

企业 ESG 表现对股票估值偏误的影响研究

张璟

西北师范大学经济学院

DOI:10.12238/ej.v7i12.2184

[摘要] 本文以2013–2022年全部A股上市企业为研究样本,实证分析企业ESG表现对股票估值偏误的影响,并从信息不对称理论和噪音理论出发分析其影响机制。研究发现:企业ESG表现能够有效减小股票估值偏误,并通过稳健性检验机制分析;发现企业ESG表现通过提高信息披露质量和知情交易者比例能够减小股票估值偏误。

[关键词] ESG表现; 股票估值偏误; 信息披露治理; 知情交易者

中图分类号: F27 **文献标识码:** A

Research on the Impact of Corporate ESG Performance on Stock Valuation Bias

Jing Zhang

College of Economics, Northwest Normal University

[Abstract] This paper uses all A-share listed companies from 2013 to 2022 as a research sample, empirically analyzes the impact of corporate ESG performance on stock valuation bias, and analyzes its impact mechanism from information asymmetry theory and noise theory. The results show that corporate ESG performance can effectively alleviate stock valuation bias and pass the robustness test; Mechanism analysis finds that corporate ESG performance alleviates stock valuation bias by improving the quality of letter disclosure and the proportion of informed traders.

[Key words] ESG performance; Stock valuation bias; Information disclosure governance; informed trader

引言

ESG理念是一种倡导企业在注重经济发展的同时将环境保护、社会责任和公司治理纳入企业发展的投资理念。党的二十大报告在关于可持续性发展的指示中强调“促进人和自然和谐共生”的核心目标,我国出台一系列政策积极推动ESG的发展。2018年修订的《上市公司治理准则》规定上市公司必须披露ESG信息;2022颁布的《上市公司投资者关系管理工作指引》强调企业ESG信息的必要性;2023年国务院颁布《提高央企控股上市公司质量工作方面》提出健全ESG体系,其政策支持力度和投资力度的明显增强,促使企业在ESG领域的发展上升一个新台阶。

已有研究表明企业ESG表现对企业经营发展能力的影响效应逐渐显现。企业ESG表现首先有效提高企业的社会声誉和道德资本,向外界树立积极正面的企业形象,吸引投资者对企业投资。其次有助于提高企业价值,增强企业向外界披露信息的动机。最后有利于提高企业的内部治理水平,缓解管理层为个人牟利的机会主义行为,保证投资者信息的真实性和有效性,当投资者利用其信息进行投资交易时,信息进入资本市场,对市场产生影响。

现有学术界关于研究影响股票估值偏误的因素主要包括两

类,一从信息不对称角度出发,如上市公司信息披露质量^[1]以及在特定领域的信息披露^[2]等通过缓解信息不对称缓解股票估值偏误。二从市场上的噪音交易行为出发,市场上存在着理性交易者和非理性交易者,当非理性交易者在资本市场占比较高时^[3],此时市场上的噪音较多,上市公司的信息通过投资者交易行为进入股价的含量降低,造成股票估值偏误的出现。

基于以上讨论,本文以2013–2022年我国全部A股上市企业为研究对象分析企业ESG表现对股票估值偏误的影响。本文可能的边际贡献在于:一在研究立意上,将企业ESG表现与股票估值偏误联系起来,丰富了股票估值偏误的影响研究。二在作用机制上,以往关于股票估值偏误的影响因素研究很少涉及知情交易者渠道,而本文深入分析“企业ESG表现—知情交易者—股票估值偏误”的传导机制,丰富了企业ESG表现影响股票估值偏误的内在路径。

1 理论分析与研究假设

股票估值偏误本质上是股票市场价格偏离内在价值,现有研究表明引起股票估值偏误的因素分别是信息不对称和噪音交易,因此理论上降低信息不对称和减少噪音交易行为能有效缓解股票估值偏误。

首先,企业ESG表现有利于提高企业的信息披露质量,减少信息不对称,从而缓解股票估值偏误。第一,企业ESG表现能够披露更高质量的非财务信息,向外界传递企业在环保投入和成效、社会责任承担以及公司治理方面的非财务增量信息,多维度反映企业的经营状况,而且ESG信息在多方面表现企业发展状况的一致性,增强企业向外界披露信息的可靠性。第二,企业ESG表现提高企业披露财务信息的质量,当企业ESG表现良好时表明企业在社会效益和经济效益两方面都发展良好,能够有效促进企业业绩的提升,业绩的提升会降低管理层的压力以及从公司业绩增长中得到的收益提高,有效降低管理层的盈余管理以及财务披露的机会主义行为,从而企业财务信息披露质量也得到有效保证。

其次,噪音交易行为也是影响股票估值偏误的因素之一,当市场上的知情交易比例上升时,噪音交易行为相应减少,从而缓解股票估值偏误,因此企业ESG表现通过提高知情交易者比例缓解股票估值偏误。资本市场上存在着两类交易者,一类是知情交易者,一般指机构投资者,另一类是无信息的噪音交易者,机构投资者往往需要根据企业的信用评级来决定是否对其进行投资,当企业的ESG评级等级较高,会吸引更多资本市场知情交易者的投资^[4],由于机构投资者具有羊群效应,吸引更多的机构投资者投资企业,促进知情交易者挤入资本市场。同时相较于噪音交易者,知情交易者具有更强的信息优势,潜在的挤出噪音交易者^[5]。基于以上分析本文提出假设:

H1: 企业ESG表现能够有效缓解股票估值偏误。

2 研究设计

2.1 数据来源

本文以2013-2022年A股上市公司为研究样本,并对样本进行如下处理,首先剔除金融类、ST以及主要变量数据缺失的样本公司,其次对所有的连续性变量进行1%和99%水平上的缩尾处理,最终得到30053个研究数据。其中股票估值偏误的数据来源于国泰安数据库,ESG评级的数据来源于万得数据库。

2.2 变量设定

2.2.1被解释变量:股票估值偏误。借鉴学者的研究^[6],本文采用股票市场价值偏离内在价值的程度来衡量股票估值偏误,首先通过剩余收益模型计算公司股票的内在价值(V)。其次构建变量 $D=|1-V/P|$ 衡量股票估值偏误的偏离程度,其中,市场价值P是上市公司股票所有交易日收盘价的平均值,该值越大,说明股票估值偏误程度越严重。

2.2.2解释变量:企业ESG表现。本文选择华证公布的上市公司ESG评级等级衡量企业ESG表现,华证ESG评级将企业的ESG表现划分为9个等级,本文将此九个等级分别赋值为1-9,该值越高说明企业的ESG表现越好。

2.2.3控制变量。参考学者们的研究^{[7][8]},本文选取公司规模、资产负债率、上市年限、账面市值比、总资产净利润、固定资产占比、独立董事比例、董事人数、股权集中度和两职合一作为控制变量。

2.3 模型设定

为了考察企业ESG表现如何对股票估值偏误的影响,构建如下模型:

$$D_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{i,t} + \alpha_2 C_{i,t} + \phi_i + \sigma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中 $D_{i,t}$ 表示股票估值偏误程度, $E_{i,t}$ 表示企业ESG表现, $C_{i,t}$ 为一系列的控制变量, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差项,同时控制了时间和行业效应。

3 实证分析

3.1 回归结果

本文以股票估值偏误为被解释变量,实证检验企业ESG表现是否会影响股票估值偏误,对模型1进行基础回归,结果如表2所示,企业ESG表现对股票估值偏误均在1%的水平上显著为负。这说明企业ESG表现能有效缓解股票估值偏误程度,因此,本文的假设1得到验证。

表1 基准回归结果

变量	1	2
	D	D
E	-0.030***(-7.148)	-0.014***(-3.263)
控制变量		控制
_cons	1.131*** (15.308)	4.361*** (27.525)
时间	控制	
行业	控制	
N	30053	30053
Adj. R	0.258	0.097

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平;括号内为t值。

3.2 稳健性检验

为保证研究结果的可靠性,本文对企业ESG表现与股票估值偏误的负相关关系进行PSM和Heckman检验。对于PSM检验,将企业ESG表现是否大于中位数划分为实验组和对照组,将本文的控制变量作为协变量,按照倾向得分匹配法筛选样本重新进行回归,回归结果如表2第1列所示,在1%的水平上,企业ESG表现对股票估值偏误显著负相关。对于Heckman检验,第一阶段计算逆米尔斯比率(IMR),第二阶段将逆米尔斯比率作为控制变量进行回归,结果如表2第2列所示,企业ESG表现能够有效缓解股票估值偏误水平,本文结论稳健。

4 影响机制检验

表2 稳健性检验

变量	1	2
	D	D
E	-0.074***(-6.728)	-0.010***(-3.949)
Imr		8.644*** (556.612)
控制变量	控制	
_cons	3.539*** (19.222)	-42.568*** (-409.348)
时间	控制	
行业	控制	
N	14752	30637
Adj. R	0.178	0.875

4.1 信息披露质量

为检验信息披露质量和知情交易者比例发挥的作用机制，建立如下模型^[9]：

$$M_{it} = \theta + \theta_1 E_{it} + \theta_2 C_{it} + \phi_i + \alpha_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中M是本文的中介变量，分别以信息披露质量和知情交易者比例为中介变量进行检验。对于信息披露质量，采用KV指数来表示^[10]，该指数越高说明企业信息披露质量越低。回归结果如表3第2列所示，企业ESG表现对信息披露质量呈现显著负相关。表明企业ESG表现通过提高上市企业信息披露质量来缓解股票估值偏误。

表3 机制分析

变量	1	2	3	4
	D	KV	D	PIN
E	-0.014***(-3.263)	-0.005***(-4.254)	-0.014***(-3.263)	0.001*** (5.295)
控制变量	控制			
_cons	4.361*** (27.525)	0.782*** (21.604)	4.361*** (27.525)	0.354*** (101.706)
时间	控制			
行业	控制			
N	30053	29240	30053	31193
Adj. R	0.258	0.186	0.258	0.203

4.2 知情交易者比例

关于知情交易者比例的衡量，本文采用PIN指数衡量^[11]，该值越大，知情交易者的比重越高。回归结果如表3第4列所示，企

业ESG表现对知情交易者比例呈现显著正相关，表明企业ESG表现通过提高知情者交易有效缓解股票估值偏误。

5 结语

5.1 研究结论

本文选取2013-2022年我国全部A股上市企业为研究样本，探究企业ESG表现对股票估值偏误的影响，研究结果发现企业ESG表现能有效缓解股票估值偏误。传导机制分析发现企业ESG表现通过提高企业信息披露质量和知情交易者比例来缓解股票估值偏误。

5.2 政策建议

基于本文的研究结论，提出以下建议：

第一，监管机构而言，建立健全我国的ESG信息披露制度，通过借鉴国内外ESG评级指标结合我国企业的发展构建具有中国新兴市场特色的ESG信息披露制度，从而为投资者提供一个良好的信息环境。第二，对于上市企业自身而言，上市企业应该积极响应国家号召，强化管理层对ESG建设理念以及内部治理和监督机制，促进企业ESG治理机制相关的建设和完善，从而在一定程度上保证信息传递的真实性，促进企业和资本市场的发展。

[参考文献]

- [1]徐寿福,徐龙炳.信息披露质量与资本市场估值偏误[J].会计研究,2015(01):40-47+96.
- [2]管悦,冯忠磊.财务信息披露、市场反应与股票估值——来自A股市场的经验证据[J].投资研究,2020,39(03):85-97.
- [3]戴园晨.股市泡沫生成机理以及由大辩论引发的深层思考——兼论股市运行扭曲与庄股情结[J].经济研究,2001(4):41-50.
- [4]周强龙,朱燕建,贾璐熙.市场知情交易概率、流动性与波动性——来自中国股指期货市场的经验证据[J].金融研究,2015,(05):132-147.
- [5]陈国进,张润泽,谢沛霖,等.知情交易、信息不确定性与股票风险溢价[J].管理科学学报,2019,22(04):53-74.
- [6]饶品贵,岳衡.剩余收益模型与股票未来回报[J].会计研究,2012,(09):52-58+97.
- [7]周方召,潘婉颖,付辉.上市公司ESG责任表现与机构投资者持股偏好——来自中国A股上市公司的经验证据[J].科学决策,2020,(11):15-41.
- [8]王双进,田原,党莉莉.工业企业ESG责任履行、竞争战略与财务绩效[J].会计研究,2022,(03):77-92.
- [9]江艇.因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J].中国工业经济,2022,(05):100-120.
- [10]周开国,李涛,张燕.董事会秘书与信息披露质量[J].金融研究,2011,(07):167-181.
- [11]陈国辉,胡欣,刘斌.公司治理、信息披露质量与知情交易[J].审计与经济研究,2015,30(05):55-65.

作者简介：

张璟(2000—)，女，汉族，甘肃陇西人，现为西北师范大学经济学院硕士研究生，研究方向：金融投资理论与实践。