

社会责任信息披露、媒体关注与企业价值

谢枝芬

上海工程技术大学管理学院, 上海

收稿日期: 2023年5月24日; 录用日期: 2023年7月31日; 发布日期: 2023年8月9日

摘要

ESG信息披露是指环境(E)、社会(S)和公司治理(G)三方面信息的披露, 能够衡量企业在绿色可持续发展方面所做的努力。企业的ESG披露对企业的价值产生何种影响是目前亟需回答的热点问题。本文使用2011~2020年沪深A股上市公司数据的非平衡面板数据, 通过多元线性回归模型实证分析了ESG披露对企业价值的作用以及媒体关注在其中的调节效应。研究表明: ESG披露程度越透明的公司趋向于拥有更高的企业价值; 媒体关注对企业价值和ESG披露起到负向调节的作用。

关键词

社会责任信息披露, 媒体关注, 企业价值, 调节作用

Social Responsibility Information Disclosure, Media Attention and Corporate Value

Zhifen Xie

School of Management, Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: May 24th, 2023; accepted: Jul. 31st, 2023; published: Aug. 9th, 2023

Abstract

ESG information disclosure refers to the disclosure of environmental (E), social (S) and corporate governance (G) information, which can measure the efforts of enterprises in green and sustainable development. What impact a company's ESG disclosure has on the company's value is a hot issue that urgently needs to be answered. Using the unbalanced panel data of Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2011 to 2020, this paper empirically analyzes the effect of ESG disclosure on corporate value and the moderating effect of media attention through multiple linear regression models. The research results show that companies with more transparent ESG disclosure tend to have higher corporate value; media attention has a negative regulatory effect on corporate value and ESG disclosure.

Keywords

Social Responsibility Information Disclosure, Media Attention, Corporate Value, Moderating Effect

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言与文献回顾

随着绿色发展和可持续理念不断深入人心,企业也逐渐重视对两个理念的执行和落实。《“十四五”规划和二零三五年远景目标纲要》中提出了要向绿色低碳的发展模式转型[1],以显示了中国人类在应对大环境转变上的自信和决心。目前,社会公众对上市企业,尤其是重污染企业的环境、社会责任以及公司治理信息的披露等问题达到了从未有过的重视。而作为推动企业践行可持续发展理念系统方法论的ESG,是一种区别于传统社会责任评价指标的关注环境、社会责任和公司治理的企业评价体系,它推动企业实现经济效益和社会效益的有效统一[2],这既是我国企业实现绿色可持续发展的内在要求,同时也是推动我国经济朝着高质量方向发展的重要抓手[3]。

近几年,在国内,ESG信息披露能否提升企业价值成为学者们研究的热点,由于“双碳”目标的提出以及疫情的影响,ESG信息披露在国内相关政府部门和资本市场的关注下迅速发展,也因此推动了国内企业在环境、社会责任以及公司治理方面信息的披露,但披露ESG信息所产生的成本会加重企业的负担,企业需要在社会责任和经济效益两难境地做出抉择。Hainmueller认为细分市场里价格敏感,大部分消费者不愿为环保产品支付溢价,直接导致产品的成本大于收益,不利于企业的经营[4]。Buallay *et al.*调查了2008年金融危机后11年间发达国家和发展中国家的882家银行,发现ESG信息披露不利于企业价值的提升[5]。随着ESG披露相关研究的不断深入,反对此观点的声音越来越大。Giannarakis研究发现企业可以通过提高信息披露的透明度发展企业的竞争优势,从而提高企业价值[6]。张巧良和孙蕊娟(2015)也认为企业向投资者提供更全面的企业信息可以降低锚定效应对投资决策的影响,帮助企业获得资金来开展企业业务,从而提高企业价值[7]。ESG信息披露报告能够提供相较于传统财务报告更全面的企业信息,减少锚定效应的影响,提高企业竞争力,最终实现企业价值的提高。可见,当ESG信息披露拥有提升价值的功能时,就不再只是维护企业形象的“负担”,而可以将其视为企业创收的必要组成部分,因此,ESG披露能否提升企业价值,是企业选择是否进行ESG信息披露的关键。从而对ESG信息披露,和企业价值之间的关系研究对国内企业ESG信息披露实践具有重要意义。

在对ESG披露和企业价值的影响的有关研究中,学者们还讨论了媒体在ESG信息披露和传播过程中起到的作用。有学者表示媒体对企业ESG披露的负面报道会降低企业价值[8]。同时,企业外部审计人员对于企业披露ESG信息的相关报道是负面的时候,也更倾向于提升企业的审计费用[9]。此外,媒体舆论对企业在环境、社会责任和公司治理(ESG)方面信息披露的不好的评价还有可能会增加其信贷的风险[10]。学术界在媒体的监督和治理功能方面普遍认同,但对媒体关注在ESG披露与企业价值间的调节作用的研究鲜少。有分析表明,媒体关注可以促使公司自愿发布ESG报告,进而减轻其投资约束[11]。不过也有学者把媒体关注度认为是大企业ESG披露的“催化剂”,如果不当催化,可能会出现降低媒体关注度与协同效应的危险,或者带来更负面的效果[12]。

综上,海外研究者对公司ESG披露与传统公司发展关联的探讨相对较多,而在这些研究中媒体关注

于对二者相互作用中的影响的探讨还比较少，且研究成果也一直具有争论。同时，中国本土研究者对传统公司责任揭示的探讨也较多，但对公司 ESG 披露的研究也相对较少，对于公司的 ESG 披露是否会对公司发展形成影响以及产生了什么影响，尚有待于进一步的研究厘清。为此，我们拟选择公司 ESG 信息为重要分析因素，研究我国沪深 A 股上市公司的综合评价是否会受 ESG 信息的影响。并继续研究 ESG 与公司市值之间的联系，选择传媒关注度为调节因素，研究传媒关注度是否具有协同调节效应。本文尝试澄清 ESG 披露与企业价值间的关系，并揭示媒体关注在其中的作用，拟为我国上市企业践行 ESG 披露及完善 ESG 披露制度提供参考。

2. 理论分析与研究假设

根据利益相关者理论，企业的长期发展需要依靠企业对其利益相关者的利益要求及时且有效地回应，而不只取决于公司股东。随着企业在 ESG 披露的透明度对其企业价值和可持续发展以及绿色发展能力的影响不断深入，政府、投资者和消费者等市场主体和社会公众对上市公司的 ESG 披露情况日益关注，企业的 ESG 披露情况也打通了企业与其利益相关者进行交流和沟通的通道，成为当下上市企业提升企业价值的有效方式之一。企业的 ESG 披露能够从一下几个方面提升企业价值。一方面，ESG 信息披露能够在一定程度上帮助企业缓解管理层的逆向选择问题。ESG 信息披露要求管理层具有优秀的管理能力和决策能力，而这些能力与高企业价值对管理层的要求一致，通过强化 ESG 信息披露的管理，能够将管理能力突出的员工从企业中筛选出来，进而实现企业价值的创造和提升。另外，通过 ESG 信息公开可以减少公司内部和利益相关者间的信息不对称[13]，维护企业在投资者中的良好形象，降低信息风险[14]，并促进了社会资金的有效积累。从而提高企业价值。基于以上分析，提出本文的第一个假设：

假设 1：ESG 披露对企业价值有促进作用。

新闻媒体研究也能够社会上对事件信息的传递过程中产生正向推动的影响，在某个媒体事件或者某一消息已经发酵发展到了一定阶段以后，而在此时企业对新闻传播媒介的理论研究成果又能够影响社会公众的认识程度，也就形成了企业舆情治理效果[15]。就 ESG 消息发出方面而言，在企业对新闻传播媒介的关注度已经开始累积到了一定阶段以后，也就产生了企业的企业利益机制，而出于对企业的舆论压力以及公司声誉的考虑，企业也就会采取尽可能地发出有关经济环境、社会文化以及公司管理等方面的消息，以满足社会公众以及利益攸关方对企业权益的要求，也因而对于企业权益的正向影响也就随之得到了推动。但是，因为新闻等传播媒介的发布能够促进对企业的价格信号进行多方传递，从而也能够一定程度上降低了消息传递不对称对公司价值的影响，也因此减少了 ESG 报道信息在发布对企业价值影响消息时可能产生的滞后效应[16]，进而加快 ESG 披露对企业价值的提升。但一味地扩大媒体曝光有可能适得其反[12]。但通过以上研究，本文又指出了由于新闻媒介信息对 ESG 发布和企业价格之间的相互影响产生了调节作用。据此，文章中又提出了研究假设：

假设 2：媒体关注在 ESG 披露对企业价值的影响中起调节作用。

3. 模型构建与变量选择

3.1. 模型构建

为研究社会责任信息披露对企业价值的直接影响，本文构建模型 1：

$$PB_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

对于因变量，本文将选择以股市净率(PB)作为代表企业价值的代理变量。不同自变量之间采用了 ESG 信息披露准则，以及相关的主要重点控制变量(Controls)。根据已有文献，重点控制因素包括公司规模(Size)、资产负债率(Lev)、现金流比例(CF)、营业收入增长率(Growth)、第一大股东持股比率(Top1)、固

定资产比率(Fixed)、两职兼任(DUAL)。此外,本文还控制了个体效应(Firm)和时间效应(Year), ε 代表随机误差项。如果社会责任信息披露对企业价值存在直接影响,其系数应该显著。

为了深入探究媒介关注度可能会对公司发展产生的影响及调节作用,我们加入媒介关注度(Media)的自变量,以 ESG 披露与媒介关注度的交互项来考察所产生的调控作用,从而形成模型 2:

$$PB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 Media_{i,t} + \beta_3 ESG_{i,t} \times Media_{i,t} + \beta_4 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,媒体关注用了网络媒体与报纸媒体报道量总和的自然对数,来表达其关注度。控制变量与模型一致。若 β_3 显著,则表明了媒体关注在 ESG 披露和价格之间的调节作用。

3.2. 变量选择

被解释变量: 市净率(PB)。本文采用市净率对企业价值进行衡量。

基本解释变量: 企业环境、社会责任和公司治理(ESG)信息披露,是指通过各国统一的方式在所公布的公开数据和信息项目中汇集了世界 10,000 多个上市公司的 ESG 信息公开资料,而这种信息项目是经过标准化的,并将其转换为独立数据。这些单一数字表示评分范围,范围在 0 (无效披露)到 100 (表示完全披露)之间,披露评分越高,表明披露的信息越多,进而反映 ESG 报告内容的透明度。

调节变量: 媒体关注度(Media)。本文采用 1 + 报刊报道和网络媒体报道数量总和的对数对其进行衡量。

控制变量: 根据相关研究,我们考察了公司规模(Size)、资产负债率(Lev)、现金流比率(CF)、营业收入增长率(Growth)、第一大股东持股比例(Top1)、固定资产比率(Fixed)、两职兼任(DUAL)、个体特征(Firm)和年份特征(Year)。

模型中涉及到的各变量的具体说明详见表 1。

本文以 2011 到 2020 年的所有沪深 A 股上市公司为主要研究样本。并对数据作了如下处理: 1) 剔除了 ST、*ST、PT 等出现退市问题的企业; 2) 剔除了银行和担保类的企业; 3) 引入了全样本连续变量,并进行了上下 1%的缩尾处理的方式,以降低异常数量对结果的冲击。最终分析得到了 8672 个样本的数据。ESG 的得分数据主要来自于 Bloomberg 数据库,而媒体的报道数据则主要来自 CNRDS (全球研究统计服务平台)。其他的数据分析则来自国泰安数据库(CSMAR)。

Table 1. Variable definition table

表 1. 变量定义表

| 变量类型 | 变量名称 | 变量符号 | 变量定义 |
|-------|-----------|--------|-------------------------------|
| 被解释变量 | 企业价值 | PB | 今收盘价当期值/(所有者权益合计期末值/实收资本本期末值) |
| 解释变量 | ESG 披露得分 | ESG | 公司 ESG 披露数量, 数量越多, 得分越高 |
| 调节变量 | 媒体关注 | Media | Ln (1 + 媒体报道总数) |
| | 企业规模 | Size | 年总资产的自然对数 |
| | 资产负债率 | Lev | 年末总负债/年末总资产 |
| | 现金流比率 | CF | 经营活动产生的现金流量净额/总资产 |
| 控制变量 | 营业收入增长率 | Growth | (本年营业收入 - 上一年营业收入)/上一年营业收入 |
| | 第一大股东持股比例 | Top1 | 第一大股东持股数量/总股数 |
| | 固定资产比率 | Fixed | 固定资产/总资产 |
| | 两职兼任 | DUAL | 虚拟变量, 董事长与总经理是同一个人则为 1, 否则为 0 |

4. 实证结果与分析

4.1. 描述性统计结果

描述性统计结果如表 2 所示。市净率(PB)的平均值为 26.3946, 最低位为 0.6069, 说明样本上市公司的价值差异很大; ESG 信息披露的平均数为 20.8913, 标准偏差为 6.7102, 同样表明我国样本上市公司的社会责任信息披露透明度差异比较明显, 社会责任信息披露的公开程度依然处于较低水平, 公司对社会责任信息披露的关注程度依然亟待提高; 媒介关注(Media)的平均标准差为 1.0501, 说明了不同上市公司内部所获得媒介关注的程度差别比较明显。此外, 控制变量都不存在异常极端值, 表明变量选取总体上讲较为合理。

Table 2. Descriptive statistics results

表 2. 描述性统计结果

| 变量 | 样本量 | 均值 | 标准差 | 最大值 | 最小值 | 中位数 |
|--------|------|---------|--------|---------|---------|---------|
| PB | 8664 | 3.0197 | 2.8629 | 26.3946 | 0.6069 | 2.1922 |
| ESG | 8672 | 20.8913 | 6.7102 | 44.6281 | 9.5041 | 20.2479 |
| Media | 8672 | 6.1133 | 1.0501 | 9.0038 | 3.6889 | 6.089 |
| Size | 8672 | 23.1665 | 1.3061 | 27.001 | 20.5443 | 23.05 |
| Lev | 8672 | 0.4811 | 0.1957 | 0.8688 | 0.0789 | 0.4923 |
| CF | 8672 | 0.0579 | 0.0665 | 0.2458 | -0.125 | 0.0549 |
| Growth | 8672 | 0.1355 | 0.3061 | 1.6069 | -0.4978 | 0.0941 |
| Top1 | 8672 | 0.3684 | 0.1593 | 0.7695 | 0.0814 | 0.3565 |
| DUAL | 8672 | 0.1904 | 0.3926 | 1 | 0 | 0 |
| Fixed | 8672 | 0.2342 | 0.1810 | 0.7476 | 0.0021 | 0.1926 |

4.2. 社会责任信息披露与企业价值

表 3 列(1)到列(3)依次展示了主回归的实证结果。其中, 第(1)列是未加入控制变量的回归结果, 第(2)列是未控制年份效应, 仅控制个体效应, 且加入了控制变量的结果, 第(3)列是同时监控年份固定效应与个体固定效应的全样本回归结果。从表 3 列(1)到列(3)可看出, 模型 1 不管是否控制年份, 是否加入控制变量, 社会责任信息披露(ESG)的系数都在 1%的显著水平上显著为正(系数分别为 = 0.0245、0.0427、0.0421, 对应的 t 值分别为 = 3.72、6.65、6.75), 这说明社会责任信息披露能够提升企业价值, 假设 1 得到了验证。

Table 3. Benchmark regression results

表 3. 主回归结果

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|-----|---------------------|---------------------|---------------------|
| | PB | PB | PB |
| ESG | 0.0245*** (3.72) | 0.0427*** (6.65) | 0.0421*** (6.75) |

Continued

| | | | |
|--------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Constant | 2.4996*** (17.95) | 34.8141*** (27.99) | 36.5883*** (25.36) |
| Observations | 8651 | 8664 | 8651 |
| R-squared | 0.625 | 0.126 | 0.669 |
| Controls | NO | YES | YES |
| Firm | YES | YES | YES |
| Year | YES | NO | YES |

注：*、**、***分别表示值在 0.1、0.05、0.01 水平以上的值，在括弧内表示估计的稳健标准差。下表亦同。

4.3. 媒体关注的调节作用

表 4 报告了引入媒体关注调节效应后的实证回归结果。第(1)到(3)列，分别为未加控制变量且控制个体固定效应和年份固定效应，加控制变量且未控制年份固定效应，加控制变量且控制年份和个体固定效应的回归结果。(1)~(3)列 ESG × Media 的相关系数分别为-0.0174，-0.0230 和-0.0182，且在 1%的显著水平上显著为负，说明媒体关注对社会责任信息披露与企业价值起到一个负向调节的作用。主要因素可能为：由于可能媒体对公司负面消息的重点报导，在外部强大舆论压力下，公司被动进行的社会责任信息公开实践可能会占用公司比以往更多的资本，从而加大了公司的投资风险，导致了其公司价值的进一步降低。

Table 4. Conditioning effect regression results

表 4. 调节效应回归结果

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|--------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | PB | PB | PB |
| ESG | 0.0212*** (3.19) | 0.0612*** (9.80) | 0.0396*** (6.36) |
| Media | 0.7375*** (17.40) | 1.0336*** (28.56) | 0.8040*** (20.04) |
| ESG × Media | -0.0174*** (-4.10) | -0.0230*** (-5.49) | -0.0182*** (-4.58) |
| Constant | -1.9179*** (-6.76) | 0.0612*** (9.80) | 0.0396*** (6.36) |
| Observations | 8,651 | 8664 | 8651 |
| R-squared | 0.640 | 0.215 | 0.687 |
| Controls | NO | YES | YES |
| Firm | YES | YES | YES |
| Year | YES | NO | YES |

4.4. 稳健性检验

为了提高测试中研究结果的准确性以及对基准模型的可信度，我们又进行了以下稳健性试验：一是对解释数据的滞后处理。为了处理在企业价值报告和 ESG 发布时期，所发生的互为因果的内生性问题，将解释变量滞后于第一阶段和二阶段的处理。回归结果在表五的(1) (2)行列显示，结果和上文的结果相同，表明了本文中并没有内生性问题，且结论也比较稳定。二是选取新的变量代替企业价值的度量，参考已有研究，使用 ROA 来衡量企业价值。回归结果如表 5 第(3)所列表明，ESG 披露的回归系数在近百分之一的程度上显著趋于正值，进一步验证了本文结论的可靠性。三是通过 PSM 倾向得分匹配法解决可能存在的样本自选择问题。将 ESG 披露按照中位数为高低两组，通过近邻匹配法匹配，使用成功匹配后的样本，再次进行回归。回归结果如第(4)列,ESG 披露的回归系数为 0.042，且显著为正，表明本文的结论稳健。

Table 5. Robustness check

表 5. 稳健性检验

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|--------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| | PB | PB | PB |
| ESG | | | 0.0004 ^{***} (2.91) |
| L.ESG | 0.0267 ^{***} (3.96) | 0.0427 ^{***} (6.65) | |
| L2.ESG | | 0.0201 ^{***} (2.58) | |
| Observations | 7288 | 6261 | 8659 |
| R-squared | 0.678 | 0.695 | 0.680 |
| Controls | YES | YES | YES |
| Firm | YES | YES | YES |
| Year | YES | YES | YES |

5. 结论与建议

本文以我国沪深 A 股上市企业 2011~2020 年的数据为研究样本，通过多元线性回归检验了社会责任信息披露对企业价值的影响，得出的结论如下：首先，ESG 信息披露能够提升企业的价值，利益相关者理论得到了支持，表明企业在进行价值创造的时候应该兼顾经济效益与社会效益。其次，媒体关注度对社会责任信息披露与企业价值之间具有负向调节作用，在外部舆论压力较大的时候，企业被动地践行社会责任信息披露反而可能会影响企业策略的有效执行，同样也就不利于企业价值的创造和提升。

基于以上研究结论，本文的启示如下：首先，社会责任披露实践能够提升企业价值。因此，对于企业长效发展来讲，应该坚持社会责任信息披露实践不动摇；其次，考虑到媒体舆论对企业社会责任信息披露与企业价值的调节作用，应该引导媒体舆论对企业的正面信息积极地宣传，激发企业的动力，同时，完善相关法律法规监督媒体的不当虚假宣传，保障各相关利益者的应有的知情权。

参考文献

- [1] 中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要[M]. 北京: 人民出版社, 2021.
- [2] 孙为政. 环境-社会-治理(ESG)绩效关系及其对企业绩效的影响[J]. 当代经理人, 2020(3): 16-19.
- [3] 钱龙海. 构建 ESG 生态系统 推动经济高质量发展[J]. 中国经贸导刊, 2020(24): 37-39.
- [4] Hainmueller, J. and Hiscox, M. (2012) Buying Green? Field Experimental Tests of Consumer Support for Environmentalism. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2062429>
- [5] Buallay, A., Fadel, S.M., Alajmi, J. and Saudagaran, S. (2021) Sustainability Reporting and Bank Performance after Financial Crisis: Evidence from Developed and Developing Countries. *Nature Communications*, **31**, 747-770. <https://doi.org/10.1108/CR-04-2019-0040>
- [6] Giannarakis, G. and Sariannidus, N. (2014) Financial, Governance and Environmental Determinants of Corporate Social Responsible Disclosure. *Management Decision*, **52**, 1928-1951. <https://doi.org/10.1108/MD-05-2014-0296>
- [7] 张巧良, 孙蕊娟. ESG 信息披露模式与投资者决策中的锚定效应[J]. 财会通讯, 2015(29): 26-28, 129-129.
- [8] Wong, J. and Zhang, Q. (2021) Stock Market Reactions to Adverse ESG Disclosure via Media Channels. *The British Accounting Review*, **54**, Article ID: 101045. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2021.101045>
- [9] Burke, J., Hoitash, R. and Hoitash, U. (2019) Auditor Response to Negative Media Coverage of Client Environmental, Social, and Governance Practices. *Accounting Horizons*, **33**, 1-23. <https://doi.org/10.2308/acch-52450>
- [10] Kölbel, J., Busch, T. and Jancso, L. (2017) How Media Coverage of Corporate Social Irresponsibility Increases Financial Risk. *Strategic Management Journal*, **38**, 2266-2284. <https://doi.org/10.1002/smj.2647>
- [11] 倪恒旺, 李常青, 魏志华. 媒体关注、企业自愿性社会责任信息披露与融资约束[J]. 山西财经大学学报, 2015, 37(11): 77-88.
- [12] 温素彬, 周鑒鑒. 企业碳信息披露对财务绩效的影响机理——媒体治理的“倒 U 型”调节作用[J]. 管理评论, 2017, 29(11): 183-195.
- [13] Cheng, B., Ioannou, I. and Serafeim, G. (2014) Corporate Social Responsibility and Access to Finance. *Strategic Management Journal*, **35**, 1-23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- [14] Alareeni, B.A. and Allam, H. (2020) ESG Impact on Performance of US S&P 500-Listed Firms. *Corporate Governance (Bradford)*, **20**, 1409-1428. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>
- [15] 程博, 许宇鹏, 林敏华. 媒体监督的公司治理效应研究: 基于企业避税行为视角的考察[J]. 审计与经济研究, 2021, 36(2): 105-115.
- [16] 张兆国, 靳小翠, 李庚秦. 企业社会责任与财务绩效之间交互跨期影响实证研究[J]. 会计研究, 2013(8): 32-39+96.