

企业ESG信息披露同群效应研究

○ 李宗泽 李志斌

摘要 经济社会和环境的可持续发展问题备受各界关注,“碳达峰”及“碳中和”的宏观背景对企业发展及相关信息披露提出了新的要求。与此同时,ESG报告作为相关非财务信息的整合也为企业助力“双碳”目标实现提供了新的思路。然而,出于趋利避害动因和社会比较、舆论监督等方面的压力,企业间ESG信息披露会产生同群效应进而导致披露效用的缺失。因此,在理论分析的基础上,本文将企业ESG信息披露的同群效应作为研究视角,以2011-2020年沪深两地上市公司作为研究样本进行实证检验,探究当下企业间ESG信息披露的同群效应问题。研究发现,在以行业为同群企业划分标准的前提下,企业ESG信息披露存在显著的同群效应。从E(环境)、S(社会)、G(治理)三个分项进行分样本检验,企业ESG信息披露的同群效应仍然存在,且相较于S(社会)及G(治理)部分,E(环境)类指标显著性更强。进一步研究中,本文讨论了信息传递有效程度和公司综合治理水平的作用机制传导路径,产权性质、行业领先地位、政策约束及企业生命发展周期的异质性问题,区域经济发展水平和法制环境的外部调节因素影响。本文研究结论不仅从微观层面上为企业如何合理披露ESG相关信息及规范ESG建设提供了建议,也从宏观层面上为政府及市场进行有效监管和调控提供经验证据及理论借鉴。

关键词 ESG信息披露;同群效应;模仿学习

引言

进入21世纪,科技进步与思想上的跃迁创造了无数的发展成就,人们在享受时代红利带来的便利生活的同时,资源短缺、生态恶化等社会问题也随之而来。2005年,由联合国秘书长科菲·安南倡议的《谁在乎谁赢》(Who Cares Wins)的研究报告正式发布,其中首次提出了ESG概念,即环境(Environmental)、社会(Social)与治理(Governance)的缩写。这不仅是对诸多社会问题的回答,也是对20世纪50-90年代“伦理投资”“社会责任投资”“可持续发展”等理念的一种整合与进步。随后的十几年间ESG发展获得长足进步,气候披露准则理事会(CDSB)、可持续发展会计委员会(SASB)、价值报告基金会(VRF)及国际可持续发展准则理事会(ISSB)等机构相继成立。到如今,ESG已经逐渐成为企业发展中不可或缺的一部分,具有重要的战略及现实意义。党的二十大报告指出,大自然是人类赖以生存发展的基本条件,尊重自然、顺应自然、保护自然,是全面建设社会主义现代化国家的内在要求。在经济高质量发展及“碳达峰”“碳中和”的背景下,中国企业发展迈入了又一个新时期,如何有效释放ESG对“双碳”目标及中国高质量发展的助推力量,成为近年来政府和社会各界广泛讨论的行动议题。^[1,2]

企业高速发展所创造的经济绩效有效促进了宏观经济水平的提升,但作为环境污染的主要制造者,高速发

作者简介 李宗泽,扬州大学商学院硕士研究生,研究方向为ESG和环境会计;李志斌(通讯作者),扬州大学商学院教授、博士生导师、博士,研究方向为内部控制和环境会计

基金资助 本文受国家社会科学基金项目(19BJY021)、江苏省社会科学基金项目(19GLB024)资助

展的企业也带来了市场垄断、环境恶化等问题。各国政府和社会组织纷纷呼吁企业在追求经济绩效的同时,应主动兼顾环境、社会、民众等多方利益,从而创造健康、可持续的发展环境。然而,自2003年《关于企业环境信息公开的公告》发布以来,中国ESG发展及相关研究尚处于探索阶段,大多停留在如ESG与企业价值、企业投融资、企业绩效等企业层面的经济后果研究,对于ESG指标体系构建的合理性及ESG信息披露有效性等研究则相对较少。^[3]需要说明的是,由于当前国内尚不强制企业进行ESG信息披露,亦未提出一个完整且被证实有效的ESG评级体系,因而一味地研究ESG对中国企业造成的经济后果会产生偏颇。鉴于此,本文将关注点放在影响企业ESG信息披露水平的内外部因素上,并以同群效应为切入视角作具体分析。

首先,ESG信息披露水平的提升能够为企业带来一定的价值增益,具体体现在外部投资接入、公司股价上浮及面对“黑天鹅”事件较强的风险抵御能力等方面。因此,利益驱动导致同行业内企业间的博弈、比较与竞争频繁出现,相互间的决策存在刺激性与辐射性。其次,当前政府监管、市场环境、社会舆论及媒体监督的压力使得企业必须在环保及社会责任方面做出相应贡献。同行业内企业特征、生产经营结果存在渐进一致性,其所面临的相似外部环境使其一定程度上存在“抱团取暖”的行为,进而形成一种相互模仿学习的氛围,这也是群体“避害”动机的体现。最后,行业内标杆企业会对其余企业产生强有力的辐射作用,影响其行为与结果,企业间的攀比行为会导致披露结果向好的方向集聚。而若整体环境较差,出于组织合理及合法性的考量,在进行ESG信息披露时企业只需满足最低标准。以上三方面使得企业在模糊决策情境下的ESG信息披露行为受到行业内其余企业ESG信息披露行为的影响,从而产生同群效应。

因此,本文基于价值创造、博弈论等理论具体分析导致企业ESG信息披露同群效应存在的内外部因素,以厘清行业同群企业ESG信息披露水平对焦点企业的影响。在此基础上,本文选取2011-2020年沪深两地上市公司数据并运用多种计量方法进行实证检验。结果表明,企业ESG信息披露存在显著的行业间同群效应,且环境(E)部分最为显著。研究结论在经过以中国特质五因子股票特质收益率作为工具变量、变更衡量方式及系统GMM等稳健性检验后依然成立。此外,本文也从作用机制分析、异质性分析及外部调节因素分析三方面作进一步具体讨论,明晰多层次情境下企业ESG信

息披露同群效应的差异化表现。

本文的边际贡献主要在于:(1)拓展了当前ESG理论及实证研究的边界,基于价值创造理论、博弈论、动态竞争理论及社会比较理论具体分析了导致企业ESG信息披露同群效应形成的内外部成因并进行实证检验,证实其存在。(2)对同群效应研究使用的典型工具变量“股票特质收益率”作进一步改进,加入“交易量”这一中国资本市场特质因素,力图改进其中可能存在的弱工具变量问题并使得其更加贴合中国企业现状,增进工具变量效用。(3)基于信息传递有效程度和公司综合治理水平两方面进行机制分析;基于产权性质、政策约束、行业领先者及企业生命周期四方面展开异质性分析;基于经济及法制环境两方面具体探究企业ESG信息披露同群效应的外部调节因素。上述讨论为后续相关研究提供了一定的参考思路。(4)相较于“尽责行善”的企业社会责任(CSR)的理念,ESG的“义利并举”属性使其涵盖了更多的价值诉求。对比CSR同群效应,本文讨论的ESG信息披露同群效应体现了更强的现实价值,有更广的社会覆盖面和企业层面实践纵深,也更加贴合时代趋势。研究结论为政府和企业提供了重要的政策启示,为中国ESG后续整体发展提供理论支持。

一、理论分析与研究假设

1. 同群效应相关文献评述

“同群效应”一直是教育学、经济学及社会学等学科研究中的热点问题。正如中国古语中“近朱者赤,近墨者黑”所述,人在面临选择、进行决策时会受到周围同样地位人群的影响,且这种影响一定程度上会使自身的行为和结果产生变化。进一步来说,同群效应是基于不盲目从众的经济人理性假设,存在理论到现实的映射路径,具有很强的现实意义。Manski在心理学研究中首次引入了“同群效应”概念并将其中个体的定义进行了广义拓展,即这里的个体不仅指个人,也包括企业、社会公益组织及政府机构等。^[4]近年来,经济学及管理科学领域对以企业同群效应为研究对象的研究一直保持较高关注度。现有实证研究证明,高管薪酬^[5]投资决策^[6]并购决策^[7]股利政策^[8]违规违法^[9]创新行为^[10]资本结构^[11]股票价格^[12]社会责任表现^[13]及慈善捐赠^[14]等企业相关财务和非财务行为决策均受到了同群企业相关行为的影响。但是,关于企业间ESG信息披露的同群效应研究一直缺失,虽然已有研究证实了企业环境信息披露间存在同群效应,但还不够充分,^[15]原因在于其中对环境和社会责任的界限划分尚不明确,未包含公司

治理层面的因素。

应当说明的是,学界对于同群效应的讨论大多趋于中立,即其结论只证明同群效应存在,却未明确指出其体现一种“好”或“坏”的趋势。当然,这一点在多数时候是难以讨论的,正如众多学者所指出的“这只是当下的最佳选择”。而与此不同的是,基于我国目前“半强制+自愿”的披露模式及可能存在的大规模“漂绿”问题,^[16,17]在缺乏外部独立鉴证的前提下,外界难以对企业所披露的信息和所获评级作出客观判断。同时,由于其中涉及的利益相关方及信息使用者众多,任何不“真实”微小问题的影响都是重大的。聂辉华等认为共同富裕和 ESG 在本质上趋于一致,两者的目标也是一致的,具体原因在于这二者均是在全社会“做大蛋糕”,并在一定程度上实现社会福利的帕累托改进。^[18]因此,无论是向“好”还是“坏”的方面集聚,同群效应若存在于企业 ESG 信息披露中,则会产生同质化问题,进而导致披露的相对无效性,最终造成“反作用”。在这种背景之下,讨论 ESG 信息披露的同群效应便有其显著意义,指出这一问题并进行修正能够对后续 ESG 指标评价、ESG 准则制定、ESG 话语传播及企业如何助力实现共同富裕目标等多方面研究产生显著的推动价值。

2. ESG 信息披露同群效应的触发机制

ESG 信息披露作为企业发展中的一个新领域,为企业开拓了全新的价值创造路径,同时也具有相对较高的市场风险。模糊的决策情境使得企业独立决策风险及成本较高,因而同群企业间会进行信息交流并相互模仿、借鉴,进而辅助自身进行战略决策,形成同群效应。基于理论分析,本文认为具体存在以下三类原因。

(1) 竞争者间“趋利”动因

实现价值、创造价值是企业永恒的话题。从古典利润理论、熊彼特“创新”理论到新古典利润理论、企业能力理论,这些企业价值创造理论既有理论上的思想承接,也有批评与发展。在理论不断进步中,将企业价值创造局限于单一产品利润的理念已经被渐渐剥离,现有研究更倾向于结合社会学、哲学等为企业价值创造理论赋予不同的时代内涵。作为结合了多方学科思想的产物,ESG 理念已经深入企业发展的枝节,其不仅是现代企业价值创造的全新展现形式,也是企业实现长期可持续发展的的重要因素。除了 ESG 为企业带来的各类“隐性增值”外,其在改善企业投资效率、^[19]提高企业绩效、^[20]缓解融资约束^[21]及提高企业价值^[3]等可以量化的具体方面亦发挥了显著的作用。

动态竞争理论认为,竞争环境下彼此的互动关系会

使企业对竞争对手的行为做出反应,从而防止竞争者壁垒的建立和自身优势的丧失。^[22]在 ESG 相关行为能够为企业创造价值且同行业企业 ESG 信息披露水平较高时,焦点企业为避免滞后将会对 ESG 建设更加关注。进一步,先行企业所提供的潜在资源信息和决策依据也使得焦点企业能够以更低的成本、更小的风险来撬动 ESG 的价值增益作用,具体实现路径则是对先行企业“过程”及“结果”的模仿。

(2) 共群者间“避害”动因

基于博弈论假说的延伸,本文认为在特定的 ESG 披露环境下,企业作为理性的决策实体会根据不同的规则做出决策。^[23]一方面,ESG 表现良好的企业可以使投资者获取超额收益,且较好的 ESG 表现削弱了市场行情对公司股价的影响,^[16]额外的“报酬”是企业参与博弈的表层动机。更为重要的是,当行业整体 ESG 信息披露水平处于高位或倾向于向高位靠拢时,企业规范合法性和认知合法性压力同步提高,基于 ESG 信息披露的企业间博弈更倾向于一种“零和博弈”。在环保作为当前世界第一大议题的前提下,进行合理有效的 ESG 信息披露对于企业来说是“生命线”而不是“择优线”。换言之,虽然大部分企业出于额外“报酬”参与到博弈中,但现实环境使其已不能离开“牌局”。这并不是由主动或被动的能动性差异所致,而是阶段文化属性为企业框定的必然范围,不以企业的意志为转移。然而,对比企业市值的增长,ESG 信息披露水平想要实现质的飞跃还需要长时间的理念教育,对于绝大部分企业来说其当前还是一个只有投入却无产出的“空中楼阁”,外部环境所带来的认知压力与市场风险短期内将超越收益,规范压力的加码使企业合规成本进一步提升。因此,想要在这场博弈中不失去“局中人”的位置,企业间的模仿是一种权宜之策,也能够达成短时间内的博弈均衡,合理“避害”。

(3) 行业内部的参照作用

社会比较理论强调了人会不断使用他人观点和能力的信息来评估自己的能力和观点。^[24]该理论认为,人与人之间之所以进行比较,是因为他们需要通过和他人比较维持稳定和准确的自我评价,以及维护自尊和自我价值。^[25]从普遍现象来看,人会自然地追求一种“优于平均”的社会表现,企业与其类似,即企业间会存在相互比较的倾向性。准确地说,这种比较更像是企业间的“军备竞赛”。如在自然灾害发生时,企业间就存在慈善捐赠的攀比现象。^[26]诚然,捐赠可能会为企业带来正向的舆论报道或实现价值增益,但是存在较大的不确定性,并

不能完全解释企业的捐赠行为。Useem 就认为当同行业公司参与捐赠时,其余企业会因为担心被公众进行比较而遭受损失,被迫参与捐赠。^[27]这与 ESG 信息披露在企业间的表现十分相似,即虽然企业自身无法满足 ESG 披露需求,但出于攀比心理,部分企业仍会通过模仿这一途径实现披露,最终目的是让自身免于外在损失。另一方面,King 等指出“合法性源自组织与其同类组织的最低受托标准相一致”。^[28]具体来说,若行业内整体披露水平处于低位,为了满足组织合理性及合法性,企业会通过“模仿”达成最低标准的 ESG 信息披露而不需要作“标兵”,否则会有“出头鸟”之嫌。当然,中国当前 ESG 发展整体呈现积极向上态势,此种情况出现概率较低。

3. 研究假设

基于上述分析,“趋利避害”是企业的生存本能,彼此间“竞争者”“共生者”身份和行业内部的参照作用亦增强了企业间的相互作用力。价值创造理论和动态竞争理论说明了企业在“动态竞争压力”下的“利益价值驱动”行为;博弈论为企业“认知合法性压力”及“规范合法性压力”提供了支撑;社会比较理论则点出了企业间“军备竞赛”及行业内“优于平均”两类现象。同行业公司面临相似的外部环境、市场及资源约束,焦点企业将依据行业同群企业的 ESG 信息披露水平调整自身行为,通过模仿和学习其他公司 ESG 披露过程中产生的信息、知识及经验来进行转型,最终引起 ESG 信息披露上的同群效应。具体触发机制及传导路径如图 1 所示,由此,我们提出假设:

H1: 企业 ESG 信息披露存在显著的同群效应,即其会受到来自同一群体其余企业的影响

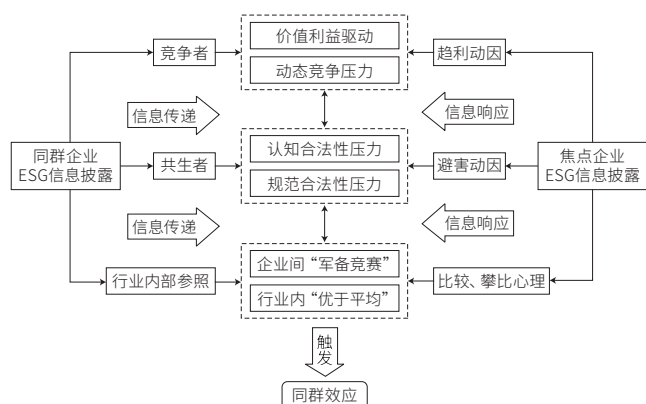


图1 ESG信息披露同群效应的触发机制

二、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文选取 2011–2020 年沪深两地上市公司作为初始样本,在此基础上剔除了金融、保险业公司,ST 及 *ST 公司,存在重大数据缺失的公司。特别要说明的是,本文对 Esg 总得分和分项得分任一存在缺失的企业都进行了剔除,以此保证对企业 ESG 信息披露水平衡量的相对准确性。此外,借鉴 Leary 等的研究思路,本文将同行企业界定为同群企业。^[29]具体的行业判别标准以证监会 2012 年公布的二级行业分类方法为准。^①为了消除极端值的影响,对所有涉及的连续变量在 1% 和 99% 分位上进行了 Winsorize 处理。最后共获得 8219 个有效样本,相关财务数据来源于 Wind 数据库、CCER 数据库与 CSMAR 数据库。

2. 变量定义

(1) 被解释变量。ESG 信息披露水平 (Esg)。目前国际上具有影响力的 ESG 评级指数包括 MSCI ESG 系列指数、道琼斯可持续发展指数、英国富时 FTSE4Good2 系列指数、Bloomberg ESG 指数、汤森路透 ESG 指数等;国内则有商道融绿、社投盟、华证、嘉实基金、中财大绿金院 ESG 指数等。本文重在研究企业 ESG 信息披露间的同群效应,大部分国际指数对中国企业的研究相对较少且可得性较差,而国内 ESG 评级指数由于其刚刚兴起,评级覆盖广度、合理性等都有待商榷。在现有指数中,Bloomberg ESG 指数相对符合我们的要求,其 ESG 信息披露评分针对包括中国在内的 73 个国家/地区的 3600 多家公司,并且覆盖范围也在以每年 11%–12% 的速度增加。^[30]更为重要的是,相较于大部分非连续性的评级性得分(如 AAA、AA、A、B 等),Bloomberg ESG 指数是一个综合性的连续得分,这对本文的研究有着很强的适用性,因此我们将其作为被解释变量的衡量方式。此外,为加强结论的合理性,采用华证指数作稳健性检验。

(2) 解释变量。同群企业平均 ESG 信息披露水平 (Mesg)。参考 Manski 的计算方法,^[4]本文构建公式(1)衡量核心解释变量 Mesg。其中 i、j、t 分别代表企业、行业及年份,N 表示企业 i 所属行业内企业数量。具体来说其代表行业 j 中企业 i 的同群企业(企业 i 除外)在第 t 年度企业 Esg 信息披露的平均水平,公式如下:

$$Mesg_{i,j,t} = 1/(N-1)(\sum_{i=1}^N Esg_{i,j,t} - Esg_{i,j,t}) \quad (1)$$

(3) 控制变量。参照万良勇等、^[7]陆蓉等、^[9]张晓宇等、^[12]Leary 等、^[29]连玉君等、^[31]李志生等^[32]及王旭等^[33]的研究设计,本文控制了企业层面的企业规模、托宾 Q 值、企业盈利能力、企业负债率、企业流动性、企业成长性及个体、年度、行业和省份因素;基于同群

效应研究的特质,结合上述研究,本文亦控制了行业内同群企业的相关特征,包括同群企业平均规模、同群企业平均托宾 Q 值、同群企业平均盈利能力、同群企业平均资产负债率、同群企业平均流动性及同群企业平均成长性。此外,为避免行业内企业本身存在过度集中问题导致研究结论产生偏差,参照孔东民等的研究,^[34]本文以赫芬达尔指数作为行业集中度的衡量指标加入模型进行控制;本文控制了宏观层面的法制及经济环境以避免外部压力所导致的结论偏差性问题。控制变量均采用企业当年期末数值或以期末具体数值进行计算,变量代码及定义如表 1 所示。

表1 变量定义表

变量性质	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	ESG 信息披露水平	Esg	彭博社企业 ESG 综合得分
解释变量	同群企业平均 ESG 信息披露	Mesg	同群企业等权重平均 ESG 综合得分
	企业规模	Asset	企业营业收入的自然对数
	托宾 Q 值	Tobinq	企业资产市值 / 企业资产账面价值
	企业盈利能力	Roe	企业净利润 / 企业股东权益平均余额
	企业负债率	Lev	企业总负债 / 企业总资产
	企业流动性	Cashflow	企业经营活动产生的现金流量净额 / 企业总资产
	企业成长性	Growth	企业营业收入 / 企业上一营业收入 -1
	同群企业平均规模	Masset	同群企业等权重平均规模
	同群企业平均托宾 Q 值	Mtobinq	同群企业等权重平均托宾 Q 值
	同群企业平均盈利能力	Mroe	同群企业等权重平均盈利能力
控制变量	同群企业平均资产负债率	Mlev	同群企业等权重平均资产负债率
	同群企业平均流动性	Mcashflow	同群企业等权重平均流动性
	同群企业平均成长性	Mgrowth	同群企业等权重平均成长性
	行业集中度	Hindex	以赫芬达尔指数作为行业集中度的衡量指标
	法制环境	Emcs	以市场化进程指数中中介组织发育和法律得分衡量
	经济环境	Gdp	省级 GDP 年增长率
	个体	Id	个体虚拟变量
	行业	Industry	行业虚拟变量
	省份	Province	省份虚拟变量
	年份	Year	年份虚拟变量

3. 模型设定

一般来说,同群效应分为两部分:一部分源自同伴群体外生因素,即外生同伴效应;另一部分则源自同伴群体的内生因素,即内生同伴效应。为验证假设 H1,本文借鉴 Leary 等的研究思路构建了模型(2)进行实证检验。^[29]

$$Esg_{i,j,t} = \alpha + \beta \times Esg_{-i,j,t} + \gamma \times ControlVariables_{-i,j,t} + \lambda \times ControlVariables_{i,j,t} + \theta_i + \mu_t + \eta_j + \sigma_p + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, i 、 j 和 t 分别代表企业、行业和年份。 $Esg_{i,j,t}$ 表

示行业 j 中企业 i 在第 t 年的 ESG 信息披露水平; $\overline{Esg}_{i,j,t}$ 代表行业 j 中企业 i 的同群企业(企业 i 除外)在第 t 年的平均 ESG 信息披露水平; $ControlVariables_{i,j,t}$ 代表行业 j 中企业 i 在第 t 年度的企业特征变量和宏观控制变量,包括企业规模、托宾 Q 值、盈利能力、企业负债率、企业流动性、企业成长性、行业集中度、法制环境和经济环境; $\overline{ControlVariables}_{i,j,t}$ 代表行业 j 中企业 i 的同群企业(企业 i 除外)在第 t 年度企业特征变量的平均水平; θ_i 、 μ_t 、 η_j 、 σ_p 分别为个体、年度、行业及省份虚拟变量, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。

三、实证研究结果

1. 描述性分析

本文的描述性统计结果表明,中国上市公司的 ESG 信息披露水平的均值为 22.1223,最小值为 11.9835,最大值为 45.0413。进一步观察发现,其中大部分样本集中在均值附近,综合得分超过 40 分及低于 15 分的样本量之和未超过整体样本的 10%,整体呈现集聚态势,这为本文研究提供了良好的基础;另一方面,同群企业平均 ESG 得分均值为 22.1242,这说明企业 ESG 信息披露综合得分和企业平均 ESG 信息披露综合得分水平保持了高度的一致性,从侧面验证了假设 H1,数据表留存备索。

2. 回归分析

表 2 首先对企业 ESG 信息披露同群效应的存在性进行了实证检验。其中(1)列汇报了未加入控制变量和年份、行业及省份效应的基准回归模型,结果在 1% 的水平下正向显著,初步验证本文假设。随后在(2)(3)列中采用逐步回归法,即在(2)列中汇报只包含企业个体层面控制变量的回归结果并在(3)列中汇报标准的全样本回归结果,两列核心解释变量($Mesg$)前系数均为正且通过 1% 的统计显著性检验,说明企业 ESG 信息披露水平会受到同群企业 ESG 信息披露水平的影响,证实假设 H1。应当说明的是,在此我们并不用着重区分这种影响效应来源于模仿还是学习。信息的独特性和复杂性使得无论是模仿还是学习,趋同的态势都将使客观信息产生偏差,最终导致披露结果有偏。进一步,本文对 E(环境)、S(社会)、G(治理)三个子指标进行分样本检验。结果如表 2(4)-(6)列所示,E(环境)、S(社会)及 G(治理)的同群效应检验结果分别在 1%、5% 及 10% 的水平下正向显著,体现出很好的差异性。同时也说明相较于 S(社会)及 G(治理)部分,企业在进行 E(环境)信息披露时更倾向于进行模仿和学习,这与当

前市场对环保理念、环保责任的重视相一致,符合现实逻辑。此外,回归结果给予我们两点启示:第一,目前中国企业对非财务信息披露可能存在选择性和偏向性问题;第二,评级机构对企业信息抓取的客观性及有效性存疑,监管机构对企业信息披露要求框架的广度和深度亦有待提高。

表2 企业ESG信息披露同群效应存在性检验

变量	Esg			Esg-e	Esg-s	Esg-g
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Mesg	0.6023*** (21.56)	0.2398*** (6.29)	0.2326*** (3.31)			
Mesg-e				0.2282*** (2.83)		
Mesg-s					0.1144** (2.00)	
Mesg-g						0.0943* (1.69)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体	未控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	未控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份	未控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	未控制	控制	控制	控制	控制	控制
Cons	8.7963*** (14.15)	0.3428 (0.11)	22.1649*** (2.62)	18.7983* (1.71)	13.7202 (1.13)	43.3060*** (6.31)
Obs	8219	8200	8190	8190	8190	8190
Within R ²	0.0534	0.0165	0.0223	0.0206	0.0109	0.0111

注:括号内为t值,***表示在1%水平下显著,**表示在5%水平下显著,*表示在10%水平下显著。下同

3. 稳健性检验

本文使用多种方法对基本模型进行稳健性检验:一是将核心解释变量及控制变量滞后一至三期,避免企业特征信息抓取的滞后性问题并考察同群效应的时滞性,初步讨论由反向因果产生的内生性问题;二是工具变量法,力图解决同群效应中较为严重的反向因果及其余内生性问题;三是采用系统GMM以避免年份间的动态关联致使回归结果有偏;四是改变窗口期,剔除部分不易观测却又确实存在的重大影响因素;五是改变同群效应的界定方式,以“省份”作为划分标准作补充性验证;六是改变被解释变量与核心解释变量的衡量方式,避免指标上的特殊性,强化结论普遍意义。由于篇幅限制,除工具变量法外的稳健型检验理论分析及指标构建等内容留存备索。

当试图用一个群体的平均结果对构成这个群体的某个个体行为进行解释或推断时,首先面临的识别问题就是反射问题(Reflection Problem)。该问题是指一个人在受到他的同群者影响的同时,其本身的行为也会对这个群体产生影响,此时自变量和因变量之间就存在一个互为因果的关系。也就是说,由于解释变量与被解释变量间关联性较强,反向因果是致使同群效应研究结论产

生偏差或无效的最主要原因。^[6]为了克服该问题及其余可能导致内生性的因素,Leary等选取股票特质收益率(IR)作为工具变量进行工具变量法回归并且这种方法在后续研究中也得到了广泛的运用。^[29]进一步来说,为了增强工具变量的有效性、外生性及适用性,部分学者提出了改进的股票特质收益率,如基于Fama等的三因子IR、基于Carhart的四因素IR及基于Liu等的中国特质三因子IR。^[12,31,35-37]但是,有别于世界其他资本市场,交易量对于收益率的显著影响是中国的金融异象。^[38]因此本文考虑对股票特质收益率进行进一步改进,即采用包含交易量的五因素定价模型来构建,具体步骤如下:

首先,使用式(3)构建工具变量:

$$R_{i,j,t} - R_{f,t} = \alpha_{i,j,t} + \beta_{i,j,t}^{IND} (\bar{R}_{-i,j,t} - R_{f,t}) + \beta_{i,j,t}^M MKT_t + \beta_{i,j,t}^{SMB} SMB_t + \beta_{i,j,t}^{HML} HML_t + \beta_{i,j,t}^{RUMD} RUMD_t + \beta_{i,j,t}^{TUMD} TUMD_t + \eta_{i,j,t} \quad (3)$$

其中MKT_t、SMB_t、HML_t、RUMD_t、TUMD_t分别表示五因子模型中的市场、规模、账面市值比、成交额和换手率因子。

其次,每年年初使用前36个月的数据对式(3)进行回归,在年度内的每个月使用相同的回归系数计算每个月的超额收益率的期望值($\hat{R}_{i,j,t} - \hat{R}_{f,t}$)和股票特质收益率($\hat{\mu}_{i,j,t}$)。

$$\hat{R}_{i,j,t} - R_{f,t} = \alpha_{i,j,t} + \beta_{i,j,t}^{IND} (\bar{R}_{-i,j,t} - R_{f,t}) + \beta_{i,j,t}^M MKT_t + \beta_{i,j,t}^{SMB} SMB_t + \beta_{i,j,t}^{HML} HML_t + \beta_{i,j,t}^{RUMD} RUMD_t + \beta_{i,j,t}^{TUMD} TUMD_t + \eta_{i,j,t} \quad (4)$$

$$\hat{\mu}_{i,j,t} = (R_{i,j,t} - R_{f,t}) - (\hat{R}_{i,j,t} - R_{f,t}) \quad (5)$$

最后,在计算出个体企业股票特质收益率后,再计算同业平均个股特质收益率(Mir),并与滞后一期的企业ESG信息披露水平一起作为工具变量,使用2SLS进行估计。

四、进一步研究

1. 作用机制分析

基于上述研究,本文证实了ESG信息披露存在显著的“同群效应”,但其中的影响机制仍需进一步检验。因此,本部分从信息传递有效程度及公司治理水平两方面作机制讨论。

(1) 信息传递有效程度

资本市场中,相对于散户投资者,机构投资者有着显著的信息优势。客观意义上,机构投资者持股提升了上市公司的信息披露水平及信息透明度。^[39]进一步来说,Chidambaran等的研究表明机构投资者能够将具有价值相关性的信息传递给其他股东和利益相关者。^[40]在企业

ESG 信息披露与企业价值之间有着显著联系的前提下, 价值信息应在行业间存在置换效应。本文认为同群企业作为重要的利益相关者, 对此类信息传递有着一定的敏感度, 即机构投资者持股能够对企业 ESG 信息披露同群效应产生正向影响。

表3 工具变量法、系统GMM、改变窗口期、省份同群效应和变量替换的稳健性检验

变量	Mesg		Esg		Hesg	
	工具变量法	系统GMM	改变窗口期	省份同群效应	华证指数	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Mesg	0.3060*** (4.01)	0.4594*** (2.61)	0.2392*** (3.39)	0.1932** (2.17)		
Mhesg						0.2445*** (4.51)
Mesg _{t-1}	0.5162*** (22.60)	0.6175*** (5.34)				
Mir	0.2281** (2.15)					
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份	控制	控制	未控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	未控制	控制	控制	控制
Cons		23.5554 (1.11)	22.6391*** (2.62)	-2.1504 (-0.19)	5.2694*** (14.19)	
Obs	7143	7142	7144	7228	8200	30381
Within R ²				0.0187	0.0162	0.0403
Kleibergen-Paap rk LM Statistic	566.716***					
Kleibergen-Paap rk Wald F Statistic	256.511					
Hansen J	0.4580					
AR(2)		0.677				
Hansen		0.633				
Wald		0.0000				

基于以上分析, 本文将机构投资者持股比例变量加入模型, 在模型(2)的基础上构建模型(7), 其余变量的衡量方式与模型(2)保持一致:

$$Esg_{i,j,t} = \alpha + \beta \times \overline{Esg}_{-i,j,t} + \beta_1 \times \overline{Esg}_{-i,j,t} \times Inst + \beta_2 \times Inst + \gamma \times \overline{ControlVariables}_{-i,j,t} + \lambda \times \overline{ControlVariables}_{i,j,t} + \theta_i + \mu_t + \eta_j + \sigma_p + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

其中, Inst 代表机构投资者持股比例, 若其与核心解释变量(Mesg)的交互项系数显著为正, 则表明企业间信息传递的有效程度越强, ESG 信息披露的同群效应越显著。本文同时汇报了基准回归结果和标准全样本结果以保证分析结论的完整性, 如表4(1)(2)列所示, 交互项前系数分别为1.1928、1.0723且在1%的水平下正向显著, 验证本段猜想, 同时也从侧面证实“信息理论”。

(2) 公司治理水平

良好的公司治理水平对于企业去杠杆、稳健经营等方面都有着良好的调节作用。^[41]此外, 可以有效监督和激励管理层, 督促管理层将股东利益最大化作为首要目标, 缓解代理问题。具体来说, 独董和非执行董事比例的增大起到了对管理层有效监督的作用。^[42]另一方面, 治理水平的提高将使企业薪酬结构的安排更为合理, 保持管理层动机与股东趋于一致。^[43]企业进行 ESG 信息披露的首要目的之一就是兼顾各方利益相关者的共同诉求, 其对公司治理水平提出了极高的要求。因此, 相对于公司治理水平较差的企业, 本文认为良好的公司治理水平能够有效缓解企业间 ESG 同群效应。

同前文检验方式一致, 将公司治理水平(Governance)^②加入模型, 在模型(2)的基础上构建模型(8), 若其与核心解释变量(Mesg)的交互项显著为负, 则能够说明公司治理的良好效用。

$$Esg_{i,j,t} = \alpha + \beta \times \overline{Esg}_{-i,j,t} + \beta_3 \times \overline{Esg}_{-i,j,t} \times Governance + \beta_4 \times Governance + \gamma \times \overline{ControlVariables}_{-i,j,t} + \lambda \times \overline{ControlVariables}_{i,j,t} + \theta_i + \mu_t + \eta_j + \sigma_p + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

回归结果如表4(3)(4)列所示, 交互项前系数均在1%的水平下负向显著, 表现出公司治理对 ESG 信息披露同群效应的缓释作用。换言之, 在某种程度上, 改善公司治理水平起到了加强信息披露“客观性”的效用。

表4 作用机制分析

变量	Esg			
	信息传递有效程度		公司治理水平	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Mesg	-0.1220* (-1.69)	-0.3460*** (-3.50)	0.4268*** (12.82)	0.1238* (1.87)
Mesg×Inst	1.1928*** (9.79)	1.0723*** (5.93)		
Inst	-19.8747*** (-7.37)	-22.4129*** (-5.78)		
Mesg×Governance			-0.1699*** (-5.56)	-0.1637*** (-3.49)
Governance			2.3461*** (3.47)	3.2999*** (3.16)
Controls	控制	控制	控制	控制
个体	未控制	控制	未控制	控制
年份	未控制	控制	未控制	控制
省份	未控制	控制	未控制	控制
行业	未控制	控制	未控制	控制
Cons	21.4375*** (13.54)	29.2050*** (3.49)	11.8700*** (16.26)	23.5660*** (2.75)
Obs	8219	8190	8195	8164
Within R ²	0.1129	0.0403	0.0957	0.0300

2. 异质性分析

为深入探讨企业 ESG 信息披露同群效应的差异化表现, 本文将从以下几个方面做异质性讨论:(1) 基于

内部视角的产权性质异质性分析,以明晰不同企业的“属性”差异问题;(2)基于行业视角的企业领先地位的异质性分析,以探究领头企业是否存在“议价能力”;(3)基于重污染和非重污染行业的异质性分析,以表明政策约束的必要性;(4)基于企业生命发展周期理论的阶段性异质性分析,以证实时间序列差异的影响。

(1) 产权性质

值得注意的是,在中国特殊的制度背景下,产权性质的差异会对企业间经营及决策造成显著差异,进而影响到企业整体的 ESG 信息披露状况。考虑到企业间存在的结构性差异,本文进一步讨论在不同产权属性下企业 ESG 信息披露同群效应的“属性差异”问题。回归结果如表 5(1)(2)列所示,民营企业中存在显著的同群效应而国有组则不显著。相较于民营企业中的财务报表混乱和管控不严等问题,国有企业有着更强的行业间差异性及更严格的制度管理体系和行为准则,其受到了如国资委、纪检部门和审计部门等多维度的政府管控,^[45]这使其难以找到模仿的对象和实施路径,无法产生同群效应。

(2) 行业领先地位

在同一行业中,相较于非领头企业,领头企业往往具有更大的影响力。^[32]其拥有更丰富的业务资源、更完善的供应链体系、更稳定的现金流及更高的社会地位。在进行 ESG 评价时,处于行业中领导者地位的企业会具有更高的话语权,这种“议价能力”带来的可能是针对其量身定制的评价体系,即评价细则客观性会出现偏差。因此针对这种现象,我们将样本分为领导者和追随者两组进行回归,区分标准为如果一家企业营业收入处于行业的前 30% 则定义为领导者,反之则为追随者。结果如表 5(3)(4)列所示,追随者组别的同群效应检验在 1% 的水平下显著为正,领导者组别则不显著,与预期一致。

(3) 政策约束

根据我国的监管要求,目前上市公司 ESG 信息披露仍处于“半强制+自愿”阶段,重污染行业受到相对较强的政策约束,存有较强的政策敏感性。基于此,本文将研究样本分为重污染行业和非重污染行业两组进行对照检验,以明确政策约束的异质性影响。参照齐绍洲等对重污染行业的界定,^[46]结合证监会 2012 年颁布的行业分类标准,对重污染行业代码进行了具体选择,分别为:B06、B07、B08、B09、B10、B11、B12、C17、C18、C19、C22、C25、C26、C27、C28、C29、C31、C33、D44。回归结果如表 6(1)(2)列所示,受到政策约束

的重污染行业中不存在显著的 ESG 信息披露同群效应,非重污染行业则在 5% 的水平下正向显著,这一现象说明了政策约束的重要性和必要性,亦突出了监管的有效性。

表5 产权性质及企业领先地位

变量	Esg			
	民营企业	国有企业	领导者	追随者
	(1)	(2)	(3)	(4)
Mesg	0.2567*** (2.80)	0.1649 (1.63)	0.0109 (0.14)	0.3394*** (3.88)
Controls	控制	控制	控制	控制
个体	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制
省份	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
Cons	-1.1434 (-0.09)	27.6241** (2.22)	18.9622 (1.51)	24.6719** (2.36)
Obs	3766	4403	2205	5880
Within R ²	0.0464	0.0185	0.0175	0.0274

(4) 企业发展周期

过往研究往往将企业间同群效应框定在同一时间截面特征下,忽略了企业在时间序列上所展现出的差异性特征。换言之,企业间同群效应的存在与否往往与企业生命发展周期息息相关。譬如,成长期与成熟期的企业更具有创新性和前瞻性,其经营模式和发展理念可以进行转变,同时也需要发展 ESG 为其带来长期的价值提升。^[3]相对的,处于衰退期的企业经营状况和现金流都不稳定,其更多面临企业存活和转型的问题,对于 ESG 之类的长周期建设会显得力不从心,信息披露能力出现显著下降。基于以上分析,本文借鉴 Dickinson 的做法,采用现金流模式法衡量企业所处发展阶段,即根据经营、投资和筹资三类活动现金流净额的正负组合将企业生命周期分为成长期、成熟期和衰退期三个阶段。^[47]回归结果如表 6(3)-(5)列所示,处于成长期和成熟期的企业存在 ESG 信息披露同群效应,衰退期企业则不存在。进一步来说,由于企业间相互的模仿并不会实质上体现 ESG 在企业整体发展中的价值,信息披露的趋同也让处于成长期和成熟期的企业忽视了 ESG 的重要性。

3. 外部调节因素分析

下面将进一步分析外部环境对 ESG 信息披露同群效应的影响及潜在的经济后果。具体来说,从宏观环境层面选取区域经济发展水平来衡量企业所属地的经济环境,选取市场化进程分项指数来衡量企业所属地的法制环境。

(1) 区域经济发展水平的调节作用

一方面来说,区域经济发展水平是促进环境治理、

社责保障、科技进步等区域绿色发展的先决条件；另一方面，也会为当地带来更多的自由现金流，为市场注入“活水”，是促进企业发展的宏观保障条件之一。企业进行 ESG 信息披露需要相对稳定的宏观经济环境及充足的经营现金流，其与区域经济发展水平息息相关。基于此，本文以省级人均 GDP (Lngdp) 作为衡量区域经济发展水平的变量并构建 Mesg 与 Lngdp 的交互项。整体模型回归结果如表 7(1) 列所示，交互项结果在 1% 的水平下正向显著，说明区域经济发展水平的提升放大了企业 ESG 信息披露的同群效应。换言之，区域经济发展水平确为企业 ESG 整体发展提供了“土壤”，却难以起到实质性作用，反而会加深企业间的模仿程度，监管的缺失是内在原因之一。

表6 政策约束及企业生命发展周期

变量	Esg				
	重污染行业	非重污染行业	成长期	成熟期	衰退期
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Mesg	0.1139 (1.62)	0.2784** (2.44)	0.2563** (2.53)	0.2445** (2.35)	0.0853 (0.66)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制
个体	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制
省份	控制	控制	控制	控制	控制
行业	未控制	未控制	控制	控制	控制
Cons	12.4204 (1.62)	27.7400** (2.23)	9.2122 (0.77)	21.0479* (1.72)	62.8940** (2.48)
Obs	5416	2777	3274	3241	1074
Within R ²	0.0182	0.0389	0.0192	0.0324	0.0702

(2) 法制环境的调节作用

良好的外部法制环境对于缓解企业融资约束、改善企业经营状况等都有着显著的作用。^[48] 本文认为这种内在联系同样存在于企业 ESG 信息披露同群效应中，具体来说，ESG 作为一个舶来品，中国目前的法律及规章制度对其是否存在约束性是一个值得探讨的问题。基于以上分析，本文参照前述研究，采用王小鲁等市场化进程指数中第五部分市场中介组织的发育和法律制度环境指数 (Law) 进行衡量，并构建其与 Mesg 的交互项。^[49] 回归结果如表 7(2) 列所示，交互项在 5% 的水平下显著为正，说明目前市场中的外部法制环境加重了企业 ESG 信息披露的同群效应，这是一个较为遗憾的现象，同时也说明完善法律规章制度、提高其市场适用性是必要的。

五、结论和启示

近年来，ESG 理念逐渐深入企业发展的各阶段、各方面。这种全新的概念为评估优质企业带来了新的思路，

如何合理有效地披露 ESG 相关信息已经成为各企业必须考虑的问题。本文以 2011–2020 年沪深两地上市公司数据作为研究样本，考察企业 ESG 信息披露的同群效应。研究发现，同群效应显著存在且在 E (环境)、S (社会) 及 G (治理) 三个子样本中有着不同的表现，E (环境) 部分在总效应中贡献了较大的份额。在进行了一系列稳健性检验后，结论依然成立。通过进一步分析发现，信息的加速传递使得同群效应更加显著，良好的公司治理水平则能够抑制这一现象的产生。相较于国有企业及行业中的领导者，ESG 信息披露的同群效应在民营企业及行业中的追随者间表现得更为显著；相较于有着较强政策约束的重污染行业及处于衰退期的企业，同群效应更多地体现在处于非重污染行业和成长期、成熟期的企业。从外部调节因素来说，更好的经济发展水平及更强的法制环境都正向调节了企业 ESG 信息披露的同群效应。

表7 区域经济发展水平及法制环境的调节作用

变量	Esg	
	经济发展程度	法制环境
	(1)	(2)
Mesg	-2.5249** (-2.19)	0.0132 (0.13)
Mesg×Lngdp	0.2456** (2.38)	
Mesg×Law		0.0179*** (2.61)
Lngdp	-6.1248** (-2.32)	
Law		-0.4093** (-2.37)
Controls	控制	控制
个体	控制	控制
年份	控制	控制
省份	控制	控制
行业	控制	控制
Cons	88.8673*** (2.94)	26.1021*** (3.07)
Obs	8190	8190
Within R ²	0.0257	0.0256

本文的理论及学术贡献在于：第一，基于价值创造理论、动态竞争理论、博弈论及社会比较理论，全面对企业 ESG 信息披露同群效应的实现路径和触发机制进行了理论分析及逻辑推演，证实其存在，丰富了相关理论在企业层面的微观解释，拓展了 ESG 研究的边界性。第二，针对同群效应研究可能存在较强的内生性问题，本文对股票特质收益率这一经典工具变量作进一步改进，在其中加入“交易量”这一中国资本市场特质因素并构建新五因子 IR，缓解前期文献中可能存在的弱工

具变量问题并增进了工具变量的效用。第三, 现有研究更多关注 ESG 信息披露对企业价值、企业投融资及企业发展等方面的作用, 但 ESG 信息披露的决策过程就像一个“黑箱”一直未被打开。本文着眼于企业 ESG 信息披露的同群效应, 将视角从相对传统的动因及经济后果分析转向企业 ESG 信息披露的决策过程, 对 ESG 信息披露的有效性及其合法性进行了有效探究, 突破了以往对 ESG 信息披露研究的一贯认知, 揭示了企业在制度及合法性压力下的频率模仿特征。

本文亦具有重要的实践意义及政策启示价值: 首先, 企业应积极探索符合自身发展状况及发展阶段的 ESG 信息披露模式。研究结论表明, 当前企业 ESG 信息披露中存在显著的同群效应, 即其相互间的模仿学习较为严重, 这与发展企业 ESG 的最初目的存在偏差。ESG 建设对于企业来说是一个长周期、高投入的工作, 短期必然会影响企业的战略规划, 这就要求企业须在合适的时机将其与发展进行适配。合理有效的 ESG 信息披露一方面应避免造成无意义的资源浪费, 另一方面也应保证不同企业各自披露的独立与独特性, 避免信息披露变成一个单一的口号。其次, 政府及相关市场监管部门应出台统一的法律法规。ESG 信息披露的模仿行为一定程度上是由外部环境所致, 即现有法律法规难以完全约束企业的行为。监管制度及惩治手段的缺失使得企业在进行信息披露时有着很高的自由度, “两张皮”现象不断加重。再次, 除了监管与惩治外, 相应的激励政策也应出台。ESG 作为一个舶来品, 其与中国市场还不够契合, 且会占用一定量的企业发展资源。从这点来说, 想企业心甘情愿地进行 ESG 信息披露, 除了自身的社会责任感和制度压力外, 政府部门也应提供适当补助以弥补企业在履行 ESG 职责时的资源需求。最后, 统一的 ESG 信息披露准则亟待出台。除以上三点外, 当前最为欠缺的是一个符合中国市场环境及企业整体发展状况的 ESG 信息披露准则。中国企业当前遵循的 ESG 披露标准大多由境外机构制定, 其合理性及有效性都有待检验。并且, 根据以往事实经验, 未经中国本土化的准则大多都存在“水土不服”的现象。对此企业、政府及学界应合力而为, 共同完善中国企业 ESG 披露准则建设, 为中国企业 ESG 发展指明方向。

参考文献

- [1] 中国工商银行绿色金融课题组, 张红力, 周月秋, 殷红, 马素红, 杨荇, 邱牧远, 张静文. ESG 绿色评级及绿色指数研究. 金融论坛, 2017, 22(9): 3-14.
- [2] 金融投资机构经营环境和策略课题组, 闫伊铭, 苏靖皓, 杨振琦, 田晓林. ESG 投资理念及应用前景展望. 中国经济报告, 2020, (1): 68-76.
- [3] Ghoul, S. E., Guedhami, O., Kim, Y.. Country-level Institutions, Firm Value, and the Role of Corporate Social Responsibility Initiatives. *Journal of International Business Studies*, 2017, 48(3): 360-385.
- [4] Manski, C. F.. Identification of Endogenous Social Effects: The Reflection Problem. *Review of Economic Studies*, 1993, 60(3): 531-542.
- [5] 赵颖. 中国上市公司高管薪酬的同群效应分析. 中国工业经济, 2016, (2): 114-129.
- [6] 杨海生, 柳建华, 连玉君, 江颖臻. 企业投资决策中的同行效应研究: 模仿与学习. 经济学(季刊), 2020, 19(4): 1375-1400.
- [7] 万良勇, 梁婵娟, 饶静. 上市公司并购决策的行业同群效应研究. 南开管理评论, 2016, 19(3): 40-50.
- [8] Grennan, J.. Dividend Payments as a Response to Peer Influence. *Journal of Financial Economics*, 2019, 131(3): 549-570.
- [9] 陆蓉, 常维. 近墨者黑: 上市公司违规行为的“同群效应”. 金融研究, 2018, (8): 172-189.
- [10] 晏艳阳, 邓嘉宜, 文丹艳. 同群效应对创业活动影响的模型构建与实证. 中国管理科学, 2018, 26(5): 147-156.
- [11] 钟田丽, 张天宇. 中国企业资本结构决策行为的“同伴效应”——来自沪深两市 A 股上市公司面板数据的实证检验. 南开管理评论, 2017, 20(2): 58-70.
- [12] 张晓宇, 王策, 钱乐乐. 股票价格的“涟漪效应”研究——基于公司投资决策的视角. 财经研究, 2017, 43(12): 136-148.
- [13] Cao, J., Liang, H., Zhan, X.. Peer Effects of Corporate Social Responsibility. *Management Science*, 2019, 65(12): 5487-5503.
- [14] 彭镇, 彭祖群, 卢惠薇. 中国上市公司慈善捐赠行为中的同群效应研究. 管理学报, 2020, 17(2): 259-268.
- [15] 沈洪涛, 苏亮德. 企业信息披露中的模仿行为研究——基于制度理论的分析. 南开管理评论, 2012, 15(3): 82-90, 100.
- [16] 李瑾. 中国 A 股市场 ESG 风险溢价与额外收益研究. 证券市场导报, 2021, (6): 24-33.
- [17] 黄世忠. “资不抵债”迷雾下的共享价值创造——星巴克财务报告和 ESG 报告分析. 财会月刊, 2021, (23): 3-12.
- [18] 聂辉华, 林佳妮, 崔梦莹. ESG: 企业促进共同富裕的可行之道. 学习与探索, 2022, (11): 2, 107-116.
- [19] Anwar, R., Malik, J. A.. When Does Corporate Social Responsibility Disclosure Affect Investment Efficiency? A New Answer to an Old Question. *SAGE Open*, 2020, 10(2).
- [20] Ali, F., Irai, F., Hassan, T.. Valuation Effects of Corporate Social Responsibility. *Journal of Banking and Finance*, 2015, 59(10): 182-192.
- [21] 邱牧远, 殷红. 生态文明建设背景下企业 ESG 表现与融资成本. 数量经济技术经济研究, 2019, 36(3): 108-123.
- [22] Mcgrath, R. G., Macmillan, C. I. C.. Multimarket Maneuvering in Uncertain Spheres of Influence: Resource Diversion Strategies. *Academy of Management Review*, 1998, 23(4): 724-740.
- [23] Madhani, P. M.. Salesforce Compensation: Game Theory. *SCMS Journal of Indian Management*, 2010, 7(4): 72-82.

- [24] Festinger, L.. A Theory of Social Comparison. *Human Relations*, 1954, 7(2): 117-140.
- [25] Wood, J. V.. Theory and Research Concerning Social Comparisons of Personal Attributes. *Psychology Bulletin*, 1989, 106(2): 520-537.
- [26] 卢现祥, 李晓敏. 企业捐赠、社会责任与经济动机——基于“5.12 地震”后世界 500 强公司捐赠情况的实证研究. *经济纵横*, 2010, (1): 69-74.
- [27] Useem, M.. Market and Institutional Factors in Corporate Contributions. *California Management Review*, 1988, 30(2): 77-88.
- [28] King, B. G., Whetten, D. A.. Rethinking the Relationship between Reputation and Legitimacy: A Social Actor Conceptualization. *Corporate Reputation Review*, 2008, 11(3): 192-208.
- [29] Leary, M. T., M. R. Roberts.. Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy? *Journal of Finance*, 2014, 69(1): 139-178.
- [30] Siew, R. Y. J.. Review of Corporate Sustainability Reporting Tools (SRTs). *Journal of Environmental Management*, 2015, 16(4): 180-195.
- [31] 连玉君, 彭镇, 蔡菁, 杨海生. 经济周期下资本结构同群效应研究. *会计研究*, 2020, (11): 85-97.
- [32] 李志生, 苏诚, 李好, 孔东民. 企业过度负债的地区同群效应. *金融研究*, 2018, (9): 74-90.
- [33] 王旭, 褚旭. 制造业企业绿色技术创新的同群效应研究——基于多层次情境的参照作用. *南开管理评论*, 2022, 25(2): 68-81.
- [34] 孔东民, 刘莎莎, 王亚男. 市场竞争、产权与政府补贴. *经济研究*, 2013, 48(2): 55-67.
- [35] Fama, E. F., French, K. R.. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 1993, 33(1): 3-56.
- [36] Carhart, M. M.. On Persistence in Mutual Fund Performance. *Journal of Finance*, 1997, 52(1): 57-82.
- [37] Liu, J., Stambaugh, R. F., Yuan, Y.. Size and Value in China. *Journal of Financial Economics*, 2019, 134(1): 48-69.
- [38] 田利辉, 王冠英. 中国股票定价五因素模型: 交易量如何影响股票收益率? *南开经济研究*, 2014, (2): 54-75.
- [39] 丁方飞, 范丽. 中国机构投资者持股与上市公司信息披露质量——来自深市上市公司的证据. *软科学*, 2009, 23(5): 18-23.
- [40] Chidambaram, N. K., John, K.. Institutional Shareholders and Corporate Governance. *Journal of Finance*, 1998, 53(2): 806-808.
- [41] 周茜, 许晓芳, 陆正飞. 去杠杆, 究竟谁更积极与稳妥? *管理世界*, 2020, 36(8): 127-148.
- [42] 陆正飞, 胡诗阳. 股东—经理代理冲突与非执行董事的治理作用——来自中国 A 股市场的经验证据. *管理世界*, 2015, (1): 129-138.
- [43] Jensen, M. C., Meckling, W. H.. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [44] 张会丽, 陆正飞. 现金分布、公司治理与过度投资——基于中国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察. *管理世界*, 2012, 28(3): 141-150, 188.
- [45] 林毅夫, 孙希芳. 信息、非正规金融与中小企业融资. *经济研究*, 2005, (7): 35-44.
- [46] 齐绍洲, 林岫, 崔静波. 环境权益交易市场能否诱发绿色创新——基于我国上市公司绿色专利数据的证据. *经济研究*, 2018, 53(12): 129-143.
- [47] Victoria, D.. Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. *Accounting Review*, 2011, 86(6): 1969-1994.
- [48] Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P. D.. Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. *Journal of Financial Economics*, 2003, 69(3): 505-527.
- [49] 王小鲁, 胡李鹏, 樊纲. 中国分省份市场化指数报告. 社会科学文献出版社, 2021-09-01.

注释

- ① 特别要说明的是, 为避免企业集中于某一或某几个行业而产生的偏差性问题, 在进行行业划分及数据处理时本文均基于细分行业而非大类行业, 总样本共计涵盖了 65 个细分行业, 超过了总计细分行业 (共 90 类) 的 2/3, 具有较强的普遍意义。具体行业分布表备索。
- ② 借鉴张会丽等的做法, 选用高管薪酬与高管持股比例来表示公司治理中的激励机制, 用独立董事比例与董事会规模来表示董事会的监督作用, 用机构持股比例与股权制衡度 (二至五大股东持股比例之和 / 控股股东持股比例) 来表示股权结构的监督作用, 用董事长与总经理是否两职合一来表示总经理的决策权力。基于上述 7 个指标, 运用主成分分析法构建公司治理指数。将从主成分分析法中得到的第一主成分作为反映公司治理水平的综合指标, 得分越高, 公司治理水平越好。其中高管的定义采用广义的范畴, 包括董事、监事和高级管理人员。^[44]

企业ESG信息披露同群效应研究

摘要 2003年《关于企业环境信息公开的公告》发布，二十年来关于企业社会价值的问题被广泛讨论，同时经济社会和环境的可持续发展问题备受各界关注。2020年9月，中国明确提出“碳达峰”及“碳中和”的“双碳”战略目标，宏观背景对企业发展及相关信息披露提出了新的要求，关于披露合法性和有效性的研究具有较强的理论及现实意义。另一方面，ESG报告作为相关非财务信息的整合为企业助力“双碳”目标实现提供了新的思路，强化企业ESG报告的表现将有效赋能企业自身竞争力指数级裂变及维度层级化提升。然而，出于趋利避害动因和社会比较、舆论监督等方面的压力，企业间ESG信息披露的暗面会致使同群效应的产生进而导致披露效用的缺失，宏观规制压力不断上升。

因此，在理论分析的基础上，本文将企业ESG信息披露的同群效应作为研究视角，以2011—2020年沪深两地上市公司作为研究样本进行实证检验，探究当下企业间ESG信息披露的同群效应问题。研究发现，在以行业为同群企业划分标准的前提下，企业ESG信息披露存在显著的同群效应。从E（环境）、S（社会）、G（治理）三个分项进行分样本检验，企业ESG信息披露的同群效应仍然存在，且相较于S（社会）及G（治理）部分，E（环境）类指标显著性更强。进一步分析发现，信息的加速传递使得同群效应更加显著，良好的公司综合治理水平则能够抑制这一现象的产生。相较于国有企业及行业中的领导者，ESG信息披露的同群效应在民营企业及行业中的追随者间表现得更为显著；相较于有着较强政策约束的重污染行业及处于衰退期的企业，同群效应更多地体现在处于非重污染行业和成长期、成熟期的企业。从外部调节因素来说，更好的经济发展水平及更强的法制环境都正向调节了企业ESG信息披露的同群效应。

本文的研究贡献在于：第一，基于价值创造理论、动态竞争理论、博弈论及社会比较理论，全面地对企业ESG信息披露同群效应其中存在的实现路径和触发机制进行了理论分析及逻辑推演，证实其存在，丰富了相关理论在企业层面的微观解释，拓展了ESG研究的边界性。第二，针对同群效应研究所可能存在的较强的内生性问题，本文对股票特质收益率这一经典工具变量作进一步改进，在其中加入“交易量”这一中国资本市场特质因素并构建新五因子IR，缓解前期文献中可能存在的弱工具变量问题并增进了工具变量的效用。第三，现有研究更多关注的是ESG信息披露对企业价值、企业投融资及企业发展等方面的作用，但ESG信息披露的决策过程就像一个黑箱一直未被打开。本文着眼于企业ESG信息披露的同群效应，将视角从相对传统的动因及经济后果分析转向企业ESG信息披露的决策过程，对ESG信息披露的“有效性”及“合法性”进行了有效探究，突破了以往对ESG信息披露研究的一贯认知，揭示了企业在制度及合法性压力下的频率模仿特征。研究结论不仅从微观层面上为企业如何合理披露ESG相关信息及规范ESG建设提供了建议，也从宏观层面上为政府及市场进行有效监管和调控提供经验证据及理论借鉴。

关键词 ESG信息披露；同群效应；模仿学习

Research on Peer Effect of Enterprise ESG Information Disclosure

Li Zongze, Li Zhibin

Yangzhou University,

Abstract In 2003, the “Announcement on the Disclosure of Corporate Environmental Information” was released. Over the past twenty years, issues regarding the social value of corporations have been widely discussed, and the sustainable development of economy, society, and the environment has attracted attention from all sectors. In September 2020, China explicitly proposed the “dual carbon” strategic goals of “carbon peak” and “carbon neutrality” posing new requirements for corporate development and related information disclosure. Research on the legality and effectiveness of such disclosures holds significant theoretical and practical implications. On the other hand, ESG (Environmental, Social, and Governance) reporting, as an integration of related non-financial information,

offers a new approach to assist corporations in achieving the “dual carbon” goals. Strengthening the performance of corporate ESG reporting can effectively empower the exponential evolution and hierarchical advancement of a corporation’s competitive capabilities. However, due to profit-seeking motives, social comparison, public opinion supervision, and other pressures, the dark side of ESG information disclosure among corporations can lead to a herd effect, thereby diminishing the utility of disclosure, with increasing macro-regulatory pressure.

Therefore, based on theoretical analysis, this paper takes the herd effect of corporate ESG information disclosure as the research perspective. Using listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2011 to 2020 as the empirical sample, it explores the herd effect issue in current ESG information disclosure among corporations. The study finds that there is a significant herd effect in corporate ESG information disclosure under the premise of classifying industry-based corporate groups. Sub-sample tests on E (Environmental), S (Social), and G (Governance) aspects reveal that the herd effect still exists, with a more significant effect in the E (Environmental) category. Further analysis shows that the accelerated transmission of information makes the herd effect more prominent, while good corporate governance can inhibit its occurrence. Compared to state-owned enterprises and industry leaders, the herd effect in ESG information disclosure is more evident among private enterprises and industry followers; and more in non-heavy pollution industries and companies in growth or maturity stages, compared to heavily regulated industries and companies in decline. From the perspective of external regulatory factors, better economic development levels and stronger legal environments positively regulate the herd effect in corporate ESG information disclosure.

The contributions of this study are: First, based on value creation theory, dynamic competition theory, game theory, and social comparison theory, it comprehensively analyzes and logically deduces the realization paths and triggering mechanisms of the herd effect in corporate ESG information disclosure, confirming its existence and enriching the micro-level interpretation of relevant theories at the corporate level, expanding the boundaries of ESG research. Second, addressing the strong endogeneity issues that may exist in herd effect research, this paper further improves the classic instrumental variable of stock characteristic returns by adding “trading volume,” a characteristic factor of the Chinese capital market, to construct a new five-factor IR, alleviating the weak instrumental variable problems in previous literature and enhancing the utility of the instrument. Third, while existing research focuses more on the impact of ESG information disclosure on corporate value, financing, and development, the decision-making process of ESG information disclosure, like a black box, has not been opened. This paper focuses on the herd effect of corporate ESG information disclosure, shifting the perspective from traditional motives and economic consequences analysis to the decision-making process of ESG information disclosure, effectively exploring the “effectiveness” and “legitimacy” of ESG information disclosure, breaking through the conventional understanding of ESG disclosure research, and revealing the frequency imitation characteristics of corporations under institutional and legitimacy pressures. The conclusions of the study not only provide suggestions on how corporations can reasonably disclose ESG-related information and standardize ESG construction from a micro-level perspective but also provide empirical evidence and theoretical references for governments and markets to conduct effective supervision and regulation from a macro-level perspective.

Key Words ESG Information Disclosure; Peer Effect; Imitate and Learn