

# 企业 ESG 表现缓解了股价延迟吗？

——基于我国 A 股上市公司的经验证据

毕 鹏,单书进

(佳木斯大学 经济与管理学院,黑龙江 佳木斯 154007)

**[摘 要]**以 2008—2021 年华证 ESG 评级上市公司为研究样本,探究企业 ESG 表现对股价延迟的影响及作用机制。结果表明:企业 ESG 表现能够有效缓解股价延迟,股票流动性水平、分析师关注和内部控制质量是企业 ESG 表现缓解股价延迟的重要作用路径。截面异质性分析发现:企业 ESG 表现对股价延迟的缓解作用在非国有企业、非政企关联企业以及审计质量较高组中更强。研究结论为提升我国资本市场信息效率提供了新的线索,为推动企业 ESG 实践提供了必要启示。

**[关键词]**ESG 表现;股票流动性;分析师关注;内控质量;股价延迟

**[中图分类号]**F270 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2024)03-0087-10

## 一、引言

当前,我国经济已稳步进入高质量发展全新阶段,中央经济工作会议强调,必须把坚持高质量发展作为新时代的硬道理。企业在推动实现“双碳目标”、深化“脱贫攻坚”以及促进“共同富裕”过程中发挥着举足轻重的作用,在助力我国经济高质量发展道路上扮演了不可或缺的角色。习近平总书记强调,“绿水青山就是金山银山”,该理念对我国企业进一步提升环境生态意识提出了更高要求。企业 ESG 表现作为衡量绿色发展的关键指标,引起了社会各界的广泛关注。企业 ESG 表现反映了企业对生态环境保护、履行社会责任和完善公司治理的坚定决心,体现了企业从单纯追求利润最大化向价值最大化的战略性转变,有助于实现企业可持续发展,平衡社会责任<sup>[1]</sup>。

ESG 即环境(Environmental)、社会(Social)和治理(Governance),该理念被广泛用于企业生产经营和投资决策中,成为评价企业综合水平的核心指标,受到学术界的广泛关注。一方面,现有研究表明,企业 ESG 表现能够带来一系列积极影响。公司层面,良好的 ESG 表现不仅能够提升会计盈余价值相关性、信息披露质量、塑造良好企业形象,还能有效缓解融资约束、吸引机构投资者增持股份、降低经营风险、增强企业应对风险能力,进而提升企业价值<sup>[2-5]</sup>。市场层面,投资者对 ESG 表现优异的公司要求更低的收益率;“沪(深)港通”交易制度有助于提升上市公司 ESG 信息披露质量,促进企业可持续发展能力提升<sup>[6-7]</sup>。另一方面,企业 ESG 表现也可能带来一定负面影响。如企业 ESG 表现会消耗更多的企业资源、增加运营成本,导致经营业绩下滑,降低企业价值<sup>[8]</sup>。跨国企业受文化差异和固有观念制约的影响,投资者与社会团体等对企业 ESG 行为持保留态度,进而降低了公司财务绩效水平。相较于国外较为成熟的 ESG 信息披露,我国企业 ESG 信息披露尚缺乏统一标准。企业 ESG 报告中,存在过度披露有关环境保护、资源利用等有利于企业发展的信息,而隐瞒不利信息,这种“报喜不报忧”的做法损害了 ESG 信息的真实性<sup>[9]</sup>。此外,部分企业通过履行社会责任“漂绿”企业 ESG 表现,助推自身投机行为,转移公众对企业不端行为的注意力,导致投资者无法获取企业真实竞争力、经营状况、市场前景等相关信息<sup>[10-11]</sup>。

股价延迟是股票价格滞后反映市场信息现象,反映了市场信息融入股价的速度<sup>[12]</sup>,是衡量资本市场信息效率的重要指标。本文对企业 ESG 表现影响股价延迟现象的关注不仅在于 ESG 是可持续发展背景下的新热

**[收稿日期]**2023-10-03

**[基金项目]**黑龙江省哲学社会科学基金项目(22GLE374);佳木斯大学博士专项基金启动项目(JMSUBZ2021-18);黑龙江省省属高等学校基本科研业务费科研项目(2023-KYYWF-0629);佳木斯大学国家社科基金培育项目(JMSUGPRW2023-004)

**[作者简介]**毕鹏(1982—),男,河北东光人,佳木斯大学经济与管理学院副教授,博士,硕士生导师,从事资本市场与会计信息披露研究,E-mail:bipeng9999@163.com;单书进(1999—),女,辽宁沈阳人,佳木斯大学经济与管理学院,从事资本市场与会计信息披露研究。

点,还源于股票价格延迟反映资本市场信息这一“金融异象”的长期存在。股价延迟这一“金融异象”的存在不仅影响我国资本市场服务实体经济功能的发挥,还在一定程度上制约了我国经济高质量发展。探究企业 ESG 表现与股价延迟之间的关系,明确两者关系的作用机制,对提升我国资本市场信息效率及推动企业 ESG 实践具有重要的理论意义,对于实现我国经济高质量发展具有深远的现实意义。

本文的边际贡献在于三个方面:首先,拓展了现阶段 ESG 理论与实证研究的边界,为深入研究我国资本市场信息效率提供了新的视角。其次,丰富了企业 ESG 表现的经济后果研究,以股价延迟为研究视角,提供了来自新兴资本市场的经验证据。最后,丰富了股价延迟影响因素研究,且分别基于股票流动性、分析师关注和内部控制质量三个不同维度揭示了企业 ESG 表现缓解股价延迟的主要路径,并基于产权性质、政企关联和外部审计三个层面考察截面差异,研究结论对促进企业实现可持续发展、提高资本市场信息效率具有一定的指导意义。

## 二、理论分析与研究假设

ESG 理念聚焦企业非财务评价指标,助力企业实现可持续发展。该理念深化企业对环保的认识,促使企业积极承担社会责任,不断完善公司治理结构。理论上,企业 ESG 表现会对股票流动性水平产生积极影响,具体表现为投资者可能更倾向于投资 ESG 表现好的企业,伴随股票流动性不断增强,促使市场信息更全面快速地反映在股票价格中,进而缓解股价延迟。此外,作为企业财务信息的有效补充,企业 ESG 表现释放出的非财务信息可能会吸引更多的分析师关注。分析师作为资本市场上重要的信息中介,通过发布研报、提供盈余预测等方式加速信息在资本市场中传递,促使股价及时反映市场信息,进而缓解股价延迟。最后,企业 ESG 表现被视为评估企业在可持续发展方面的关键指标,其与内部控制的可持续发展目标保持一致。因此,企业 ESG 表现可能会促进企业内控质量不断提升,这将有助于进一步优化企业 ESG 表现的信息价值功能,提升资本市场信息质量,进而促使股价根据更加准确的市场信息及时作出调整,缓解股价延迟。总之,企业 ESG 表现可能通过提高股票流动性水平、吸引更多的分析师关注和提高内控质量来缓解股价延迟。

首先,企业 ESG 表现可能通过提高股票流动性缓解股价延迟。有限关注理论认为,受行业专长、信息获取、精力和时间等条件限制,投资者很难全面、系统地收集和整理所有企业信息,这无疑会加剧投资者与企业之间的信息不对称程度。企业 ESG 表现反映其具有可持续发展理念,通过对企业非财务信息的有效释放和传递,吸引更多投资者关注并投资,提升股票流动性<sup>[13-14]</sup>。投资者在获取企业财务信息的基础上,将企业 ESG 表现纳入投资决策,通过综合分析,有效全面地了解企业业绩和未来发展前景。研究发现,ESG 表现较好的企业可能会更好地协调企业与环境、社会和治理三者之间的关系,并更有可能为股东创造长期价值<sup>[10]</sup>。因此,投资者会更加青睐并做出投资决策,进而提升股票流动性水平。此外,企业 ESG 表现有助于提高利益相关者对企业的信任度,降低企业经营风险。当企业经营风险维持在较低水平时,其未来盈利能力的确定性也会保持在较低水平,使得投资者能够以较低成本实现股票交易。与此同时,较低水平的经营风险还意味着企业未来拥有更加稳定且持续的现金流和较高水平的盈利能力,投资者的投资意愿也会相应增强。最后,企业 ESG 表现有助于塑造企业形象,吸引媒体广泛关注。通过媒体报道投资者可以更精准地把握公司动态,有效降低信息搜寻成本,提高股票交易效率<sup>[15]</sup>。股票流动性水平的不断改善有助于市场信息快速融入股价,进而缓解股价延迟。

其次,企业 ESG 表现可能通过吸引更多的分析师关注进而缓解股价延迟。企业 ESG 表现所释放出的非财务信息体现了企业在践行绿色发展理念过程中的信心,向市场传递出可持续发展的积极信号。作为企业重要的制度性战略安排,ESG 表现成为分析师开展盈余预测的有效信息来源<sup>[16]</sup>。一方面,企业 ESG 表现向分析师提供了除企业财务信息之外更为丰富的企业特征信息,体现出其在环境保护、企业社会责任与公司治理等方面的价值。企业 ESG 表现释放出的公开信息比私有信息更具成本优势,有助于分析师以较低成本获取更丰富、高质量的信息,进而吸引更多的分析师关注企业。另一方面,从市场需求角度来看,投资者因缺乏行业专长,对上市公司财务信息以及非财务信息的解读往往需要依赖于分析师所提供的专业化报告。随着企业 ESG 表现的不断深入,分析师获取的企业信息更加充分,其所出具的预测报告也更具价值含量,因而市场对分析师的需求也会增加。分析师是资本市场上不可或缺的信息中介,是资本市场信息传递的桥梁和纽带。他们凭借自身的行业专长,充分利用渠道优势,多角度收集、多维度审核、多层次剖析企业各类信息,最终将处理后的信息传递给资本市

场以及信息使用者。分析师关注 ESG 理念践行企业,能够向资本市场提供更加全面、客观、精准的增量信息,有助于股票价格根据资本市场信息作出调整,进而缓解股价延迟。

最后,企业 ESG 表现可能通过提高内部控制质量进而缓解股价延迟。内部控制作为企业内部管理和风险控制的重要手段,其核心目标是确保企业可持续发展。《企业内部控制基本规范》中明确指出,内部控制目标是促进企业可持续发展、维护市场经济秩序和社会公众利益。可见,加强内部控制建设是企业获得持续、稳定、健康发展的前提。作为评估企业可持续发展的关键指标,企业 ESG 表现与企业内部控制的可持续发展目标相契合。企业践行 ESG 理念,不仅关注自身经济利益,还注重环境保护、社会责任和公司治理结构的优化,有助于提高企业内部控制质量和水平<sup>[18]</sup>。良好的内部控制通常具有更高的会计稳健性,能够有效保障财务信息的可靠性和准确性,增进资本市场信息的真实性和有效性,有助于股价吸收更加客观、精准的市场信息并作出调整,缓解股价延迟。

基于上述分析,本文提出假设:企业 ESG 表现能够有效缓解股价延迟。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择与数据来源

本文以 2008—2021 年获得华证 ESG 评级的上市公司为研究样本。企业 ESG 评级数据来自华证 ESG 数据库;上市公司财务与公司治理数据均来自国泰安数据库。为保证结果的准确性,本文对样本进行如下处理:(1)剔除金融业、保险业样本;(2)剔除 ST、\*ST 及数据缺失样本;(3)对数据进行了 1% - 99% 水平上的 Winsorize 处理。最终,本文获得 20306 个样本观测值。

#### (二) 变量定义

1. 被解释变量:股价延迟(Delay)。参照 Hou 等<sup>[19]</sup>、于瑞安和吴秋实<sup>[20]</sup>、毕鹏和王生年<sup>[21]</sup>的研究,利用公司周个股收益率与周市场收益率及其滞后四期的周市场收益率进行回归,计算股价延迟。具体计算步骤如下:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \sum_{n=1}^4 \delta_{i,n} R_{m,t-n} + \xi_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中, $r_{i,t}$ 为股票*i*的周收益率, $R_{m,t}$ 为周市场收益率,当股票价格对市场信息作出及时反应时,系数 $\beta_i$ 预期将显著异于0, $\delta_{i,n}$ 等于0;当股票价格对市场信息反应出现延迟时,那么部分或全部 $\delta_{i,n}$ 将显著异于0,即滞后期周市场收益率对当期周个股收益率具有较强的解释力。模型(1)被称为“非限制性模型”(Unrestricted Model),当模型(1)中 $\delta_{i,n}$ 全部为0时,称之为“限制性模型”(Restricted Model),如模型(2)所示:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \xi_{i,t} \quad (2)$$

模型(3)为股价延迟的计算公式。 $Delay_{i,t}$ 值越大,代表资本市场信息效率越低。

$$Delay_{i,t} = 1 - R_{Restricted}^2 / R_{Unrestricted}^2 \quad (3)$$

2. 解释变量:企业 ESG 表现(ESG)。华证 ESG 评级数据从低到高共分为 9 个等级,解释变量企业 ESG 表现(ESG)按照这 9 个等级从低到高依次赋值为 1 - 9。数值越大,表明企业 ESG 表现越优秀。

3. 控制变量:参考毕鹏和王生年<sup>[21]</sup>、郭白滢和李瑾<sup>[22]</sup>的研究,本文选取所需系列控制变量,各变量定义和计算方法如表 1 所示。

#### (三) 模型构建

参考毕鹏和王生年<sup>[21]</sup>等的研究,本文构建模型(4),用以检验企业 ESG 表现对股价延迟(Delay)产生的

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	股价延迟	Delay	股价延迟度,见上文计算方法
解释变量	ESG 表现	ESG	ESG 评级由低到高赋值为 1 - 9
控制变量	公司规模	Size	年末总资产的自然对数
	资产收益率	Roa	当年净利润/期末总资产
	净资产收益率	Roe	税后利润/总资产
	公司年龄	Age	Ln(公司上市年限 + 1)
	财务杠杆	Lev	期末总负债/期末总资产
	账面市值比	BM	股东权益/公司市值
	市盈率	VEps	股票价格/每股收益
	董事会规模	Boardscale	董事会人数的对数
	第一大股东持股比例	Top1	持股最多的股东的持股数量占上市公司总股数的比例
	换手率	Turnover	流通股股数年换手率的对数
年度	Year	年度虚拟变量合集	
行业	Industry	行业虚拟变量合集	

影响。

$$Delay_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t} + \sum_{Controls_{i,t}} + \sum_{Industry} + \sum_{Year} + \xi_{i,t} \quad (4)$$

其中,  $Delay_{i,t}$  代表股价延迟,  $Controls_{i,t}$  为系列控制变量, 模型中同时控制了年度 ( $Year$ ) 与行业 ( $Industry$ ) 效应。若系数  $\alpha_1$  显著为负, 则表明企业 ESG 表现能够有效缓解股价延迟。

#### 四、实证结果与分析

##### (一) 描述性统计

表 2 中股价延迟 ( $Delay$ ) 的均值为 0.076, 最小值为 0, 最大值为 1, 表明我国上市公司股价延迟存在较大差异, 资本市场信息效率有待提高;  $ESG$  的均值为 6.564, 最小值为 1, 最大值为 9, 表明我国企业 ESG 践行情况持续向好; 其他变量的统计结果与王运陈等<sup>[23]</sup>、毕鹏和王生年<sup>[21]</sup>的研究结果相近。

##### (二) 基准回归分析

表 3 为基准回归结果。列(1)为仅控制年度和行业效应的单变量回归结果, 股价延迟 ( $Delay$ ) 回归系数为 -0.007 且通过了 1% 的显著性水平; 列(2)加入公司财务指标作为控制变量, 股价延迟 ( $Delay$ ) 回归系数为 -0.006 且在 1% 水平上显著; 列(3)在加入企业财务指标的基础上依次加入了公司治理指标等控制变量, 可以看到  $r^2$  明显上升, 说明模型拟合程度进一步提升, 股价延迟 ( $Delay$ ) 的回归系数为 -0.006, 仍在 1% 水平上显著, 初步验证了本文假设。经济意义上, 企业 ESG 表现标准差每提高 1%, 股价延迟下降了 0.63% (-0.006 × 1.050), 相对于股价延迟均值减少 8.29% (-0.006 × 1.050/0.076)。上述结果表明, 企业 ESG 表现作为企业重要的非财务信息来源, 能够提高资本市场信息传递效率, 发挥稳定资本市场的作用。其他控制变量的回归系数及显著性与王波和杨茂佳<sup>[24]</sup>结论基本一致。

##### (三) 内生性问题

1. 工具变量法。为缓解遗漏变量对研究结论产生的影响, 本文借鉴王琳璘等<sup>[25]</sup>的研究, 选择相同年份、相同省份与行业的 ESG 均值 (Mean) 作为工具变量进行两阶段最小二乘法估计 (2SLS)。理论逻辑在于: 一家上市公司在特定时点的 ESG 表现与同行业同省份的 ESG 表现高度相关, 但同省份内其他企业的 ESG 表现不会对该企业的股价延迟立即产生影响。表 4 列(1)一阶段回归结果显示, 工具变量 ESG 均值 (Mean) 与企业 ESG 表现正相关; 列(2)为二阶段回归结果, ESG 系数显著为负, 且 Kleibergen-Paap rk LM 和 Kleibergen-Paap rk Wald F 统计量的结果表明不存在工具变量识别不足以及弱工具变量问题, 结论具有稳健性。

2. 双向固定效应回归。本文在加入公司个体固定效应基础上, 构建双向固定效应模型来避免遗漏变量问题。表 5 列(3)中 ESG 的回归系数为 -0.004 且在 1% 水平上显著, 再次证明本文结论稳健。

表 2 主要变量的描述性统计

Variable	N	Mean	p25	p50	p75	SD	Min	Max
Delay	20306	0.076	0.020	0.041	0.088	0.102	0	1
ESG	20306	6.564	6	6	7	1.050	1	9
Size	20306	22.520	21.590	22.320	23.280	1.353	15.980	28.640
Roa	20306	0.051	0.020	0.041	0.069	0.044	0	0.786
Roe	20306	0.092	0.041	0.078	0.123	0.075	0	2.324
Age	20306	2.303	1.792	2.398	2.890	0.662	0.693	3.497
BM	20306	0.626	0.427	0.621	0.816	0.257	0.001	1.601
VEps	20306	0.407	0.117	0.312	0.598	0.499	-1.003	2.447
Lev	20306	0.436	0.284	0.434	0.581	0.195	0.008	0.988
Boardscale	20306	2.129	1.946	2.197	2.197	0.198	1.099	2.890
Top1	20306	0.342	0.224	0.320	0.445	0.151	0.290	0.900
Turnover	20306	0.663	0.368	0.554	0.795	0.564	0	11.42

表 3 基准回归

	Delay(1)	Delay(2)	Delay(3)
ESG	-0.007*** (-10.82)	-0.006*** (-7.67)	-0.006*** (-7.74)
Size		-0.003*** (-3.51)	-0.003*** (-3.83)
Roa		0.057 (1.09)	0.060 (1.16)
Roe		-0.022 (-1.02)	-0.022 (-0.98)
Age		-0.000 (-0.12)	0.000 (0.15)
BM		-0.030*** (-6.83)	-0.030*** (-6.74)
VEps		-0.000 (-0.12)	-0.000 (-0.09)
Lev		0.025*** (3.94)	0.027*** (4.16)
Boardscale			0.001 (0.27)
Top1			0.000 (1.43)
Turnover			-0.003 (-1.44)
_cons	0.100*** (8.00)	0.168*** (8.66)	0.157*** (7.61)
Industry	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
N	20306	20306	20306
r <sup>2</sup> _a	0.234	0.240	0.240
F	48.730	45.498	44.193

注: \*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著, 括号内为经聚类稳健标准误调整后的 t 值。下同。

3. 解释变量滞后一期。为探究企业 ESG 表现能够对股价延迟 (*Delay*) 产生影响的持续性以及缓解双向因果问题, 本文将解释变量滞后一期。表 6 列(3)中滞后一期 ESG 表现的回归系数为 -0.004 且在 1% 水平上显著, 证明企业 ESG 表现对股价延迟 (*Delay*) 的缓解作用具有一定的持续性。

(四) 稳健性检验

1. 替换被解释变量。借鉴于瑞安和吴秋实<sup>[20]</sup>的研究, 本文计算 *Delay*<sub>1</sub> 捕捉方程(1)中滞后市场收益率的回归系数在所有回归系数中的比重, 以此反映单个资产收益对滞后市场收益的依赖程度, 衡量个股收益率对市场信息冲击的反应程度。

$$Delay1_i = \sum_{n=1}^4 |\delta_{i,n}| / |\beta_i| + \sum_{n=1}^4 |\delta_{i,n}| \quad (5)$$

本文利用模型(5)重新回归, 结果如表 7 所示, ESG 表现的回归系数为 -0.008, 仍在 1% 水平上显著, 结论稳健。

2. 替换解释变量。本文根据华证 ESG 评级大类分别赋值重新构造解释变量 *ESG*<sub>1</sub>, 评级 A、AA、AAA 赋值为 3, 评级 B、BB、BBB 赋值为 2, 评级 C、CC、CCC 赋值为 1。表 8 列(3)中 ESG 表现的系数为 -0.008 且在 1% 水平上显著, 结论稳健。

3. PSM 与 Heckman 两阶段回归。(1) 选用倾向得分匹配法(PSM) 来避免非随机干扰问题;(2) 采用 Heckman 两阶段回归法来缓解样本自选择问题。在进行 PSM 和 Heckman 两阶段回归时, 本文参照毕鹏和王生年<sup>[19]</sup>、周泽将等<sup>[26]</sup>以及李宗泽和李志斌<sup>[27]</sup>的做法, 当 ESG 表现大于等于中位数时赋值为 1, 否则为 0, 构建虚拟变量 *dum\_ESG*, 分别进行倾向得分和逆米尔斯比率 (*IMR*) 的计算。在计算倾向得分和 *IMR* 时, 本文选取公司规模 (*Size*)、资产收益率 (*Roa*)、净资产收益率 (*Roe*)、公司年龄 (*Age*)、账面市值比 (*BM*)、市盈率 (*Veps*)、财务杠杆 (*Lev*)、董事会规模 (*Boardscale*)、换手率 (*Turnover*) 和第一大股东持股比例 (*Top1*) 10 个指标作为协变量进行回归。配对时, 本文采用近邻匹配法进行 1:1 匹配。在 PSM 之前, 样本组内的配对变量存在显著差异, 但经过 PSM 处理后, 所有配对变量之间的差异均不再显著, 样本总体均值偏差也不再显著。本文利用模型(6)进行 Probit 回归, 重新检验企业 ESG 表现对股价延迟 (*Delay*) 产生的影响。根据计算结果, 我们将 Probit 回归得到的逆米尔斯比率 *IMR* 加入模型(7)中。表 9 列(1)是 PSM 回归结果, ESG 的回归系数为 -0.005 且在 1% 水平上显著, 表明在使用倾向匹配得分法后, 本文的主要结论仍然成立。列(2)是 Heckman 回归结果, 逆米尔斯比率 (*IMR*) 在 10% 的水平上显著, 说明选择性偏差确实存在, 但在排除选择性偏误的影响后, ESG 的回归系数为 -0.006 且在 1% 水平上显著, 结论依然成立。

$$Probit_{i,t}(ESG) = \beta_0 + \sum_{Controls_{i,t}} + \sum_{Industry} + \sum_{Year} + \xi_{i,t} \quad (6)$$

$$Delay_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 IMR + \sum_{Controls_{i,t}} + \sum_{Industry} + \sum_{Year} + \xi_{i,t} \quad (7)$$

表 4 工具变量法: 采用同年份同行业同省份的 ESG 均值

Variables	First Stage ESG (1)	Second Stage Delay (2)
Mean	0.487 *** (0.011)	
ESG		-0.011 *** (0.002)
Controls	Yes	Yes
_cons	-3.065 *** (0.179)	0.142 *** (0.019)
Industry	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
N	20306	20306
adj. R <sup>2</sup>	0.332	0.241
Kleibergen-Paap rk LM statistic	1281.24 [0.000]	
Kleibergen-Paap Wald rk F statistic	2395.65 [16.38]	

注: 样本量减少是因为采用 ESG 均值合并后的数据。

表 5 双向固定效应

	Delay (1)	Delay (2)	Delay (3)
ESG	-0.004 *** (-3.96)	-0.004 *** (-3.45)	-0.004 *** (-3.44)
Size		-0.007 *** (-3.64)	-0.008 *** (-3.81)
Roa		0.102 * (1.90)	0.105 * (1.94)
Roe		-0.021 (-0.82)	-0.002 (-0.79)
Age		-0.017 *** (-3.65)	-0.016 *** (-3.36)
BM		-0.030 *** (-5.11)	-0.031 *** (-5.14)
VEps		-0.000 (-0.26)	-0.000 (-0.28)
Lev		0.0262 *** (2.62)	0.027 *** (2.69)
Boardscale			0.007 (0.93)
Top1			0.000 (0.30)
Turnover			-0.004 (-1.27)
_cons	0.103 *** (14.09)	0.309 *** (7.02)	0.302 *** (6.63)
N	20306	20306	20306
r <sup>2</sup> _a	0.268	0.272	0.272
F	15.72	11.37	8.477

表 6 解释变量滞后一期的检验

	Delay(1)	Delay(2)	Delay(3)
<i>L. ESG</i>	-0.006 *** ( - 7.77)	-0.004 *** ( - 5.05)	-0.004 *** ( - 5.15)
<i>Size</i>		-0.001 ( - 1.57)	-0.002 * ( - 1.86)
<i>Roa</i>		0.010 (0.20)	0.011 (0.20)
<i>Roe</i>		-0.025 ( - 0.93)	-0.026 ( - 0.97)
<i>Age</i>		-0.002 ( - 1.36)	-0.002 ( - 1.22)
<i>BM</i>		-0.035 *** ( - 7.77)	-0.034 *** ( - 7.70)
<i>VEps</i>		-0.000 *** ( - 6.64)	-0.000 *** ( - 6.52)
<i>Lev</i>		0.013 ** (1.97)	0.013 * (1.95)
<i>Boardscale</i>			0.003 (0.75)
<i>Top1</i>			0.000 * (1.67)
<i>Turnover</i>			0.000 (0.03)
<i>_cons</i>	0.092 *** (7.32)	0.130 *** (6.71)	0.126 *** (6.17)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	16044	16044	16044
<i>r<sup>2</sup>_a</i>	0.238	0.243	0.243
<i>F</i>	41.212	38.942	37.872

注:样本量减少是采用 ESG 滞后一期数据所致。

表 7 替换被解释变量的检验

	<i>Delay1<sub>i</sub></i> (1)	<i>Delay1<sub>i</sub></i> (2)	<i>Delay1<sub>i</sub></i> (3)
<i>ESG</i>	-0.011 *** ( - 13.93)	-0.007 *** ( - 9.37)	-0.008 *** ( - 9.24)
<i>Size</i>		-0.004 *** ( - 4.36)	-0.004 *** ( - 4.25)
<i>Roa</i>		0.003 (0.08)	0.007 (0.14)
<i>Roe</i>		0.009 (0.39)	0.010 (0.41)
<i>Age</i>		-0.002 * ( - 1.78)	-0.002 ( - 1.50)
<i>BM</i>		-0.055 *** ( - 12.64)	-0.054 *** ( - 11.67)
<i>VEps</i>		-0.000 ( - 0.25)	-0.000 ( - 0.22)
<i>Lev</i>		0.027 *** (4.24)	0.029 *** (4.22)
<i>Boardscale</i>			-0.001 ( - 0.22)
<i>Top1</i>			0.000 (0.95)
<i>Turnover</i>			-0.003 * ( - 1.73)
<i>_cons</i>	0.308 *** (22.11)	0.415 *** (20.31)	0.388 *** (17.69)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	20306	20306	20306
<i>r<sup>2</sup>_a</i>	0.282	0.294	0.294
<i>F</i>	89.908	99.218	83.898

### 五、机制检验

前文研究结果表明,企业 ESG 表现能够有效缓解股价延迟(*Delay*),接下来本文参考温忠麟和叶宝娟<sup>[29]</sup>的做法,构建模型(8)至模型(13)检验企业 ESG 表现是否通过提高股票流动性水平、分析师关注和改善内部控制质量进而缓解股价延迟。

#### (一)企业 ESG 表现、股票流动性水平与股价延迟

借鉴毕鹏和王生年<sup>[21]</sup>、李良等<sup>[29]</sup>的研究,本文采用 Roll 提出的买卖价差模型对股票流动性水平进行度量。*Roll* 值越大,代表买卖价差越大,即股票流动性越低。模型构建模型(8)和模型(9),检验企业 ESG 表现是否通过提升股票流动性水平进而缓解股价延迟。

$$Roll_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \sum_{Controls_{i,t}} + \sum Industry + \sum Year + \xi_{i,t} \quad (8)$$

$$Delay_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 ESG_{i,t} + \gamma_2 Roll_{i,t} + \sum_{Controls_{i,t}} + \sum Industry + \sum Year + \xi_{i,t} \quad (9)$$

结果如表 10 所示。由列(2)可知,企业 ESG 表现对股票流动性水平(*Roll*)的回归系数在 1% 水平上显著为负,表明企业 ESG 表现有助于提升股票流动性水平(*Roll*)。列(3)中 *ESG*

表 8 替换解释变量的检验

	<i>Delay</i> (1)	<i>Delay</i> (2)	<i>Delay</i> (3)
<i>ESG<sub>1</sub></i>	-0.011 *** ( - 13.93)	-0.011 *** ( - 7.29)	-0.008 *** ( - 9.24)
<i>Size</i>		-0.004 *** ( - 4.77)	-0.004 *** ( - 4.25)
<i>Roa</i>		0.054 (1.41)	0.007 (0.14)
<i>Roe</i>		-0.021 ( - 0.98)	0.010 (0.41)
<i>Age</i>		-0.000 ( - 0.14)	-0.002 ( - 1.50)
<i>BM</i>		-0.030 *** ( - 8.11)	-0.054 *** ( - 11.67)
<i>VEps</i>		-0.000 ( - 0.14)	-0.000 ( - 0.22)
<i>Lev</i>			0.029 *** (4.22)
<i>Boardscale</i>			-0.001 ( - 0.22)
<i>Top1</i>			0.000 (0.95)
<i>Turnover</i>			-0.003 * ( - 1.73)
<i>_cons</i>	0.308 *** (22.11)	0.169 *** (9.53)	0.388 *** (17.69)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	20306	20306	20306
<i>r<sup>2</sup>_a</i>	0.282	0.239	0.294
<i>F</i>	89.908	75.312	83.898

的回归系数为 -0.005, 在 1% 显著性水平上小于列(1)中 ESG 的回归系数 -0.006。Roll 对 Delay 的回归系数为 0.312 且在 1% 水平上显著, 证明较低的股票流动性水平能够加剧股价延迟。本文利用 Sobel 方法检验得到 Z 值为 -4.798, 在 1% 水平上显著。上述结果表明股票流动性水平(Roll)发挥了部分中介作用。

(二) 企业 ESG 表现、分析师关注与股价延迟

参考董望等<sup>[30]</sup>的做法, 本文采用年度跟踪企业的分析师总人数加 1 取对数衡量分析师关注(Attention), 并进行中介效应检验。本文构建模型(10)和模型(11), 用以探究企业 ESG 表现是否通过吸引分析师关注进而缓解股价延迟。

$$Attention_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \sum_{Controls_{i,t}} + \sum_{Industry} + \sum_{Year} + \xi_{i,t} \quad (10)$$

$$Delay_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 ESG_{i,t} + \gamma_2 Attention_{i,t} + \sum_{Controls_{i,t}} + \sum_{Industry} + \sum_{Year} + \xi_{i,t} \quad (11)$$

回归结果如表 11 所示。列(2)中企业 ESG 表现对分析师关注(Attention)的回归系数为 0.079 且在 1% 水平上显著, 说明企业 ESG 表现对于吸引分析师关注(Attention)具有重要影响。列(3)中 Attention 对股价延迟的回归系数在为 -0.007 且在 1% 水平上显著, 证明分析师关注可以有效缓解股价延迟, 且 ESG 的回归系数为 -0.005, 小于列(1)中系数 -0.006。本文利用 Sobel 检验得到 Z 值为 -7.336, 在 1% 水平上显著。上述结果表明分析师关注(Attention)发挥了部分中介作用。

表 9 PSM 和 Heckman 两阶段回归

	Delay(1)	Delay(2)
ESG	-0.005 *** (-4.194)	-0.006 *** (-6.45)
Size	-0.007 *** (-3.718)	-0.001 (-0.97)
Roa	-0.036 (-0.431)	0.127 *** (2.62)
Roe	0.016 (0.386)	-0.052 * (-1.93)
Age	0.005 ** (2.102)	-0.002 (-1.38)
BM	-0.029 *** (-3.488)	-0.027 *** (-6.85)
VEps	0.000 (0.944)	0.000 (1.18)
Lev	0.032 *** (2.7463)	0.024 *** (3.60)
Boardscale	-0.015 ** (-2.098)	0.009 ** (2.30)
Top1	-0.000 (-0.036)	0.000 * (1.88)
Turnover	-0.003 (-1.312)	-0.002 (-1.43)
IMR		0.026 * (1.93)
_cons	0.243 *** (5.950)	0.089 ** (2.52)
Industry	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
N	5126	17344
adj. R <sup>2</sup>	0.233	0.245

注: PSM 在匹配过程中只有与处理组匹配的对照组个体才会被纳入分析中, 本文选取十个变量进行匹配, 未匹配的个体被排除在外, 导致样本量减少。在 Heckman 两阶段回归中样本减少是因为存在选择概率为 0 的个体, 这些个体不会被纳入回归所致。

表 10 机制分析——股票流动性水平

	Delay(1)	Roll(2)	Delay(3)
ESG	-0.006 *** (-8.03)	-0.001 *** (-11.19)	-0.005 *** (-7.59)
Roll			0.312 *** (5.31)
Contorls	Yes	Yes	Yes
_cons	0.157 *** (8.46)	0.107 *** (48.09)	0.124 *** (6.31)
Industry	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
N	20306	20306	20306
r <sup>2</sup> _a	0.240	0.469	0.241
F	73.067	202.752	72.666
Sobel Z		-4.798 ***	

表 11 机制分析——分析师关注

	Delay(1)	Attention(2)	Delay(3)
ESG	-0.006 *** (-8.03)	0.079 *** (11.67)	-0.005 *** (-7.25)
Attention			-0.007 *** (-9.43)
Contorls	Yes	Yes	Yes
_cons	0.157 *** (8.46)	-12.385 *** (-68.41)	0.073 *** (3.55)
Industry	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
N	20306	20306	20306
r <sup>2</sup> _a	0.240	0.476	0.243
F	73.067	208.166	73.558
Sobel Z		-7.336 ***	

(三) 企业 ESG 表现、内部控制质量与股价延迟

参考权小锋等<sup>[31]</sup>的做法, 本文选用迪博内部控制指数(IC)衡量内部控制质量, IC 越大, 代表内部控制质量越好。本文分别构建模型(12)和模型(13)进行中介效应检验。

$$IC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \sum_{Controls_{i,t}} + \sum_{Industry} + \sum_{Year} + \xi_{i,t} \quad (12)$$

$$Delay_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 ESG_{i,t} + \gamma_2 IC + \sum_{Controls_{i,t}} + \sum_{Industry} + \sum_{Year} + \xi_{i,t} \quad (13)$$

结果如表 12 所示。列(2)中, 企业 ESG 表现对内部控制质量(IC)的回归系数为 5.745 且在 1% 水平显著, 表明企业 ESG 表现有助于提高内部控制质量(IC)。列(3)中加入内部控制质量(IC)后, ESG 表现的回归系数为 -0.005 且在 1% 水平上显著, 较列(1)中系数有所减小。本文利用 Sobel 检验得到 Z 值为 -9.208, 在 1% 水平上显著。上述结果表明内部控制质量(IC)发挥了部分中介作用。

## 六、进一步分析

为进一步探讨企业 ESG 表现缓解股价延迟的差异化表现,本文将从三个角度进行异质性研究:(1)基于内部视角的产权性质进行异质性分析,以明晰不同企业的“属性”差异问题;(2)基于社会环境视角的政企关联进行异质性分析,以探究不同企业的“关系型”差异问题;(3)基于外部监督视角的审计质量进行异质性分析,以明确不同企业的“外部监督质量”差异问题。

### (一) 产权性质、企业 ESG 表现与股价延迟

我国不同产权性质的企业所承担的社会责任和政策压力存在显著差异。通常条件下,国有企业承担了大量企业社会责任,积极响应国家召唤,起到引领和示范作用。相较于国有企业,非国有企业存在融资约束、资源短缺等突出矛盾,制约企业发展。非国有企业可以通过履行环保责任、社会责任、治理责任等方式向资本市场以及利益相关者传递其良好的内部经营状况,表达其对可持续发展理念所持有的态度,赢得社会公众认可,进而获取资源补足短板<sup>[32-33]</sup>。相较于国有企业,非国有企业在践行 ESG 理念时,更倾向于披露真实准确的企业财务与非财信息,进而促使资本市场信息更为有效,有利于股价吸收相关信息,作出迅速反映和调整。据此本文推断,与国有企业相比,ESG 表现对股价延迟的缓解作用在非国有企业中更为显著。

本文依据产权性质对样本进行分组,表 13 列(2)中 ESG 的系数为 -0.007 且在 1% 水平上显著,表明企业 ESG 表现对股价延迟的缓解作用在非国有企业组中更强,而在国有企业组中不显著。可能的原因在于:国有企业 ESG 表现在一定程度上是基于政策导向,国有企业践行 ESG 理念并非单纯出于企业自身利益,而是更多地体现了国家战略,既是贯彻国家提出的 2030 年前实现碳达峰、2060 年前实现碳中和的目标,也是落实创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念的具体行动。在这种背景下,国有企业的 ESG 表现起到了一种引领和示范作用,展现出其在可持续发展方面的决心和担当。与此同时,国有企业的产权性质也决定了它们在某种程度上免受市场竞争的影响,其股价波动可能更多地受到政策、宏观经济等因素的影响。而非国有企业的目标在于确保经营行为合规、实现盈利能力提升、降低运营风险。非国有企业对 ESG 理念的践行能够反映出企业在环境、社会与公司治理方面取得了显著成效,向社会传递了积极信号,使得利益相关者更加信任与支持 ESG 表现良好的企业。因此,企业 ESG 表现在国有企业中所能发挥的作用比较有限,而在非国有企业中 ESG 表现对股价延迟的缓解作用更强。

### (二) 政企关联、企业 ESG 表现与股价延迟

本文以董事长、总经理其中任意一人是否有从政履历为划分依据,将研究样本分为政企关联组和非政企关联组<sup>[34]</sup>。表 13 列(4)中 ESG 的系数为 -0.004 且在 1% 水平上显著,表明企业 ESG 表现对股价延迟的缓解作用在非政企关联组中更强,而在政企关联组中不显著。可能的原因是:政企关联企业在获取相关资源,助力企业发展方面具有“特定”优势,政企关联企业拥有更多的“资源”和“渠道”,有机会获得相应的政策支持和财政补贴,并能够借助“资源”优势在商业竞争中获得更多机会,为企业的快速发展提供了强有力的支撑,进而降低经营风险和不确定性。相比之下,非政企关联企业在市场竞争中往往处于相对弱勢的地位,由于缺乏与政府的直

表 12 机制分析——内部控制质量

	Delay(1)	IC(2)	Delay(3)
ESG	-0.006*** (-8.03)	5.745*** (9.22)	-0.005*** (-6.60)
IC			-0.000*** (-10.23)
Controls	Yes	Yes	Yes
_cons	0.157*** (8.46)	54.120** (2.47)	0.160*** (8.65)
Industry	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
N	20306	20306	20306
r <sup>2</sup> _a	0.240	0.184	0.244
F	73.067	52.382	73.787
Sobel Z	-9.028***		

表 13 截面异质性分析

	国有企业 (1)	非国有企业 (1)	政企关联企业 (3)	非政企关联企业 (4)	高审计质量 (5)	低审计质量 (6)
	Delay	Delay	Delay	Delay	Delay	Delay
ESG	0.001 (0.68)	-0.007*** (-4.97)	-0.002 (-0.80)	-0.004*** (-2.78)	-0.003*** (-6.90)	-0.007 (-0.89)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	0.239*** (3.34)	0.181*** (3.63)	0.061 (0.73)	0.273*** (5.30)	0.258 (1.23)	0.216*** (5.23)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	7111	13195	6481	13825	11976	8330
r <sup>2</sup> _a	0.161	0.091	0.023	0.099	0.240	0.244
F	96.564	148.461	60.039	169.183	43.395	31.481



接联系,他们在获取关键资源和渠道方面可能会面临更多困难,更倾向于通过 ESG 表现所产生的信息效应来增加政治合法性,改善企业在资本市场上的表现,进而有效促进企业发展。此外,通过积极参与 ESG 实践,非政企关联企业不仅能够向投资者和公众展示企业具有可持续性和社会责任感,进而赢得更多的信任和支持,还能够与政府、投资者和公众建立更加紧密的联系,进一步促进企业的可持续发展。

### (三) 审计质量、企业 ESG 表现与股价延迟

本文根据审计师是否来自十大会计师事务所,将企业分为审计质量高组和审计质量低组<sup>[35]</sup>。表 13 列(5)中,ESG 的系数为 -0.003 且在 1% 水平上显著,说明企业 ESG 表现对股价延迟的缓解作用在高审计质量组中更强,而在低审计质量组中不显著。可能的原因是:基于信息经济学理论,外部对企业的监督能够减少企业与外界的信息壁垒,促使企业更加主动地披露信息,这种外部监督可以提高信息的透明度和准确性,使得更多信息释放给利益相关者,有助于利益相关者更加准确地评估企业的价值,做出更准确的决策。此外,企业内部往往存在信息不对称现象,管理层可能会隐瞒某些不利于企业的信息,从而误导投资者或其他利益相关者,而高质量的外部审计能够通过获取更全面的企业内部信息,使得企业年报信息更为可靠,这些审计结果将传递给利益相关者,从而降低了信息不对称程度。另外,选择十大会计师事务所进行审计的企业通常被认为具有更高的审计质量和信誉能够传递出企业可持续经营的信号,有助于塑造良好的企业形象,从而使得这些企业更容易获得 ESG 实践带来的红利效应<sup>[36]</sup>。因此,当外部高质量审计与企业 ESG 表现共同发挥监督治理职能时,将会产生协同效应,在强化信息增量的同时,也提升了信息质量,在双重治理作用下对股价延迟的缓解作用更强。

## 七、研究结论与政策建议

本文以我国 A 股上市公司 2008—2021 年数据为研究样本,探究了企业 ESG 表现对股价延迟的影响。研究发现,企业 ESG 表现能够有效缓解股价延迟。机制检验结果表明,企业 ESG 表现可以通过提高股票流动性、吸引分析师关注和提高企业内部控制质量进而缓解股价延迟。异质性分析发现,在非国有、非政企关联和审计质量较高的样本中,企业 ESG 表现对股价延迟的缓解作用更强。基于此,本文提出如下政策建议:第一,继续推进企业践行 ESG 理念,号召企业积极履行环境保护责任、社会责任,提升公司治理水平。企业应积极响应国家在环境治理方面作出的重大战略性调整,在绿色创新、绿色转变方面下功夫,构建环境保护与经济高质量协同发展模式。进一步加强企业履行社会责任公益性,提升贡献度。上市公司应及时披露 ESG 报告、企业社会责任报告,优化资本市场信息环境。加强和完善公司治理顶层设计,优化组织结构,提升内部监管与控制质量,实现企业可持续发展,做好助推我国经济高质量发展的“压舱石”。第二,充分考虑企业 ESG 表现在缓解股价延迟、提升资本市场信息效率方面所发挥的重要作用。上市公司需进一步扩建 ESG 信息互动平台,改善资本市场信息环境。相关监督管理部门需进一步强化企业 ESG 制度建设,要求上市公司在聚焦主责主业的基础上,积极践行 ESG 理念。第三,政府部门进一步完善企业 ESG 评价体系,推动 ESG 评价成为资本市场助力实体经济发展的“助推器”,助力企业 ESG 实践,通过改善股票流动性水平、吸引更多的分析师关注、提高企业内部控制质量,促使资本市场相关信息传递并被股票价格吸收,改善资本市场信息效率。第四,以良好的制度基础和外部监督环境作为企业提升 ESG 表现的积极条件,从企业自身和资本市场两个层面出发,提升企业治理水平,改善资本市场信息环境,提升资本市场信息效率,营造适宜企业推行和践行 ESG 理念的内外环境。

### 参考文献:

- [1] 邱牧远,殷红. 生态文明建设背景下企业 ESG 表现与融资成本[J]. 数量经济技术经济研究,2019(3):108-123.
- [2] 张慧. 企业 ESG 信息披露质量与股票市场表现——基于双重代理成本的视角[J]. 首都经济贸易大学学报,2023(3):73-88.
- [3] 武鹏,杨科,蒋峻松,等. 企业 ESG 表现会影响盈余价值相关性吗? [J]. 财经研究,2023(6):137-152+169.
- [4] 蒋艺翘,姚树洁. ESG 信息披露、外部关注与企业风险[J]. 系统管理学报,2024(1):214-229.
- [5] 白雄,朱一凡,韩锦绵. ESG 表现、机构投资者偏好与企业价值[J]. 统计与信息论坛,2022(10):117-128.
- [6] 史永东,王洪森. 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(6):67-83.
- [7] 王浩宇. 资本市场开放会提高企业可持续发展能力吗? ——基于企业 ESG 表现的研究[J]. 财经问题研究,2023(7):116-129.
- [8] 伊凌霄,蒋艺翘,姚树洁. 企业 ESG 实践的价值创造效应研究——基于外部压力视角的检验[J]. 南方经济,2022(10):93-110.
- [9] 杨有德,徐光华,沈弋. “由外及内”:企业 ESG 表现风险抵御效应的动态演进逻辑[J]. 会计研究,2023(2):12-26.

- [10]万国超,李超,吴武清.企业 ESG 表现会影响股票错误定价吗[J].财经科学,2023(6):32-47.
- [11]Hirshleifer D,Jiang D,Digiovanni Y M. Mood beta and seasonalities in stock returns[J]. Journal of Financial Economics,2020,137(1):272-295.
- [12]王春峰,李思成,房振明.投资者认知度、信息不对称与股价延迟[J].管理评论,2018(11):3-13.
- [13]张小溪,马宗明.双碳目标下 ESG 与上市公司高质量发展——基于 ESG“101”框架的实证分析[J].北京工业大学学报(社会科学版),2022(5):101-122.
- [14]李晓艳,梁日新,李英.ESG 影响股票流动性吗?——基于 ESG 评级和评级分歧的双重视角[J].国际金融研究,2023(11):75-86.
- [15]李志斌,邵雨萌,李宗泽,等.ESG 信息披露、媒体监督与企业融资约束[J].科学决策,2022(7):1-26.
- [16]孙光国,曹思宇,安家鹏.企业 ESG 表现能提高分析师盈余预测质量吗——来自 A 股上市公司的经验证据[J].财经论丛,2023(5):68-77.
- [17]何天明,李亦普,王峥,等.ESG 评级分歧提高了上市公司自愿性信息披露吗?[J].会计与经济研究,2023(3):54-70.
- [18]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.
- [19]Hou K,Moskowitz T J. Market frictions, price delay, and the cross-section of expected returns[J]. Review of Financial Studies,2005,18(3):981-1020.
- [20]于瑞安,吴秋实.中国式卖空机制与市场定价效率[J].武汉大学学报(哲学社会科学版),2022(4):130-142.
- [21]毕鹏,王生年.QFII 持股缓解了股价延迟吗?——基于我国 A 股上市公司的经验证据[J].中国地质大学学报(社会科学版),2021(4):105-118.
- [22]郭白滢,李瑾.机构投资者信息共享与股价崩盘风险——基于社会关系网络的分析[J].经济管理,2019(7):171-189.
- [23]王运陈,杨若熠,贺康,等.数字化转型能提升企业 ESG 表现吗?——基于合法性理论与信息不对称理论的研究[J].证券市场导报,2023(7):14-25.
- [24]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(6):78-84.
- [25]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.
- [26]周泽将,谷文菁,伞子瑶.ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性[J].中国软科学,2023(10):164-176.
- [27]李宗泽,李志斌.企业 ESG 信息披露同群效应研究[J].南开管理评论,2023(5):126-138.
- [28]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.
- [29]李良,李士玉,朱宏泉.股票流动性会影响公司商业信用融资吗?——基于 A 股上市公司的实证研究[J].审计与经济研究,2022(6):92-103.
- [30]董望,陈俊,陈汉文.内部控制质量影响了分析师行为吗?——来自中国证券市场的经验证据[J].金融研究,2017(12):191-206.
- [31]权小锋,吴世农,尹洪英.企业社会责任与股价崩盘风险:“价值利器”或“自利工具”?[J].经济研究,2015(11):49-64.
- [32]余明桂,潘红波.所有权性质、商业信用与信贷资源配置效率[J].经济管理,2010(8):106-117.
- [33]王薇,田利辉,鲍静海.市场竞争如何影响国有上市企业创新产出?——兼论“限薪令”的调节效应[J].北京工商大学学报(社会科学版),2022(2):114-126.
- [34]张雯,张胜,李百兴.政治关联、企业并购特征与并购绩效[J].南开管理评论,2013(2):64-74.
- [35]王艳艳,陈汉文.审计质量与会计信息透明度——来自中国上市公司的经验数据[J].会计研究,2006(4):9-15.
- [36]王瑶,张允萌,侯德帅.企业 ESG 表现会影响审计意见吗?[J].审计与经济研究,2022(5):54-64.

[责任编辑:杨志辉]

## Does Enterprise ESG Performance Alleviate the Delay of Stock Prices? Based on the Empirical Evidence of China's A Share Listed Companies

BI Peng, SHAN Shujin

(School of Economics and Management, Jiamusi University, Jiamusi 154007, China)

**Abstract:** By using the sample of Huazheng ESG Rating Listed Companies from the year of 2008 to the year of 2021, this paper explores the influencing and working system of enterprise ESG performance on the delay of stock prices. The results show that enterprise ESG performance can effectively alleviate the delay of stock prices, the stock fluidity level, analyst attention, and the quality of internal control, which serves as the important working path for enterprise to alleviate the delay of stock prices. It is found through the cross-sectional heterogeneity analysis that the alleviating effect of enterprise ESG performance on the delay of stock prices is more pronounced in non-state-owned enterprises, non-government-enterprise related enterprises, and enterprises of higher audit quality group. Therefore, the research conclusion not only provides new clues for upgrading the China's information efficiency of capital market but also the necessary inspiration for promoting the practice of enterprise ESG.

**Key Words:** ESG performance; stock fluidity; analyst attention; quality of internal control; delay of stock price