

ESG表现与权益资本成本

刘政帮

天健会计师事务所(特殊普通合伙) 浙江 杭州 310020

摘要: 本文以2010-2020年1319家中国A股上市公司5054个企业的研究样本,实证检验了ESG表现对权益资本成本的影响及不同类型企业的差异。研究发现:ESG表现及其3个维度环境表现(E)、社会责任表现(S)和公司治理表现(G)均对权益资本成本具有显著负向影响;企业ESG表现与权益资本成本的负相关关系主要体现在高环境敏感性行业和行业竞争激烈的公司。

关键词: 企业ESG表现;可持续发展;权益资本成本

1 引言

ESG是环境、社会和公司治理的简称,在一定程度上反映了企业的非财务绩效。2021年2月,中国证监会对《上市公司与投资者关系工作指引》(证监公司字2005)52号)进行了修订,形成了《上市公司投资者关系管理指引(征求意见稿)》,通过对上市公司环境、社会和公司治理信息披露的明确要求,助力上市公司高质量发展。本文从权益资本成本的角度研究了ESG各维度的表现及其综合表现的经济后果,并分别从行业环境敏感性和竞争程度两个维度探讨ESG表现对权益资本成本的调节效应。

2 理论分析与研究假设

2.1 ESG表现与权益资本成本

企业披露的财务信息和非财务信息都具有信息质量,信息质量可以有效缓解企业管理者与外部信息使用者之间的代理问题。权益资本成本一定程度上反映了投资者要求的报酬率,企业的环境表现可以传递关于企业可持续发展的信号,当传递积极信号时,表明公司预期投资风险较低,投资者要求的报酬率会随之降低,从而降低权益资本成本;积极的社会责任表现有助于企业形成道德资本、减缓风险事件给企业带来的冲击,在一定程度上有利于投资者降低对企业的风险预期,从而降低权益资本成本;良好的公司治理表现,可以有效弱化两权分离问题而产生的道德风险,从而降低投资者预期风险。

基于以上分析,本文提出:

假设1a:企业的环境表现对权益资本成本呈负相关关系。

假设1b:企业的社会责任表现对权益资本成本呈负

相关关系。

假设1c:企业的公司治理表现对权益资本成本呈负相关关系。

假设1d:ESG表现与权益资本成本呈负相关关系。

2.2 环境敏感性和行业竞争的调节效应

随着“双碳”行动的落实,环境规制强度的增加,高环境敏感性行业资本成本呈现出高于低环境敏感性行业的态势(汪平和周行,2021)。企业所处行业的环境敏感性在ESG表现对企业绩效的作用过程中起到调节作用,高环境敏感性行业中的企业ESG表现对企业绩效的影响更为明显(李井林,阳镇等,2021)。随着高环境敏感性行业的企业面临越来越严格的环境规制约束,投资者的不确定性增强、要求的报酬率提高。ESG表现是政府、社会公众和企业多中心治理的结果,高敏感性行业的企业ESG表现越好,说明多中心治理效果越好,相应的权益资本成本的改善力度也会较为明显。

基于以上分析,本文提出:

假设2:ESG表现与权益资本成本的负相关主要体现在高环境敏感性企业中,而在低环境敏感性企业中,这种负相关性不显著。

行业竞争程度与权益资本成本正相关,当行业竞争不激烈时,公司会隐藏信息从而避免竞争对手获取商业秘密从而对企业经营产生威胁;而当行业竞争较为激烈时,公司会充分披露信息以最大限度降低信息不对称程度,以获取对投资者的竞争(王雄元和高曦,2018)。ESG表现可以有效降低在行业竞争激烈这种信息环境较差的情形下的信息不对称程度,降低投资者对未来风险的预期,降低企业权益资本成本。基于以上分析,本文提出:

假设3:ESG表现与权益资本成本的负相关主要体现在行业竞争激烈的公司中,而在行业竞争不激烈的公司中,这种负相关性不显著。

作者简介: 刘政帮(1987年),男,汉族,湖北省随州市,本科,注册会计师,主要研究方向:资本结构与资本运营,企业战略与风险管理等。

3 研究设计

3.1 样本选取与数据来源

本文选取2010-2020年中国A股上市公司为研究样本，剔除金融保险类上市公司、被特别处理（ST）的公司及资产负债率>1的上市公司，最终得到1319家5054个研究样本的企业年度数据。企业ESG表现数据中的环境表现和社会责任表现来自和讯网企业社会责任报告评级数据库，公司治理表现的计算及其他变量数据均来自CSMAR数据库。为避免极端值的影响，本文对所有连续变量进行了上下1%的缩尾处理。

3.2 变量定义

(1) 被解释变量

借鉴毛新述等（2012）采用PEG模型，测度被解释变

量权益资本成本（COC），如模型（1）所示：

$$COC_{it} = \sqrt{(eps_{i,t+2} - eps_{i,t+1}) / P_{it}} \quad (1)$$

其中， $eps_{i,t+T}$ 为第i个公司t+T期的普通股每股收益； P_{it} 为第i个公司t期的普通股股价。

(2) 解释变量

企业环境表现（ENV）和社会责任表现（SOC）来自和讯网企业社会责任报告评级数据库，为消除不同维度评级数据的量纲差异，本文对各维度的评分结果进行了归一化处理；借鉴李井林等（2021）构建公司治理指数模型测度公司治理表现（GOV），如模型（2）所示。企业ESG表现（ESG）根据企业环境表现（ENV）、社会责任表现（SOC）和公司治理表现（GOV）加权平均计算求得。

$$GOV_{it} = 0.145TOP1_{it} + 0.055TOP2_10_{it} + 0.442Mana_{it} - 0.247State_{it} + 0.449Dual_{it} - 0.005HB_share_{it} - 0.005Parent_{it} + 0.321Indration_{it} \quad (2)$$

其中， $TOP1_{it}$ 为第一大股东持股比例； $TOP2_10_{it}$ 为第二至第十大股东持股比例； $Mana_{it}$ 为高管持股比例； $State_{it}$ 为产权性质（国企为1，非国企为0）； $Dual_{it}$ 为董事长和总经理两职合一情况（两职合一为1，否则为0）； $Parent_{it}$ 为是否存在母公司（存在母公司为1，否则为0）； $Indration_{it}$ 为独立董事比例。

(3) 控制变量

此外，本文控制了公司规模、资产负债率、总资产收益率、账面市值比以及Beta值、行业效应与时间效应（王雄元等，2018）。

3.3 模型设计

本文根据上述假设设计了如下个模型：

$$COC_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 ENV_{i,t} or SOC_{i,t} or GOV_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 MB_{i,t} + \beta_5 Sales_{i,t} + \beta_6 Beta_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型（3）为检验ESG各个维度的表现及其总体表现对权益资本成本的影响。

4 实证分析

4.1 描述性统计

描述性统计结果显示，权益资本成本（COC）平均值和中位数分别为0.123和0.096，标准差为0.024；

企业环境表现（ENV）平均值和中位数分别为0.117和0.000，标准差为0.238；企业社会责任表现（SOC）平均值和中位数分别为0.574和0.572，标准差为0.159；企业ESG表现平均值和中位数分别为0.539和0.534，标准差为0.166。受限于篇幅，其余控制变量分布均在合理范围内，详见表1。

表1 主要变量的描述性统计结果

变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
COC	5054	0.123	0.098	0.012	0.096	0.595
ENV	5054	0.117	0.238	0	0	1
SOC	5054	0.574	0.159	0	0.572	1
GOV	5054	0.464	0.179	0	0.460	1
ESG	5054	0.539	0.166	0	0.534	1
size	5054	22.655	1.487	17.426	22.465	28.52
Lev	5054	0.486	0.203	0.073	0.485	0.971
MB	5054	2.265	1.729	0.822	1.704	11.163
ROA	5054	0.055	0.049	-0.194	0.045	0.208
Sales	5054	0.493	1.484	-0.746	0.132	10.301
Beta	5054	1.142	0.299	0.418	1.142	1.968

4.2 回归结果分析

表2检验ESG表现对权益资本成本的影响,由表2第(1)列的回归结果可以看出,企业环境表现(ENV)的系数为-0.001,在5%的水平下显著,假设1a得到验证。由表2第(2)列的回归结果可以看出,企业社会责任表现(SOC)的系数为-0.079,在1%的水平下显著,假设1b得到验证。由表2第(3)列的回归结果可以看出,企业公司治理表现(GOV)的系数为-0.010,在10%的水平下显著,假设1c得到验证。由表2第(4)列的回归结果可以看出,企业ESG表现的系数为-0.039,在5%的水平下显著,假设1d得到验证。

表2 ESG表现对权益资本成本的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
ENV _{it}	-0.001** (0.013)			
SOC _{it}		-0.079*** (0.022)		
GOV _{it}			-0.010** (0.012)	
ESG _{it}				-0.039** (0.016)
Controls _{it}	YES	YES	YES	YES
N	1248	2214	2214	2214
R ²	0.184	0.182	0.172	0.176

注: *、**、***分别表示在10%、5%和1%下显著性的水平。

表3检验行业环境敏感性和竞争程度在ESG表现作用于权益资本成本过程中的调节效应。其中,行业环境敏感性依据2016年环境保护部发布的《环境保护部关于废止部分环保部门规章和规范性文件的规定》,将包括煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业等在内的16个行业界定为高环境敏感性行业,其余行业界定为低环境敏感性行业;采用赫芬达尔指数对行业竞争程度进行衡量,以赫芬达尔指数的中位数将样本行业竞争程度分为高和低两组。表3第(1)与(2)列的分组回归结果显示:ESG表现与权益资本成本的显著负相关主要体现在高环境敏感性行业组,假设2得到验证。表3第(3)与(4)列的分组回归结果显示:高竞争行业组中ESG表现与权益资本成本的负相关关系更为显著,假设3得到验证。

4.3 内生性检验

本文采用系统广义矩估计方法控制内生性问题,对内生性进行控制以后,发现企业ESG表现与权益资本成本的负相关关系依然存在,进一步论证了前述研究结论。

4.4 稳健性检验

本文进一步采用滞后二期和滞后三期的被解释变量

对上述模型进行回归估计采用中国研究数据服务平台中的CESG数据;采用和讯网企业社会责任报告评级数据库对环境表现和社会责任表现指标进行替换,检验结果与前述研究结论一致。

表3 污染程度和行业竞争的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	高环境敏 感性行业	高环境敏 感性行业	高竞争 行业	低竞争 行业
ESG _{it}	-0.081*** (0.028)	-0.022 (0.019)	-0.043* (0.025)	-0.035 (0.008)
Controls _{it}	YES	YES	YES	YES
N	599	1615	1191	1023
R ²	0.260	0.161	0.180	0.207

5 结论及启示

本文以2010-2020年1319家中国A股上市公司5054个企业的研究样本,实证检验了ESG表现对权益资本成本的影响,具体结论如下:环境表现(E)、社会责任表现(S)和公司治理表现(G)及企业ESG表现均能显著降低权益资本成本。企业ESG表现所传递的信息在一定程度上能降低企业的代理问题,从而企业降低权益资本成本,促进企业可持续发展。投资于高环境敏感性行业的企业的投资者可以通过关注企业的ESG表现降低对于未来不确定性程度的预期,降低其要求的报酬率,最终降低企业的权益资本成本;此外,企业ESG表现能够在一定程度上缓解行业竞争激烈程度对投资者信息不对称程度的影响。

参考文献

- [1] 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(02).
- [2] Cox P, Wicks P G. Institutional Interest in Corporate Responsibility: Portfolio Evidence and Ethical Explanation[J]. Journal of Business Ethics,2011,103(1).
- [3] Harrison, Hong, And, et al. The price of sin: The effects of social norms on markets[J]. Journal of Financial Economics,2009.
- [4] Chang Y, Hsieh C, Wang T, et al. Corporate Social Responsibility, Cost of Equity and Cost of Bank Loans. [J]. International Review of Accounting, Banking & Finance,2014,6.
- [5] 李小林,叶德珠,张子健.CEO财务经历能否降低公司权益资本成本?[J].外国经济与管理,2018,40(09).
- [6] 李伟,刘启亮,李洪. IFRS、财务分析师、机构投资者和权益资本成本——基于信息治理观视角[J].会计研究,2016(10).