ESG表现影响客户关系稳定度吗？

陈娇娇^{1,2} 丁合煜¹ 张雪梅³

(1.山东财经大学会计学院, 山东 济南 250014;

2.山东财经大学数智科技与会计治理文科实验室, 山东 济南 250014; 3.江南大学商学院, 江苏 无锡 214122)

摘要: 本文以2010—2021年A股上市公司为研究样本, 探究企业ESG表现对客户关系的稳定度的影响及其作用机理。研究发现, 企业良好的ESG表现可以提升客户关系稳定度, 增强供应链韧性。机制检验表明, ESG表现通过降低信息不对称、增强产品差异化程度、提升企业绩效来增强客户关系稳定度。异质性分析表明, ESG表现对客户关系的稳定度的提升效应在重污染行业、环境不确定性高时、法治环境较差的地区更为显著。进一步研究发现, ESG表现对客户关系的稳定度持续性有影响。本文结论为贯彻落实供应链安全稳定的相关决策部署和“双碳”战略提供了经验借鉴。

关键词: ESG表现; 客户关系稳定度; 信息不对称; 供应链韧性; “双碳”战略

Abstract: Based on the data of A-share listed companies from 2010 to 2021, this paper explores the effect and mechanism of ESG (Environmental, Social and Governance) performance on the stability of customer relationships. The study reveals that the fine ESG performance of companies can improve the stability of customer relationships and enhance supply chain resilience. Mechanism tests show that ESG performance can improve the stability of customer relationships by mitigating information asymmetry, enhancing product differentiation, and improving corporate performance. Heterogeneity analysis reveals that the improvement is more significant in heavily polluting industries, with high environmental uncertainty, and in areas with a poor legal environment. Further analysis reveals that ESG performance has a lasting impact on the stability of customer relationships. This paper's conclusions provide experience and reference for the relevant decisions and arrangements of supply chain security and stability as well as the dual carbon strategy (peaking carbon emissions by 2030 and achieving carbon neutrality by 2060).

Key words: ESG performance, the stability of customer relationships, information asymmetry, supply chain resilience, two-carbon strategy

作者简介: 陈娇娇(通讯作者), 女, 审计学博士, 山东财经大学会计学院副教授, 研究方向: 资本市场财务与审计、公司治理与信息披露。丁合煜, 女, 山东财经大学会计学院研究助理, 研究方向: 信息披露。张雪梅, 女, 会计学博士, 江南大学商学院讲师, 研究方向: 信息披露与公司治理。

中图分类号: F832 **文献标识码:** A

一、引言

稳定的供应链是企业立足之本, 更是提升我国全球竞争力和构建国际国内双循环的关键(张树山等, 2021)^[38]。中美贸易摩擦及新冠疫情的蔓延给全球资本市场、大宗商品市场带来严重冲击, 全球供应链面临“断裂”风险, 国内供应链循环也受到阻碍。延链、补链和强链已成为中央经济工作会议与政府工作报告关注的焦点。2020年4月中央政治局会议以及年底召开的中央

经济工作会议均强调, 产业链供应链安全稳定是构建新发展格局的基础。2022年10月, 党的二十大再次强调着力提升产业链供应链韧性和安全水平, 持续增强产业链供应链的抗风险能力和韧性。稳定的客户关系是供应链维稳的关键(邱保印和程博, 2022)^[24]。客户关系一旦破裂, 企业将失去关系资本所带来的优势(潘红波和张哲, 2020)^[22], 这将严重威胁企业的持续经营能力。因此, 如何提升客户关系稳定度成为后疫情时代理论界与实务界共同关注的焦点话题。

随着环境、社会和治理(Environment, Social and Governance, 以下简称ESG)理念的日益渗入,企业在寻找合作伙伴时,愈发重视供应商的环境和社会责任表现等非财务绩效。ESG表现融合了道德、社会及环境价值标准,其内涵较传统的社会责任、绿色投资及伦理责任更为宽泛(周方召等,2020)^[40],弥补了传统财务和数字信息无法向利益相关者传递可持续发展信息(如企业声誉、产品安全、环境保护等)的局限性,为企业信用品质和风险管理能力的全面评估提供了新的价值标尺,成为客户评价供应商绿色可持续发展能力的重要依据。那么,供应商良好的ESG表现能否提升客户关系稳定度?其中的影响机理如何?是否因情境条件而存在作用边界?研究上述问题有助于深入理解“碳中和”“碳达峰”战略政策的实施效果,并为提升客户粘性、维系供应链安全稳定提供经验借鉴。

基于此,本文以2010—2021年沪深两市A股上市公司为研究样本,采用华证ESG评级度量企业ESG表现,实证检验ESG表现对客户关系稳定度的影响。研究发现,良好的ESG表现通过降低信息不对称、增强产品差异化程度、提升企业绩效来增强客户关系稳定度。异质性分析表明,ESG表现对客户关系稳定度的提升效应在重污染行业、环境不确定性高时、法治环境较差的地区更为显著。进一步研究发现,开展ESG实践符合可持续发展的战略目标,企业可以通过提升ESG表现来维持长久的客户关系,实现互利共赢和协同发展。

本文的主要贡献如下:首先,现有研究多考察ESG表现对企业自身财务绩效与投融资行为的影响,对ESG表现能否影响客户关系稳定度尚缺乏细致探索。本文基于供应链视角,解构跨企业关系情境下供应商的ESG表现与客户关系稳定度的内在逻辑,拓展了ESG表现的经济后果研究。其次,关于客户关系稳定度的影响因素,以往文献主要聚焦于高管-客户关系(潘红波和张哲,2020)^[22]、经济不确定性(孙雅妮和王君宜,2021)^[29]、风险投资者(张广冬和邵艳,2022)^[37]等视角,尚未考虑ESG表现的影响。本文从ESG角度丰富了客户关系稳定度的影响因素研究,为企业维护客户关系提供新思路。再次,本文进一步厘清了ESG表现影响客户关系稳定度的具体机制,深化了企业ESG表现助力维持客户关系的认

知,对企业重视并提升ESG表现、贯彻落实“双碳”战略政策有重要意义。最后,本文考察企业所处行业污染程度、环境不确定性和法治环境等外部条件对ESG表现提升客户关系稳定度的影响,为企业提高ESG表现来增强客户关系稳定度提供更具针对性的建议,为贯彻落实供应链安全稳定的战略决策部署提供经验借鉴。

二、理论分析与研究假设

(一)ESG表现、信息不对称与客户关系稳定度

信息不对称是供应链企业间的痼疾(孙雅妮和王君宜,2021)^[29],是影响供应商与客户合作关系的重要因素。一方面,较高级别的信息不对称使得客户对供应商披露信息的真实性和可靠性存疑,虚假信息甚至导致供需失衡引发长鞭效应(杨志强等,2020)^[36],误导客户生产经营决策。由此,处于信息劣势的客户强烈希望供应商企业分享真实信息,提升信息透明度,降低信息不对称。另一方面,为与大客户维系长期合作,信息不对称程度高、代理问题严重的企业甚至采用盈余管理的方式向对方发送自己是优质公司的信号(方红星和张勇,2016)^[13],来满足合作方的预期。

根据信号传递理论,ESG表现具有信息效应(Luo and Wu, 2022; 席龙胜和王岩,2022)^{[9][34]},可降低供应链企业间信息不对称程度,增强客户信任并维系长期战略合作(李井林等,2021)^[20],提升客户关系稳定度。首先,与传统的财务信息侧重信息披露的“数量”不同,ESG表现的内涵更为宽泛,融合了企业的环境、社会责任及公司治理等多维度、多层次的综合性非财务信息,更注重信息披露的“质量”。供应商良好的ESG表现可向客户提供产品安全、环保活动、社会责任等更多维度的可持续发展信息,改善企业信息环境(Luo and Wu, 2022)^[9],有助于客户对供应商的经营状况、风险管理、业绩表现、信用品质、产品质量等形成合理感知与预判,降低信息不对称。

其次,ESG表现良好的企业往往具有较强的社会责任感、环保意识以及较高水平的治理机制,可助力企业在资本市场树立优质的形象(Fatemi et al., 2015; Dai et al., 2020)^{[7][6]},并释放积极信号。ESG突出环境、社会和治理问题,其本质是对利益相关者负责,力求达到企业与环境、社会共赢。而企业将ESG理念融于公司决策,将强

有力地维护包括客户在内的多元利益相关者的权益与诉求，释放企业可持续发展的积极信号，缓解客户因信息不对称而对契约履行的担忧(张广冬和邵艳，2022)^[37]，也可以避免处于信息弱势地位的客户在无法确定企业产品的真实质量时产生逆向选择风险(蒋德权和蓝梦，2022)^[17]。因此，良好的ESG表现可有效提高客户的感知和满意度，博得新客户的青睐和老客户的信任，从而强化供应链内嵌合作并建立更为长久且牢固的伙伴关系(Chen et al., 2021)^[5]。

最后，基于组织合法性考量，为获得第三方机构持续性的ESG高评级，企业将努力提升ESG表现与信息披露质量，以期符合ESG评级及信息披露的具体要求(晓芳等，2021)^[35]，这将有效降低客户获取信息的成本和信息风险，减轻供应链企业间信息不对称。ESG评级有“双刃剑”效应：一方面，良好的ESG评级与表现可降低信息风险(晓芳等，2021)^[35]和融资成本(邱牧远和殷红，2019)^[25]、提升投资效率(Anwar and Malik, 2020; 高杰英等，2021)^{[11][14]}和企业价值(周方召等，2020; 李井林等，2021; 王琳璘等，2022)^{[40][20][31]}；另一方面，ESG的低评级和负面新闻将增加企业经营风险，损害企业价值，甚至危及客户声誉，致使客户股价下跌(Chen et al., 2021)^[5]。更为严重的是，供应商如果受到ESG相关处罚，客户基于自身利益和声誉考虑，可能终止与供应商的合作(Schiller, 2018)^[11]，客户关系稳定度将严重受损。因此，ESG评级高的企业为实现ESG表现的良性循环，将维持现有评级或追求更高的评级，会依据ESG评级标准、规则及信息披露的具体要求来提升ESG表现，完善企业的信息披露制度，提升信息披露质量与透明度，降低供应链企业间信息不对称，增强客户关系稳定度。

(二)ESG表现、产品差异化与客户关系稳定度

产品差异化是企业采用独特的流程与工艺，使自身产品区别于同一行业内其他同类产品，满足消费者差异化偏好的竞争战略(郭富红和陈艳莹，2016)^[15]。随着客户需求日益多样化与个性化，产品差异化已成为企业重要的核心竞争力之一(何慧爽，2010)^[16]。良好的ESG表现能强化客户对企业差异化产品的认知，使企业获得客户的重视和青睐，从而提升客户关系稳定度。

首先，ESG表现良好的企业具有更强的研发创新能力

(张雪和韦鸿，2021; 李井林等，2021)^{[39][20]}，在产品设计、结构功能、营销、客户体验、售后服务等方面形成难以模仿的独特竞争优势。创新驱动下的产品差异化竞争战略可塑造有别于竞争对手的个性化产品，满足客户多元化的产品需求，提升客户满意度并增强客户粘性。

其次，ESG表现良好的企业将环保融于生产经营理念，生产兼具绿色、健康、安全等环保效益特征的产品，获得客户认可与青睐，提升客户关系稳定度。在全球生态环境恶化、“碳中和”“碳达峰”已成为全球共识的背景下，消费者日益强烈的环保价值观使其更偏好安全、健康、环境友好型的产品，产品的绿色、环保特性成为客户评判产品差异化的重要认知维度(苏媛和李广培，2021)^[28]。绿色可持续发展理念引领新一轮供应链重塑，ESG表现良好的企业将绿色技术与工艺创新融于生产流程，采用更为节能环保的绿色生产方式(王琳璘等，2022)^[31]，通过生产差异化的绿色环保产品满足客户的绿色偏好，提升客户的环保感知度与认可度，强化其对企业产品差异化的认同(苏媛和李广培，2021)^[28]，吸引客户建立长久的战略合作关系。

最后，ESG表现良好的企业将社会责任融入产品差异化战略，通过积极履行社会责任提高声誉来建立品牌效应，生产区别于竞争对手的差异化的高质量产品(Bardos et al., 2020)^[2]。一方面满足客户对产品内在质量与功能效用的异质性需求，另一方面增强客户对企业产品差异化的认知，提升客户关系稳定度。此外，差异化产品包含了供应商企业的关系专有投资(Tian et al., 2001)^[12]，一旦客户关系断裂，供应商企业将失去关系专有投资的租金收益。因此，供应商企业为维系与客户的持久合作，将通过ESG理念塑造差异化的产品，增强合作双方粘性。

(三)ESG表现、企业绩效与客户关系稳定度

作为供应链上“一荣俱荣、一损俱损”的命运共同体，紧密的业务联系使得供应商和客户在资本市场上的表现休戚相关(李丹和王丹，2016)^[19]。不良事件在供应商与客户之间有传染效应，当供应商面临严重的财务危机或未来发展前景较差时，客户也会受其波及无法独善其身(彭璇和王雄元，2018)^[23]。供应商业绩不佳会引发原材料供应阻滞、交付违约风险上升，致使客户面临供应波动甚至断供、产品生产效率和质量下降等诸多风险，影响客户经

营的稳健性(石宁, 2021)^[27]。同理, 客户为获得稳定和高质量的产品, 也会随时关注上游供应商的ESG表现及业绩情况, 确定其短期内能否及时足量发货、长期内是否有生存能力以及足够的财务资源为客户提供后续服务, 并据此动态调整采购和销售战略。一旦客户预期供应商可能陷入财务困境并影响隐形契约的履行, 将会选择中断交易, 这将严重影响供应商的客户关系稳定度。

已有研究证实, 良好的ESG表现可提升企业绩效(李井林等, 2021; 王琳璘等, 2022)^{[20][31]}。ESG表现良好的企业往往具有较强的可持续竞争力与盈利能力, 在日常经营中坚持长期价值导向, 为利益相关方创造多元化的价值, 促进业绩稳定增长。此外, ESG表现良好的企业将绿色与可持续发展理念融入企业的战略决策, 向资本市场释放积极信号(Kumar et al., 2016)^[8], 降低经营风险(Sassen et al., 2016)^[10]和资本成本(邱牧远和殷红, 2019)^[25], 进而提升企业绩效。稳定且持续的企业绩效可降低原材料供应受阻、订单交付违约等供应链断供风险, 提升客户关系稳定度。

基于以上分析, 本文提出以下假设:

H1: 企业良好的ESG表现可以提升客户关系稳定度。

三、研究设计

(一)模型设定

借鉴潘红波和张哲(2020)^[22]、孙雅妮和王君宜(2021)^[29]的研究, 本文构建模型(1)检验ESG表现对客户关系稳定度的影响:

$$Stable_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t-1} + Ctrls_{j,i,t} + Indus + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $Stable_{i,t}$ 为*i*企业在第*t*期的客户关系稳定度, $ESG_{i,t-1}$ 为*i*企业在第*t-1*期的ESG表现, $Ctrls_{j,i,t}$ 为所有控制变量, $Indus$ 为行业固定效应, $Year$ 为年度固定效应。为确保研究的稳健性, 本文采用公司层面聚类(cluster)回归。

(二)变量定义

1.被解释变量: 客户关系稳定度(Stable)

借鉴潘红波和张哲(2020)^[22]、孙雅妮和王君宜(2021)^[29]的研究, 本文采用企业本年前五大客户在上年出现的个数除以5来度量客户关系稳定度(Stable), 数值处于0~1, 数值越大表明客户与企业多年持续合作, 客户粘性越大, 客户关系越稳定。例如, A企业本年前五大客

户为B、C、D、E和F, 上一年前五大客户为B、C、G、H、I, 客户B和C连续两年为A企业的合作方, 因此A企业本年的客户稳定度为2/5(即0.4)。

2.解释变量: ESG表现(ESG)

借鉴晓芳等(2021)^[35]、高杰英等(2021)^[14]、王琳璘等(2022)^[31]的研究, 本文采用华证ESG评级来衡量企业的ESG表现。选取华证ESG评级的原因主要在于: 其一, 评级涵盖的指标较全。华证ESG评级体系包含环境(E)、社会(S)和公司治理(G)的14个主题、26个关键指标以及130多个子指标, 且采用行业加权平均的方法进行计算, 有利于提高分析结果的准确度。其二, 覆盖范围广。评级覆盖全部A股上市公司, 三百万余条ESG评级数据, 可获得的观测值数量较其他ESG数据库更大。其三, 数据可获得性高。从Wind数据库可以获取公开披露的华证ESG评级数据。本文将华证ESG评级从低到高划分为C至AAA九个等级, 由低到高将ESG表现依次赋值为1~9。

3.控制变量

借鉴潘红波和张哲(2020)^[22]、孙雅妮和王君宜(2021)^[29]的研究, 本文选择客户集中度(CR)、企业规模(Size)、企业年龄(Age)、财务杠杆(Lev)、企业成长性(Growth)、股权集中度(Top1)、机构投资者关注(Inhold)、托宾Q值(Tobinq)、独立董事占比(Indep)、两职合一(Dual)、产权性质(Soe)、是否四大审计(Big4)作为控制变量。同时, 控制时间固定效应(Year)和行业固定效应(Indus)。变量定义详见表1。

表1 变量定义

变量	含义	度量方法
ESG	ESG表现	根据华证ESG评级由低到高赋值为1~9
Stable	客户关系稳定度	将本年企业前五大客户与去年前五大客户比对, 前后两年连续合作的客户数量除以5
CR	客户集中度	本年向前五大客户的销售额/全年销售额
Size	企业规模	总资产取对数
Age	企业年龄	企业上市年限
Lev	财务杠杆	负债总额/资产总额
Growth	企业成长性	(本年营业收入-去年营业收入)/本年营业收入
Top1	股权集中度	第一大股东持股比例
Inhold	机构投资者关注	机构持股比例
Tobinq	托宾Q值	市场价值/资产总额
Indep	独立董事占比	独立董事人数/董事会人数
Dual	两职合一	总经理兼任董事长取1, 否则取0
Soe	产权性质	国企取1, 否则取0
Big4	是否四大审计	国际四大取1, 否则取0

(三)样本选择与数据来源

本文以2010—2021年沪深A股上市公司为研究样本，考察ESG表现对客户关系稳定度的影响。上市公司从2009年开始在年报中正式地大规模披露前五大供应商名称和采购金额、前五大客户名称和销售金额，本文客户关系稳定度的计算需要用到上一年的数据(即企业的前五大客户连续两年出现的个数/5)，因此以2010年为样本起始年份。其中，ESG表现数据来源于Wind数据库中的华证ESG评级数据库；前五大客户名称信息披露资料来自CSMAR数据库，并通过搜索年报、企查查等方式验证是否属于上市公司；其他变量来自CSMAR数据库。鉴于客户名称及采购额是年度数据，ESG评级也采用年度数据。按照研究惯例，剔除ST、*ST类上市公司、金融保险类上市公司以及数据缺失公司，最终得到6296个公司-年度观测值。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

主要变量的描述性统计结果如表2所示。企业ESG表现(ESG)的中位数为6，均值为6.373，表明样本公司的ESG表现呈右偏分布，平均水平处于分值6~7，评级为BBB~A之间，样本公司的ESG表现整体处于中等偏上水平。客户关系稳定度(Stable)的中位数为0.400，均值为0.437，标准差为0.269，样本公司每年大约有2个较为稳定的大客户。整体而言，样本公司的客户关系稳定度偏低，且变化差异与波动性较大，部分企业频繁变动客户，部分企业的客户粘性较高。其他变量的描述性统计

表2 主要变量描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
ESG	6296	6.373	1.185	1	6	9
Stable	6296	0.437	0.269	0	0.400	1
CR	6296	0.342	0.246	0.014	0.270	0.996
Size	6296	22.100	1.286	19.575	21.942	25.791
Age	6296	17.805	6.875	4	19	29
Lev	6296	0.457	0.220	0.051	0.456	0.973
Growth	6296	0.187	0.448	-0.575	0.112	2.896
Top1	6296	0.356	0.152	0.090	0.330	0.761
Inhold	6296	0.463	0.232	0.005	0.479	0.907
Tobinq	6296	2.007	1.408	0.864	1.535	9.548
Indep	6296	0.369	0.050	0.333	0.333	0.571
Dual	6296	0.210	0.407	0	0	1
Soe	6296	0.497	0.500	0	0	1
Big4	6296	0.049	0.215	0	0	1

结果与既有研究(潘红波和张哲(2020)^[22]、孙雅妮和王君宜(2021)^[29]、张广冬和邵艳(2022)^[37]较为一致。

(二)ESG表现对客户关系稳定的影响检验

表3列(1)和(2)为未考虑控制变量的回归结果，其中列(1)未控制行业和年份，列(2)控制行业和年份；列(3)为考虑控制变量、行业和年份的回归结果；为稳健起见，列(4)在列(3)的基础上控制了公司个体固定效应。ESG表现的估计系数均显著为正，表明企业良好的ESG表现提高了客户关系稳定度，假设H1得到验证。从列(3)看，就经济意义而言，企业的ESG评级每提高一个等级，客户稳定度增加0.016。

(三)稳健性检验

1.替换解释变量(ESG)

借鉴高杰英等(2021)^[14]的研究，按华证ESG评级大类构建ESG1、ESG2来替代基本回归中的ESG变量。其中，

表3 ESG表现与客户关系稳定度的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Stable	Stable	Stable	Stable
ESG	0.011*** (3.787)	0.014*** (4.342)	0.016*** (4.643)	0.012*** (2.676)
CR			0.157*** (10.131)	0.151*** (5.142)
Size			0.005 (1.195)	0.005 (0.499)
Age			0.001 (0.872)	-0.002 (-0.039)
Lev			-0.066*** (-3.581)	-0.053 (-1.609)
Growth			-0.086*** (-12.670)	-0.075*** (-10.707)
Top1			0.009 (0.340)	-0.151** (-2.445)
Inhold			0.015 (0.764)	-0.106** (-2.496)
Tobinq			-0.005* (-1.696)	0.002 (0.507)
Indep			-0.295*** (-4.587)	-0.154 (-1.476)
Dual			0.027*** (3.145)	-0.011 (-0.889)
Soe			-0.010 (-1.174)	-0.050** (-2.155)
Big4			-0.010 (-0.591)	0.001 (0.034)
行业	未控制	控制	控制	控制
年度	未控制	控制	控制	控制
个体固定效应	未控制	未控制	未控制	控制
截距项	0.367*** (19.555)	0.277*** (7.678)	0.271*** (2.882)	0.446 (0.507)
样本量	6296	6296	6296	6296
调整R ²	0.002	0.090	0.128	0.401

注：括号内为t值，***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平下显著。下表同。

当华证ESG评级为C~CCC时ESG1取值为1；B~BBB时ESG1取值为2；A~AAA时ESG1取值为3。当华证ESG评级为BBB级及以上时ESG2取值为1，否则为0。重新对模型(1)进行回归，结果如表4列(1)和(2)所示。ESG1、ESG2的系数分别为0.019和0.047，且均在1%水平下显著，再次验证了假设H1，企业良好的ESG表现提升了客户关系稳定度。

2. 替换被解释变量(Stable)

借鉴王雄元和彭旋(2016)^[32]、孙雅妮和王君宜(2021)^[29]的做法，采用以下两种方式替换客户关系稳定度：(1)计算行业年度客户关系稳定度的中位数，当Stable大于行业中位数时Stable1取值为1，否则为0；(2)计算行业年度客户关系稳定度的均值，当Stable大于行业均值时

表4 ESG表现与客户关系稳定度的稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Stable	Stable	Stable1	Stable2	Stable	Stable	Stable
ESG			0.020*** (3.231)	0.023*** (3.493)	0.016*** (4.631)		
ESG1	0.019*** (2.668)						
ESG2		0.047*** (4.290)					
ESG-02						0.015*** (3.797)	
ESG-03							0.017*** (3.520)
CR	0.155*** (9.936)	0.153*** (9.941)	0.203*** (7.162)	0.239*** (8.044)	0.157*** (10.459)	0.145*** (7.889)	0.157*** (7.180)
Size	0.008* (1.950)	0.009** (2.099)	-0.005 (-0.643)	0.001 (0.162)	0.005 (1.211)	0.007 (1.454)	0.010 (1.612)
Age	0.001 (0.850)	0.001 (1.035)	0.001 (0.407)	0.001 (0.564)	0.001 (0.893)	0.001 (0.434)	-0.001 (-0.113)
Lev	-0.073*** (-3.969)	-0.070*** (-3.781)	-0.098*** (-2.846)	-0.084** (-2.340)	-0.066*** (-3.653)	-0.081*** (-3.589)	-0.074*** (-2.756)
Growth	-0.087*** (-12.750)	-0.087*** (-12.927)	-0.135*** (-9.931)	-0.123*** (-10.034)	-0.086*** (-11.831)	-0.092*** (-11.409)	-0.090*** (-8.983)
Top1	0.008 (0.274)	0.008 (0.288)	-0.002 (-0.048)	-0.011 (-0.208)	0.009 (0.346)	-0.007 (-0.208)	0.007 (0.170)
Inhold	0.015 (0.758)	0.016 (0.786)	0.003 (0.095)	0.023 (0.588)	0.015 (0.776)	0.019 (0.751)	0.012 (0.366)
Tobinq	-0.005 (-1.518)	-0.004 (-1.322)	-0.008 (-1.390)	-0.011* (-1.823)	-0.005* (-1.726)	-0.001 (-0.379)	-0.003 (-0.590)
Indep	-0.291*** (-4.527)	-0.287*** (-4.471)	-0.277** (-2.268)	-0.486*** (-3.838)	-0.295*** (-4.502)	-0.293*** (-3.767)	-0.232** (-2.544)
Dual	0.027*** (3.191)	0.026*** (3.028)	0.030* (1.906)	0.044*** (2.685)	0.027*** (3.218)	0.023** (2.219)	0.026** (2.002)
Soe	-0.008 (-0.945)	-0.009 (-1.026)	0.003 (0.170)	-0.023 (-1.372)	-0.010 (-1.188)	-0.018* (-1.805)	-0.029** (-2.476)
Big4	-0.009 (-0.524)	-0.010 (-0.554)	-0.021 (-0.716)	-0.012 (-0.399)	-0.010 (-0.643)	-0.007 (-0.354)	-0.003 (-0.115)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	0.258*** (2.743)	0.241** (2.576)	0.785*** (4.447)	0.474*** (2.606)	0.271*** (2.892)	0.235** (2.043)	0.216 (1.575)
样本量	6296	6296	6296	6296	6296	4449	3167
调整/伪R ²	0.126	0.127	0.031	0.030	0.695	0.131	0.132

Stable2取值为1，否则为0。替换被解释变量后，重新对模型(1)进行回归，表4列(3)和(4)报告了回归结果。ESG系数分别为0.020和0.023，且均在1%水平下显著，即企业良好的ESG表现能够提高客户关系稳定度，再次验证研究结论的稳健性。

3. 更换为Tobit回归

考虑到客户关系稳定度(Stable)的取值范围为0~1，采用Tobit方法重新对模型(1)进行回归，表4列(5)展示了回归结果，ESG的系数仍在1%水平下显著为正，再次验证假设H1。

4. 解释变量滞后检验

考虑到企业ESG表现对客户关系的稳定度可能有多期滞后影响，因此，进一步考察ESG滞后两期和三期对客户关系的稳定度的影响。表4列(6)和(7)分别为ESG滞后两期(ESG-02)和三期(ESG-03)的回归结果，回归系数均在1%水平下显著为正。

(四) 内生性检验

1. 倾向得分匹配法(PSM)

一是依据ESG评级高低对原始样本进行分组，同行业同年度ESG评级高于中位数则为处理组，评级低于中位数则为控制组。以控制变量为特征变量，通过Logit回归计算倾向得分匹配值(PS)，采用1:1近邻匹配、卡尺匹配方法进行配对，将配对之后的样本进行回归。表5列(1)和(2)中ESG的回归系数均在1%水平下显著为正。二是将同行业同年度ESG评级进行三分位数分组，其中评级最高的三分之一为处理组，其余为控制组，采用1:1近邻匹配、1:3匹配方法配对，并将匹配之后的样本进行回归。表5列(3)和(4)中ESG的回归系数亦是在1%水平下显著为正。以上结果表明，在控制可能存在的内生性与自选择问题后，研究结论依然稳健。

2. 工具变量法

借鉴Benlemlih and Bitar(2018)^[3]、高杰英等(2021)^[14]的研究，采用同年度同行业同省份的ESG(1~9级和1~3级)评级的均值(ESG_mean和ESG1_mean)作为工具变量。同年度同行业同省份其他企业ESG评级会影响本企业的ESG表现，但并不直接影响企业的客户关系稳定度。采用两阶段最小二乘法对上述工具变量分别进行回归。表6列(1)和(3)分别报告了工具变量ESG_mean和ESG1_mean的第一

阶段回归结果，列(2)和(4)报告了第二阶段的回归结果。工具变量第一阶段F统计量值分别为430.81和266.95，均通过了弱工具变量检验，表明ESG_mean和ESG1_mean有较强的解释力度。表6显示，两阶段回归系数均在1%水平下显著为正，进一步佐证研究结论的稳健性。

五、影响机制及异质性分析

(一)影响机制检验

供应商良好的ESG表现如何被客户捕捉和识别，成为供应商维系与客户持久合作的关键。本文进一步从信息不对称程度、产品差异化程度、企业绩效三条路径检验ESG表现对客户关系稳定度的影响机理。

1.信息不对称程度

基于前文理论分析，信息不对称问题是供应链企业间的痼疾(孙雅妮和王君宜, 2021)^[29]，而供应商良好的ESG表现能够降低信息不对称，提升客户粘性与供应链韧性，维系稳定的客户关系。为验证这一影响路径，借

表5 PSM回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	1:1近邻匹配	卡尺匹配	1:1近邻匹配	1:3匹配
ESG	0.016*** (4.649)	0.016*** (4.641)	0.032*** (2.650)	0.028*** (2.885)
CR	0.157*** (10.067)	0.158*** (10.116)	0.135*** (4.453)	0.163*** (7.041)
Size	0.005 (1.196)	0.005 (1.173)	-0.001 (-0.098)	0.004 (0.784)
Age	0.001 (0.874)	0.001 (0.885)	-0.001 (-0.572)	-0.001 (-0.165)
Lev	-0.066*** (-3.537)	-0.065*** (-3.476)	-0.055 (-1.537)	-0.075*** (-2.744)
Growth	-0.085*** (-12.269)	-0.082*** (-10.337)	-0.084*** (-5.771)	-0.079*** (-7.085)
Top1	0.010 (0.352)	0.010 (0.376)	0.019 (0.385)	0.003 (0.083)
Inhold	0.016 (0.792)	0.016 (0.795)	0.023 (0.592)	0.030 (1.027)
Tobinq	-0.005 (-1.632)	-0.005* (-1.683)	-0.012** (-2.106)	-0.008* (-1.733)
Indep	-0.290*** (-4.506)	-0.286*** (-4.424)	-0.270** (-2.414)	-0.314*** (-3.704)
Dual	0.027*** (3.129)	0.026*** (3.062)	0.025 (1.426)	0.019 (1.516)
Soe	-0.010 (-1.194)	-0.010 (-1.165)	-0.032** (-2.027)	-0.013 (-1.085)
Big4	-0.010 (-0.595)	-0.011 (-0.637)	0.012 (0.413)	-0.019 (-0.877)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
截距项	0.267*** (2.844)	0.267*** (2.827)	0.429*** (2.632)	0.332*** (2.627)
样本量	6287	6262	1868	3279
调整R ²	0.127	0.122	0.125	0.127

鉴晓芳等(2021)^[35]的研究，采用修正Jones模型计算应计盈余管理(可操控应计利润)的绝对值度量信息不对称(Inasy)，绝对值数值越大，信息不对称程度越高；并构建中介效应模型(2)和(3)进行检验：

$$Inasy_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t-1} + Ctrls + Indus + Year + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Stable_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 ESG_{i,t-1} + \lambda_2 Inasy_{i,t} + Ctrls + Indus + Year + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

表7列(2)中ESG的估计系数在5%水平下显著为负，列(3)加入中介变量Inasy之后，ESG的估计系数在1%水平下显著为正。检验结果表明，良好的ESG表现能提升企业的信息透明度，提供企业的产品安全、环保活动、社会责任等更多维度的可持续发展信息，缓解供应链企业间的信息不对称程度，强化供应链内嵌合作，增强供应

表6 工具变量检验结果

变量	工具变量(ESG_mean)		工具变量(ESG1_mean)	
	(1)ESG	(2)Stable	(3)ESG	(4)Stable
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
ESG_mean	0.939*** (91.819)			
ESG1_mean			1.689*** (65.322)	
ESG		0.020*** (4.441)		0.017*** (3.207)
CR	-0.281*** (-7.570)	0.161*** (10.528)	-0.316*** (-7.190)	0.160*** (10.424)
Size	0.150*** (14.463)	0.004 (0.935)	0.223*** (18.320)	0.005 (1.135)
Age	0.004*** (2.845)	0.001 (0.557)	0.001 (0.721)	0.001 (0.572)
Lev	-0.252*** (-5.581)	-0.054*** (-2.915)	-0.441*** (-8.274)	-0.057*** (-3.014)
Growth	-0.044** (-2.406)	-0.087*** (-11.602)	-0.064*** (-2.976)	-0.087*** (-11.632)
Top1	0.047 (0.711)	0.003 (0.115)	-0.029 (-0.369)	0.003 (0.111)
Inhold	0.058 (1.190)	0.018 (0.900)	0.020 (0.348)	0.018 (0.899)
Tobinq	0.033*** (4.433)	-0.006* (-1.896)	0.047*** (5.378)	-0.006* (-1.845)
Indep	0.177 (1.095)	-0.303*** (-4.574)	0.190 (0.993)	-0.301*** (-4.553)
Dual	-0.002 (-0.117)	0.024*** (2.870)	0.025 (1.038)	0.024*** (2.874)
Soe	0.050** (2.453)	-0.014* (-1.660)	0.118*** (4.845)	-0.013 (-1.581)
Big4	-0.001 (-0.014)	-0.009 (-0.573)	0.004 (0.085)	-0.009 (-0.566)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
截距项	-2.927*** (-12.649)	0.274*** (2.887)	-2.376*** (-8.679)	0.269*** (2.829)
样本量	6296	6296	6296	6296
调整R ²	0.737	0.135	0.632	0.135
C-D Wald F	430.81		266.95	
Sargan p	0.000		0.000	

商的客户粘性，提升其客户关系稳定度。

2. 产品差异化程度

企业可能将ESG理念整合至业务层面的产品差异化战略中，通过提高产品的差异化程度来满足客户对于产品多样化和个性化的需求，获得客户的重视和青睐，提升客户关系稳定度。因此，进一步检验产品差异化程度(PD)的中介效应。考虑到差异化产品在销售时往往投入更多的营销与服务费用来彰显其独特优势，也意味着企业投入了较多的关系专用资产(王勇, 2020)^[33]，本文以企业销售费用占同期总资产的比重衡量产品差异化程度。将模型(2)和(3)中的Inasy替换为PD进行回归，表7列(4)中ESG的回归系数显著为正，列(5)加入中介变量后

表7 中介效应检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Stable	Inasy	Stable	PD	Stable	ROA	Stable
ESG	0.016*** (4.643)	-0.002** (-2.476)	0.010*** (3.008)	0.001** (2.302)	0.015*** (4.485)	0.003*** (4.303)	0.015*** (4.355)
Inasy			-0.260*** (-3.941)				
PD					0.482*** (5.119)		
ROA							0.294*** (4.082)
CR	0.157*** (10.131)	0.012*** (3.641)	0.167*** (10.425)	-0.040*** (-22.568)	0.178*** (11.052)	-0.015*** (-5.119)	0.162*** (10.390)
Size	0.005 (1.195)	-0.005*** (-5.402)	0.003 (0.747)	-0.002*** (-3.542)	0.007 (1.518)	0.012*** (14.027)	0.002 (0.359)
Age	0.001 (0.872)	0.001 (0.746)	0.001 (1.277)	-0.001 (-1.078)	0.001 (0.645)	-0.001*** (-3.787)	0.001 (1.081)
Lev	-0.066*** (-3.581)	0.038*** (8.092)	-0.054*** (-2.610)	-0.005** (-2.084)	-0.055*** (-2.930)	-0.127*** (-24.551)	-0.029 (-1.402)
Growth	-0.086*** (-12.670)	0.010*** (4.219)	-0.082*** (-10.555)	0.002* (1.736)	-0.088*** (-12.610)	0.024*** (13.374)	-0.093*** (-13.296)
Top1	0.009 (0.340)	-0.008 (-1.411)	0.005 (0.176)	0.010** (2.519)	-0.002 (-0.067)	0.005 (0.964)	0.008 (0.291)
Inhold	0.015 (0.764)	0.004 (1.021)	0.019 (0.931)	0.007** (2.131)	0.015 (0.724)	0.024*** (7.402)	0.008 (0.403)
Tobinq	-0.005* (-1.696)	0.002*** (2.579)	-0.004 (-1.088)	0.003*** (4.968)	-0.007** (-2.268)	0.005*** (6.175)	-0.007** (-2.202)
Indep	-0.295*** (-4.587)	0.007 (0.483)	-0.273*** (-4.169)	-0.015 (-1.576)	-0.293*** (-4.544)	-0.016 (-1.381)	-0.290*** (-4.518)
Dual	0.027*** (3.145)	0.001 (0.228)	0.030*** (3.373)	-0.001 (-0.188)	0.024*** (2.836)	0.001 (0.596)	0.027*** (3.115)
Soe	-0.010 (-1.174)	-0.004** (-2.011)	-0.006 (-0.746)	-0.004*** (-3.342)	-0.011 (-1.311)	-0.006*** (-3.789)	-0.008 (-0.951)
Big4	-0.010 (-0.591)	-0.001 (-0.338)	-0.011 (-0.596)	0.002 (1.002)	-0.010 (-0.577)	-0.002 (-0.673)	-0.010 (-0.563)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	0.271*** (2.882)	0.162*** (7.902)	0.325*** (3.309)	0.072*** (5.773)	0.231** (2.437)	-0.204*** (-10.839)	0.330*** (3.477)
样本量	6296	6296	6296	6296	6296	6296	6296
调整R ²	0.128	0.097	0.128	0.417	0.129	0.316	0.130
Sobel检验的Z统计量		2.128**		2.230**		3.226***	

ESG和PD的系数均在1%水平下显著为正，验证了产品差异化程度的中介效应。企业将ESG理念融于经营活动，生产出兼具环保特征和差异化优势的产品，获得客户的青睐与认可，建立与客户持久的合作关系。

3. 提升企业绩效

ESG表现通过提升企业绩效来降低原材料供应阻滞、交付违约风险上升等供应链断供风险，增强供应链抗风险能力，提升客户关系稳定度。因此，本文进一步检验企业绩效的中介效应。选取总资产收益率(ROA)作为企业绩效的衡量指标，将模型(2)和(3)中的Inasy替换为ROA进行回归。表7列(6)中ESG的回归系数显著为正，列(7)加入中介变量后企业绩效(ROA)和ESG的系数均在1%水平下显著为正，表明企业绩效发挥了部分中介效应。

(二) 异质性分析

1. 重污染行业的影响

环境治理(E)是ESG表现中至关重要的维度之一，也是ESG表现区别于企业财务绩效表现的重要特质。既有研究发现，政府、监管部门、客户等利益相关者对不同行业环境敏感性的企业ESG表现存在差异化的关注度与期望(李井林等, 2021)^[20]，重污染行业企业良好的ESG表现更为瞩目，往往获得更积极的市场评价与反应。因此，进一步区分行业环境敏感性来考察ESG表现对客户关系稳定度的影响。

借鉴李井林等(2021)^[20]的研究，依据企业所处行业是否为重污染行业，将样本区分为重污染行业组与非重污染行业组，考察ESG表现对客户关系稳定度的影响是否存在差异化的作用。表8列(1)和(2)的回归结果显示，重污染行业组的ESG系数为0.024，且在1%水平下显著，非重污染行业组的ESG系数为0.009，且在10%水平下显著，ESG表现对客户关系稳定度的影响在重污染行业组更为显著。研究结果表明，处于重污染行业的企业通过提升ESG表现来向市场传递绿色高质量发展的积极信号，更容易获得客户的青睐和信任，有利于提升客户关系稳定度。

2. 环境不确定性的影响

环境不确定性是指顾客偏好、技术发展、竞争行为等方面不可预知的变化(梁敏等, 2022)^[21]，后疫情时代，较高的环境不确定性可能对供应链的稳定带来不利冲击。为应对环境变化造成的冲击，企业可以积极投入资源来

提高企业价值和竞争优势(Chan, 2005)^[4], 而ESG活动是资源投入的重要组成部分。良好的ESG表现具有“保险效应”(Chen et al., 2021)^[5], 可以帮助企业积累道德和声誉资本, 与利益相关者建立稳固的合作和信任关系, 来应对外界不利冲击。因此, 进一步检验环境不确定性存在差异时, ESG表现对客户关系稳定度的不同影响。

借鉴申慧慧等(2012)^[26]的做法, 采用过去五年非正常收入经行业调整后的变异系数来衡量环境不确定性。再根据同年度同行业的中位数将样本区分为环境不确定性高和环境不确定性低两组。分组回归结果如表8列(3)和(4)所示, 环境不确定性高组的ESG系数在1%水平下显著为正, 环境不确定性低组的ESG系数不显著, 表明在环境不确定性较高即外部环境复杂多变时, 企业通过积极开展环保活动、履行社会责任, 可以提升企业可持续竞争力与盈利能力, 应对外部环境变化对企业的有利冲击,

增强供应链抗风险能力, 提升客户关系稳定度。

3. 法治环境的影响

我国各地区价值信念体系存在较大差异, 加之法制尚不完善, 导致区域间法治水平参差不齐。法治环境不完善客观上抑制了企业履行社会责任的意愿(孙泽宇和齐保全, 2022)^[30], 也影响公司治理效应(柯东昌和李连华, 2020)^[18]。如果公司所处地区法治环境较差, 市场乱象丛生, 会极大地打击公众及其他利益相关者对该区域的好感和信任程度, 致使企业面临较高的法律风险与声誉风险, 加重信息不对称问题。基于此, 推测不同法治环境下, ESG表现对客户关系稳定度存在差异化的影响。

法治环境的量化数据来自王小鲁等发布的《中国分省份市场化指数报告》中“市场中介组织的发育和法律环境”部分, 数值越大表明该地区的法律环境越优良。将法治环境分为高低两组, 展开分组回归。表8列(5)中ESG的回归系数为0.022, 且在1%水平下显著, 列(6)中ESG的回归系数为0.009, 在10%水平下显著, 说明ESG表现对客户关系稳定度的提升效应在法治环境相对不完善的地区更为显著。这表明, 企业良好的ESG表现能降低因外部法律法规不完善而导致的信息不透明问题, 帮助企业树立遵纪守法、维护社会秩序的公众形象, 向外界释放积极信号, 降低供应链企业间的信息不对称程度, 提升客户关系稳定度。

六、进一步分析

(一) ESG表现对客户关系稳定度持续性的影响

ESG活动有战略效应, 良好的ESG表现能够强化企业长期导向, 在制定长期发展战略时更加重视合作方的利益, 最大限度地为利益相关方创造多元价值(李井林等, 2021)^[20]。因此, 良好的ESG表现能影响客户关系稳定度持续性, 吸引客户长期持续合作并实现深度共赢。

借鉴孙雅妮和王君宜(2021)^[29]的研究, 本文采用客户连续三年(Stable3)、连续四年(Stable4)在企业年报披露的前五大客户名单中重复出现的比例来度量客户关系稳定度的持续性, 并代入模型(1)进行回归。同时, 构建虚拟变量Stable3_dum, 当连续三年出现稳定客户时取1, 否则取0; 同理, 构建虚拟变量Stable4_dum, 当连续四年出现稳定客户时取1, 否则取0。考虑到Stable3_dum和

表8 异质性分析回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	非重污染行业	重污染行业	环境不确定性低	环境不确定性高	法治环境差	法治环境好
ESG	0.009* (1.935)	0.024*** (4.624)	0.008 (1.452)	0.024*** (4.635)	0.022*** (4.659)	0.009* (1.852)
CR	0.176*** (9.056)	0.132*** (5.121)	0.202*** (7.946)	0.127*** (5.359)	0.097*** (4.350)	0.214*** (10.029)
Size	0.002 (0.355)	0.014** (2.020)	0.008 (1.236)	-0.002 (-0.356)	0.001 (0.096)	0.008 (1.392)
Age	0.001 (1.316)	-0.001 (-0.542)	0.003*** (3.172)	0.001 (1.362)	0.001 (1.472)	-0.001 (-0.049)
Lev	-0.052** (-2.182)	-0.080*** (-2.752)	-0.060* (-1.855)	-0.035 (-1.299)	-0.015 (-0.578)	-0.077*** (-2.867)
Growth	-0.076*** (-8.544)	-0.117*** (-8.894)	0.017 (0.490)	-0.074*** (-9.093)	-0.083*** (-8.444)	-0.087*** (-7.610)
Top1	0.006 (0.189)	0.017 (0.368)	-0.032 (-0.684)	0.072 (1.594)	-0.008 (-0.199)	0.013 (0.352)
Inhold	0.012 (0.503)	0.020 (0.588)	0.055 (1.473)	-0.068* (-1.837)	0.046 (1.480)	-0.008 (-0.310)
Tobinq	-0.009** (-2.465)	0.001 (0.234)	-0.005 (-0.868)	-0.002 (-0.416)	-0.001 (-0.109)	-0.012*** (-2.623)
Indep	-0.306*** (-3.701)	-0.251** (-2.281)	-0.469*** (-4.281)	-0.077 (-0.751)	-0.339*** (-3.588)	-0.215** (-2.266)
Dual	0.018* (1.718)	0.043*** (3.013)	0.042*** (2.838)	0.004 (0.288)	0.028** (2.116)	0.014 (1.265)
Soe	-0.011 (-1.034)	-0.012 (-0.863)	-0.034** (-2.512)	0.004 (0.309)	-0.003 (-0.238)	-0.017 (-1.392)
Big4	-0.015 (-0.681)	-0.008 (-0.349)	-0.007 (-0.278)	-0.057** (-2.296)	-0.029 (-1.152)	-0.004 (-0.190)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	0.378*** (3.142)	0.224 (1.508)	0.293* (1.898)	0.255* (1.704)	0.264* (1.910)	0.322** (2.387)
样本量	4064	2232	2446	2462	3008	3288
调整R ²	0.124	0.089	0.141	0.121	0.111	0.162
组间差异	8.78***		11.38***		4.17***	

Stable4_dum均为虚拟变量，因此，采用Logit方法对模型(1)进行回归。回归结果如表9所示，列(1)~(4)中ESG的系数均在1%水平下显著为正，表明良好的ESG表现会对客户关系稳定度产生持续影响，助力企业与客户维系长久合作关系，实现互利共赢和协同发展。

(二)排除替代性解释

ESG表现对客户关系的稳定度的影响可能有替代性解释：具有强盈利能力、高信息披露质量等特征的优质企业更容易获得客户青睐，使得客户粘性较强，从而形成稳定的客户关系。故而，需排除替代性解释对研究结果的影响。

考虑到沪深300指数和深证100指数名单中的企业多为投资者认同度高的核心优质企业，因此，本文分别删除沪深300指数和深证100指数名单中的上市公司后重新对模型(1)进行回归。表10中ESG的回归系数均在1%水平下显著为正，表明在剔除优质企业的干扰后，ESG表现对客户关系的稳定度仍有提升效应，进一步佐证前文检验的稳健性。

表9 ESG表现对客户关系的稳定度持续性的影响检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Stable3	Stable3_dum	Stable4	Stable4_dum
ESG	0.016*** (4.834)	0.180*** (4.984)	0.013*** (3.771)	0.170*** (4.448)
CR	0.132*** (8.518)	1.237*** (7.057)	0.105*** (6.693)	1.143*** (6.270)
Size	0.004 (1.002)	0.012 (0.242)	0.007 (1.457)	0.045 (0.852)
Age	-0.001 (-0.584)	0.006 (0.833)	-0.001 (-1.236)	0.002 (0.227)
Tobinq	-0.005 (-1.603)	-0.065** (-2.042)	-0.002 (-0.675)	-0.045 (-1.286)
Lev	-0.097*** (-5.091)	-1.036*** (-5.137)	-0.080*** (-4.048)	-1.095*** (-4.957)
Growth	-0.063*** (-8.358)	-0.600*** (-7.905)	-0.043*** (-5.495)	-0.446*** (-4.985)
Top1	0.013 (0.444)	0.021 (0.070)	0.024 (0.813)	0.500 (1.479)
Inhold	0.024 (1.133)	0.087 (0.391)	0.003 (0.133)	-0.231 (-0.891)
Indep	-0.344*** (-5.035)	-1.794** (-2.527)	-0.363*** (-5.155)	-2.223*** (-2.834)
Dual	0.019** (2.134)	-0.028 (-0.309)	0.005 (0.559)	-0.151 (-1.494)
Soe	-0.004 (-0.510)	0.082 (0.929)	0.001 (0.062)	0.103 (1.074)
Big4	-0.005 (-0.315)	-0.012 (-0.062)	-0.025 (-1.498)	-0.082 (-0.427)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
截距项	0.205** (2.052)	0.379 (0.355)	0.111 (0.981)	-1.192 (-0.945)
样本量	4687	4687	3392	3392
调整/伪R ²	0.136	0.086	0.138	0.092

七、结论与启示

在“碳达峰”“碳中和”、经济绿色高质量发展、疫情引发的供应链不稳定等背景下，越来越多企业以稳定供应链为工作重点，以期提升竞争力并化解外界不利冲击。如何维系稳定的客户关系，成为后疫情时代理论界与实务界共同关注的焦点话题。本文以2010—2021年沪深A股上市公司为样本，探究企业ESG表现对客户关系的稳定度的影响。研究发现，良好的ESG表现通过缓解信息不对称程度、增强产品差异化程度、改善企业绩效来增强客户关系稳定度。异质性分析表明，ESG表现对客户关系的稳定度的提升效应在重污染行业、环境不确定性高时、法治环境较差的地区更为明显。进一步研究发现，ESG表现对客户关系的稳定度有持续性影响。

基于上述结论，本文的启示如下：第一，企业应将ESG多维度的可持续发展理念融入企业文化与章程等顶层设计中，通过树立绿色环保意识、积极履行社会责任、改善公司治理水平提升ESG表现，实现企业绿色高质量发展。此外，重污染行业、环境不确定性高时、法治环境较差地区的企业更应重视ESG理念及实践，在外部环境风险较高时通过提升ESG表现来维系稳定的客户关系。第二，监管部门应构建良好的制度环境，助力企业提升ESG

表10 排除替代性解释的回归结果

变量	剔除沪深指数300的企业		剔除深证指数100的企业	
	系数	t值	系数	t值
ESG	0.017***	(4.722)	0.017***	(5.042)
CR	0.143***	(8.394)	0.159***	(9.906)
Size	0.004	(0.807)	0.007	(1.629)
Age	0.001	(1.000)	0.001	(0.988)
Lev	-0.067***	(-3.406)	-0.062***	(-3.248)
Growth	-0.084***	(-11.799)	-0.086***	(-12.306)
Top1	0.018	(0.587)	0.004	(0.147)
Inhold	0.011	(0.541)	0.012	(0.592)
Tobinq	-0.006*	(-1.856)	-0.005*	(-1.670)
Indep	-0.277***	(-3.980)	-0.285***	(-4.332)
Dual	0.026***	(2.865)	0.025***	(2.889)
Soe	-0.002	(-0.244)	-0.008	(-0.946)
Big4	-0.009	(-0.349)	-0.013	(-0.692)
行业	控制		控制	
年度	控制		控制	
截距项	0.274**	(2.498)	0.231**	(2.404)
样本量	5419		5930	
调整R ²	0.119		0.128	

表现。相关举措包括但不限于，完善ESG相关法律法规制度，如建立ESG负面清单制度，对ESG表现良好的企业给予绿色信贷优惠、税收减免等奖励措施；建立规范统一的ESG评级体系，降低评级分歧；建立相对统一、指标完备且具有可比性的披露指引，规范ESG信息披露方式，引导上市公司积极披露ESG信息，提升披露质量。第三，供应链企业间应重视良好的ESG表现对客户关系稳定度的提升效应。在后疫情时代，“双碳”战略将引领新一轮供应链

重塑，企业应将ESG理念融入供应链管理与创新实践，增强供应链抗风险能力，维系稳定的供应链关系。 ■

[基金项目：山东省自然科学基金青年项目“混改背景下非国有股东治理对山东省国有企业信息披露质量影响研究——基于年报文本挖掘的视角”(ZR2022QG012)、国家自然科学基金青年项目“报表附注披露模式的重构与个体投资者决策——基于心理学理论的实验研究”(71902096)、江苏省高校哲学社会科学一般项目“监管模式转变背景下交易所分行业监管对年报文本‘模板化’的治理效应研究”(2022SJYB0966)、山东省自然科学基金面上项目“薪酬差距、超额薪酬对高管减持行为的影响机理及监管对策研究”(ZR2022MG038)]

参考文献：

- [1] Anwar R, Malik J A. When does corporate social responsibility disclosure affect investment efficiency? a new answer to an old question[J]. SAGE Open, 2020, 10(4): 1-14.
- [2] Bardos K S, Ertugrul M, Gao L S. Corporate social responsibility, product market perception, and firm value[J]. Journal of Corporate Finance, 2020, 62(6): 1-18.
- [3] Benlemlih M, Bitar M. Corporate social responsibility and investment efficiency[J]. Journal of Business Ethics, 2018, 148(3): 647-671.
- [4] Chan R. Does the natural-resource-based view of the firm apply in an emerging economy? a survey of foreign invested enterprises in China[J]. Journal of Management Studies, 2005, 42(3): 625-672.
- [5] Chen H A, Karim K, Tao A. The effect of suppliers' corporate social responsibility concerns on customers' stock price crash risk[J]. Advances in Accounting, 2021, 52(1): 1-14.
- [6] Dai R, Liang H, Ng L K. Socially responsible corporate customers[J]. Journal of Financial Economics, 2020, 142(2): 598-626.
- [7] Fatemi A, Fooladi I, Tehrani H. Valuation effects of corporate social responsibility[J]. Journal of Banking & Finance, 2015, 59: 182-192.
- [8] Kumar N C, Smith C, Badis L, Wang N, Ambrosy P, Tavares R. ESG factors and risk-adjusted performance: a new quantitative model[J]. Journal of Sustainable Finance & Investment, 2016, 6(4): 292-300.
- [9] Luo K, Wu S. Corporate sustainability and analysts' earnings forecast accuracy: evidence from environmental, social and governance ratings[J]. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 2022, 29(5): 1465-1481.
- [10] Sassen R, Hinze, et al. Impact of ESG factors on firm risk in Europe[J]. Journal of Business Economics, 2016, 86(8): 867-904.
- [11] Schiller C M. Global supply-chain networks and corporate social responsibility[J]. Social Science Electronic Publishing, 2018.
- [12] Tian K T, Bearden W O, Hunter G L. Consumers' need for uniqueness: scale development and validation[J]. Journal of Consumer Research, 2001, 28(1): 50-66.
- [13] 方红星, 张勇. 供应商/客户关系型交易、盈余管理与审计师决策[J]. 会计研究, 2016, (1): 79-86+96.
- [14] 高杰英, 褚冬晓, 廉永辉, 等. ESG表现能改善企业投资效率吗?[J]. 证券市场导报, 2021, (11): 24-34+72.
- [15] 郭富红, 陈艳莹. 产品差异化理论研究综述——基于产品差异化程度越高市场势力越大视角[J]. 现代管理科学, 2016, (9): 97-99.
- [16] 何慧爽. 产品差异化、竞争强度与企业R&D策略分析[J]. 科学学研究, 2010, 28(9): 1361-1367.
- [17] 蒋德权, 蓝梦. 企业社会责任与产品市场表现[J]. 财经研究, 2022, 48(2): 109-122.
- [18] 柯东昌, 李连华. 管理者权力与企业研发投入强度：法律环境的抑制效应[J]. 科研管理, 2020, 41(1): 244-253.
- [19] 李丹, 王丹. 供应链客户信息对公司信息环境的影响研究——基于股价同步性的分析[J]. 金融研究, 2016, (12): 191-206.
- [20] 李井林, 阳镇, 陈劲, 崔文清. ESG促进企业绩效的机制研究——基于企业创新的视角[J]. 科学学与科学技术管理, 2021, 42(9): 71-89.
- [21] 梁敏, 曹洪军, 王小洁. 高管环保认知、动态能力与企业绿色创新绩效——环境不确定性的调节效应[J]. 科技管理研究, 2022, 42(4): 209-216.
- [22] 潘红波, 张哲. 高管-客户关系与企业客户稳定度[J]. 管理学报, 2020, 17(2): 196-203.
- [23] 彭旋, 王雄元. 支持抑或掠夺? 客户盈余信息与供应商股价崩盘风险[J]. 经济管理, 2018, 40(8): 135-152.
- [24] 邱保印, 程博. 客户稳定性的经济后果研究：基于供应商授信视角[J]. 商业经济与管理, 2022, (3): 42-56.
- [25] 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, 36(3): 108-123.
- [26] 申慧慧, 于鹏, 吴联生. 国有股权、环境不确定性与投资效率[J]. 经济研究, 2012, 47(7): 113-126.
- [27] 石宁. 内生互动视角下企业之间环境治理行为研究——基于供应商-客户数据的分析[J]. 山东社会科学, 2021, (12): 152-159.
- [28] 苏媛, 李广培. 绿色技术创新能力、产品差异化与企业竞争力[J]. 中国管理科学, 2021, (4): 46-56.
- [29] 孙雅妮, 王君宜. 经济政策不确定性、信息披露质量与客户关系稳定度[J]. 当代财经, 2021, (4): 125-136.
- [30] 孙泽宇, 齐保奎. 社会信任、法律环境与企业社会责任绩效[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2022, 37(1): 77-87.
- [31] 王琳琳, 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.
- [32] 王雄元, 彭旋. 稳定客户提高了分析师对企业盈余预测的准确性吗?[J]. 金融研究, 2016, (5): 156-172.
- [33] 王勇. 客户股权集中度与供应商关系专有资产投入——来自上市公司核心客户的经验证据[J]. 财经论丛, 2020, (2): 64-74.
- [34] 席龙胜, 王岩. 企业ESG信息披露与股价崩盘风险[J]. 经济问题, 2022, (8): 57-64.
- [35] 晓芳, 兰风云, 施雯, 熊浩, 沈华玉. 上市公司的ESG评级会影响审计收费吗?——基于ESG评级事件的准自然实验[J]. 审计研究, 2021, (3): 41-50.
- [36] 杨志强, 唐松, 李增泉. 资本市场信息披露、关系型合约与供需长鞭效应——基于供应链信息外溢的经验证据[J]. 管理世界, 2020, 36(7): 89-105+217-218.
- [37] 张广冬, 邵艳. 风险投资与公司客户稳定性[J]. 会计研究, 2022, (4): 179-192.
- [38] 张树山, 胡化广, 孙磊, 等. 供应链数字化与供应链安全稳定——一项准自然实验[J]. 中国软科学, 2021, (12): 21-31.
- [39] 张雪, 韦鸿. 企业社会责任、环境治理与创新[J]. 统计与决策, 2021, 37(18): 171-175.
- [40] 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.

(责任编辑：吴金宴)