余则是与公司经营业务无直接关系的非经常性损益,具有较大的随机性和意外性。而随着资本市场的复杂化和企业经营活动的多元化,非经常性损益已成为上市公司净收益的重要组成部分,与公司盈利能力密切相关,具有价值相关性(或与股票收益率相关)(赵婧和汪祥耀,2014)。然而,非经常性损益容易成为企业管理层进行盈余管理的工具(Fan等,2010),从而导致不稳定且较低的价值相关性。ESG表现可以发挥治理效应和价值效应,抑制企业的盈余管理行为(徐祥兵等,2022),从而提高非可持续盈余的价值相关性。此外,ESG表现与企业持续经营更加密切相关,且可持续盈余的价值相关性本就高于非可持续盈余。因此,ESG表现对可持续盈余和非可持续盈余价值相关性的影响可能存在差异,ESG表现更能提高可持续盈余的价值相关性。参考陆宇建和蒋玥(2012)以及董盈厚等(2021)的研究,本文使用扣除非经常性损益后的每股收益来衡量每股可持续盈余( $SPS_{i,t}$ ),使用每股非经常性损益来衡量每股非可持续盈余( $NPS_{i,t}$ )。

检验结果见表6。列(1)中 $ESG_{i,t} \times (\Delta SPS_{i,t}/P_{i,t-1})$ 的系数在1%的水平上显著为正, $ESG_{i,t} \times (\Delta NPS_{i,t}/P_{i,t-1})$ 的系数在5%的水平上显著为正,这表明 ESG 表现会提高可持续盈余和非可持续盈余的价值相关性。利润结构中各项目间可能存在较强的相关性,从而产生回归偏误问题。为此,列(2)和列(3)分别考察了 ESG 表现与可持续盈余和非可持续盈余价值相关性的关系, $ESG_{i,t} \times (\Delta SPS_{i,t}/P_{i,t-1})$ 和 $ESG_{i,t} \times (\Delta NPS_{i,t}/P_{i,t-1})$ 的系数在1%的水平上显著为正,结论保持稳健。此外,根据列(1)结果,本文计算了 $ESG_{i,t} \times (\Delta SPS_{i,t}/P_{i,t-1})$ 和 $ESG_{i,t} \times (\Delta NPS_{i,t}/P_{i,t-1})$ 对 $R_{i,t}$ 的相对重要性,结果显示 ESG 表现对可持续盈余价值相关性的正向影响强于非可持续盈余。

表 6 区分可持续盈余与非可持续盈余

	(1)全样本 $R_{i,t}$	(2)可持续盈余 $R_{i,t}$	(3)非可持续盈余 $R_{i,t}$
$ESG_{i,t} \times (\Delta SP S_{i,t} / P_{i,t-1})$	0.229*** (2.96)	0.359*** (7.46)	
$ESG_{i,t} \times (\Delta NPS_{i,t} / P_{i,t-1})$	0.174** (2.17)		0.360*** (7.14)
Controls	控制	控制	控制
Constant	-0.120** (-2.09)	-0.111* (-1.95)	-0.125** (-2.22)
Ind和Year	控制	控制	控制
N	23 390	23 390	23 390
R <sup>2</sup>	0.391	0.390	0.389

## 七、结论与启示

进入新发展阶段,我国在推进新发展理念中积极推动 ESG 建设,逐步建立了绿色低碳发展体系,推动了经济可持续发展。在此背景下,探究 ESG 表现的价值创造效应对于进一步推动我国经济高质量发展具有重要现实意义。本文以 2010—2020 年中国 A 股上市公司为样本,从信息决策有用性视角探究了企业 ESG 表现与盈余价值相关性之间的关系。研究发现,企业 ESG 表现显著提高了盈余价值相关性。机制分析表明,ESG 表现通过能力转化机制、信息传导机制和企业声誉机制来提高盈余价值相关性。在能力转化机制方面,ESG 表现通过增强企业内生增长能力和降低经营风险而提高盈余价值相关性;在信息传导机制方面,ESG 表现能够提供增量信息,吸引分析师关注,从而提高盈余价值相关性;在企业声誉机制方面,ESG 表现能够提高企业声誉,增进投资者信赖,从而提高盈余价值相关性。细分利润结构后发现,ESG 表现既能提高可持续盈余的价值相关性,也能提高非可持续盈余的价值相关性,但存在结构性差异。即与非可持续盈余相比,ESG 表现对可持续盈余价值相关性的提升作用更强。细分盈利状况后发现,ESG 表现对会计盈余价值相关性的正向影响仅显著存在于盈利公司。本文的研究契合了“推进 ESG 发展”的政策导向,对于提高会计信息决策有用性、促进资本市场信息效率提升具有重要启示意义。

基于上述研究结论,本文得到以下启示:第一,ESG 表现可以转化为企业内在增长动力并降低经营风险,提高企业的持续经营能力和风险管理能力。这表明 ESG 表现不是简单的信号工具,更是企业提升自身核心竞争力、促进经济增长的重要引擎。企业在经营管理中应积极纳入 ESG 理念,优化企业生态,提升可持续发展能力。同时,只有在盈利的基础上,企业 ESG 表现才能有效提高盈余价值相关性。这意味着企业在开展 ESG 实践时更应注重发展主业,增强核心业务获利能力,使得财务绩效与 ESG 绩效携手并进。第二,投资者应充分了解和利用上市公司财务信息和非财务信息,并注重通过企业 ESG 表现等信息,分析和解读上市公司的会计盈余信息,提高对上市公司经营发展判断与预测的准确性,减少估计偏误,提高资本市场信息效率和投资有效性。第三,政府部门应加强对企业 ESG 实践的规范和引导,推动企业开展具有实质性的 ESG 活动,不断提高 ESG 信息的披露范围和披露质量,使 ESG 表现真正服务于经济高质量发展。

主要参考文献:

- [1]陈琪. 环保投入能提高企业生产率吗——基于企业创新中介效应的实证分析[J]. 南开经济研究, 2020, (6): 80-100.
- [2]董盈厚, 马亚民, 董馨格, 等. 金融资产配置与盈余价值相关性——“有效市场”抑或“功能锁定”[J]. 会计研究, 2021, (9): 95-105.
- [3]黄世忠. ESG 视角下价值创造的三大变革[J]. 财务研究, 2021, (6): 3-14.
- [4]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, (9): 71-89.
- [5]李增福, 冯柳华. 企业 ESG 表现与商业信用获取[J]. 财经研究, 2022, (12): 151-165.
- [6]刘江伟. 公司可持续性与 ESG 披露构建研究[J]. 东北大学学报(社会科学版), 2022, (5): 104-111.
- [7]彭情, 唐雪松. 流言招来的“是非”: 股市传闻与盈余价值相关性[J]. 管理世界, 2019, (3): 186-204.
- [8]秦建文, 胡金城, 操应翔. 分析师关注与实体企业金融化[J]. 技术经济, 2022, (3): 139-152.
- [9]宋科, 徐蕾, 李振, 等. ESG 投资能够促进银行创造流动性吗?——兼论经济政策不确定性的调节效应[J]. 金融研究, 2022, (2): 61-79.
- [10]唐国琼. 亏损公司会计盈余价值相关性实证研究[J]. 金融研究, 2008, (11): 146-159.
- [11]王大地, 黄洁. ESG 理论与实践[M]. 北京: 经济管理出版社, 2021.
- [12]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, (5): 23-34.
- [13]王琬婷, 唐雪松, 石翔燕. 问询函监管对资本市场信息甄别的效果——基于盈余价值相关性的研究[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2022, (10): 73-92.
- [14]王贞洁, 吕志军. 绿色金融、分析师关注与新能源企业融资纾困[J]. 当代财经, 2022, (9): 52-63.
- [15]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, (5): 731-745.
- [16]席龙胜, 赵辉. 企业 ESG 表现影响盈余持续性的作用机理和数据检验[J]. 管理评论, 2022, (9): 313-326.
- [17]徐祥兵, 乔鹏程, 黄沁. ESG 责任表现能传递更透明的信息吗?[J]. 产业经济评论, 2022, (6): 1-18.
- [18]薛天航, 郭沁, 肖文. 双碳目标背景下 ESG 对企业价值的影响机理与实证研究[J]. 社会科学战线, 2022, (11): 89-99.
- [19]叶康涛, 张姗姗, 张艺馨. 企业战略差异与会计信息的价值相关性[J]. 会计研究, 2014, (5): 44-51.
- [20]张璋, 徐经长, 汪猛. 技术创新与盈余价值相关性[J]. 会计与经济研究, 2018, (5): 3-17.
- [21]中国工商银行绿色金融课题组. ESG 绿色评级及绿色指数研究[J]. 金融论坛, 2017, (9): 3-14.
- [22]Agus Harjoto M, Salas J. Strategic and institutional sustainability: Corporate social responsibility, brand value, and Interbrand listing[J]. Journal of Product & Brand Management, 2017, 26(6): 545-558.
- [23]Amel-Zadeh A, Serafeim G. Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey[J]. Financial Analysts Journal, 2018, 74(3): 87-103.
- [24]Amir E, Lev B. Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry[J]. Journal of Accounting and Economics, 1996, 22(1-3): 3-30.
- [25]Atif M, Ali S. Environmental, social and governance disclosure and default risk[J]. Business Strategy and the Environment, 2021, 30(8): 3937-3959.
- [26]Azmi W, Hassan M K, Houston R, et al. ESG activities and banking performance: International evidence from emerging economies[J]. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 2021, 70: 101277.
- [27]Ball R, Brown P. An empirical evaluation of accounting income numbers[J]. Journal of Accounting Research, 1968, 6(2): 159-178.
- [28]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.

- [29]Eccles R G, Serafeim G, Krzus M P. Market interest in nonfinancial information[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2011, 23(4): 113–127.
- [30]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.
- [31]Fan Y, Barua A, Cready W M, et al. Managing earnings using classification shifting: Evidence from quarterly special items[J]. *The Accounting Review*, 2010, 85(4): 1303–1323.
- [32]Francis J, Schipper K, Vincent L. Expanded disclosures and the increased usefulness of earnings announcements[J]. *The Accounting Review*, 2002, 77(3): 515–546.
- [33]Ittner C, Larcker D. Non-financial performance measures: What works and what doesn't[N]. *Financial Times*, 2000-12-06.
- [34]Kothari S P, Zimmerman J L. Price and return models[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 1995, 20(2): 155–192.
- [35]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.
- [36]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.
- [37]Scott W R. *Financial accounting theory*[M]. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 1997.
- [38]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.
- [39]Zhang F, Qin X N, Liu L N. The interaction effect between ESG and green innovation and its impact on firm value from the perspective of information disclosure[J]. *Sustainability*, 2020, 12(5): 1866.

## Will Enterprise ESG Performance Affect Earnings Value Relevance?

Wu Peng<sup>1</sup>, Yang Ke<sup>1</sup>, Jiang Junsong<sup>1</sup>, Wang Hailin<sup>2</sup>

(1. *Business and Tourism Management School, Yunnan University, Kunming 650500, China;*

2. *Accounting School, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China)*

**Summary:** Entering the new stage of development, China has actively promoted the construction of ESG in the implementation of the new development concept, and promoted the sustainable development of the economy. In this context, exploring the value creation effect of ESG performance has important practical significance for further promoting the high-quality development of China's economy. As a token of sustainable development and a major part of non-financial information, will good ESG performance significantly improve accounting earnings value relevance? The answer to this question will help to understand the application logic of enterprise ESG performance in the capital market, and enrich the research on financial information, non-financial information and resource allocation in the capital market.

This paper attempts to answer the above question. The study finds that enterprise ESG performance significantly improves accounting earnings value relevance. The mechanism test shows that ESG performance improves accounting earnings value relevance through the three mechanisms of capacity transformation, information transmission and corporate reputation. In addition, the study also finds that, ESG performance can

(下转封三)