

DOI: 10.13718/j.cnki.xdzk.2023.10.011

杨伯坚, 魏恬冰, 张孟瑶. ESG 如何影响权益资本成本 [J]. 西南大学学报(自然科学版), 2023, 45(10): 101-109.

ESG 表现如何影响权益资本成本

杨伯坚¹, 魏恬冰², 张孟瑶³

1. 河南财经政法大学 会计学院, 郑州 450016; 2. 东北财经大学 会计学院, 辽宁 大连 116025;
3. 东北财经大学 财政税务学院, 辽宁 大连 116012

摘要: ESG(环境、社会、公司治理)的经济后果一直存在“利益相关者假说”与“管理层自利假说”的争论, 该文从权益资本成本的角度对 ESG 表现经济后果进行分析。研究发现: 企业 ESG 表现可以显著降低权益资本成本, 作用机理在于企业提升自身 ESG 表现能减少非效率投资行为, 进而降低权益资本成本。进一步分析发现, 这种价值效应在市场化程度较高地区、非国企之中更加明显。该文为企业积极开展 ESG 活动提供相关证据, 也为政府施行可持续发展提供理论支撑。

关键词: 环境、社会、公司治理表现; 权益资本成本;
非效率投资

中图分类号: F270 文献标志码: A

开放科学(资源服务)标识码(OSID):

文章编号: 1673-9868(2023)10-0101-09



How Does ESG Affect the Cost of Equity Capital

YANG Bojian¹, WEI Tianbing², ZHANG Mengyao³

1. School of Accounting, Henan University of Economics and Law, Zhengzhou 450016, China;
2. School of Accounting, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian Liaoning 116025, China;
3. School of Finance and Taxation, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian Liaoning 116012, China

Abstract: The economic consequences of ESG (Environmental, Social, Governance) have always been debated between “stakeholder hypothesis” and “managerial self-interest hypothesis”. This paper analyzes the economic consequences of ESG from the perspective of cost of equity capital, and the mechanism of action is that the improvement of ESG performance can reduce inefficient investment behaviors and thus reduce the cost of equity capital. Further analysis shows that this value effect is more obvious in areas with a high degree of marketization and non-state-owned enterprises. This paper provides relevant evidence for enterprises to actively implement ESG activities, also provides theoretical support for the government to implement sustainable development.

Key words: ESG performance; cost of equity capital; non efficient investment

“十四五”规划以来,我国将可持续发展和高质量发展作为时代发展的主题^[1].随着全球经济一体化不断深入,企业的环境责任、社会责任及公司内部治理等方面达到了前所未有的重视程度.企业作为经济发展的微观主体,能否在可持续发展上有所突破,将对我国经济实现高质量发展产生重要影响.ESG(环境、社会、公司治理)来源于2016年联合国提出的可持续发展目标和理念,具体是从环境、社会和公司治理3个方面考察的一项综合绩效指标.2018年6月,我国证监会发布了《上市公司治理准则》,建立了ESG信息考核基本框架.自此,在我国政策的强力推动下,ESG信息披露成为了我国资本市场落实“双碳”目标和企业可持续发展的重要手段.2020年12月,我国发布《中国ESG发展白皮书》,希望推动ESG理念,进而推动可持续发展.然而,国内对于ESG经济后果及影响因素的研究相比国外起步较晚,大多数研究聚焦在ESG表现对企业绩效^[2-4]、融资约束^[5]、投资效率^[6-7]、股价崩盘^[8]、科技创新^[9-11]、全要素生产率^[12]的影响等方面.虽然有部分文章指出ESG表现能够降低资金成本,但是并没有文章系统地研究ESG与权益资金成本二者之间的关系,对其中的影响作用机理更是缺乏探讨.

鉴于此,本文选取2011—2020年我国沪深A股主板上市公司作为样本,将企业ESG表现作为核心解释变量,从公司权益资本成本的角度,探讨ESG行为所造成的经济后果.本文潜在的创新之处在于:①已有文献多从社会责任的角度考察对权益资本成本的影响,而考察ESG整体对权益资本成本影响的研究相对较少,本文从ESG表现出发丰富了关于ESG行为后果的相关文献.②基于中国国情,在厘清二者之间关系后,本文进一步研究二者的作用机制,对企业积极履行ESG表现提出具有针对性的建议,为企业可持续发展提出证据支持.

1 文献综述与假设

1.1 ESG表现能够降低企业权益资本成本

支持ESG能够降低权益资本成本的理论主要有利益相关者理论、信号传递理论及可持续发展理论.利益相关者理论认为,随着企业发展物质资本在企业中所占地位会逐渐被弱化,企业正常生存和运营需要各方利益相关者的支持.ESG行为能够满足股东、债权人、员工、供应商、地方政府、公益组织、媒体等利益相关方的需求,降低企业经营风险和股东对于风险回报的需求^[13-14],从而使权益资本成本降低.根据信号传递理论,ESG作为非财务信息对外进行披露,在一定程度上能够补充财务信息所不能揭示的部分,缓解企业与外部的信息不对称,帮助外部投资者更真实地了解企业运营状况并对企业管理者进行监督,从而降低代理成本.ESG重点关注社会责任和环境保护等方面,这些行为能够对外界传递积极信号,帮助企业在投资者面前树立良好的形象,从而降低企业资金使用成本^[15-17].根据可持续发展理论,企业ESG行为能够提高企业环境风险管理能力,增强管理层保护环境意识,严格遵守相关法律法规,降低环境事故发生率,减少未来收益的不确定因素.根据以往学者的研究,大多数学者认为企业关注环境绩效能够提高企业竞争力^[18]、提高企业经营业绩^[19],从而导致权益资本成本下降.良好的ESG表现符合当地政府及监管部门的期望,能够帮助企业获得更多政府补贴及税收方面的优惠减免^[20],提高企业自身的财务实力.特别是在一些高污染行业中,积极承担社会责任能够帮助企业通过再融资审核,在资本市场中更容易受到青睐,从而降低企业权益成本.根据行为理论,ESG表现良好的企业更加容易受到外部媒体报道和分析师跟踪,ESG信息披露为分析师提供了增量信息,根据其提供的信息能够提高分析师预测的准确性及股票流动性^[21].胡韬等^[22]认为,分析师预测的准确性和股票流动性是影响权益资本成本的关键因素.随着分析师数量增加和媒体关注度提升,企业会面临更加严格的外部监督,从而降低管理层的机会主义和大股东的掏空行为,减少投资效率不足和过度投资行为产生,促使企业投资效率和经营业绩提高,因此能够起到降低资本成本的作用.基于上述分析,本文提出以下假设:

假设H1:良好的ESG表现能够降低企业权益资本成本.

1.2 ESG表现不能够降低企业权益资本成本

不支持ESG表现降低权益资本成本的理论主要有权衡理论和委托代理理论.权衡理论认为ESG表现具有虹吸效应,由于企业自身内部资源有限,过度投资于环境、社会责任等非生产活动中会造成不必要的成本和风险,使得公司财务实力受到损害,导致公司在同行业竞争中处于劣势地位.委托代理理论认为,

管理层会出于自身形象、自身薪酬、职业生涯及政治考量等原因,在信息披露过程中往往报喜不报忧,例如权小锋等^[23]认为企业承担的社会责任越多,其内部代理问题越严重.如果好消息与坏消息均随机出现,管理者及时进行披露,则不会对股价产生异常影响.然而,大量研究表明,管理者往往会加快好消息的披露,对于坏消息会隐瞒或者推迟.当坏消息积累到一定程度,一旦爆发将对股价造成极大损害,甚至存在崩盘的风险.基于管理层利己主义,管理层会通过 ESG 表现包装自己,而背后的风险却需要股东和债权人承担. Hemingway 等^[24]认为,企业积极履行社会责任的目的是掩盖管理层的过失行为,从而将履行社会责任作为洗白工具.众多学者研究发现,企业履行社会责任会增加公司盈余管理程度,降低财务报告的真实性.由此可见,企业履行社会责任为管理层机会主义提供了土壤,增加了企业信息不对称,降低了财务报表的可靠性,随之而来的是代理成本的增加,使企业面临更高的经营风险,从而导致权益资本成本上升.基于上述分析,提出以下假设:

假设 H2: ESG 表现会增加企业权益资本成本.

2 研究设计与变量说明

2.1 样本选择与数据来源

本文选择我国沪深 A 股主板上市公司作为初始样本,样本期间选择 2011—2020 年.为保证数据的准确性,对数据做如下筛选和处理:① 剔除金融行业及其他观测值较少的行业;② 剔除彭博数据库中 ESG 评分未公布的公司;③ 剔除上市不满一年、ST 或 PT 的公司;④ 对所有连续变量进行上、下 1% 的缩尾处理.其中,上市公司 ESG 评分相关数据来自彭博数据库,其他财务数据均来自国泰安数据库.

2.2 主要变量设计

1. 被解释变量:权益资本成本($CapC$)本文选用 PEG 模型计算权益资本成本,原因在于 PEG 模型估算精度更高,且不需要对股利进行相关预测,其计算公式为:

$$r = \sqrt{(EPS_2 - EPS_1)/P_0}$$

其中, EPS_2 和 EPS_1 分别为分析师预测的第二期和第一期每股盈余, P_0 为当期股价.

2. 解释变量: ESG 表现(ESG)

本文选取彭博数据库中 ESG 综合评分作为核心解释变量,该评分由环境(E)、社会(S)和公司治理(G) 3 个不同维度的 ESG 指标构成.

3. 控制变量

借鉴现有文献(谢红军等^[25],席龙胜等^[8]),本文选取以下控制变量加入模型:资产负债率、固定资产比率、企业规模、流动比率、二职合一、独立董事占比、资产收益率、现金净资产比、速动比率.变量定义和度量方法见表 1.

表 1 变量定义与度量方法

变量类别	变量名称	变量代码	变量度量
被解释变量	权益资本成本	$CapC$	采用 PEG 模型计算得出
核心解释变量	ESG 评分	ESG	彭博数据库 ESG 综合评分
控制变量	资产负债率	Lev	负债总额/资产总额
	固定资产比率	$Fixed$	固定资产/资产总额
	企业规模	$Size$	公司总资产的自然对数
	流动比率	CR	流动资产/流动负债
	二职合一	$Duality$	若当年董事长与总经理为同一人,取值为 1,否则为 0
	独立董事占比	$Indep$	独立董事/董事会总人数
	资产收益率	Roa	净利润/总资产
	现金净资产比	$Cash$	现金/净资产
	速动比率	QR	(流动资产-库存商品)/流动负债

2.3 模型设定

为了检验 ESG 表现与权益资本成本之间的实证联系, 本文设定如下多元回归模型:

$$CapC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t} + \alpha_n \sum Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

式(1)中, $CapC_{i,t}$ 为被解释变量权益资本成本, ESG 为核心解释变量, 采用彭博数据库提供的 ESG 综合评分, $Controls$ 为一系列控制变量(包括资产负债率、固定资产比率、企业规模、流动比率、二职合一等变量), $Year$ 和 $Industry$ 分别表示年份固定效应和行业固定效应, 下标 i 和 t 分别表示个体和年份, α_0 为截距项, ε 为随机扰动项。

3 实证检验与结果分析

3.1 描述性统计

从表 2 变量的描述性统计可知, 权益资本成本($CapC$)的最大值 40.67 和最小值 0 之间存在较大差距, 标准差为 4.25 再次说明了不同上市公司权益资本成本的差异情况. ESG 的均值为 21.04, 而在彭博 $CapC$ 评分体系中, $CapC$ 的评分范围为 0~100, 可见我国上市公司 ESG 责任履行情况总体水平较低, 企业 $CapC$ 履行情况亟待加强. 从 ESG 的最大值 45.45 与最小值 9.09 及标准差 7.13 也可以看出, 不同企业之间 ESG 履行情况也有较大差距. 从 E, S, G 这 3 个不同维度来看, 我国上市公司对环境(E)的履行情况相较于社会责任(S)和公司治理(G)较差. 其他控制变量的描述性统计结果均在合理范围内, 且与已有研究成果大致相同。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
$CapC$	7 583	10.84	4.25	0.00	40.67
ESG	7 583	21.04	7.13	9.09	45.45
E	7 583	9.74	8.86	0.00	65.63
S	7 583	23.55	10.68	0.00	77.19
G	7 583	45.02	5.26	3.57	64.54
Lev	7 583	0.47	0.20	0.07	0.85
$Fixed$	7 583	0.23	0.18	0.00	0.73
$Size$	7 583	23.27	1.35	20.64	27.15
CR	7 583	2.00	1.84	0.26	12.41
$Duality$	7 583	0.21	0.40	0.00	1.00
$Indep$	7 583	37.60	5.64	31.25	57.14
Roa	7 583	0.06	0.05	-0.05	0.24
$Cash$	7 583	0.06	0.07	-0.13	0.25
QR	7 583	1.54	1.68	0.17	11.21

3.2 回归结果分析

表 3 列示了 ESG 表现对权益资本成本影响的基准回归结果. 列(1)中 ESG 的回归系数为 -0.035 且在 $p < 1\%$ 的水平下与权益资本成本($CapC$)显著负相关, 因此可以得出这样的结果: 公司 ESG 表现越好, 越低能降低企业权益资本成本. 具体而言, 从企业环境表现(E)来看, E 对 $CapC$ 的回归系数为负且在 $p < 1\%$ 的水平下显著, 表明企业环境表现越差, 因环境问题受到的处罚越多, 企业的权益资本成本就越高. 这一结果与现实相吻合, 近几年来随着环保立法和执法力度加大, 环境污染不仅使企业面临着巨大的社会舆论压力, 也增加了相关环保费用的支出. 从企业社会责任(S)和企业治理能力(G)来看, S 和 G 对 $CapC$ 的回归系数依然为负, 且至少在 $p < 5\%$ 的水平下显著, 表明企业履行社会责任越多、治理水平越高, 权益资本成本就会越低。

表 3 ESG 表现对 $CapC$ 影响的基准回归结果

变量	$CapC$			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>ESG</i>	-0.035*** (0.007)			
<i>E</i>		-0.026*** (0.006)		
<i>S</i>			-0.014** (0.004)	
<i>G</i>				-0.042*** (0.009)
<i>Lev</i>	3.671*** (0.398)	3.705*** (0.398)	3.729*** (0.398)	3.789*** (0.397)
<i>Fixed</i>	0.668 (0.377)	0.681 (0.377)	0.644 (0.378)	0.604 (0.377)
<i>Size</i>	0.424*** (0.049)	0.408*** (0.048)	0.373*** (0.047)	0.397*** (0.047)
<i>CR</i>	0.17 (0.128)	0.158 (0.128)	0.16 (0.128)	0.176 (0.128)
<i>Duality</i>	0.155 (0.109)	0.165 (0.109)	0.169 (0.109)	0.165 (0.109)
<i>Indep</i>	-0.004 (0.008)	-0.004 (0.008)	-0.005 (0.008)	-0.004 (0.008)
<i>Roa</i>	5.154*** (1.117)	5.220*** (1.117)	5.290*** (1.118)	5.193*** (1.117)
<i>Cash</i>	-3.437*** (0.799)	-3.449*** (0.799)	-3.555*** (0.799)	-3.435*** (0.799)
<i>QR</i>	-0.131 (0.138)	-0.115 (0.138)	-0.116 (0.138)	-0.132 (0.138)
<i>C</i>	2.904** (1.041)	2.782** (1.056)	3.637*** (1.027)	4.743*** (1.007)
<i>Year/Industry</i>	已控制	已控制	已控制	已控制
<i>N</i>	7 583			
<i>R</i> ²	0.287	0.286	0.285	0.286

注: *, **, *** 分别表示在 $p < 10\%$, $p < 5\%$, $p < 1\%$ 水平下显著, 括号内为稳健标准误; C 表示常数项, N 表示样本总数, R^2 表示拟合优度; 下同。

3.3 非效率投资的中介效应检验

对于非效率投资水平的度量, 本文借鉴方红星等^[26]研究方法, 建立模型来计算公司的期望投资水平, 并用模型估计出的残差来度量非效率投资。本文还借鉴温忠麟等^[27]的方法构建模型(2)一模型(4), 考察非效率投资($Ineff$)的中介效应是否存在。模型(2)为主检验模型, 系数 α_1 衡量的是自变量对因变量影响的总效应。模型(3)用来检验 ESG 表现对非效率投资的影响, 主要观察 ESG 表现的系数 β_1 。模型(4)主要检验 ESG 表现和非效率投资对企业权益资本成本的影响, 主要考察 ESG 表现和分析师关注度系数 $\hat{\alpha}_1, \hat{\alpha}_2$ 。如

果 $\hat{\alpha}_1$ 不显著, 但 $\hat{\alpha}_2$ 显著, 则说明非效率投资发挥了完全中介效应; 如果 $\hat{\alpha}_1, \hat{\alpha}_2$ 同时显著, 则说明非效率投资发挥了部分中介效应。

$$CapC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t} + \alpha_n \sum Controls + \sum Year + \sum Industry + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Ineff_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_n \sum Controls + \sum Year + \sum Industry + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$CapC_{i,t} = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 ESG_{i,t} + \hat{\alpha}_2 Ineff_{i,t} + \hat{\alpha}_n \sum Controls + \sum Year + \sum Industry + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

式(3)、式(4)中, $Ineff$ 为中介变量, 代表非效率投资, 其他字母与模型(1)一致。

中介效应检验第 1 步的结果为表 4 列(1), 也是模型(1)主回归的结果, ESG 表现对权益资本成本的回归系数为负且显著, 符合 α_1 显著; 第 2 步的结果为表 4 列(2), ESG 表现对非效率投资的回归系数为负且在 $p < 10\%$ 的水平下显著, 说明 ESG 表现对非效率投资具有显著的抑制作用。第(3)列为第 3 步的结果, ESG 表现和非效率投资的系数分别在 $p < 1\%$ 和 $p < 5\%$ 的水平上显著, 说明 ESG 表现引起的非效率投资行为减少是企业权益资本成本降低的一部分原因, 非效率投资发挥了部分中介作用。

表 4 非效率投资的中介效应

变量	(1) <i>CapC</i>	(2) <i>Ineff</i>	(3) <i>CapC</i>
<i>ESG</i>	-0.035*** (0.007)	-0.017* (0.008)	-0.034*** (0.008)
<i>Ineff</i>			0.029** (0.011)
<i>C</i>	2.904** (1.041)	9.483*** (1.221)	2.694* (1.120)
<i>Controls</i>	已控制	已控制	已控制
<i>Year/Industry</i>	已控制	已控制	已控制
<i>N</i>	7 583	7 125	7 125
<i>R</i> ²	0.287	0.120	0.289

4 稳健性分析和异质性检验

4.1 稳健性分析

4.1.1 关于内生性问题

为了缓解 ESG 表现和权益资本成本之间可能存在的双向因果问题, 本文采用两阶段最小二乘法进行工具变量回归。选取同一年度、同一行业内, 除本企业之外其他上市公司 ESG 评级的算术平均值 (ESG_{IV}) 作为工具变量。表 5 结果表明, 第 2 阶段 ESG 的系数为负且显著, 说明上述结果稳健。

表 5 工具变量法

变量	第 1 阶段 <i>ESG</i>	第 2 阶段 <i>CapC</i>
<i>ESG</i>		-0.319*** (0.049)
<i>ESG_IV</i>	0.327*** (0.022)	
<i>C</i>	-41.615*** (1.460)	-10.590*** (2.275)
<i>Controls</i>	已控制	已控制
<i>Year/Industry</i>	已控制	已控制
<i>N</i>	7 522	
<i>R</i> ²	0.375	0.276

4.1.2 倾向得分匹配

为排除样本组之间可能存在的选择偏差问题和混杂因素对结果的干扰, 本文选择倾向得分匹配(PSM)来控制两组样本差异对研究结论的影响. 将 ESG 表现以均值为界分为两组, 高于均值为 ESG 表现好(实验组), 低于均值为 ESG 表现差(对照组). 本文使用资产负债率(*Lev*)、固定资产比率(*Fixed*)、企业规模(*Size*)、流动比率(*CR*)、二职合一(*Duality*)、独立董事占比(*Indep*)、资产收益率(*Roa*)和现金净资产比(*Cash*)作为匹配变量, 对样本进行一对一配对. 回归结果如表 6 列 1 所示, ESG 的回归系数为负且显著, 表明结论依然成立.

表 6 稳健性分析

变量	<i>CapC</i>	
	(1)	(2)
	PSM	替换 ESG
ESG	-0.034*** (0.0072)	-0.167*** (0.028)
C	2.729** (1.053)	4.132*** (0.612)
<i>Controls</i>	已控制	已控制
<i>Year/Industry</i>	已控制	已控制
N	7 503	18 161
R^2	0.287	0.255

4.1.3 替换解释变量

本文对 ESG 表现采用 Wind 数据库中的华证 ESG 评级进行分析. 结果如表 6 列 2 所示, 变更解释变量后 ESG 的系数为负且在 $p < 1\%$ 的水平下显著, 再次证明了前述结果的稳健性.

4.2 异质性检验

4.2.1 产权性质

① 国有企业为了响应国家号召, 积极承担社会责任从而进行 ESG 实践, 而非国有企业作为纯粹的市场参与者, 其实践 ESG 的目的更多是为了满足各个利益相关方的需求, 从中获得经济利益. ② 国有企业往往与当地政府有政治关联, 更加容易获取政府补贴和银行融资. 相比之下, 非国有企业不具备此方面的优势, 更需要通过 ESG 表现去获取政府及外部投资者的信任. ③ 国有企业拥有更加完善的管理监督体系, 其所受到的媒体关注度和监管力度要远高于非国有企业. 综上分析, 本文预期非国有企业 ESG 表现对权益资本成本的降低幅度要大于国有企业. 回归结果如表 7 第(1)、第(2)列所示, 在非国企行业中 ESG 表现的绝对值要大于国企行业, 且在 $p < 1\%$ 的水平下显著, 与预期一致.

4.2.2 市场化程度

在我国不同地区, 资源效率配置与市场化程度也不尽相同. 当企业处在市场化程度较低的地区时, 其所处地区信息传达效率及信息化透明程度要低于市场化程度较高地区. 管理者提升企业 ESG 表现很可能是为了增加自身利益而侵害股东的机会主义行为, 这样就造成 ESG 表现对权益资本成本的作用更小. 在市场化程度较高的地区, 公众对环境保护和社会责任具有更强的意识, 政府对企业的监管更加严格, 使得高市场化程度地区企业所面临的监管力度更大. 因此, 本文推测 ESG 表现对权益资本成本的影响在市场化程度较高的城市作用更加明显. 参考孙铮等^[28]的做法, 将上海、广州、浙江、江苏 4 个地区的样本作为市场化程度高组; 其他作为市场化程度低组. 表 7 第(3)、第(4)列的实验结果表明, 市场化程度高组的绝对值要大于市场化程度低组, 并且均在 $p < 1\%$ 的水平下显著.

4.2.3 污染程度

在可持续发展的战略之下, 污染程度高的企业所面临的监管更加严格. 迫于监管压力, 污染企业更应

该重视自身的环境保护行为并且积极承担环境保护责任,从而降低环境风险和环境规制成本.对于高污染行业而言,ESG表现是其社会责任及合法性的体现.由于行业的特殊性,污染行业会更加迫切地通过ESG表现向外界传达绿色信号,并以此作为企业自身的声誉机制被公众所接受,从而降低企业的权益资本成本.因此,本文预期污染企业的ESG表现对权益资本成本下降更加明显.本文将生态环境部公布的高污染行业作为分组标准,回归结果如表7第(5)、第(6)列所示,重污染行业系数为负但是相关性不显著,而非重污染行业显著为负,与预期结果恰恰相反,说明污染企业的ESG表现难以在资本市场得到认可.其中原委可能是ESG表现作为企业一种隐形投资,由于重污染行业自身所面临的污染问题较多,难以在短时间内将企业ESG表现转化为企业价值,因此相较于非污染行业可能无法短期内获得资本市场的支持.

表7 分组回归结果

变量	产权性质		市场化程度		污染程度	
	国企 (1)	非国企 (2)	市场化程度高 (3)	市场化程度低 (4)	重污染行业 (5)	非重污染行业 (6)
ESG	-0.022* (0.010)	-0.035*** (0.010)	-0.039*** (0.011)	-0.035*** (0.010)	-0.011 (0.012)	-0.053*** (0.009)
C	0.614 (1.426)	1.295 (1.672)	2.965 (1.798)	2.192 (1.329)	6.656*** (1.853)	0.738 (1.274)
Controls	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Year/Industry	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
N	3 786	3 797	2 926	4 657	2 525	5 058
R ²	0.309	0.298	0.317	0.277	0.198	0.329

5 结论与建议

本文基于企业权益资本成本视角,探究上市公司ESG表现所带来的经济后果.研究发现,上市公司提升ESG表现可以显著降低企业的权益资本成本,为投资者判断企业未来发展提供了增量信息,增加了信息透明化程度,改善了我国资本市场的信息环境.进一步研究发现,非国企、高市场化程度地区企业ESG表现对权益资本成本的作用更加显著.机制检验发现,企业非效率投资行为是ESG表现降低权益资本成本的重要机制手段,符合声誉机制理论.

1) 基于上述结果,本文提出以下建议:企业应充分重视ESG理念,将ESG理念融入到企业的生产经营过程中,努力提升自身的ESG表现,从可持续发展的角度努力提高自己的环保意识和责任意识,而不应当只看到履行社会责任和积极投身环保行为造成的高额成本,更应该重视企业与利益相关者之间的关系,为企业谋划长远的未来.

2) 目前看来,对于ESG信息的披露并没有形成统一规范,监管部门及政府应完善关于ESG披露相关要求及奖惩制度,对ESG表现优异的企业可通过税收减免等方式给予奖励,而对ESG表现较差的企业可通过列入负面清单等方式进行惩罚.除此之外,政府等部门也应当鼓励企业积极披露关于ESG表现的相关事项,更好地发挥政府“看得见的手”的作用.

3) 投资者也应强化自身的环保理念,重视企业在环保方面做出的努力,确保资金能够顺利流向环境友好并且具有长期发展能力的优质企业,为实现绿色发展保驾护航.

参考文献:

- [1] 兵团日报评论员. 坚定不移走高质量发展之路 [N]. 兵团日报(汉), 2022-06-14(001).
- [2] 李井林, 阳镇, 陈劲, 等. 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.

- [3] KIM J, KIM M, IM S, et al. Competitiveness of E Commerce Firms through ESG Logistics [J]. Sustainability, 2021, 13(20): 11548.
- [4] FENG Z, WU Z. ESG Disclosure, REIT Debt Financing and Firm Value [J]. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 2021: 1-35.
- [5] 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.
- [6] 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.
- [7] 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.
- [8] 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.
- [9] 王珮, 杨淑程, 黄珊. 环境保护税对企业环境、社会和治理表现的影响研究——基于绿色技术创新的中介效应 [J]. 税务研究, 2021(11): 50-56.
- [10] 王治, 彭百川. 企业 ESG 表现对创新绩效的影响 [J]. 统计与决策, 2022, 38(24): 164-168.
- [11] 李慧云, 刘倩颖, 李舒怡, 等. 环境、社会及治理信息披露与企业绿色创新绩效 [J]. 统计研究, 2022, 39(12): 38-54
- [12] 盛明泉, 余璐, 王文兵. ESG 与家族企业全要素生产率 [J]. 财务研究, 2022(2): 58-67.
- [13] 吴红军, 刘啟仁, 吴世农. 公司环保信息披露与融资约束 [J]. 世界经济, 2017, 40(5): 124-147.
- [14] 李维安, 张耀伟, 郑敏娜, 等. 中国上市公司绿色治理及其评价研究 [J]. 管理世界, 2019, 35(5): 126-133, 160.
- [15] 吴红军. 环境信息披露、环境绩效与权益资本成本 [J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2014(3): 129-138.
- [16] 何贤杰, 肖土盛, 陈信元. 企业社会责任信息披露与公司融资约束 [J]. 财经研究, 2012, 38(8): 60-71, 83.
- [17] BORGERS A, DERWALL J, KOEDIJK K, et al. Do Social Factors Influence Investment Behavior and Performance? Evidence from Mutual Fund Holdings [J]. Journal of Banking and Finance, 2015, 60: 112-126.
- [18] 杨东宁, 周长辉. 企业环境绩效与经济绩效的动态关系模型 [J]. 中国工业经济, 2004(4): 43-50.
- [19] 佟孟华, 许东彦, 郑添文. 企业环境信息披露与权益资本成本——基于信息透明度和社会责任的中介效应分析 [J]. 财经问题研究, 2020(2): 63-71.
- [20] 谭劲松, 黄仁玉, 张京心. ESG 表现与企业风险——基于资源获取视角的解释 [J]. 管理科学, 2022, 35(5): 3-18.
- [21] 李增福, 冯柳华. 企业 ESG 表现与商业信用获取 [J]. 财经研究, 2022, 48(12): 151-165.
- [22] 胡韬, 李丹, 郭紫明. 披露子公司财务信息对投资者有用吗? ——来自权益资本成本视角的证据 [J]. 会计与经济研究, 2022, 36(2): 22-39.
- [23] 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, 50(11): 49-64.
- [24] HEMINGWAY C A, MACLAGAN P W. Managers' Personal Values as Drivers of Corporate Social Responsibility [J]. Journal of Business Ethics, 2004, 50(1): 33-44.
- [25] 谢红军, 吕雪. 负责任的国际投资: ESG 与中国 OFDI [J]. 经济研究, 2022, 57(3): 83-99.
- [26] 方红星, 金玉娜. 公司治理、内部控制与非效率投资: 理论分析与经验证据 [J]. 会计研究, 2013(7): 63-69, 97.
- [27] 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, 22(5): 731-745.
- [28] 孙铮, 刘凤委, 李增泉. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据 [J]. 经济研究, 2005, 40(5): 52-63.