

摘要

近年来，随着时代的进步和发展，企业的生存经营模式和所处的环境已经发生了巨大的变化，可持续发展和绿色金融的概念越来越受到社会公众的广泛认可和重视。ESG 是环境（Environment），社会责任（Social），公司治理（Government）的英文缩写，作为顺应时代潮流和发展的责任投资理念，ESG 不仅涵盖了公司社会责任制的内容，对于公司可持续发展更是有重大意义。与国外相比，国内 ESG 的发展要相对滞后一些。但是基于我国的可持续发展战略目标和“双碳”目标，在政府监管部门、各个金融机构以及交易所的共同努力之下，我国的 ESG 体系建设也在快马加鞭的追赶国际上的发达经济体，国内市场的 ESG 体系愈加完善，越来越多的企业加入到第三方评级机构的 ESG 评级当中，企业 ESG 表现在其融资过程中的地位也越来越重要。

本文首先阐述了 ESG 责任投资理念和股权融资成本的内涵，同时梳理了国内外有关的研究文献和研究资料，随后借鉴前人的研究及相关文献，依据信息不对称理论、利益相关者理论和信号理论等分析影响机制并构建理论框架。论文以 2015-2021 年的 A 股上市公司为研究样本，以华证 ESG 评级机构给出的评级结果作为衡量企业 ESG 表现的标准，通过多元回归分析和中介效应检验研究企业 ESG 表现与股权融资成本之间的关系，并通过了稳健性检验和内生性检验。研究结果表明：（1）企业提高 ESG 表现会降低股权融资成本。（2）信息不对称在企业 ESG 表现与股权融资成本之间存在显著的中介作用。（3）风险承担在企业 ESG 表现与股权融资成本之间存在显著的中介作用。

基于上述研究结论，本文给出了以下建议：企业应完善管理制度并积极提高 ESG 表现；第三方评级机构应结合自己的优势完善 ESG 评级体系并积极扩大覆盖企业的数量；投资者应将企业 ESG 表现纳入到投资决策的考虑范畴中从而增强企业提高自身 ESG 表现的动力；政府及监管部门应完善基础制

度并增强对 ESG 投资理念的指引和推广。

关键词：ESG；股权融资成本；中介效应；上市企业

Abstract

In recent years, great changes have taken place in the survival and management mode of enterprises and their environment. The concept of sustainable development and green finance has been more and more widely recognized and valued by the public. ESG consists of Environment, Social responsibility and corporate governance. As a responsible investment concept conforming to the trend of The Times and development, ESG not only covers the content of corporate social responsibility system, but also has great significance for corporate sustainable development. Compared with foreign countries, the development of domestic ESG is relatively backward. However, based on the strategic goal of sustainable development, carbon peaking and carbon neutrality goal, under the joint efforts of government regulatory departments and financial institutions, the construction of our ESG system is catching up with international developed economies, and the domestic market ESG system is improving. More and more enterprises join the ESG rating of third-party rating agencies, and the ESG performance of enterprises is becoming more and more important in their financing process.

In this paper, the connotation of the concept of ESG responsible investment and equity financing cost is firstly expounded, and relevant domestic and foreign research literature and research materials are sorted out. Then, the mechanism is analyzed and the theoretical framework is built based on the information asymmetry theory, stakeholder theory and signal theory by referring to previous research and relevant literature. This paper takes A-share listed companies from 2015 to 2021 as the research sample, takes the rating results given by third-party ESG rating agencies as the standard to measure corporate ESG performance, the relationship between ESG performance and equity financing cost was studied by multiple regression analysis and mediation effect test, and passes the robustness test and the endogeneity test. The results show that: (1) Improving ESG performance will reduce the cost of

equity financing. (2) Information asymmetry has a significant mediating effect between corporate ESG performance and equity financing cost. (3) Risk bearing capacity has a significant mediating effect between ESG performance and equity financing cost.

Based on the above conclusions, this paper gives the following suggestions: enterprises should improve the management system and actively improve the performance of ESG; Third-party rating agencies should combine their own advantages to improve the ESG rating system and actively expand the number of enterprises covered. Investors should take corporate ESG performance into consideration in investment decision-making so as to enhance the motivation of enterprises to improve their own ESG performance. The government and regulatory authorities should improve the basic system and strengthen the guidance and promotion of ESG investment concept.

Keywords: ESG; equity financing cost; Mediating effect; listed enterprise

目 录

摘 要.....	I
ABSTRACT	I
目 录.....	1
1.绪论.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	3
1.2.1 理论意义	3
1.2.2 现实意义	4
1.3 研究内容与研究方法.....	5
1.3.1 研究内容	5
1.3.2 研究方法	6
1.4 研究创新.....	7
2.文献综述.....	8
2.1 相关概念界定.....	8
2.1.1 ESG 相关概念	8
2.1.2 股权融资成本相关概念	9
2.2 企业 ESG 表现有关经济效应影响的研究	10
2.2.1 企业 ESG 表现对财务绩效的影响研究.....	10
2.2.2 企业 ESG 表现对企业价值的影响研究.....	12
2.3 股权融资成本影响因素的研究.....	13
2.4 企业 ESG 表现与股权融资成本相关性的研究	15
2.4.1 环境绩效与股权融资成本	16
2.4.2 社会责任与股权融资成本	16
2.4.3 公司治理与股权融资成本	17

2.4 文献评述.....	18
3.理论分析与研究设计.....	19
3.1 理论基础.....	19
3.2 研究假设.....	21
3.2.1 企业 ESG 表现对股权融资成本的影响.....	21
3.2.2 中介效应对股权融资成本的影响.....	22
3.3 样本选取与数据来源.....	23
3.4 变量定义.....	24
3.4.1 被解释变量.....	24
3.4.2 解释变量.....	26
3.4.3 控制变量与中介变量.....	27
3.5 模型设计.....	29
4.实证结果分析.....	31
4.1 描述性统计分析.....	31
4.1.1 主变量描述性统计分析.....	31
4.1.2 不同产权性质下的描述性统计分析.....	32
4.2 相关性分析.....	33
4.3 多元回归分析.....	34
4.4 异质性分析.....	35
4.4.1 基于不同产权性质下的异质性分析.....	35
4.4.2 基于不同行业特征下的异质性分析.....	36
4.4.3 基于企业所处地区市场化进程差异下的异质性分析.....	37
4.5 中介效应检验.....	38
4.6 稳健性与内生性检验.....	41
5.研究结论与政策建议.....	46
5.1 研究结论.....	46
5.2 政策建议.....	49
5.3 局限性和展望.....	51
参考文献.....	53
致谢.....	60

1.绪论

1.1 研究背景

在 ESG 的理念得到普及和重视之前，由可持续发展理念催生出的责任投资概念，CSR（Corporate Social Responsibility），曾是被各个企业和机构广泛提及、并占据资本市场主流视野的术语。CSR 强调企业经营的目标不应单单是追求利润和股东利益的最大化，企业还应承担起相应社会责任，即对劳动者、消费者、环境、社区等各个利益相关方的责任，其核心在于保护劳动者合法权益，维护安全卫生工作环境和制度等。CSR 主要是在上世纪 50 年代被正式提出，之后于美国国内率先开始发展。而在上世纪 90 年代之后，随着越来越多的中国企业开始参与到国际竞争的舞台，CSR 也借由这一机会走进国内市场 and 公众的视野当中。

然而随着时代的进步和发展，企业的生存经营模式和所处的环境也都发生了巨大变化，与此同时可持续发展的概念也越来越受到广泛认可和重视，如过去那样单纯的将 CSR 作为公司经营发展与治理的标准的做法在时代的变化面前已经渐渐显得有些单薄。在这样的背景下，2004 年，ESG 一词在《有心者胜》（Who Cares Wins）这一由 20 家金融机构共同撰写的重要报告中被首次正式提出，该报告认为将环境、社会治理等因素引入资本市场中，既有利于市场和社会的可持续发展，也能带来良好的商业价值。2006 年，联合国全球契约组织在其当年发布的责任投资原则中正式明确了 ESG 这一概念，强调将环境（Environmental）、社会责任(Social responsibility)、公司治理(Governance)这三大要素纳入到资本市场的投资决策及实践当中。自此 ESG 作为 CSR 在金融投资领域的延伸，逐渐被越来越多的企业和投资者所认可和重视，为可持续发展带来了新的标准、新的思路和新的前进方向。

ESG 相较于 CSR 等其他社会责任领域而言，内容更加丰富和完善，在带来了高标准和高要求的同时，也更加符合经济社会发展的趋势，适应可持续发展的需求。也正因为这些优势，ESG 自诞生后就得到各个投资者和金融机构的响应，于社会范围内迅速兴起，越来越多的公司开始着力于提高 ESG 信息披露的质量，各大评级机构也逐步开展对企业 ESG 信息的搜集，按照严密的标准对企业对环境、社会责任、公司治理三个方面的表现经行综合考量和评级，使得企业的 ESG 表现有了可视化的比较性。从国际层面看，目前全球影响力排名靠前的各大经济体也都在逐步完善 ESG 信息披露的相关政策制度，并且直到近些年，这个趋势也丝毫没有衰减的势头，例如欧盟委员会于 2021 年出台《公司可持续发展报告指令》，欧洲财务报告咨询小组（EFRAG）也于 2022 年发布了 ESRS 征求意见稿，要求披露的内容涵盖所有环境、社会和公司治理的事项。可以说，ESG 是可持续发展理念下的大势所趋。

与国外相比，国内 ESG 的发展要相对滞后一些。但是基于我国长期的可持续发展战略目标，在政府监管部门、各个金融机构以及交易所的共同努力之下，中国的 ESG 体系建设也在快马加鞭的追赶国际上的发达经济体，国内市场的 ESG 体系愈加完善。2003 年原环保总局发布《关于企业环境信息公开的公告》；2007 年原环保总局推出《环境信息公开办法（试行）》；2017 年环保部与证监会签订《关于共同开展上市公司环境信息披露工作的合作协议》；2018 年基金业协会发布《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》和《绿色投资指引（试行）》，同年证监会修订《上市公司治理准则》并专门增加了环境保护与社会责任的内容，确立了 ESG 信息披露基本框架，之后上海证券交易所与深圳交易所也分别制定了 ESG 披露指引；2022 年 5 月，国务院国资委在《提高中央控股上市供暖公司质量工作方案》中明确提出央企新发展理念，建设并完善 ESG 体系和工作机制，提高 ESG 绩效，构筑具备中国特色的 ESG 信息披露、ESG 绩效评级和 ESG 投资指引。可以说随着一系列有关政策的逐步出台，国内 ESG 体系的建设和发展既是当前环境的大势所趋，也已渐渐步入正轨。

不仅如此，党中央、国务院已经批准了《全面实行股票发行注册制总体实施方案》，中国证券监督管理委员会也于 2023 年 2 月 1 日发布了《中国证监会就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见》就全面

实行股票发行注册制涉及的主要制度规则草案向社会公开征求意见。可以预见的是，这次改革将从发行承销制度、交易制度、退出渠道等多个方面进一步完善国内注册制及资本市场基础制度。而由核准制转向注册制也意味着股票发行审批时间将会得到缩短。未来随着我国资本市场制度的进一步完善，资本市场基础制度更加契合中小企业的特征，预计国内上市企业的数量会进一步增加，加上市场融资效率的进一步提高，这些因素叠加之下会使得股权融资的重要性在我国金融市场中的地位，无论是从整个资本市场当中上市公司的数量上来看，还是从单个上市公司在需要融资时选择进行股权融资的倾向性上来看，都将得到进一步的提升。

但是，当前我国 ESG 体系建设和发展过程中也依然还存在一些诸如评级机构评价标准不统一、评价方法不透明、国内外评级标准不适应、许多企业对 ESG 了解不深等在内的问题和挑战。截至目前，ESG 理念在我国国内发展的时间仍然不算长，相关研究也相对较少，本文希望通过研究，进一步丰富和扩充基于国内现有 ESG 有关领域的理论框架下的，有关企业 ESG 表现与股权融资成本关系的研究，提高投资者、企业及监管部门等各方对于 ESG 责任投资理念的重视，为我国达成“双碳”目标，践行绿色金融与可持续发展理念提供理论建议和参考。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

从理论角度看，目前我国关于 ESG 领域的研究依然相对较少，而对于 ESG 与融资成本关系的研究更是不多，因此本文的研究内容一方面是补充国内 ESG 责任投资理念领域的研究，另一方面也丰富了企业股权融资成本这一领域的研究。

受限于国内 ESG 发展起步相对滞后的缘故，国内企业开始对 ESG 信息进行披露的时间，和各个评级机构开始对企业 ESG 表现进行评级的时间也相对较晚。以国内对 ESG 信息披露较早的上海华证指数信息服务公司为例，其最早从 2009 年便开始对国内市场上部分公司的 ESG 表现进行评级，但当时

能够评级的公司数量较少，导致研究样本数量有限，也正因为此，国内对于 ESG 领域的有关研究主要还是以宏观层面为主，企业微观层面的研究相对较少且当中不少研究者是以自行构建的 ESG 评估指标来进行分析的，指标可靠性还需日后验证。

随着时间的推移和国内 ESG 体系建设的逐步完善，越来越多的企业开始重视对于 ESG 评级的披露，数据可得性和样本数量日益增加，并且第三方机构的 ESG 评级数据也相对更能客观全面的评价 ESG 表现，这也使得 ESG 领域企业微观层面的研究可行性得到改善。本文正是基于这一发展现状，通过实证研究来丰富企业 ESG 表现与企业融资成本关系这一视角下的研究。

1.2.2 现实意义

除了上述的理论意义外，对于 ESG 的研究也有着不能忽视的现实意义，可以分成国际层面、企业层面和市场层面去分析。

首先，从国际层面看，中国作为联合国常任理事国之一，一直以来在国际上都是作为负责的大国，倡导可持续发展和人类命运共同体。ESG 体系建设既顺应了时代发展的需要，又在国际社会上形成了共识，是当前错综复杂的国际社会局势中一种罕有又难得的共识。于此同时，面对全球极端气候发生概率增加，以及国际社会对于环保问题的日益关注，我国早已明确提出了 2030 年“碳达峰”与 2060 年“碳中和”的“双碳”目标，ESG 中关于环境、社会责任和公司治理的理念也与这一发展目标十分契合。可以说发展建设 ESG 体系，于外有助于增强中国作为负责任大国的影响力，争夺国际议题的话语权，于内也符合我国一直践行的发展策略和发展目标。

其次，从企业层面看，尽管 ESG 责任投资理念得到了越来越多经济体的重视和关注，但现实中，企业致力于提高自身的 ESG 表现水平是否能在实现社会价值的同时，也兼顾甚至有利于企业自身的经营发展，是企业是否有动力践行 ESG 理念的关键因素。特别是在经济发展越来越重视可持续发展和绿色金融的新时期，如果企业 ESG 表现与股权融资成本之间存在显著负相关关系，那么企业就更加有动力主动的去提高和改善自身的 ESG 表现水平；反之，如果只是一味的依靠政策制度和法律法规去约束甚至强迫企业去提高自身的

ESG 表现水平，则有可能会损害企业的积极性，从而不利于企业从自身角度出发去践行可持续发展及绿色金融战略。

不仅如此，融资是现代企业生存发展的必需品，通过研究企业 ESG 表现对股权融资成本的影响，使得企业有充足的理论依据和动力去践行 ESG 责任投资理念，并使得企业能够更加积极地践行可持续发展战略，在公司经营管理的过程中持续履行社会责任和环境绩效，让企业的发展既符合宏观政策战略的要求，也给予企业自身争取更广阔的发展空间和发展前景可能性，同时增强社会各界人士对 ESG 投资理念的关注度。

最后，从市场层面看，中国证券监督管理委员会已经宣布正式全面启动股票发行注册制改革，我国资本市场基础制度得到进一步的完善，未来，我国资本市场各大板块特点越加清晰，主板服务大型成熟企业、科创板服务科技型企业、创业板服务成长型创新创业企业、北交所服务专精特新中小企业，四大板块进一步发挥各自不同的特点和使命使得我国资本市场变得更加多元化，制度更加完善，有利于扩大上市企业规模和直接融资比例，多重因素叠加之下，股权融资作为企业的重要融资方式，也将为企业的发展提供更多的作用，而 ESG 投资理念作为当前国际市场以及国内市场中各个企业发展的一大潮流和方向，其与股权融资之间的关系也显得更具现实意义和研究价值。

1.3 研究内容与研究方法

1.3.1 研究内容

本文立足于可持续发展战略、“双碳”目标和绿色金融的大背景之下，着眼于企业治理的微观层面，研究企业 ESG 表现与股权融资成本之间的关系，主要分为五个部分：

第一部分是绪论部分。文章一开始的绪论部分会对本论文的研究背景、研究意义、研究内容、研究方法以及研究创新这五个维度进行阐述，通过阐述 ESG 的发展背景和在国内外的发展历程，构建整个论文的初步框架，为后文的研究展开奠定基础。

第二部分是文献综述部分。在文章的第二部分中将会对研究中涉及到的

重要相关概念经行界定和说明，包括 ESG 相关理念和股权融资成本。通过对以上概念的界定，理清本文的理论基础。此外，本部分也会对当前国内外与 ESG 和企业融资相关的领域经行梳理，内容涵盖：ESG 有关经济效益、企业股权融资成本影响因素、ESG 对股权融资成本的影响关系等，并以此通过归纳总结当前的研究动态和研究方向，为后续研究的展开做准备。

第三部分是理论分析与研究设计。这部分将基于前面两个部分的基础上，首先分析企业 ESG 表现对股权融资成本的影响机制，随后结合前文内容做出研究假设。文章选取 2015-2021 年我国 A 股上市企业作为研究对象，并介绍数据来源、数据处理、分析工具、模型构建等，为后续的实证分析部分构建基础。

第四部分是实证分析。本部分将会包含描述性统计、相关性分析、多元回归分析、企业异质性分析和中介效应分析，并依据实证结果对前文的假设进行验证。此外，为了提高实证检验结果的可靠性，本部分还会通过稳健性检验和内生性检验来保证研究模型的合理性和模型所得结果的可靠性。

第五步是研究结论与建议。这一部分会依据之前部分的理论分析与实证结果，归纳总结出研究的最终结论并有针对性的提出相关建议，同时也会就本文研究的一些有待完善和改进的地方进行说明，为以后有关领域的研究提供参考。

1.3.2 研究方法

本文采用以下方法研究企业 ESG 表现与股权融资成本的关系：

1.文献研究法

本文主要通过梳理相关文献的收集、整理和研究，对相关领域参考文献的研究方法和研究结论进行概述，并参考相关文献对有关重要概念进行界定，进而形成对所研究目标的科学认知，并对前人的有关研究进行深度分析，明确本文的思路和方法，最终展开对于企业 ESG 表现与股权融资成本关系的研究。

2.实证分析法

实证分析法是重要的社会科学研究方法之一，是基于当前社会或学科的

现实情况，运用一系列分析工具进行研究分析并最终得出结论的方法。本文采用实证分析法，通过对理论基础和前人文献的探究来选取数据并构建实证模型，实证分析流程涵盖描述性统计、相关性分析、多元回归分析和异质性分析，并通过稳健性检验和内生性检验来保证实证结论的可靠性和科学性。

3.比较分析法

全样本回归分析的方法忽视了不同企业之间性质上的差异，所得结论较为笼统不够科学严谨。本文将原始样本中的企业按产权性质、行业特征和企业所在地市场化进程三个角度进行划分，分别进行多元回归分析并进行比较，研究在企业异质性差异背景下，不同企业的 ESG 表现受股权融资成本的影响。

1.4 研究创新

本文的主要创新点在于：

首先，本文从信息不对称和企业风险承担两个角度对研究进行了中间效应检测，以研究在当前制度背景下，信息不对称和企业风险承担在企业 ESG 表现与股权融资成本之间的中介作用，为企业 ESG 表现与企业融资领域的有关研究提供了新的研究思路。

其次，本文关注企业融资成本领域，以股权融资成本为切入点。目前国内关于 ESG 的研究相对较少，且多关注于宏观层面，企业层面也主要是侧重于 ESG 与企业价值、绩效等方面的研究，基于融资成本视角下的研究相对较少，且更多侧重于债券融资成本。本文通过分析企业 ESG 表现与股权融资成本之间的关系，进一步丰富了这一领域的研究。

2.文献综述

2.1 相关概念界定

2.1.1 ESG 相关概念

ESG 这一称呼来自于环境（Environment）、社会（Social）和治理（Governance）三个英文单词的首字母的缩写。ESG 责任投资理念与传统投资理念最大的区别在于传统投资的关注点侧重在股东利益最大化上，而 ESG 责任投资理念则是一种广义的责任投资策略，其综合考虑了环境（Environment）、社会（Social）和治理（Governance）三个方面，强调企业经济效益与社会效益、环境效益之间的平衡，契合了国际社会关于可持续发展的共识。

在 ESG 责任投资理念正式出现之前，社会责任投资（Corporate Social Responsibility），简称 CSR，在国际范围内被许多公司和研究者广泛提及和使用，有关环境、社会、治理三个维度的相关研究过去也是从 CSR 投资理念开始的，而 ESG 投资理念则是基于社会时代的发展，对原有 CSR 投资理念的完善和扩充。也正因为如此，虽然 ESG 投资理念与 CSR 投资理念存在着一定程度的重合，但依然有诸多不同的地方。

作为先进理念，ESG 与过去一般的公司社会责任制不同，其不仅涵盖了公司社会责任制的内容，对于公司可持续发展更是有重大意义。首先，CSR 投资理念虽然侧重于关注公司对于利益相关者的满足程度，但是并没有一个统一且具备权威性的信息披露标准，由于缺乏统一标准，企业就有可能倾向于去披露有利于公司的信息而隐瞒或美化一些对企业不利的信息，从这一点上来看，具备统一标准的 ESG 责任投资理念对于信息披露有着具体的标准和要求，这也使得 ESG 信息披露内容具备更佳的公信力和可比性，受到国际范

围内各投资者和企业机构的广泛认可和关注。

其次，ESG 的内容更加丰富，尤其是从第三方评级的角度来看，ESG 评级体系中包括的底层指标十分全面，由于各家评级机构的评价体系均有不同，这里以国际知名 ESG 评级机构富时罗素（FTSE Russell）为例，其评价内涵包括生物多样性、气候变化、污染与资源、环境供应链、水资源安全、消费者责任、健康与安全、人权与社区、劳工标准、社会供应链、反腐败、公司治理、风险管理、税收透明度等 14 个方面，覆盖范围面广，内涵丰富，并且这些底层指标不是在一开始制定完成后就不再调整的，而是会随着经济社会的发展不断的改进和完善，使之具备与时俱进的特点。

最后，ESG 投资理念更加重视公司与社会的交互性，而不是单向的社会责任奉献，其出发点是促使公司通过履行环境、社会与公司治理责任来实现更好的可持续发展，ESG 投资理念在对公司提出高标准的同时，公司也会获得诸如社会和谐、环境和谐在内的好处所带来的回馈，这会使得企业与外部环境形成一种良性互助的共赢模式，既不妨碍当下的收益，也符合企业长远的利益和发展。诚然 ESG 投资理念由于提出时间较晚发展较短，导致整个体系存在着相对的不成熟的特点，这一问题在国内市场等起步比国际市场更晚的国家和地区表现的尤其突出，在这一环境之中政府政策上关于 ESG 体系建设的指引会对投资者信任度以及企业 ESG 表现产生的经济效应等方面产生一定的影响。

2.1.2 股权融资成本相关概念

企业的融资方式一般可以划分为债务融资和股权融资两种形式。企业根据自身经营状况和财务结构等因素的不同，选择不同的融资策略来帮助满足自身融资需要，促进企业的发展。股权融资一般包括股权质押、股权转让、增资扩股和私募股权四种类型。

对于需要资金的企业来说，股权融资成本是一项企业为筹措并使用资金所付出的成本和费用，具体可以再细分为取得成本和占用成本两个大类，其中取得成本指的是企业筹集资金过程中所发生的成本，例如因委托发行股票而支付的代理费等；占用成本指的是企业在获得资金后因占有资金而支付的

各类费用，例如企业每年支付给投资者的股息分红。

对于资金供给方来说，股权融资成本也可以指投资者在提供资金时所希望获得的必要收益率。由于投资回报需要一定的时间周期，因此对于投资者而言股权融资成本也可以视作是一种投资者期望的最低收益率。

通常来说，股权融资成本会高于债务融资成本，因为对于投资者而言，其承担了更高的风险，因而要求的回报率也更高，此外，股权融资也可能会降低企业股东的控制权。但是股权融资成本对于公司来说也有其特有的优点，相对于债券融资来说，股权融资不必偿还本金和支付固定利息，负债压力相对较少，因此对于资产负债率较高或者流动性较差而又想筹集大量资本的企业来说，股权融资相对于债务融资是一种更加可行的方式。

2.2 企业 ESG 表现有关经济效应影响的研究

2.2.1 企业 ESG 表现对财务绩效的影响研究

有关企业财务绩效的研究一直以来都是公司金融方面的热点问题，国内外学者在这一领域有着众多的研究结论和学术成果，鉴于 ESG 投资理念的内涵，有关企业 ESG 表现与企业财务绩效关系的研究可以从环境绩效、社会责任和公司治理三个方面去概述。

从环境绩效的角度来看，目前学术界对企业环境治理与企业财务绩效的关系尚没有形成十分统一的看法。国内学者研究方面，胡曲应（2012）以国内 A 股市场上市公司为研究对象，通过构建回归模型来研究环境治理与财务绩效之间的关系，最终发现二者之间存在正相关关系，即有效的防污策略不仅可以实现维护环境的目的还能提高企业的财务绩效，但是这种影响可能会逐渐减弱。解学梅等（2021）将企业在财务和环境上的绩效表现合并，统称为可持续发展绩效，研究企业在产品和工艺上的绿色创新对二者分别产生的影响，通过深入研究后发现企业在产品上的绿色创新更能提升企业财务绩效。尹建华等（2020）以重污染企业作为研究对象，探究环境绩效和财务绩效之间的关系，最终发现环境绩效对财务绩效的负向影响程度受到企业规模大小的反向影响，并且企业客观特征通过环境信息的披露在其中发挥调节作用。

在国外学者研究方面，Manrique, Mard-Ballester（2017）通过研究发现企业的环境绩效和财务绩效之间有显著的正相关关系，并且这种影响关系对发展中国家企业的影响要胜过发达国家的企业。Jan Endrikat, Edeltraud Guenther et al（2014）通过研究发现企业环境绩效和财务绩效之间存在正向和部分双向的关系，并且这种关系在企业环境绩效的战略方法是主动性的时候会更加牢固。Josephs et al（2001）对美国企业进行研究后发现企业在污染预防及末端治理方面与企业财务绩效表现之间是负相关的关系，并据此认为环境绩效会对企业绩效产生负向影响。Ruiqian L et al（2018）从技术创新能力这一角度研究企业环境绩效和财务绩效之间的关系，在以中国工业行业为研究对象的基础之上加入了行业异质性分析，发现随着时间的变化行业异质性差异存在于企业绩效和环境绩效之间的关系中，并且不同行业差异也会影响技术创新等因素在企业绩效和环境绩效之间的中介效应。Ursula T et al（2005）通过对德国工业企业的研究发现严格的环境保护法规，比如减排要求的实施等，并不会造成企业的经济损失，也不会影响到企业的核心业务，研究者据此推断环境绩效和企业财务绩效之间并没有显著的关系。

从社会责任的角度看，目前学术界对企业社会责任与企业财务绩效的关系并没有形成十分统一的看法。张兆国等（2013）研究了不同期企业社会责任对财务绩效之间的双向影响，发现二者存在与滞后期数有关正向的交互跨期影响，具体的关系结论会因时期变量的不同而不同。王琦等（2013）在社会责任与财务绩效关系的研究中引入了企业生命周期作为有关因素，发现处于不同生命周期的企业，社会责任与财务绩效之间的关系得到不同的结果，正相关和负相关都有可能。杨皖苏等（2016）在研究社会责任与财务绩效之间关系的过程中根据企业的规模大小进行了区分，并通过研究发现社会责任与财务绩效在大型企业与中小型企业之间长期存在的相关关系刚好相反，前者多为正相关而后者多为负相关。温素彬等（2008）通过研究发现从短期来看，社会责任与财务绩效之间存在着负相关的关系，但是长期来看却是正相关关系。

从公司治理的角度看，多数研究支持公司治理和财务绩效之间存在着正相关的关系。在国内的有关研究中，徐向艺等（2005）通过从企业股权结构的角度去研究公司治理与财务绩效间的关系，发现法人股和流通股产生的影

响效果不同，前者比例与公司绩效呈现三次函数关系，后者比例则与公司绩效没有显著关系。佟爱琴等（2012）通过从高管特征的角度去研究公司治理与财务绩效间的关系，并且根据产权异质性将上市企业区分为国有和非国有对比研究，最终发现，产权性质和高管特征基本不影响高管特征与财务绩效的正相关性，区别只在于相关程度上。南开大学公司治理评价课题组（2010）首先对上市公司的治理情况进行了多维度的综合评价，再研究公司治理和财务绩效相关关系，最终发现上市公司良好的公司治理能促进财务绩效。而在国外的有关研究中，Aguilera RV et al（2021）从企业战略的角度考量，发现当可持续发展战略被纳入到公司治理中时，公司治理与财务绩效存在显著的正相关关系。Tosun OK（2021）通过研究发现董事会独立性对于企业财务绩效存在正向的相关性，这一影响在高科技企业中更为突出。

2.2.2 企业 ESG 表现对企业价值的影响研究

国内外关于企业 ESG 表现和企业价值关系的研究有着多种方法和角度，在这些学术研究成果中虽然有着不统一的意见，但是大多数研究者的结论还是支持二者之间正相关的关系。有关企业 ESG 表现与企业价值之间关系的研究可以从环境、社会责任和公司治理三个方面去概述

从环境绩效的角度来看，Li D et al（2017）根据代理理论对高耗能行业的上市公司进行研究，发现企业在环境绩效上的表现与企业价值之间存在正相关的关系。Plumlee et al（2015）通过对美国上市企业的环境信息披露指数进行分析，发现随着企业环境信息披露质量的提高，企业的预期未来现金流会提高而股权融资成本会下降，进而提高企业的价值。但也有研究持有不同结论，Ziegler A et al（2008）对欧洲上市公司的股票价格进行研究后发现，企业的环境绩效与其股票价格之间并没有显著的正相关关系，因为短期指标难以反映环境表现带来的长期经济效益。李萧言（2016）使用固定效应模型对国内重污染行业企业进行分析后发现企业在环境绩效上的投资与企业价值间存在“倒 U 型”关系，即前期二者之间存在正相关关系，但是随着环境保护投资的增加，企业价值开始减少。

从社会责任的角度看，Okafor A（2021）在对美国科技公司进行研究后

发现，企业在履行社会责任义务上的表现与企业价值之间存在正相关的关系。于晓红、武文静（2014）通过研究发现社会责任表现与企业价值的关系在不同时间区间有不同的结果，在当期二者之间存在显著负相关关系，但是在长期二者之间却是显著正相关关系。吴奕彬（2011）认为企业在履行社会责任方面的良好表现会为企业带来良好的声誉，进而为企业价值的提升带来正向的影响。徐天舒（2018）研究发现社会责任和企业价值之间的关系会因主体的不同而改变，股东、债权人等履行社会责任会对企业价值产生正向影响，而对于供应商来说二者之间的关系并不显著。

从公司治理的角度看，大多数学者研究都认为良好的公司治理与企业价值之间存在正相关的关系。Ridwan N（2020）采用多元线性回归对制造业公司进行分析研究，发现在公司治理对企业价值的正面影响因素中，机构持股比例造成的影响较大。Kartikasari E（2019）对印度尼西亚制造业上市公司进行了研究发现公司治理的提高能带动企业价值的提高。陈霞和马连福（2015）从委托代理理论和剩余索取理论的角度出发，发现公司治理水平与企业价值存在正相关关系。刘银国和朱龙（2011）通过构建国内上市公司治理指数（CGI）后以 2009 年国内上市企业为研究对象做实证分析，发现公司治理水平对企业价值产生正向的影响，并且这种正相关关系在短期内更加突出。

2.3 股权融资成本影响因素的研究

目前学术界有关企业股权融资成本影响因素的研究数量众多，且大致上可以将其分为外部宏观经济因素和内部企业特征因素两个方面，因此关于企业股权融资成本影响因素的研究文献也可以从宏观和微观这两个层面去概述。

聚焦于企业微观层面的文献有许多，Wei et al（2021）从股权质押的角度去研究，发现当企业存在股权质押的情况时，其融资成本会比没有股权质押时更高，原因在于股权质押的信息会使得信息不对称的问题加剧，并且在民营企业以及制度薄弱的企业身上这种不利影响会更突出。Hattem et al（2021）从企业年报易读性的角度去研究企业股权融资成本，发现当一家企业的年度报告较为复杂时，其年度报告的内容会显得较难阅读和理解，这会阻碍投资者获取企业相关信息并降低投资者对企业的投资兴趣，最终作用到

企业本身使得股权融资成本上升。Ashbaugh（2009）研究发现企业内部控制制度和股权融资成本之间存在关系，企业可以通过完善内部控制制度以提升投资者信心从而降低股权融资成本。Gordon（2009）也是从企业内部控制的角度的研究股权融资成本，并通过研究发现内部控制制度的缺陷会对股权融资成本产生重大不利影响，但是企业通过矫正内部控制缺陷可以有效降低股权融资成本。Ligia Noguera（2017）从企业信息披露水平的角度出发去研究股权融资成本的影响因素，发现信息披露质量的提高能够有效降低信息不对称问题，从而降低投资者面临的风险，最终降低企业的股权融资成本。Edwige Cheynel（2013）将企业的信息披露分为自愿披露和监管强制披露两类，发现在去除强制披露的影响后，进行自愿信息披露的公司能够有效的降低股权融资成本。

苏利平和张慧敏（2020）从环境信息披露质量的角度出发去研究企业股权融资成本的影响因素，发现当回报相当时，投资者通常更加偏好环境信息披露质量更高的企业，发生这种情况的一大原因是环境信息披露质量良好的企业往往给投资者传递出一种富有责任感的信息，企业也因此得以降低融资难度。魏卉和孙宝乾（2018）研究会计稳健性和企业股权融资成本的关系后发现，会计稳健性可以通过缓解信息不对称来降低股权融资成本，并且进一步研究后发现不同产权性质的企业二者之间的影响程度也不同，民营企业会计稳健性与股权融资成本之间的关系会比非民营企业的会计稳健性与股权融资成本之间的关系更显著。佟孟华、许东彦和郑添文等（2020）在研究环境信息披露质量与股权融资成本之间的关系时，考虑了信息透明度和社会责任的中介效应，发现两个变量之间的确存在负相关的关系。郭雪萌和张晓玉（2014）以国内 A 股上市公司为研究目标，通过实证分析发现随着企业内部控制治理情况的提高，企业的股权融资成本会下降，即二者之间存在显著负相关关系，并且这一相关性在信息不对称程度较为严重的企业中更为明显。

从宏观层面分析股权融资成本影响因素的文献也有许多，但总体比微观层面的研究数量少一些。Tong（2022）通过从美国各个州颁布的法律的角度去研究股权融资成本的影响因素，发现在颁布了不法解雇法的州中，虽然增加了更好的就业保护但是也会增加当地企业的融资成本。Kan C（2018）以各地方官员变动作为衡量政治不确定性的指标，并以此研究政治不确定性与

企业股权融资成本之间的关系，发现当地方官员频繁变动时，企业的股权融资成本也会上升。Anh Viet Pham（2019）研究发现对于政治关联性强的企业，其股权融资成本受政策不确定性影响的敏感程度更低，主要原因是政治关联性强的企业具有信息优势，其财务报告中的内容在政策不确定性上升时比其他企业表现出更多的确定性。赵玉洁（2019）通过实证研究发现企业的股权融资成本会受到外部报道信息的影响，当媒体对企业的报导是正面的时候，投资者对企业的信心 and 好感会增加，而反过来当媒体对企业的报导是负面的时候，投资者对于企业产生的情绪往往也是负面的，因而需要额外的风险补偿从而导致企业的股权融资成本增加。刘启亮（2012）以地区市场化程度作为切入点去研究企业股权融资成本的影响因素，发现地区市场开放程度与股权融资成本存在负相关关系，研究认为市场化程度高的地区意味着经济发展较为成熟，有关法律法规和监管措施会更全面，宏观环境因此更稳定，企业经营环境也会更健全，在这一情况下信息披露质量也会有所改善，减少信息不对称问题，从而增加投资者的信任度，最终降低企业的股权融资成本。

2.4 企业 ESG 表现与股权融资成本相关性的研究

现阶段有关企业 ESG 表现与股权融资成本关系的直接研究相对较少，同时大多数学者研究结论都赞同企业 ESG 表现与股权融资成本存在负相关的关系，即企业提高 ESG 表现能够降低股权融资成本。由于国外 ESG 投资理念发展较早，而国内相对起步较晚，因此现有文献中与 ESG 相关的国外文献数量较多一些。Anthony, Zabihollah（2015）通过对可持续发展绩效（ESG）的研究，发现 ESG 与股权融资成本负相关，但是具体相关性中主要以环境绩效和公司治理两个方面显著。Nicola, Elbano（2020）等人通过对餐饮行业国际上市公司的研究，发现该行业内 ESG 表现与股权融资成本呈负相关的关系。Eduardo（2019）通过研究发现 ESG 表现与股权融资成本存在负相关的关系，但是具体到环境、社会和公司治理三个维度上，各个维度的影响程度不同，环境绩效和公司治理影响程度要更高一些。Fatemi（2018）认为 ESG 表现与股权融资成本无关，因为一些企业会利用 ESG 信息披露来掩饰营业业绩上的不足。Ruth Johnson（2020）通过对南非消费行业上市企业的研究，

发现随着企业 ESG 表现的提高，企业加权资本成本和债务融资成本都得到下降，而股权融资成本会增加。

依据 ESG 投资理念的内涵，企业 ESG 表现与股权融资成本有关研究也可以从环境绩效、社会责任和公司治理三个维度去整理并概述。

2.4.1 环境绩效与股权融资成本

现有从环境绩效角度出发去研究股权融资成本的学术研究中，多数学者的研究结论支持环境绩效与股权融资成本存在负相关关系，即企业提高环境绩效可以降低股权融资成本。El Ghoul（2018）通过研究发现企业在环境保护上的投资与股权融资成本呈负相关关系。Chava S（2014）从投资者偏好的角度出发去研究，发现对于存在环境问题的企业，许多人会对其公司的股票要求更高的回报率，这也间接说明企业重视环境保护有助于降低股权融资成本。Rosa Chun（2005）通过研究发现重视环保的企业往往能为公司带来良好的社会声誉，降低企业由于引发环境问题而面临负面报道的可能性。Manapon（2017）通过对澳大利亚上市企业的研究，发现环境绩效的提高能够增加分析师对未来收益预测的精确性，进而减少股权融资成本。Marsh all（2009）通过内容研究法研究发现环境信息披露水平的改善能够降低股权融资成本。李虹（2016）研究发现企业在环境绩效方面的投资存在一个临界点，在达到临界点之前环境绩效与股权融资成本正相关，一旦超过这个点后二者就变成负相关的关系。朱吉（2004）针对国内上市公司情况构建了环境信息披露指数，并通过实证研究发现企业环境信息披露水平的提高能够降低股权融资成本。佟孟华、许东彦、郑添文（2020）研究发现环境信息披露质量的高低会影响企业的加权平均资本成本。

2.4.2 社会责任与股权融资成本

目前学术界关于社会责任与股权融资成本关系的研究较为丰富，且整体上看多数研究支持社会责任与股权融资成本的负相关关系，即企业增强社会责任表现可以降低股权融资成本。Carmelo Reverte（2011）在对西班牙上市

企业的研究中发现社会责任信息披露质量较高的企业，其股权融资成本也会越低。Matthiesen, Salzmänn (2017) 对不同文化背景的企业进行了研究，发现企业在社会责任上表现的越好，其股权融资成本也会越低，并且这一关系在独断程度较低，人道主义和集体主义较高的国家表现更显著。Godfrey (2005) 通过研究发现企业提高社会责任表现有助于为自己积累道德资本，较少可能发生的负面新闻对企业带来的冲击，进而降低企业的股权融资成本。Dhaliwal (2011) 研究发现企业在前一年加大社会责任投资力度后，第二年企业的股权融资成本往往能得到降低。Wang et al (2013) 通过对欧美非的上市公司研究，发现社会责任表现出色的公司股权融资成本也较低，但是这一结果在亚洲公司却不成立。Youngkyung OK, Jungmu Kim (2019) 通过对韩国企业的研究发现企业社会责任表现通常与股权融资成本呈负相关关系。Yi et al (2020) 通过研究企业参与社会扶贫事业的程度，发现在民营企业和中东部地区中，企业履行社会责任有助于降低股权融资成本。Chang et al (2014) 通过研究发现社会责任表现好的企业在股权融资成本和银行贷款利率上都具有一定的优势。Li, Liu (2018) 通过对国内上市公司社会责任报告的研究，发现企业社会责任信息披露质量越高的公司股权融资成本越低，并且二者之间负相关的显著性对处在环境敏感型行业的企业更为突出。Shan Xu (2015) 通过建立社会责任指标来评价企业履责的程度，并以此研究企业社会责任绩效和股权融资成本之间的关系，最终发现二者之间存在负相关的关系，并且这一关系在经济衰退时更加变异的更加显著。Wang et al (2021) 在对东亚国家企业的研究中发现与欧美等国家的企业不同，东亚国家企业社会责任表现和股权融资成本之间存在正相关的关系，造成这一结果的原因是东亚经济体的高度代理冲突。

2.4.3 公司治理与股权融资成本

公司治理涵盖了许多领域，相关研究的研究角度呈现多样化的态势，目前学术界已有的关于公司治理与股权融资成本关系的研究中，多数研究结果都支持二者之间的负相关关系，即随着公司治理水平的增强，股权融资成本也在降低。Kartick Gupta et al (2018) 研究发现公司治理与股权融资成本的

负相关关系主要集中在金融市场较为发达的国家。Anderson（2004）从董事会人数和审计委员会独立性的角度出发，发现董事会人数较多且审计委员会独立性高的企业股权资本成本较低。Skaife et al（2004）通过研究发现公司治理水平较高的公司会有较少的代理风险，进而降低公司的股权融资成本。Benjamin（2017）研究发现企业股权集中程度的降低会产生较高的代理成本，进而对企业的融资产生不利影响。但也有研究者持不同观点，胡灵，张志宏（2016）在对国内上市企业研究后认为股权集中度降低有利于降低企业的股权融资成本。彭梓倩（2017）通过研究发现公司治理水平的提高可以通过提高财务透明度来减少代理成本，进而帮助企业降低股权融资成本。

2.4 文献评述

总体而言，无论是在市场较为成熟的发达国家国外市场，还是尚处于发展中的国内市场，国内外许多研究者针对环境绩效、社会责任以及公司治理对 ESG 对企业影响有关的问题都进行了多种研究，但是受制于不同的样本、时间、地域、文化、经济发展水平等诸多因素，一些学者的研究结论之间存在一定的差异，但从总体研究结果来看，大多数研究都支持环境绩效、社会责任以及公司治理能够为企业带来正向的经济效益、缓解信息不对称以及降低融资成本，也间接支持了 ESG 整体表现对企业整体的正向作用。

3.理论分析与研究设计

3.1 理论基础

企业的外部融资方式主要有两种，即股权融资和债券融资。随着我国金融市场的发展，企业上市制度也日趋完善，这一变化使得国内许多中小企业也纷纷获得了上市机会，从而导致我国上市公司数量持续增加，因此预计在当前及未来的我国金融市场中，股权融资在企业外部融资方式中所占的比重也会日益增加。

站在有效市场理论的角度来分析，一家上市企业股票的价格能够反映市场中的有用信息，则市场是有效的。Fama（1970）根据市场有效程度的不同将市场划分为弱有效市场、半强式有效市场和强有效市场。弱有效市场指的是市场中证券价格只包含了过去价格的信息，此时技术分析无效；半强式有效市场指的是证券价格既包含了过去的信息，也包含了所有公开的信息，此时基本分析无效；强有效市场指的是证券价格包含了市场上所有的信息，包括公开的和内幕的。在以上这三种有效市场中，强有效市场中所有投资者都无法获得超额收益，但这种市场模式太过于理想化，与现实情况相去甚远，而弱有效市场和半强式有效市场都可以从市场中获得超额收益，这也就意味着上市企业的信息披露质量会与股权融资成本产生关联。企业的 ESG 表现通过有关评级机构经过量化的评估后经行信息披露，无疑会向市场的各个投资者传递信息，进而影响企业的股权融资成本。

目前学术界关于企业 ESG 表现与股权融资成本相关的研究理论主要集中于信息不对称理论、利益相关者理论、信号理论和企业风险管理理论四个维度。

首先，从信息不对称理论来看，尽管 Modigliani 和 Miller（1958）提出

的 MM 定理认为当资本市场完善时，企业价值不会因所采用的融资方式改变而改变，但是有效市场理论必须要基于一定的假设前提才能实现，具体而言包括：（1）市场上所有投资者的行为都是理性的，所有投资者都追求利益最大化这一目标；（2）证券价格应该充分及时的反应该资产的所有可获得的信息；（3）证券价格反映了市场上所有理性投资人的供需平衡，即认为证券价格被高估的人和认为证券价格被低估的人相等，因为倘若不相等就会出现套利的机会，投资者会通过交易手中的证券使得证券价格达到平衡为止。显然现实中的资本市场难以达到上述条件，因而也就必然会存在信息不对称的问题，致使融资成本产生差异。由于企业和投资者之间存在信息不对称的情况，投资者承担的风险也会随着企业信息不对称程度的增加而增加，投资者要求的风险溢价也就一同增加。Myers 和 Majluf（1984）提出的优序融资理论表示，企业的融资约束与企业与投资者之间的信息不对称程度呈正相关的状态，完善的信息披露机制能有效的缓解信息不对称问题，使得投资者能够以较低的成本获取信息，从而降低企业的融资成本。ESG 评级作为一种衡量企业在环境保护、社会责任和公司治理三个方向表现的量化指标，也是企业信息披露的重要一环，所以企业提高自身的 ESG 表现也有助于缓解投资者和上市企业之间的信息不对称问题，而高质量的 ESG 评级披露可以有效提高投资者的信心，从而降低融资成本。

其次，从利益相关者理论来看，公司治理的追求不单单是满足股东财富的最大化，还应该满足所有的利益相关者，比如供应商和债权人等等。从长期来看，企业在环境保护，社会责任和公司治理上的缺失，不仅会损害整个社会的利益，也会对公司形象产生不利影响，由此越来越多的利益相关者开始关注企业在财务绩效指标以外的表现。ESG 作为囊括企业和社会，环境以及公司治理三大层面的综合评估体系，衡量了企业对于各个利益相关者的兼顾程度，这与利益相关者理论不谋而合。企业积极提高自身的 ESG 表现，不仅能够帮助企业在各个利益相关者之间形成良好的形象，还能构筑良好的关系和氛围，最终提高市场竞争力，降低融资成本。

第三，从信号理论来看，作为一种基于信息不对称理论而进一步发展出来的理论，即企业的一切行为都会传递与有关自身经营情况等信号，这也使得即使信息不对称理论存在，企业通过信号的传递仍可通过影响投资者对企

业的评估和判断来实现潜在的交易收益。企业积极提高 ESG 表现，既是向投资者传递企业积极维护环境和履行社会责任的负责任形象，也是企业稳健经营的一种体现，此外，投资者通过第三方评级机构可以直观了解到企业的 ESG 表现，而这种表现又能够帮助企业吸引到外部投资者，从而降低企业搜寻合格投资者的相关成本，帮助企业获得投资。

3.2 研究假设

3.2.1 企业 ESG 表现对股权融资成本的影响

由前文总结可知，根据信息不对称理论，ESG 评级作为一种衡量企业在环境保护、社会责任和公司治理三个方向表现的量化指标，也是企业信息披露的重要组成部分，因此企业提高自身的 ESG 表现也有助于缓解投资者和上市企业之间的信息不对称问题，而高质量的 ESG 评级披露可以有效提高投资者的信心，从而降低融资成本；根据利益相关者理论，ESG 作为囊括企业在社会，环境以及公司治理三大层面的综合评估体系，衡量了企业对于各个利益相关者的兼顾程度，这与利益相关者理论不谋而合。企业积极提高自身的 ESG 表现，不仅能够帮助企业在各个利益相关者之间形成良好的形象，还能构筑良好的关系和氛围，最终提高市场竞争力，降低融资成本；根据信号理论，企业积极提高 ESG 表现，既是向投资者传递企业积极维护环境和履行社会责任的负责任形象，也是企业稳健经营的一种体现，此外，投资者通过第三方评级机构可以直观了解到企业的 ESG 表现，而这种表现又能够帮助企业吸引到外部投资者，从而降低企业搜寻合格投资者的相关成本，帮助企业获得投资。基于以上理论，说明企业在环境、社会责任和公司治理三个方面表现会反应在 ESG 评级上，而在这三个方面表现越好，将会降低企业的股权融资成本，因此本文提出第一个假设：

H1：企业提高 ESG 表现会降低股权融资成本。

3.2.2 中介效应对股权融资成本的影响

基于信息不对称理论，完善的信息披露机制能有效的缓解信息不对称问题，使得投资者能够以较低的成本获取信息，从而降低企业的融资成本。企业 ESG 表现涵盖了企业在环境保护、社会责任和公司治理三个方向的综合表现，也是企业信息披露的重要一环，有助于缓解投资者和上市企业之间的信息不对称问题，如 Feng 和 Wu（2021）就认为第三方评级机构根据企业 ESG 信息披露和相关信息做出的评估可以视作信号传递给投资者，从而降低投资者获取信息的难度和成本，提高投资者对企业风险和价值评估的准确性，进而降低投资者额外要求的风险报酬率。而信息不对称问题的缓解，以及企业 ESG 表现的提高也都有利于降低股权融资成本，如周方召等（2020）认为企业的 ESG 信息披露质量越高，债权人和股东对公司的认可度也越高；李井林等（2021）认为企业在 ESG 上的良好表现有助于与利益相关者建立良好关系，增强公司竞争力和投资者信心，从而降低股权融资成本。基于上述这些因素，本文提出第二个假设：

H2：企业 ESG 表现提高，信息不对称程度下降，从而降低股权融资成本，信息不对称程度在其中具有中介作用。

企业 ESG 表现的提高要求企业履行社会责任和环境绩效，而企业在这方面的投资会占用一部分的自有资源，而风险承担衡量了企业管理者在投资决策过程中的风险选择，风险承担高意味着企业管理者更倾向于冒险的投资，企业更倾向于主动承担风险，也反映出企业当下经营波动的状态与程度。

当企业积极提高 ESG 表现时，其在履行社会责任及环境绩效等方面的付出会更多占用企业的资源，例如于洪彦和黄晓治等（2015）就认为上市公司履行社会责任可能会过多占用企业内部资源，因此企业在这方面的投入会影响到日常经营活动中的投资决策。不少研究者支持企业在社会责任及环境绩效上的投入对风险承担的负相关关系，比如，李维安等（2019）发现随着企业的绿色治理水平提高，企业的风险承担水平降低；冯丽艳与肖翔等（2016）也通过研究支持在我国经济环境下，积极承担社会责任有助于降低企业风险水平；Mulia and Joni（2019）通过研究发现企业在社会责任上落实的越严格，企业的风险承担水平越低。此外，当企业面临较高的风险承担时，经营不确

定性所带来的信号会增强投资者的风险感知，尤其是对于风险规避类的权益投资者的影响更为强烈，这会使得权益投资者对于所投企业的必要报酬率增加；而反过来说，当企业面临的风险承担更小时，权益投资者对于所投企业的所要求的报酬率也会减小，故而可以降低企业的股权融资成本。基于上述这些因素，本文提出第三个假设：

H3：企业 ESG 表现提高，会降低企业风险承担，从而降低股权融资成本，企业风险承担在其中具有中介作用。

3.3 样本选取与数据来源

综合考虑企业 ESG 表现评级数据的数量、时间跨度和可得性三大因素后，本文选取 2015-2021 年共 7 年的全部 A 股上市公司作为研究企业 ESG 表现与股权融资成本之间关系的初始研究样本，并且采用年度数据进行研究，样本数据来自于国泰安（CSMAR）数据库。并且，为了保证研究结果科学可靠，本文在正式的实证研究开始之前对初始样本按下述条件进行了筛选：

（1）剔除金融行业的样本。由于金融类的上市公司与其他行业的公司相比存在着一定的特殊性，并且其会计处理方法也与其他行业的上市公司有着重大差异，因此本文将属于金融行业的样本剔除；

（2）剔除 ST、SST、*ST 和 PT 类的样本。一般情况下，被标记为 ST、SST、*ST 和 PT 的上市公司的经营状况会存在着明显问题，故为了减少研究偏差，本文将这类异常样本进行剔除；

（3）剔除相关变量存在缺失值和异常值的样本。

经过上述筛选，本文最终得到符合条件的 2015-2021 年共 7 年的，由 11063 个“企业-年度”观测值构成的非平衡面板数据。

本文使用的 ESG 评级数据来自于 wind，其余相关数据均来源于国泰安（CSMAR）数据库。在开始实证分析之前，本文对企业层面的所有连续型变量均进行了分年度的 1%以下和 99%以上的缩尾处理（Winsorize），以此来缓解离群值对回归结果可能产生的影响。数据的分析和处理这部分工作本文主要通过软件 Stata17.0 来完成。

3.4 变量定义

3.4.1 被解释变量

（1）度量股权资本成本的方法

本文研究的被解释变量是股权融资成本，并且由前文所述可知，股权融资成本既是企业为筹措和使用资金所付出的一项成本与费用，也可以指投资者在提供资金时所希望获得的必要收益率。在具体的计量方式上，参考多数学者的研究方法，本文将借助适当的模型来度量股权融资成本。

有关融资成本的研究文献数量众多，经过多年的研究和发展后大致可以将有关度量方法分为事前股权资本成本法和事后股权资本成本法两个维度。作为两种不同的度量方式，其度量结果自然也存在较为明显的差异。

事前股权资本成本法需要计量股票未来各期现金流，通过使股票各期现金流的现值等于股票当前价格的方式来推算出隐含报酬率。目前的研究文献中采用事前股权资本成本法用到的主要用到测量模型包括：GLS 模型、OJN 模型、PEG 模型等。其中，GLS 模型的计量方法是基于未来收益率进行的，即假定企业的内在价值等于账面价值的现值加上剩余价值的现值，并借此推导出股权融资成本，采用这一模型的优势在于其将多种与股权融资成本有关联的因素都考量在一起，增强了预测结果的现实性和准确性，但 GLS 模型仍然存在着一些不足，比如未来现金流期数的确定较为主观，且预测期间股利不变的假设不太符合现实情况等；OJN 模型通过对下年度预测的每股利润、每股收益的预测长短期增速以及权益融资成本之间的关系来推算出股权融资成本，也是常用的事前股权资本成本估算模型之一；PEG 模型假设股票异常盈余是零增长的，并根据股票当前价格与未来的盈利预测值来估算股权融资成本，方法相对简单，是国内外学者在研究股权融资成本时最常用的模型。

事后股权资本成本法的前提假设是市场完全有效，通过已经获得的回报来测算未来的股票收益。目前的研究文献中采用事后股权资本成本法用到的主要用到测量模型为 CAPM 模型和 FFM 模型。资本资产定价模型（CAPM）将股票的报酬率划分为无风险利率和风险溢价两部分，实际操作中前者一般由国债利率来表示，后者则是由系统性风险决定，采用这一模型来计量股权

融资成本的方法较为简单但是缺点也很明显，一方面该模型将实际收益率作为股权资本成本不够准确且不符合现实情况，另一方面是该模型认为股权资本成本只受股票系统性风险的影响，而忽略了其他因素。由于原模型这些不足的存在，Fama 和 French 对 CAPM 模型进行了改进，通过将市场风险溢价、公司市值、账面市值比这三大因素引入到原本的资本资产定价模型当中，构造出了三因素模型（FFM），使得模型在计算股权资本成本时考虑的因素更为全面。

（2）度量股权资本成本的模型选取

事前股权资本成本法和事后股权资本成本法各有侧重，无论采取哪种测量方法都难免会产生误差，目前研究者普遍认为事前股权资本成本法的误差要低于事后股权资本成本法，前者的测量结果更为可靠，这也是因为从经济角度来看，事后股权资本成本法所采用的模型更容易受到市场因素的干扰，而事前资本成本法则是基于预期财务数据和现行股票价格计算的期望收益率，相较而言更加准确。

在事前股权资本成本法所包括的 GLS 模型、OJN 模型以及 PEG 模型等诸多模型中，PEG 模型具有模型相对简单、考虑因素全面、数据易于获得等优势，是目前学术界在研究股权资本成本相关问题时所采用次数的最多的模型。不仅如此，国内不少研究者认为 PEG 模型的计量结果要更适合我国特殊的资本市场环境，如李超（2011）认为 PEG 模型更符合我国市场环境，毛新述等人（2012）也认为 PEG 模型对各类影响因素的捕捉能力较强。

综上所述，本文采用 PEG 模型来对股权资本成本进行测量。具体计算过程如下：

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

其中， P_0 为 t_0 期末的股票价格， EPS_1 为分析师预测的 t_1 时期每股盈余， EPS_2 为分析师预测的 t_2 时期每股盈余，上述所有的数据均来自于 CSMAR 数据库。

3.4.2 解释变量

（1）ESG 评级体系

ESG 理念内涵丰富，为了方便研究和探索，目前国际上普遍将其大致划分为 ESG 信息披露和报告的原则以及指引、ESG 评级机构对企业 ESG 的评级、国际投资机构所发布的 ESG 投资指引这三个部分，而在这之中，ESG 信息披露无疑是 ESG 理念的基础和支撑。完善的 ESG 信息披露机制和体系是发挥 ESG 责任投资理念效用的前提，也是 ESG 责任投资理念在现实环境中的实践基础。

目前国内外参与 ESG 评级的评级机构众多，国外比较著名的评级机构有 MSCI、穆迪、ISS、标普、晨星、汤森路透、富时罗素等，国内 ESG 起步较晚，评级机构也相对国外而言较少，主要有商道融绿、华证、中证等。在有关 ESG 评级指标的具体计算方法上，各家 ESG 评级机构都有自己独特的计算模式，并根据各项指标的结果定期向市场投资者和社会公众公布企业的 ESG 评分结果，帮助投资者更好更全面的分析企业的经营情况，同时也在一定程度上起到了监督企业管理者的作用，督促企业管理者在经营企业的过程中，履行相应的社会责任。

（2）华证 ESG 评级

华证 ESG 评级作为国内影响力最大的主流评级机构之一，其评级方式参考国际主流方法和实践经验，借鉴国际 ESG 核心要义，结合中国国情与资本市场特点，构建华证 ESG 评级体系，向市场提供中国 A 股及港股等证券发行人的环境、社会和公司治理三个维度的评级结果。在评价体系上，华证 ESG 评级体系成熟且丰富，底层数据来源合规，评级生产流程规范，分行业精细设置议题权重，在参考国际主流方法和实践经验并借鉴国际 ESG 核心要义的同时，还不忘结合中国国情与资本市场特点来构建华证 ESG 评级体系，进而向市场提供中国 A 股及港股等证券发行人的环境、社会和公司治理三个维度的评级结果。目前，华证 ESG 评级在计算指标上已经囊括了 3 个一级指标，16 个二级指标，44 个三级指标，超 70 个四级指标和超 300 个底层数据指标，指标覆盖面广泛，内涵丰富全面。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/088117064061006031>