

# ESG 评级表现与企业长期价值创造： 机理及实证检验

崔文晴，姚 宏，方 飘

(西安财经大学商学院，西安 710100)

**摘要：**ESG(环境、社会和治理)视角下，企业价值创造统筹经济、社会和环境价值 3 方面。从经济、社会和环境 3 方面衡量企业价值创造。研究发现：ESG 表现与企业价值创造之间存在正相关关系；企业声誉起中介作用；内部控制质量对 ESG 表现与企业价值创造之间起正向调节作用；ESG 表现与企业价值创造的正向关系在非国有企业，企业创新能力强、媒体关注度高以及行业竞争程度高的样本中更显著。

**关键词：**ESG(环境、社会和治理)；企业声誉；价值创造；内部控制

**中图分类号：**X322 **文献标志码：**A **文章编号：**1671-1807(2025)05-0301-09

随着低碳转型成为热点，ESG(environmental, social and governance, 环境、社会和治理)受到越来越多的关注。2021 年,《“十四五”规划纲要》提出要推动绿色发展、促进人与自然和谐共生,为 ESG 发展提供宏观指导。微观层面,ESG 制度框架逐渐完善。2018 年,《上市公司治理准则》确立了 ESG 信息披露的基本框架。2023 年,深交所修订行业信息披露,强化了 ESG 的信息披露要求。准则和指引推动了上市公司的 ESG 信息披露。此外,《企业 ESG 披露指南》《企业 ESG 评价体系》《企业 ESG 报告编制指南》等多项 ESG 标准陆续发布,也为国内 ESG 标准体系建设起到了积极推动作用。ESG 的政策指导和具体实践推动了学术界对 ESG 的研究。

ESG 的研究聚焦 ESG 信息披露、ESG 表现的影响因素及经济后果,亦有研究讨论 ESG 投资。在 ESG 表现的经济后果研究中,ESG 表现与企业价值的研究较为丰富,分别从经营绩效和市场表现两方面展开讨论。在经营绩效方面,ESG 通过减少信息不对称、降低融资成本<sup>[1]</sup>,提高企业的盈利能力和生产效率<sup>[2]</sup>及降低经营风险<sup>[3]</sup> 3 个路径提升企业价值。在市场表现方面,良好的 ESG 表现能够给公司带来额外收益<sup>[4]</sup>。Feng 等<sup>[5]</sup>认为,ESG 表现好的企业短期

内可以获得超额回报,但随着 ESG 关注度的逐渐降低公司长期股票回报会随之减少。史永东和王湔森<sup>[6]</sup>发现与美国资本市场相比,中国 A 股市场中 ESG 指数与股票未来收益率之间存在显著负相关。

ESG 视角下,企业价值创造不仅受企业内部的生产经营链条影响,还受到顾客、供应商等外部主体的影响<sup>[7]</sup>。企业价值创造范畴除了包含显性的经济价值还包括隐性的社会价值和环境价值,是基于可持续发展的长期价值创造<sup>[8]</sup>。因此,企业创造价值的衡量方式应同时纳入经济、环境和社会 3 个维度,以更加综合的价值指标全面反映企业创造的经济、环境与社会价值,从更加宏观的价值视角去探究 ESG 实践的价值功能。基于此,本文从环境、社会和经济 3 个维度衡量企业长期价值创造,以 2019—2022 年沪深 A 股上市公司为研究样本,分析 ESG 表现与长期企业价值创造之间的关系,并检验了企业声誉的中介作用和内部控制的调节作用。研究发现:ESG 表现与企业价值创造之间存在正相关关系,即 ESG 表现越好,企业价值创造能力越强;ESG 表现通过提高企业声誉提升企业价值创造;内部控制能够正向调节 ESG 表现和价值创造的关系;ESG 表现促进企业价值创造在非国有企业、企业创

**收稿日期：**2024-09-15

**基金项目：**西安财经大学 2023 研究生创新基金项目:企业违规事件下 ESG 表现对投资者市场反应的影响研究(23YC023);陕西省教育厅科学研究计划项目-青年创新团队项目(23JP050);2023 年陕西省学位与研究生教育研究项目(SXGER2023103)

**作者简介：**崔文晴(2000—),女,河南开封人,硕士研究生,研究方向为企业管理;姚宏(1975—),女,湖南郴州人,教授,硕士研究生导师,研究方向为 ESG 与企业可持续发展;方飘(2002—),女,贵州遵义人,硕士研究生,研究方向为 ESG 与可持续发展。

新能力强、媒体关注度高以及行业竞争程度高的样本中更显著。

本文的边际贡献体现在:第一,突破了传统研究仅关注企业财务收益的局限,将视角扩展到包括经济、社会和环境 3 个维度的企业价值创造。第二,在现有文献的基础上,对 ESG 与企业价值创造之间的联系进行了深化,在一定程度上拓展了当前的研究边界。本文探讨了企业声誉在 ESG 实践与价值创造之间的中介效应,考察内部控制的调节作用。此外,本文从内外部治理机制的角度出发,分析了在不同企业性质、创新能力、媒体关注度和行业竞争程度的背景下,ESG 表现与企业价值创造之间关系的异质性。第三,基于本文的理论分析,揭示了 ESG 表现提升企业长期价值创造的黑箱,为企业提供了具体的策略和实践建议,帮助企业解锁 ESG 表现提升的潜力,从而在竞争激烈的市场中实现持续的价值增长。

## 1 理论分析与研究假设

### 1.1 ESG 评级表现与价值创造

价值创造是资源投入产出的过程,通过增加优势资源的投入、降低资源获取的成本和提高价值产出效率,能助力提升企业价值创造<sup>[9]</sup>。在这个过程中涉及企业的不同利益相关者,企业的价值创造需要股东和债权人的股本及资金投入、员工的人力资本、供应商的良好合作和政府提供的公共资源等,价值创造在企业与利益相关者的关系互动中实现<sup>[10]</sup>。因此,赢得利益相关者的支持和信赖,是企业价值创造的重要保障。

根据利益相关者理论,企业良好的 ESG 表现能够获得利益相关者信任。企业和利益相关者之间密切的联系与信任帮助企业获得优势资源的投入<sup>[11]</sup>。企业良好的 ESG 表现吸引投资者的关注,赢得投资者信任。ESG 实践报告传递给外部信息使用者企业 ESG 表现情况,起到信号传递的作用。相比于 ESG 表现差的企业,ESG 表现良好有助于赢得投资者的信赖和关注。企业良好的 ESG 表现发挥资源获取优势,助力提升企业价值创造。从资源获取视角看,ESG 责任履行能够树立企业良好形象,获得利益相关者支持<sup>[12]</sup>。基于以上分析,本文认为企业 ESG 表现能够帮助企业增加优势资源的获取及竞争优势,对企业价值创造有积极正向影响,故提出如下假设。

H1:在其他条件不变的情况下,ESG 表现与企业价值创造显著正相关。

### 1.2 企业声誉的中介作用

刘彧彧等<sup>[13]</sup>将企业声誉定义为在企业的长期发展过程中形成的能够使得利益相关者采取相应行动的态度。企业 ESG 实践能够传递企业正面消息,树立企业良好形象,影响利益相关者对企业的态度,即企业的 ESG 表现会影响利益相关者之间的企业声誉。良好的企业声誉向外界传递着企业可信赖、负责任和高品质等重要特征信号,对实现企业价值创造可持续起关键作用<sup>[14]</sup>。企业价值创造需要获取资源,企业核心资源包括消费者和供应链提供的产品市场竞争力资源、投资者和债权人提供的资本市场信贷资源和政府部门提供的政治资源<sup>[15]</sup>。对消费者和供应商来说,良好的企业声誉加深了其对企业的信任,提高了顾客和供应链的忠诚度,企业产品市场竞争力更强。对投资者和债权人来说,企业良好声誉让他们对未来的投资回报形成良好的预期,从而愿意增加持续性投资,帮助企业吸引更多新的投资者和债权人。对政府部门来说,企业声誉让他们对企业的信任感增强,会增加一定的政策补助。基于以上分析,提出如下假设。

H2:ESG 表现能够显著提升企业声誉;

H3:企业声誉在 ESG 表现提升企业价值创造之间发挥中介作用。

### 1.3 内部控制的调节作用

内部控制是公司治理的基础设施建设和重要机制<sup>[16]</sup>,显著正向促进企业社会责任的信息披露及履行<sup>[17]</sup>,促进企业高质量发展<sup>[18]</sup>。内部控制五要素协同配合能够发挥监督效应和合规效应,通过抑制管理层短视和减少企业违规行为提升 ESG 表现。因此,良好的内部控制对保障企业 ESG 决策有重要作用。另一方面,价值创造的提升有赖于资源的投入与产出。良好的内部控制在解决非效率投资方面起正向作用,能够提升资源配置效率<sup>[19]</sup>。良好的内部控制依据其有效的控制环境,完善的风险评估系统和信息系统等,对企业的资源进行合理配置,平衡企业资源在经营和 ESG 方面的分配,合理的最小化 ESG 投入成本,提升 ESG 投入的价值创造能力。因此,在内部控制质量高时,良好的 ESG 表现可能带来更高的价值创造。相反,内部控制质量低时,ESG 的价值创造效应可能受到负面影响。综上,本文认为内部控制在 ESG 与企业价值创造之间存在调节作用,并提出如下假设。

H4:内部控制对 ESG 表现与企业价值创造两者关系存在调节作用。

## 2 研究设计

### 2.1 样本选择及数据来源

由于企业 ESG 表现与价值创造之间可能存在滞后效应,本文对解释变量 ESG 表现和控制变量进行了滞后一期处理。Wind ESG 评级数据从 2018 年开始,所以本文以 2019—2022 年 A 股上市公司为研究样本,并对初始样本做了以下处理:剔除金融行业公司样本;剔除财务数据缺失样本;剔除被 ST、\*ST 的样本;为避免极端值影响,对主要连续变量进行上下 1% 的缩尾。最终,获得 11 019 条公司-年度观测值。本文所使用数据来源于国泰安数据库(CSMAR)、万得数据库(WIND)和中国研究数据服务平台(CNRDS)。

### 2.2 变量选取

#### 2.2.1 被解释变量:价值创造(VL)

ESG 视角下企业价值创造是一种可持续的长期价值创造,借鉴刘捷先<sup>[9]</sup>的计算公式,从经济价值创造(VW)、社会价值创造(VS)与环境价值创造(VE)3 个范畴计算企业长期价值创造(VL)作为代理变量。

长期价值创造计算公式为  $VL = VW + VS + VE$ 。其中  $VW = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) + \text{职工薪酬} + \text{利息费用} + \text{现金股利} + (\text{税费支出} - \text{财政援助})$ ,  $VS = \text{正向社会价值} - \text{负向社会价值}$ ,  $VE = \text{正向环境价值} - \text{负向环境价值}$ 。正向社会价值包括研发创新财政补助、技术转让收入和慈善公益捐赠,负向社会价值是企业的监管罚款和事故损失。正向环境价值包括环保研发财政补助、环保技术转让收入、碳排放权交易收益、环保公益支出和节约

能源消耗费用,负向环境价值包括排污费、环境污染罚款和环境污染事故损失。

#### 2.2.2 解释变量:ESG 表现(ESG)

ESG 表现数据取自 Wind 数据库中 Wind ESG 综合评分。

#### 2.2.3 控制变量

控制反映企业经营财务特征、公司治理特征以及其他可能影响企业价值创造的特征变量。具体变量定义见表 1。

### 2.3 模型设定

为检验 ESG 表现对企业价值创造的影响,构建模型(1),对 ESG 表现促进企业价值创造进行检验。

$$VL_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ESG_{i,t-1} + \sum Controls_{i,t-1} + \sum Year_{i,t} + \sum Ind_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

式中:  $VL_{i,t}$  为企业  $i$  在第  $t$  年的长期价值;  $ESG_{i,t-1}$  为企业  $t-1$  年的 ESG 表现评分;  $Controls_{i,t-1}$  为控制变量;  $Year$  和  $Ind$  为年度和行业虚拟变量;  $\epsilon$  为残差;  $i$  为公司;  $t$  为年度。

## 3 实证结果

### 3.1 变量描述性统计

主要变量的描述性统计见表 2。样本企业的 ESG 评分平均值为 6.031 2,标准差 0.787 3,最大值为 9.610 0,最小值为 3.370 0,说明不同企业的 ESG 表现存在较大差异,评分处于中等水平,有待进一步提升自身 ESG 表现。样本企业价值创造(VL)的平均值为 21.039 4,标准差为 1.311 5,最小值为 14.805 1,最大值为 27.926 4,说明企业的价值创造能力存在明显差异。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	长期价值创造	VL	企业长期价值创造取自然对数
解释变量	ESG 表现	ESG	WindESG 评级得分
中介变量	企业声誉	REP	ln(无形资产)
调节变量	内部控制	IC	迪博数据库内部控制指数的自然对数
控制变量	企业规模	Size	ln(企业总资产)
	资产负债率	Loan	负债总计/资产总计
	总资产收益率	ROA	净利润/总资产
	利润增长率	Growth	营业利润同比增长率
	经营现金流	CFO	经营活动现金流净额/总资产
	企业性质	SOE	国有企业取值为 1,否则取值为 0
	第一大股东持股比例	Top1	第一大股东持股数占企业总股数比例
	管理层持股比例	MSHARE	管理层持股数量/股本总数
	两职合一	Dual	董事长和总经理是否为同一人,同一人时取 1,否则取 0
	董事会规模	Board	公司董事会人数
	上市年限	Age	ln(1+公司成立年限)
	年份	Year	年份虚拟变量
	行业	Ind	行业虚拟变量

表 2 变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
VL	11 019	21.039 4	1.311 5	14.805 1	20.893 0	27.926 4
ESG	11 019	6.031 2	0.787 3	3.370 0	5.970 0	9.610 0
Loan	11 019	0.404 2	0.187 5	0.013 1	0.399 7	0.979 2
Size	11 019	22.392 2	1.320 2	18.755 6	22.192 1	28.548 3
Growth	11 019	0.370 2	10.088 6	-0.913 2	0.126 7	944.099 5
ROA	11 019	0.055 8	0.064 3	-0.661 7	0.047 4	0.968 6
Top1	11 019	33.623 3	14.620 3	4.080 0	31.300 0	89.990 0
SOE	11 019	0.303 9	0.460 0	0.000 0	0.000 0	1.000 0
Dual	11 019	0.316 7	0.465 2	0.000 0	0.000 0	1.000 0
Board	11 019	8.388 5	1.625 1	4.000 0	9.000 0	17.000 0
Age	11 019	2.130 8	0.844 6	0.000 0	2.197 2	3.465 7
CFO	11 019	0.060 2	0.067 6	-0.446 8	0.057 2	0.725 5
MSHARE	11 019	15.749 4	20.140 2	0.000 0	3.731 9	89.990 0

### 3.2 回归结果及其分析

表 3 检验了企业 ESG 表现与价值创造的关系。采用模型(1)进行回归,ESG 表现(ESG)与价值创造(VL)的回归系数为 0.053,在 1%的水平上显著为正。上述结果表明,ESG 表现与企业价值创造显著正相关,即良好的 ESG 表现有助于提升企业的价值创造,假设 H1 得到验证。

表 3 ESG 表现与企业价值创造回归结果

变量	VL
ESG	0.053*** (8.073)
Loan	0.458*** (13.664)
Size	0.916*** (173.752)
Growth	0.000* (1.737)
ROA	2.172*** (24.823)
Top1	0.001*** (3.443)
SOE	-0.022 (-1.641)
Dual	0.005 (0.454)
Board	0.011*** (3.496)
AGE	-0.034*** (-4.319)
CFO	1.717*** (21.328)
MSHARE	0.001*** (3.216)
常数项	-0.492*** (-3.920)
Ind	Yes
Year	Yes
样本数	11 019
adj. R <sup>2</sup>	0.87

注:括号内为 *t* 检验值;\*\*\*、\* 分别代表在 1%、10%水平显著。

### 3.3 稳健性检验

#### 3.3.1 更换被解释变量

为确保研究结果的稳健性,采用替换被解释变量的方法进行稳健性检验。借鉴王波和杨茂佳<sup>[1]</sup>的研究,选取企业的资产收益率(ROA)替换企业价值创造变量。同时,借鉴刘捷先<sup>[9]</sup>的研究,选取企业利

润总额衡量企业的价值创造。结果见表 4 第(1)列和第(2)列,企业 ESG 表现依然和价值创造显著正相关,支持本文假设,说明实证结果稳健。

#### 3.3.2 更换解释变量

选择华证 ESG 评级数据进行替换,借鉴谭劲松等<sup>[15]</sup>的做法对华证 ESG 评级指标的 C-AAA 进行 1~9 的赋值,回归结果见表 4 第(3)列。根据结果可以看出,在选用不同评级机构的数据进行实证分析时,上市公司 ESG 表现对企业价值创造依然呈现显著的正向影响。

#### 3.3.3 滞后解释变量

为检验 ESG 表现对企业长期价值创造的影响,将 ESG 变量滞后 2 期和 3 期进行稳健性检验。结果如表 4 第(4)列、(5)列,将 ESG 变量滞后 2 期和 3 期,企业 ESG 表现和价值创造依然呈显著正相关,说明企业的 ESG 实践能提升企业长期价值创造,实证结果得到支持。

#### 3.3.4 内生性检验

参考周方召等<sup>[4]</sup>的研究,选择同地区同行业其他上市公司的平均 ESG 表现作为工具变量(ESG-IV),对内生性问题进行检验。由于同地区同行业上市企业受到的政策影响是相似的,且企业的 ESG 表现可能会受同地区同行业其他企业的影响,表现出同群效应。而同地区同行业上市公司 ESG 表现的平均值不受本企业的影响,因此作为工具变量是合适的。工具变量两阶段回归的结果见表 5,结果显示 ESG 表现对企业价值创造有正向的影响,表明假设 H1 的结果稳健。进一步对企业声誉的中介效应进行检验,检验结果见表 5,结果表明企业声誉在 ESG 表现与企业价值创造的关系中发挥着部分中介效应,假设 H2 和假设 H3 结果稳健。

表 4 稳健性检验结果

变量	更换价值创造衡量指标		更换 ESG 评级	滞后 2 期	滞后 3 期
	ROA	TP	VL	VL	VL
ESG	0.002** (2.124)	0.010*** (4.884)	0.030*** (6.413)	0.043*** (5.397)	0.036*** (3.505)
Loan	-0.030*** (-7.440)	-0.096*** (-8.898)	0.460*** (13.666)	0.428*** (10.335)	0.418*** (7.960)
Size	0.001 (1.484)	0.062*** (36.502)	0.916*** (170.635)	0.925*** (147.409)	0.922*** (118.427)
Growth	0.000 (0.756)	0.000 (0.909)	0.000* (1.778)	0.000* (1.758)	-0.002** (-2.145)
ROA	0.370*** (35.693)	0.170*** (6.015)	2.150*** (24.526)	2.187*** (19.987)	2.173*** (15.155)
Top1	0.000*** (2.827)	0.000*** (2.658)	0.001*** (3.359)	0.001*** (3.312)	0.002*** (2.945)
SOE	-0.003* (-1.841)	0.000 (0.059)	-0.025* (-1.917)	-0.016 (-0.994)	-0.021 (-1.084)
Dual	-0.001 (-0.399)	0.007** (2.015)	0.002 (0.181)	-0.005 (-0.361)	-0.018 (-1.094)
Board	-0.000 (-0.468)	-0.001 (-0.612)	0.012*** (3.785)	0.012*** (3.253)	0.015*** (3.160)
AGE	-0.002** (-1.985)	-0.013*** (-5.111)	-0.034*** (-4.387)	-0.039*** (-3.448)	-0.032** (-2.078)
CFO	0.167*** (17.558)	0.068*** (2.632)	1.738*** (21.590)	1.723*** (17.214)	1.952*** (15.166)
MSHARE	0.000 (1.046)	0.000 (0.538)	0.001*** (2.932)	0.001*** (2.831)	0.001** (2.388)
常数项	0.000 (0.018)	22.280*** (550.361)	-0.302** (-2.397)	-0.722*** (-4.803)	-0.606*** (-3.242)
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	11 019	11 019	11 019	7 285	4 406
adj. R <sup>2</sup>	0.28	0.24	0.87	0.87	0.88

注:括号内为  $t$  检验值;\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%、10% 水平显著。

表 5 内生性检验结果

变量	第 1 阶段	第 2 阶段	第 1 阶段	第 2 阶段	第 1 阶段	第 2 阶段
	VL	VL	REP	REP	VL	VL
ESG-IV	0.934*** (55.479)		0.934*** (55.479)		0.932*** (55.336)	
ESG		0.053*** (3.836)		0.122*** (3.977)		0.045*** (3.255)
REP					0.019*** (3.453)	0.069*** (16.196)
Loan	-0.273*** (-6.279)	0.458*** (13.502)	-0.273*** (-6.279)	-0.010 (-0.133)	-0.272*** (-6.262)	0.459*** (13.684)
Size	0.114*** (16.850)	0.916*** (160.876)	0.114*** (16.850)	1.034*** (82.065)	0.094*** (10.470)	0.844*** (119.616)
Growth	0.000 (0.275)	0.000* (1.744)	0.000 (0.275)	0.000 (0.709)	0.000 (0.251)	0.000* (1.655)
ROA	0.010 (0.088)	2.172*** (24.926)	0.010 (0.088)	-0.784*** (-4.063)	0.025 (0.221)	2.226*** (25.833)
Top1	0.000 (0.775)	0.001*** (3.458)	0.000 (0.775)	0.000 (0.421)	0.000 (0.760)	0.001*** (3.433)
SOE	0.048*** (2.830)	-0.022* (-1.646)	0.048*** (2.830)	-0.021 (-0.714)	0.049*** (2.848)	-0.020 (-1.554)

续表

变量	第 1 阶段	第 2 阶段	第 1 阶段	第 2 阶段	第 1 阶段	第 2 阶段
	VL	VL	REP	REP	VL	VL
Dual	-0.091*** (-6.562)	0.005 (0.457)	-0.091*** (-6.562)	0.004 (0.161)	-0.091*** (-6.555)	0.005 (0.438)
Board	0.008** (1.960)	0.011*** (3.506)	0.008** (1.960)	0.012* (1.739)	0.008* (1.899)	0.010*** (3.278)
AGE	-0.091*** (-9.075)	-0.033*** (-4.214)	-0.091*** (-9.075)	0.007 (0.423)	-0.091*** (-9.072)	-0.034*** (-4.329)
CFO	0.526*** (5.035)	1.716*** (21.345)	0.526*** (5.035)	0.909*** (5.108)	0.507*** (4.851)	1.654*** (20.788)
MSHARE	0.001 (1.443)	0.001*** (3.229)	0.001 (1.443)	0.001 (1.263)	0.001 (1.398)	0.001*** (3.071)
常数项	-2.075*** (-11.726)	-0.493*** (-3.883)	-2.075*** (-11.726)	-4.470*** (-15.894)	-1.984*** (-11.091)	-0.184 (-1.446)
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	11 019	11 019	11 019	11 019	11 019	11 019
adj. R <sup>2</sup>	0.37	0.87	0.37	0.65	0.37	0.87

注:括号内是  $t$  检验值,\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%、10% 水平显著。

## 4 进一步分析

### 4.1 中介效应检验

由上文理论分析可知,ESG 表现能够提升企业声誉。企业声誉能够帮助企业获取优势资源,提升企业价值创造。为检验企业声誉在 ESG 表现和企业价值创造的中介作用,在模型(1)的基础上设定模型(2)和模型(3),对 ESG 表现的价值传导路径进行检验。

$$REP_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ESG_{i,t-1} + \sum Controls_{i,t-1} + \sum Year_{i,t} + \sum Ind_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$VL_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ESG_{i,t-1} + \beta_2 REP_{i,t-1} + \sum Controls_{i,t-1} + \sum Year_{i,t} + \sum Ind_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

式中:REP 为企业声誉,借鉴周丽萍等<sup>[20]</sup>的研究方法,以企业年报中披露的无形资产作为企业声誉的代理变量,其他变量与前文一致。采用温忠麟和叶宝娟<sup>[21]</sup>三步法对模型(2)和模型(3)进行回归分析,结果见表 6。首先,表 6 中列(1)与表 2 中的基准回归相同,列(2)是企业声誉(REP)作为被解释变量、企业 ESG 表现(ESG)作为解释变量的回归结果,ESG 系数为 0.071,在 1% 的水平上显著为正,说明企业良好的 ESG 表现有利于提升企业声誉,验证了假设 H2。列(3)在以企业价值创造(VL)为被解释变量的基准回归中加入变量企业声誉(REP)的回归结果,ESG 系数为 0.048,在 1% 的水平上显著为正,结果证实了 ESG 表现通过提升企业声誉提升企业价值创造,验证了假设 H3。

表 6 ESG 表现、企业声誉与价值创造

变量	(1)	(2)	(3)
	VL	REP	VL
ESG	0.053*** (8.073)	0.071*** (4.907)	0.048*** (7.402)
REP			0.069*** (16.169)
Loan	0.458*** (13.664)	-0.036 (-0.480)	0.460*** (13.900)
Size	0.916*** (173.752)	1.043*** (89.466)	0.844*** (123.059)
Growth	0.000* (1.737)	0.000 (0.711)	0.000* (1.648)
ROA	2.172*** (24.823)	-0.786*** (-4.060)	2.226*** (25.726)
Top1	0.001*** (3.443)	0.000 (0.405)	0.001*** (3.421)
SOE	-0.022 (-1.641)	-0.016 (-0.564)	-0.020 (-1.573)
Dual	0.005 (0.454)	-0.000 (-0.002)	0.005 (0.459)
Board	0.011*** (3.496)	0.012* (1.810)	0.010*** (3.257)
AGE	-0.034*** (-4.319)	-0.000 (-0.007)	-0.034*** (-4.369)
CFO	1.717*** (21.328)	0.936*** (5.255)	1.652*** (20.741)
MSHARE	0.001*** (3.216)	0.001 (1.279)	0.001*** (3.056)
常数项	-0.492*** (-3.920)	-4.378*** (-15.751)	-0.190 (-1.513)
Ind	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
样本数	11 019	11 019	11 019
adj. R <sup>2</sup>	0.87	0.65	0.87

注:括号内为  $t$  检验值,\*\*\*、\* 分别代表在 1%、10% 水平显著。

### 4.2 调节效应检验

为检验内部控制对 ESG 表现与企业价值创造关系的调节作用,在模型(1)的基础上设定模型(4):

$$VL_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ESG_{i,t-1} + \beta_2 ESG_{i,t-1} \times IC_{i,t-1} + \sum Controls_{i,t-1} + \sum Year_{i,t} + \sum Ind_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

式中:IC 为企业的内部控制质量,借鉴周美华等<sup>[22]</sup>的研究,采用深圳迪博的内部控制信息披露指数的自然对数作为内部控制的替代变量,其他变量与前文一致。内部控制调节效应的检验结果见表 7,以企业长期价值创造(VL)作为因变量,将 ESG 和 ESG 与内部控制(IC)的交乘项作为自变量,控制相关控制变量,进行回归分析。ESG 表现对企业价值具有显著正向作用,企业 ESG 与内部控制的交乘项(ESG×IC)的系数为正,且在 1%水平上显著,说明内部控制对 ESG 与企业价值创造的关系具有显著的正向调节作用,即企业内部控制质量越高,ESG 对企业价值创造的正向效应越强,假设 H4 成立。

### 4.3 异质性分析

#### 4.3.1 企业内部特征

(1)企业性质。所有权性质不同,企业的目标、定位和职责也不同,因此 ESG 表现与价值创造的关系在所有权性质不同的企业中可能存在一定差异。本文将国有企业和非国有企业进行分组回归,回归结果见表 8 列(1)、列(2),ESG 与价值创造的正向关系在非国有企业中更加显著。

表 7 内部控制的调节效应

变量	VL
ESG	0.045*** (7.026)
IC	0.018 (0.072)
ESG×IC	0.116*** (2.747)
Loan	0.465*** (14.086)
Size	0.900*** (172.047)
Growth	-0.000 (-0.044)
ROA	2.027*** (23.359)
Top1	0.001** (2.410)
SOE	-0.035*** (-2.717)
Dual	0.002 (0.186)
Board	0.009*** (2.789)
AGE	-0.026*** (-3.339)
CFO	1.677*** (21.142)
MSHARE	0.001*** (2.738)
常数项	-0.170 (-0.103)
Ind	Yes
Year	Yes
样本数	10 948
adj. R <sup>2</sup>	0.87

注:括号内为 t 检验值;\*\*\*、\*\*分别代表在 1%、5%水平显著。

表 8 企业内部特征异质性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	国有企业 VL	非国有企业 VL	创新能力强 VL	创新能力弱 VL
ESG	0.030*** (2.832)	0.060*** (7.302)	0.062*** (6.549)	0.035*** (3.774)
Loan	0.398*** (6.861)	0.505*** (12.294)	0.418*** (8.977)	0.369*** (7.335)
Size	0.907*** (111.552)	0.919*** (132.012)	0.907*** (114.302)	0.904*** (117.304)
Growth	-0.001* (-1.957)	0.000* (1.858)	0.001 (1.638)	0.000 (1.469)
ROA	3.465*** (15.858)	1.960*** (20.245)	2.125*** (18.995)	2.117*** (15.358)
Top1	0.001** (2.354)	0.001 (1.640)	-0.000 (-0.413)	0.002*** (4.399)
SOE			-0.004 (-0.184)	-0.034* (-1.839)
Dual	-0.046* (-1.749)	0.014 (1.231)	0.001 (0.063)	0.005 (0.346)
Board	0.013*** (2.792)	0.008* (1.869)	0.007 (1.511)	0.016*** (3.736)
AGE	-0.006 (-0.375)	-0.047*** (-5.125)	-0.022** (-2.072)	-0.010 (-0.851)
CFO	1.683*** (11.523)	1.688*** (17.508)	1.470*** (12.656)	1.884*** (15.601)
MSHARE	-0.002 (-1.534)	0.001*** (3.265)	0.001 (1.406)	0.001*** (2.888)
常数项	-0.218 (-1.195)	-0.662*** (-3.735)	-0.212 (-1.060)	-0.250 (-1.467)
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	3 361	7 686	5 167	5 175
adj. R <sup>2</sup>	0.90	0.83	0.85	0.88
系数差异 P 值	0.000 0***		0.000 0***	

注:括号内为 t 检验值;\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%、10%水平显著;系数差异 P 值根据 chow 检验估计结果计算。

(2)企业创新能力。企业的创新能力对价值创造有重要影响。借鉴李林木和汪冲<sup>[23]</sup>的研究,以企业研发人员投入衡量创新能力。以创新能力的中位数为标准,将样本分为创新能力强和创新能力弱两组,回归结果见表 8 列(3)、列(4),在创新能力强的企业中,ESG 与价值创造的提升作用更显著。

#### 4.3.2 企业外部特征

(1)媒体关注度。新闻媒体是市场中重要的信息媒介,是重要的外部监督力量。使用财经新闻标题出现公司名称总数加 1 取自然对数衡量媒体关注度。以媒体关注度的中位数为标准,将样本分为媒体关注高和媒体关注度低两组进行回归,结果见表 9 列(1)、列(2),在媒体关注度高的企业中,ESG 的价值创造能力更显著。

表 9 企业外部特征异质性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	高媒体关注度	低媒体关注度	高行业竞争程度	低行业竞争程度
	VL	VL	VL	VL
ESG	0.059*** (6.457)	0.046*** (4.958)	0.057*** (6.316)	0.047*** (5.042)
Loan	0.302*** (6.098)	0.586*** (13.110)	0.338*** (6.911)	0.564*** (12.564)
Size	0.902*** (122.821)	0.890*** (107.844)	0.903*** (123.822)	0.889*** (106.958)
Growth	0.000 (1.278)	0.001 (1.069)	0.000 (1.288)	0.001 (1.056)
ROA	1.800*** (15.437)	2.571*** (18.961)	1.831*** (15.939)	2.596*** (18.745)
Top1	0.002*** (4.106)	0.001** (2.150)	0.002*** (3.874)	0.001** (2.333)
SOE	-0.027 (-1.429)	0.024 (1.340)	-0.032* (-1.672)	0.032* (1.736)
Dual	0.016 (1.030)	-0.014 (-0.956)	0.014 (0.916)	-0.013 (-0.917)
Board	0.009** (2.041)	0.012*** (2.717)	0.008* (1.920)	0.012*** (2.795)
AGE	-0.037*** (-3.179)	-0.030*** (-2.984)	-0.038*** (-3.269)	-0.030*** (-2.925)
CFO	1.872*** (15.983)	1.448*** (13.328)	1.856*** (16.191)	1.420*** (12.834)
MSHARE	0.001** (2.504)	0.001*** (2.762)	0.001** (2.562)	0.001*** (2.748)
常数项	-0.026 (-0.137)	-0.059 (-0.319)	-0.064 (-0.345)	-0.033 (-0.180)
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	5 568	5 479	5 806	5 241
adj. R <sup>2</sup>	0.87	0.83	0.86	0.84
系数差异 P 值	0.000 0***		0.000 0***	

注:括号内为  $t$  检验值;\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%、10% 水平显著;系数差异  $P$  值根据 chow 检验估计结果计算。

(2)行业竞争程度。行业竞争程度会给企业带来一定的外部压力,企业面临的行业竞争程度不同,ESG 与价值创造的关系可能存在差异。以所有者权益合计与行业内所有者权益合计的比值的平方和衡量行业竞争度。以中位数为标准将样本分为行业竞争程度高和行业竞争程度低两组,回归结果见表 9 列(3)、列(4),在行业竞争程度高的样本中,ESG 提升企业价值创造的作用更显著。

## 5 结论与启示

通过理论分析 ESG 表现与企业长期价值创造之间的作用关系及影响机制,提出了研究假设。运用 2019—2022 年沪深 A 股上市公司为研究样本,对研究假设进行了实证分析。进一步从产权性质、企业创新能力、媒体关注度以及行业竞争程度角度

出发,考察这些因素对 ESG 表现与企业价值创造的异质性影响,并得出如下结论:良好的 ESG 表现提升企业价值创造;企业声誉在 ESG 表现与价值创造之间发挥中介作用;内部控制正向调节 ESG 表现与价值创造之间关系。ESG 表现与企业价值创造的正向关系在非国有企业、企业创新能力强、媒体关注度高及行业竞争程度高的样本中更显著。

基于上述结论,提出以下启示,为企业的实践提供具体指导。

(1)企业应强化 ESG 理念,开展 ESG 实践。ESG 表现对于企业获取利益相关认可和企业发展资源有帮助,对企业发展具有良好促进作用。ESG 表现能提升企业声誉,良好声誉是企业获取优势资源的重要影响因素,在互联网快速发展的环境下,企业任何举措都能被广泛传播并对企业声誉产生影响。因此,企业应强化 ESG 理念,建立企业 ESG 规范与流程,将 ESG 理念与企业的经营理念相结合。及时披露 ESG 信息,以便利益相关者能够全面了解公司的企业社会责任表现。

(2)企业要加强自身内部控制体系建设,提高内部控制水平。内部控制质量是企业良好运行的重要保障机制,ESG 在企业的践行与实施需要良好的内部控制的保障。具体地,企业增强内部控制环境建设,对于 ESG 在企业落地实践进行合理的评估,做出最佳决策。健全的风险评估及风险管理体系,对企业 ESG 践行过程中存在的风险进行全面防范和控制。完善企业的信息沟通渠道,保证 ESG 理念能够上传下达。

(3)企业要加强绿色创新能力,提升企业创新水平。根据本文的研究,在创新能力强的企业中 ESG 促进价值创造的作用更明显,在 ESG 理念的指导下,企业应进一步加强绿色创新能力。相应的,首先,企业应参与全球绿色低碳发展的合作项目,引入国际先进的绿色创新理念和技术。其次,企业可以与高校、研究院以及其他科研机构合作,共享资源,共同开发绿色技术。最后,企业还可以利用数字技术,积极进行数字化转型,利用大数据等数字技术,提升资源利用率,促进绿色创新。

## 参考文献

- [1] 王波,杨茂佳. ESG 表现对企业价值的影响机制研究:来自我国 A 股上市公司的经验证据[J]. 软科学, 2022, 36(6): 78-84.
- [2] ZHOU G, LIU L, LUO S. Sustainable development, ESG performance and company market value: mediating

- effect of financial performance[J]. *Business Strategy and the Environment*, 2022, 31(7): 3371-3387.
- [3] 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, 34(9): 313-326.
- [4] 周方召, 高巧林, 付辉. 锦上添花还是画蛇添足? “好”企业做“好”事的股票市场表现[J]. *投资研究*, 2021, 40(7): 128-141.
- [5] FENG G F, LONG H, WANG H J, et al. Environmental, social and governance, corporate social responsibility, and stock returns: what are the short-and long-run relationships? [J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2022, 29(5): 1884-1895.
- [6] 史永东, 王湔森. 企业社会责任与公司价值: 基于 ESG 风险溢价的视角[J]. *经济研究*, 2023, 58(6): 67-83.
- [7] 王欣. 社会责任融合视角的企业价值创造机理[J]. *经济管理*, 2013, 35(12): 182-193.
- [8] 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.
- [9] 刘捷先. 基于 ESG 理念的碳信息披露质量对企业价值创造的影响机制研究[D]. 合肥: 合肥工业大学, 2022.
- [10] 王清刚, 徐欣宇. 企业社会责任的价值创造机理及实证检验: 基于利益相关者理论和生命周期理论[J]. *中国软科学*, 2016(2): 179-192.
- [11] MEHREZ A. Social responsibility and competitiveness in hotels: the role of customer loyalty[J]. *Management Science Letters*, 2020, 10: 1797-1802.
- [12] 林炳洪, 李秉祥. ESG 责任履行对企业研发投入的影响: 基于资源获取与资源配置视角[J]. *软科学*, 2024, 38(1): 61-66.
- [13] 刘彧彧, 姜卓, 刘军, 等. 企业声誉的影响因素及其对消费者口碑传播行为的作用[J]. *管理学报*, 2009, 6(3): 348-353, 389.
- [14] BRANCO M C, RODRIGUES L L. Corporate social responsibility and resource-based perspectives[J]. *Journal of Business Ethics*, 2006, 69(2): 111-132.
- [15] 谭劲松, 黄仁玉, 张京心. ESG 表现与企业风险-基于资源获取视角的解释[J]. *管理科学*, 2022, 35(5): 3-18.
- [16] 杨雄胜. 内部控制理论研究新视野[J]. *会计研究*, 2005(7): 49-54, 97.
- [17] 李志斌, 章铁生. 内部控制、产权性质与社会责任信息披露: 来自中国上市公司的经验证据[J]. *会计研究*, 2017(10): 86-92, 97.
- [18] 郭檬楠, 李校红. 内部控制、社会审计与企业全要素生产率: 协同监督抑或互相替代[J]. *统计与信息论坛*, 2020, 35(11): 77-84.
- [19] 李万福, 林斌, 宋璐. 内部控制在公司投资中的角色: 效率促进还是抑制? [J]. *管理世界*, 2011, 27(2): 81-99, 188.
- [20] 周丽萍, 陈燕, 金玉健. 企业社会责任与财务绩效关系的实证研究: 基于企业声誉视角的分析解释[J]. *江苏社会科学*, 2016(3): 95-102.
- [21] 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.
- [22] 周美华, 林斌, 林东杰. 管理层权力、内部控制与腐败治理[J]. *会计研究*, 2016(3): 56-63, 96.
- [23] 李林木, 汪冲. 税费负担、创新能力与企业升级: 来自“新三板”挂牌公司的经验证据[J]. *经济研究*, 2017, 52(11): 119-134.

## ESG Rating Performance and Long-term Value Creation of Enterprises: Mechanism and Empirical Testing

CUI Wenqing, YAO Hong, FANG Piao

(Business School, Xi'an University of Finance and Economics, Xi'an 710100, China)

**Abstract:** From the perspective of ESG (environmental, social, and governance), enterprise value creation integrates economic, social, and environmental values. Corporate value creation was measured from three aspects of economic, social, and environmental. There is a positive correlation between ESG performance and corporate value creation. Corporate reputation plays an intermediary role. The quality of internal control has a positive moderating effect on the relationship between ESG performance and corporate value creation. The positive relationship between ESG performance and corporate value creation is more significant in samples of non-state-owned enterprises, enterprises with strong innovation capabilities, high media attention, and high industry competition.

**Keywords:** ESG (environmental, social, and governance); corporate reputation; value creation; internal controls