

企业 ESG 绩效会影响商业信用融资吗？

——基于信息传递与治理赋能视角

武晓芬¹,唐媚媚^{1,2},张记元³

(1. 云南大学 工商管理与旅游管理学院,云南 昆明 650500;2. 云南民族大学 管理学院,云南 昆明 650500;
3. 石河子大学 经济与管理学院,新疆 石河子 832003)

[摘要]基于 2007—2021 年沪深两市 A 股上市公司数据,探讨 ESG 绩效对商业信用融资的影响及作用机制。研究发现:ESG 绩效提升了企业商业信用融资能力;机制检验发现,ESG 绩效提高了信息传递效率和公司治理水平,从而影响商业信用融资;区分样本发现,ESG 绩效对商业信用融资的影响在低竞争地位、非污染性行业、东部地区和环保法实施后的样本中更为显著。以上研究结论为企业进行 ESG 实践,提升商业信用融资水平提供了经验借鉴。

[关键词]ESG 绩效;商业信用融资;信息传递;治理赋能;内部控制;绿色发展;公司治理

[中图分类号]F275 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2023)03-0041-11

一、引言

ESG 作为一种关注企业环境、社会、治理绩效而非财务绩效的企业评价标准和投资理念,在一定程度上反映了企业在可持续发展中的潜力,是国家实现绿色发展的重要支撑。2006 年,深圳证券交易所颁布了《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》,首次对企业的环保问题和社会责任问题进行了阐述。2018 年 9 月 30 日,中国证券监督管理委员会将环保与社会责任纳入修订的《上市公司治理准则》,明确了企业对员工、利益相关者和社会环境等方面的责任,构建了我国企业 ESG 信息披露的基础架构。同年 11 月 10 日,中国基金业协会正式发布了《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》及《绿色投资指引》,为企业 ESG 绩效评价提供了核心指标体系,进一步推动了 ESG 在中国的发展。2020 年,深交所公布了《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法(2020 年修订)》,提出将 ESG 披露加入考核。可见,随着全球 ESG 投资的快速增长,ESG 已成为政策制定者、监管机构和投资者等关注的热点,并逐步被纳入投融资决策过程中。

关于 ESG 绩效的微观经济后果,学者们主要探讨了 ESG 绩效对企业经营绩效、投资活动和融资活动等的影响。在 ESG 对经营绩效的影响方面,尚未形成一致的研究结论。Wong 等、王波和杨茂佳、晓芳等认为良好的 ESG 绩效可以通过释放积极信号提高经营效率、降低财务风险、提升企业价值和绩效^[1-3];Brammer 和 Pavelin 等认为企业过多投入 ESG 会带来额外成本,进而导致企业价值和绩效的降低^[4];Atan 等认为 ESG 与企业价值和绩效没有相关性^[5]。在 ESG 对投资活动的影响方面,理论界主要聚焦于投资规模、投资效率等几个领域。Lambert 等和高杰英等研究发现 ESG 可以有效提升投资效率^[6-7];谢红军和吕雪的研究表明,ESG 优势可以提升企业对外投资的可能性和规模^[8];Rubin 发现管理

[收稿日期]2022-12-20

[基金项目]国家社会科学基金项目(19CGL053);云南省教育厅科研基金项目(2022J0394)

[作者简介]武晓芬(1962—),女,山西太原人,云南大学工商管理与旅游管理学院教授,博士生导师,主要研究方向为会计与资本市场;唐媚媚(1986—),女,湖南邵阳人,云南大学工商管理与旅游管理学院博士生,云南民族大学管理学院讲师,主要研究方向为会计与资本市场,通讯作者,邮箱:tangmeimei521@163.com;张记元(1988—),男,河南滑县人,石河子大学经济与管理学院讲师,博士,主要研究方向为会计与资本市场。

层可能会通过较好的责任表现掩盖过度投资行为^[9]。在 ESG 对融资活动的影响方面,研究者们重点关注了融资约束、融资结构和融资成本等领域。Goss 等、Cheng 等、席龙胜等认为较高的社会责任履行度有助于企业缓解外部融资约束^[10-12];龙海明和欧阳佳俊的研究表明,良好的 ESG 绩效可以优化企业的资本结构^[13];El Ghoul 等、Yasser 等、邱牧远等研究发现良好的 ESG 绩效有助于降低融资成本^[14-16]。商业信用融资作为企业极富商业实践价值的非正式融资渠道,在企业债务结构中扮演了关键角色,其影响因素一直是理论界研究的热点。现有文献主要探讨了外部环境和企业自身特征对商业信用融资的影响。部分学者认为货币政策^[17]、税收政策^[18]、社会信任程度^[19]、金融发展程度^[20]和证交所问询^[21]等外部环境会对企业商业信用融资水平产生影响。还有部分学者认为供应链关系^[22]、公司战略^[23]、产权差异^[24]和管理者特征^[25]等自身特征也会影响企业的商业融资能力。

现有研究对 ESG 绩效的有效性以及商业信用融资影响因素进行了较为广泛的讨论,但极少关注 ESG 对商业信用融资的影响及作用机制,也未基于信息传递与治理赋能视角进行机制分析,而把握这一影响及作用机制对于我国企业缓解融资约束,实现可持续发展至关重要。尤其在企业融资环境较为严峻的背景下,上市公司的环境、社会和治理绩效(ESG 绩效)是否会影响企业商业信用融资能力更是亟待解决的重要问题。鉴于此,本文以 2007—2021 年沪深两市企业为研究样本,探讨以下几个问题:ESG 绩效是否会影响企业商业信用融资能力? ESG 绩效通过什么机制影响企业商业信用融资能力?哪些因素会使企业 ESG 绩效对商业信用融资能力产生异质性影响?

本文主要的边际贡献体现在:(1)研究 ESG 绩效对企业商业信用融资能力的影响,延展有关 ESG 绩效的理论边界,丰富企业商业信用融资能力影响因素的研究;(2)基于信息传递和治理赋能视角探讨 ESG 绩效影响企业商业信用融资能力的作用机制,为后续相关研究提供新的研究视角和研究思路;(3)探讨企业 ESG 绩效对商业信用融资能力在不同竞争地位、行业特征和所处区位下是否存在异质性影响,为利益相关者进行投融资决策提供一定的参考。

二、理论分析与研究假设

目前,ESG 绩效已成为分析师和投资者等评估公司价值的重要指标之一。而商业信用作为短期融资替代工具,对缓解企业融资约束具有十分重要的作用,尤其在发展中的新兴市场国家。因此,本文将基于我国特有的制度背景,从信息传递和治理赋能两个方面来探究 ESG 绩效对企业商业信用融资的影响和具体作用机制。

一方面,从信息传递角度看。信息不对称风险和信用风险是供应商和客户决定是否向企业提供商业信用融资的重要影响因素^[23]。对急需获得商业信用的企业来说,高效的信息传递是企业与客户、供应商之间建立信任的关键,也能帮助客户、供应商更加准确地评估上下游供销企业的基本状况,进而作出是否向企业提供商业信用的决策。那么企业的 ESG 绩效如何通过信息传递影响商业信用融资能力呢?

首先,ESG 责任履行可以向客户和供应商传递积极信号,提高企业声誉,进而赢取客户、供应商更多的认可和支持,提升企业商业信用融资能力。依据信号传递理论,当存在信息不对称时,企业可以通过自身的“言”和“行”向利益相关者发出信号,以表明其能力。其一,企业履行 ESG 责任,提升 ESG 绩效,本身就是向外界告知其在社会、环境以及公司治理等方面做出了努力,有利于企业塑造更具有责任感的外在形象,增强客户、供应商对企业的信任和信心,提高企业商业信用融资水平。其二,积极履行 ESG 责任的企业倾向于主动向社会公众披露其良好的 ESG 绩效,以传递企业正处于长期可持续发展状态的信号,使客户和供应商对企业未来发展前景产生良好期望,为企业提供更多的商业信用。

其次,ESG 绩效反映了企业的非财务信息,增加了企业的信息披露含量,降低了信息风险,有利于企业获得更多的商业信用融资。企业信息披露数量越多,越有助于内外部利益相关者了解企业相关信息,帮助其更全面地掌握企业的状况。ESG 绩效提供了企业环境(生物多样性、气候变化、污染与资源、

环境供应链等)、社会(客户责任、健康与安全、人权与社区、劳工标准等)、公司治理(反腐败、风险管理、税收透明度等)三个维度的信息,增加了企业信息披露数量,有利于供应商和客户更全面更准确把握企业潜在的经营风险和商业信用违约风险,减少其顾虑,促使其向企业提供更多的商业信用。

最后,ESG绩效评价可以提高企业信息透明度,提升信息披露质量,增加企业与客户、供应商之间的信息交互,增强供应链伙伴向企业提供商业信用融资的意愿。企业作为众多利益相关者缔结的一组契约,在执行过程中存在诸多委托代理关系,从而导致各利益相关者与企业之间存在着信息不对称。信息不对称的存在影响了利益相关者与企业的合作关系,因此企业可以通过提高信息披露质量来降低信息不对称程度^[13]。ESG绩效评价能提高企业信息披露的透明度,缓解企业和供应链伙伴之间的信息不对称问题,提升公司信息传递的总体质量,优化信息环境,进而获取客户、供应商更多信任和支持,提高企业的商业信用融资能力。

另一方面,从治理赋能角度看。公司治理能力是决定企业能否获得商业信用融资的一个重要因素^[26],如内控质量、董事会特征等。良好的公司治理水平有助于减少企业经营风险,降低商业信用的违约风险,促使企业商业信用融资能力提高。那么 ESG 绩效如何通过治理赋能影响企业的商业信用融资能力呢?

首先,ESG 绩效良好意味着企业具有较为完善的公司治理机制,能够有效监督和约束管理层,降低违约风险,增强供应商和客户提供商业信用融资的意愿,使企业获得更多的商业信用融资。ESG 包括环境、社会、公司治理三个维度,其中公司治理作为 ESG 绩效评价指标体系的重要组成部分对企业 ESG 绩效的评价至关重要。因此,一般而言,ESG 绩效较好的企业,其公司治理机制也较为完善,这可以帮助企业有效防止管理者出于私利而做出损害供应商和客户利益的行为,减少违约风险,打消客户和供应商的风险顾虑,促进企业商业信用融资水平的提高。

其次,ESG 责任履行可以抑制短视行为,提高公司治理水平,降低企业的经营风险,进而提升企业商业信用融资水平。根据利益相关者理论的要求,企业履行 ESG 责任不仅要考虑股东和管理层的利益,还需要考虑客户和供应商等其他外部利益相关者的利益。一方面,当企业开展 ESG 实践时,要求在考虑管理层利益的前提下提高 ESG 绩效,这可以使管理者更加关注企业的长期发展,而不是与个人利益相关的中短期绩效,从而抑制管理层短视行为,降低经营风险,使企业更好地进行商业信用融资。另一方面,当企业实现 ESG 目标时,要求考虑除管理层外其他利益相关者的利益,即关注长远利益,这有利于抑制企业短视行为,减少经营风险,进而帮助企业获得更多的信贷资源,提高其商业信用融资能力。

最后,ESG 绩效评价可以缓解代理问题,减少代理成本,降低企业的经营或违约风险,从而增强企业获得商业信用融资的能力。一方面,由于企业的公司治理水平会显著影响其 ESG 绩效^[27],因此在 ESG 绩效评价公布后,企业会努力提高其公司治理水平(如增加独立董事、进行风险监控等),减少代理成本,降低企业的经营风险,进而获得供应商与客户更多的信任和认可,促进企业商业信用融资水平的提升。另一方面,进行 ESG 绩效评价的企业更容易受到各利益相关者的关注,为了维护其声誉,企业会加强对管理者的监督,减少代理成本,降低违约风险,进而增强客户与供应商向企业提供商业信用的意愿,提升企业商业信用融资水平。

综上所述,本文认为 ESG 绩效既可以通过向供应商和客户传递更丰富、更透明的信息,降低信息不对称程度来获得更多的商业信用融资,也可以通过抑制短视行为、降低代理成本、提高公司治理水平来获得更多的商业信用融资。相应理论逻辑框架

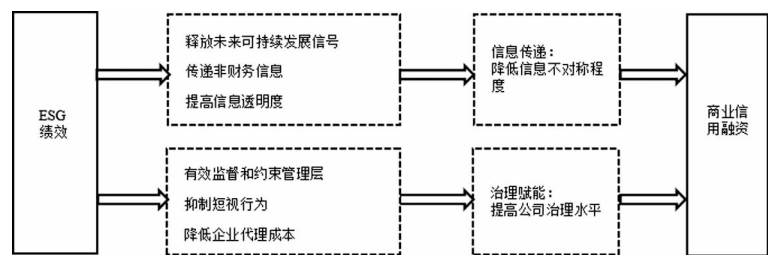


图1 ESG 绩效与商业信用融资推演逻辑

见图 1。因此,本文提出以下假设:

H1:企业 ESG 绩效越好,越容易获得商业信用融资。

H1a:ESG 绩效通过提高信息传递效率和公司治理水平提升企业商业信用融资。

三、研究设计

(一) 样本筛选与数据处理

本文选取沪深股市 2007—2021 年的数据作为实证样本。借鉴常规研究数据处理经验,本文剔除了 ST 或 *ST 样本、金融保险类、房地产类样本以及重要财报数据缺失的样本。此外,为避免异常值对研究结果的噪声影响,本文对连续性变量进行了上下 1% 水平的缩尾处理,最终获得 30703 个研究样本。本文的 ESG 数据来自 Wind 数据库,其他财务和治理数据来自 CSMAR 数据库。

(二) 模型设定与变量定义

为验证企业 ESG 绩效对商业信用融资的影响,本文构建以下模型:

$$TC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + \beta_5 ROA + \beta_6 Top + \beta_7 Board + \beta_8 Grow_{i,t} + \beta_9 Cash_{i,t} + \beta_{10} Inventory_{i,t} + \beta_{11} Turnover_{i,t} + \beta_{12} FA_{i,t} + \beta_{13} State_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

1. 被解释变量:本文使用企业应付账款、应付票据、预收账款账户期末余额之和除以资产总额来构造企业商业信用融资指标(TC)。

2. 解释变量:ESG 绩效是指公司实际开展的 ESG 相关活动。由于华证 ESG 评价体系覆盖范围更广,更新更快,因此本文使用华证 ESG 评级数据来定量评估企业 ESG 绩效。华证 ESG 评级从高到低分为 9 个级别,依次为 AAA,AA,A,BBB,BB,B,CCC,CC,C,ESG 评价级别越高,企业 ESG 绩效越好。为了方便后续进行实证分析,本文对 C 至 AAA 依次进行赋值,当评级为 C 时,赋值为 1,评级为 CC 时,赋值为 2,以此类推,最后得到 ESG 绩效衡量指标 $ESG1$ 。此外,为了缓解异方差对估计结果的影响,本文对 $ESG1$ 取对数,得到 ESG 绩效衡量指标 $ESG2$ 。

3. 控制变量:根据已有相关研究,本文将企业规模($Size$)、前十大股东持股比例(Top)、资产负债率(Lev)、总资产报酬率(ROA)、企业年龄(Age)、企业营业收入增长率($Grow$)、董事会规模($Board$)、现金水平($Cash$)、存货比例($Inventory$)等作为控制变量。此外,考虑到 ESG 绩效在不同行业和年度内具有较大差别,本文还控制了年度和行业的影响。相关变量定义见表 1。

表 1 主要变量及其定义

变量性质	变量代码	变量名称	变量定义
被解释变量	TC	商业信用融资	(应付账款 + 应付票据 + 预收账款)/期末资产总额
解释变量	$ESG1$	ESG 绩效指标 1	根据年末华证 ESG 评级从低到高依次赋值 1—9
	$ESG2$	ESG 绩效指标 2	为使变量具有连续性,将 $ESG1$ 取自然对数
控制变量	$Size$	企业规模	总资产取对数
	Lev	资产负债率	期末负债总额/期末资产总额
	Age	企业年龄	公司成立之日至当期年数
	ROA	总资产报酬率	净利润/总资产平均余额
	Top	前十大股东持股比例	前十大股东持股比例总和
	$Board$	董事会规模	董事会规模取自然对数
	$Grow$	营业收入增长率	(营业收入 - 上期营业收入)/营业收入
	$Cash$	现金水平	(货币资金 + 交易性金融资产)/期末总资产总额
	$Inventory$	存货比例	期末存货净额/期末资产总额
	$Turnover$	资产周转率	营业收入/期末资产总额
	FA	固定资产比例	期末固定资产净额/资产
	$State$	产权属性	民营企业取 0,国有企业取 1

四、实证检验结果与分析

(一) 描述性统计

表 2 中的描述性统计结果显示,样本企业 ESG 绩效的均值为 4.093,标准差为 1.108,最小值为 1,最大值为 8,表明样本企业 ESG 评级平均水平为 B—BB,最低评级为 C 级,最高 ESG 评级达到 AA 级,

企业 ESG 绩效水平参差不齐。商业信用融资的均值为 0.159,标准差为 0.116,最大值和最小值分别为 0.532 和 0.006,说明商业信用融资在企业的融资中占据重要地位,且不同企业的商业信用融资水平存在一定的差距。

(二) 单变量检验

单变量检验结果如表 3 所示,可以看出企业商业信用融资水平在低 ESG 组和高 ESG 组间的均值存在显著差异,中位数差异不显著,初步支持了假设 H1。由于单变量检验只是进行了简略的检验,因此 ESG 对商业信用融资的影响还需通过多元回归分析来判断。

(三) 基准回归

表 4 报告了 ESG 绩效对企业商业信用融资的影响。其中列(1)和列(2)为 OLS 回归结果,ESG1、ESG2 系数分别为 0.002 和 0.008,且均在 1% 水平上显著,支持了假设 H1。列(3)和列(4)

为控制了个体固定效应后的回归结果,ESG1、ESG2 系数分别为 0.001 和 0.003,且分别在 10% 和 5% 水平上具有显著性,说明结论依然成立。列(5)和列(6)为个体层面聚类后的回归结果,ESG1、ESG2 的系数分别为 0.002 和 0.008,且分别在 5% 和 1% 水平上显著,同样也说明企业 ESG 绩效越好,商业信用融资水平越高。

表 2 样本描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
TC	30703	0.159	0.116	0.130	0.006	0.532
ESG1	30703	4.093	1.108	4.000	1.000	8.000
ESG2	30703	1.362	0.333	1.386	0.000	2.079
Size	30703	22.18	1.310	22.00	19.65	26.22
Lev	30703	0.434	0.210	0.427	0.0550	0.935
ROA	30703	0.037	0.064	0.037	-0.279	0.199
Top	30703	0.580	0.153	0.589	0.231	0.904
Board	30703	2.133	0.199	2.197	1.609	2.708
Age	30703	2.872	0.339	2.890	1.792	3.497
Grow	30703	0.185	0.454	0.112	-0.579	3.038
Cash	30703	0.195	0.137	0.157	0.0160	0.664
Inventory	30703	0.147	0.137	0.113	0.000	0.714
Turnover	30703	0.621	0.428	0.524	0.0660	2.529
FA	30703	0.219	0.164	0.185	0.00200	0.707
State	30703	0.392	0.488	0.000	0.000	1.000

表 3 均值与中位数检验

变量	低 ESG 组			高 ESG 组			均值 检验	中位数 检验
	样本数	均值	中值	样本数	均值	中值		
TC	10991	0.158	0.129	19712	0.160	0.130	-0.002**	0.0592

注:***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 的水平上显著。下同。

(四) 稳健性检验

1. 内生性检验

(1) 工具变量法。前述基准回归结果表明 ESG 绩效显著影响企业商业信用融资水平,但是当企业资金总量一定的情况下,商业信用融资较多的企业可能挤出更多资金进行 ESG 活动,从而提高企业 ESG 绩效。因此,为了缓解反向因果对估计结果一致性的干扰,本文选取企业所在地区空气质量(API)作为工具变量进行稳健性检验。原因在于:首先,企业所在地区空气质量与其 ESG 绩效具有相关性。一方面,空气质量较好地区企业的社会责任感和环保意识较强,有利于企业自主开展 ESG 活动;另一方面,空气质量较好地区政府比较重视环境治理,迫使该地区企业被动进行 ESG 实践。其次,企业所在地区空气质量不会直接对其商业信用融资水平产生影响,符合工具变量外生性的要求。检验结果如表 5 所示,列(1)是第一阶段回归结果,工具变量 API 系数为 0.001,且在 5% 水平上与 ESG1 显著正相关,F 值为 141.14,远高于经验值 10,表明本文选取的工具变量与解释变量具有相关关系,所选工具变量有效。第二阶段回归中,列(2)ESG1 系数为 0.239,且在 5% 水平上显著,说明良好的 ESG 绩效能显著提高企业商业信用融资水平的结论是稳健的。

(2) Heckman 检验。由于部分进行了 ESG 实践的企业可能没有 ESG 评级数据,从而导致该类企业

未纳入本文的研究样本中,因此,本文采用 Heckman 两步法来减少样本选择偏误对回归结果造成的影响。在第一阶段回归中,本文构建了 Probit 模型,用以估计逆米尔斯比率(IMR)。在第二阶段回归中,本文将估计出的 IMR 作为控制变量加入基本回归中,以修正可能存在的选择性偏误对本文研究结论的影响,结果如表 5 列(3)所示。IMR 系数为 -0.052,并在 1% 水平上显著,说明本研究存在样本自选择问题。ESG1 系数为 0.001,且在 5% 水平上显著,说明在对样本自选择导致的干扰进行纠正后,研究结论依然成立。

表 4 基准回归结果

	OLS		FE		个体层面聚类	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ESG1	0.002*** (4.51)		0.001* (1.67)		0.002** (2.55)	
ESG2		0.008*** (5.26)		0.003** (2.36)		0.008*** (3.15)
Size	-0.003*** (-6.00)	-0.003*** (-6.13)	0.003*** (4.07)	0.003*** (3.97)	-0.003** (-2.56)	-0.003*** (-2.61)
Lev	0.277*** (70.18)	0.277*** (70.39)	0.200*** (57.07)	0.201*** (57.12)	0.277*** (33.30)	0.277*** (33.38)
ROA	0.058*** (5.94)	0.057*** (5.86)	0.010 (1.48)	0.010 (1.47)	0.058*** (4.10)	0.057*** (4.04)
Top	0.033*** (9.61)	0.033*** (9.57)	-0.002 (-0.33)	-0.002 (-0.34)	0.033*** (4.25)	0.033*** (4.23)
Board	0.005* (1.95)	0.005* (1.94)	0.002 (0.57)	0.002 (0.58)	0.005 (0.87)	0.005 (0.87)
Age	-0.011*** (-6.86)	-0.011*** (-6.82)	-0.006 (-0.92)	-0.005 (-0.91)	-0.011*** (-2.80)	-0.011*** (-2.78)
Grow	-0.002* (-1.94)	-0.002* (-1.92)	0.003*** (3.42)	0.003*** (3.44)	-0.002* (-1.85)	-0.002* (-1.84)
Cash	0.061*** (13.33)	0.061*** (13.32)	0.031*** (7.96)	0.031*** (7.95)	0.061*** (6.83)	0.061*** (6.83)
Inventory	0.122*** (19.45)	0.122*** (19.42)	0.171*** (30.81)	0.171*** (30.82)	0.122*** (8.55)	0.122*** (8.54)
Turnover	0.064*** (35.75)	0.064*** (35.74)	0.062*** (36.87)	0.061*** (36.85)	0.064*** (14.46)	0.064*** (14.45)
FA	-0.081*** (-20.88)	-0.081*** (-20.90)	-0.030*** (-6.52)	-0.030*** (-6.52)	-0.081*** (-9.27)	-0.081*** (-9.28)
State	0.012*** (9.73)	0.012*** (9.68)	0.012*** (5.26)	0.012*** (5.27)	0.012*** (3.93)	0.012*** (3.91)
Ind/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	-0.011 (-0.86)	-0.013 (-1.01)	-0.095*** (-3.78)	-0.095*** (-3.78)	-0.011 (-0.36)	-0.013 (-0.42)
N	30703	30703	30703	30703	30703	30703
R ²	0.487	0.487	0.160	0.160	0.487	0.487

注:括号内为 t 值,下同。

2. 其他稳健性检验

(1) 替换解释变量。本文对解释变量 ESG 重新进行赋值,得到变量 ESG3,即当企业 ESG 评级为 C—CCC 时,ESG3 赋值为 1,当企业 ESG 评级为 B—BBB 时,ESG3 赋值为 2,当企业 ESG 评级为 A—AAA 时,ESG3 赋值为 3,结果如表 5 列(4)所示。ESG3 系数为 0.003,且在 1% 水平上显著,表明替换解释变量后,企业 ESG 绩效对商业信用融资的提升作用依然存在。

(2) 替换被解释变量。为了缓解测量误差带来的影响,本文使用净商业信用(应付账款、应付票据、预收账款的总和减去应收账款、应收票据、预付账款的总和,再除以总资产)对被解释变量进行替换,重新回归。表5列(5)为替换被解释变量后的结果,ESG1系数为0.003,且在1%水平上显著,表明替换被解释变量后,研究结论依然成立。

(3) 年度层面聚类。为了控制潜在的年度层面截面相关,本文对样本进行了年度聚类,以对回归标准误进行异方差修正。表5列(6)为年度层面聚类后的结果,ESG1系数为0.002,并在1%水平上显著,说明使用年度层面聚类对标准误进行调整之后,ESG绩效仍然与企业商业信用融资水平显著正相关。

(4) 控制行业年度趋势。考虑到样本期间不同行业实施的货币政策、产业政策、法律法规以及周期性变动差异会对不同行业企业的商业信用融资水平造成差异化影响,因此,本文在基准回归的基础上引入行业和年度的交乘项以控制行业政策和发展周期等因素对企业商业信用融资产生的影响,结果如表5列(7)所示。ESG1系数为0.002,并在1%水平上显著,说明在考虑了行业政策和发展周期等因素的潜在影响之后,结论依然稳健。

(5) 缩小样本。为了避免行业对回归结果产生影响,本文剔除了其他行业样本,仅保留了制造业样本,并重新进行回归,结果如表5列(8)所示。ESG1系数为0.003,在1%水平上显著,说明仅考虑制造业时,ESG绩效对企业商业信用融资的显著影响依然存在。

表5 稳健性检验

	IV_first	IV_second	Heckman	替换 自变量	替换 因变量	年度层面 聚类	控制行业 年度趋势	保留 制造业
	ESG1	TC	TC	TC	TC	TC	TC	TC
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
API	0.001** (2.35)							
ESG1		0.239** (2.20)	0.001** (2.26)		0.003*** (3.45)	0.002*** (5.60)	0.002*** (4.33)	0.003*** (4.76)
ESG3				0.003*** (2.99)				
IMR			-0.052*** (-4.25)					
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	-1.467*** (-9.43)	-0.363** (-2.16)	0.013 (0.85)	-0.014 (-1.13)	-0.425*** (-14.63)	-0.011 (-0.69)	0.758*** (10.47)	-3.184** (-2.47)
N	28,022	28,022	26300	30703	30622	30703	30703	20033
R ²	0.185	0.310	0.482	0.487	0.275	0.487	0.489	0.435
F值	141.14							

五、作用机制分析

本部分借鉴张杰和王文凯机制检验的思路^[28],构建交互模型深入考察“信息传递”和“治理赋能”是不是ESG绩效影响企业商业信用融资水平的重要机制。具体模型如下:

$$TC_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 ESG_{i,t} + \gamma_2 TA_{i,t} + \gamma_3 TA_{i,t} \times ESG_{i,t} + \gamma_i Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$TC_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 ESG_{i,t} + \gamma_2 Agency_{i,t} + \gamma_3 Agency_{i,t} \times ESG_{i,t} + \gamma_j Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

(一) 信息传递机制

ESG绩效能够释放正面信号、传递非财务信息、提高信息透明度,从而减少信息不对称,而信息不

对称程度的降低会增强供应商和客户对公司的信任,减小其信用风险和不对称风险,进而提高公司商业信用融资水平。由于信息透明度是衡量企业信息传递效率的一个重要方面,因此本部分将会计信息透明度作为信息传递的代理变量对该机制进行检验。本文依据沪深交易所公布的信息披露质量,将评估结果A—D分别赋值4—1来构建会计信息透明度机制指标(TA)。表6中TA的系数为0.017,并在1%水平上显著,说明信息透明度的提高是提升企业商业信用融资能力的重要因素;ESG1 × TA的系数为0.003,并在1%水平上显著,支持了假设H1a,说明信息透明度的提高会增强ESG对商业信用融资的提升作用,支持了ESG绩效通过提高信息传递效率进而影响商业信用融资这一潜在的影响路径。

(二) 治理赋能机制

ESG绩效可以有效监督和约束管理层、抑制短视行为、降低代理成本、提高公司治理水平,而公司治理水平的提升有利于企业缓解经营风险,降低商业信用的违约风险,进而帮助企业赢取更多的认可和支持,提升企业商业信用融资水平。基于此,本文将第一类代理成本(管理费用/销售收入)和第二类代理成本(其他应收款/总资产)作为衡量公司治理水平的替代变量,对“治理赋能”机制进行检验。表6中Agency1系数为-0.024,Agency2系数为-0.007,且均在1%水平上显著,表明代理成本的增加是导致企业商业信用融资能力下降的一大要因;ESG1 × Agency1的系数为-0.005,ESG1 × Agency2的系数为-0.002,且均在1%水平上显著,支持了假设H1a,表明代理成本的降低会增强ESG对商业信用融资的提升作用,证实了ESG绩效通过提高公司治理水平进而提升企业商业信用融资这一影响路径的合理性。

表6 机制分析

	会计信息透明度	第一类代理成本	第二类代理成本
	TC	TC	TC
	(1)	(2)	(3)
ESG1	0.010 *** (4.41)	0.015 *** (7.45)	0.010 *** (7.34)
TA	0.017 *** (5.63)		
Agency1		-0.024 *** (-4.64)	
Agency2			-0.007 *** (-6.94)
ESG1 × TA	0.003 *** (3.64)		
ESG1 × Agency1		-0.005 *** (-7.24)	
ESG1 × Agency2			-0.002 *** (-5.27)
Controls	控制	控制	控制
Ind/Year	控制	控制	控制
_cons	-0.011 (-0.62)	-0.052 *** (-3.49)	-0.042 ** (-2.18)
N	22411	30703	30703
R ²	0.487	0.489	0.488

六、扩展性检验

本部分将进一步研究竞争地位、行业性质和所处区位等不同的企业,ESG绩效对商业信用融资能力的影响是否存在异质性。

(一) 竞争地位

在激烈的市场竞争中,ESG作为一种积极信号,可以降低信息不对称程度、提高企业声誉、优化企业融资环境^[3]。市场竞争地位较高的企业在产品、价格和市场份额等各方面拥有绝对优势,通过提升企业ESG绩效传递积极信号以获取商业信用融资的动机较弱。市场竞争地位较低的企业在各方面优势不明显,更需要通过提升ESG绩效向供应商和客户传递积极信号,塑造良好的企业形象,增强利益相关者对企业的信任和支持,以此获取更多的商业信用融资。因此,本文预期对于市场竞争地位较低的企业,良好的ESG绩效更能提升其商业信用融资能力。本文采用勒纳指数(PCM)的中位数作为衡量界限,将样本分为竞争优势组和竞争劣势组。表7列(1)ESG2系数为0.000,但不显著,列(2)ESG2系数为0.004,显著且绝对值更大,表明市场竞争地位较低的企业ESG绩效对商业信用融资的影响更显著,这与本文预期一致。同时,组间系数差异分析结论也表明两组之间存在显著差异。

(二) 行业特征

一方面,随着环保政策的实施,污染企业受到更多约束^[29],且需要承担更高的减污减排任务。污染企业迫于压力会更加重视其环境保护行为,积极履行社会责任,进行 ESG 实践,向社会传达其“漂绿”的信号,以重新获得供应商和客户的支持。另一方面,政府出台了税收优惠等政策以激励污染企业重视环境保护。污染企业为了享受税收优惠、降低经营成本,将主动实施 ESG 活动,提升企业 ESG 绩效。因此,本文预期污染企业的 ESG 绩效对其商业信用融资的提升作用更为明显。本文按照证监会 2012《指引》的二级行业分类将样本企业划分为污染性企业 and 非污染性企业。表 7 列(3) ESG2 系数为 -0.003,不显著,列(4) ESG2 系数为 0.003,但显著,表明非污染性企业 ESG 绩效对商业信用融资有更显著的提升作用,与预期相反。产生该现象的原因可能有两个:一是相对于非污染性企业,污染性企业提高其 ESG 绩效须投入更多成本,履行压力和难度较大,从而增加了该类企业的经营风险和违约风险,减弱了供应商和客户向该类企业提供商业信用融资的意愿。二是利益相关者普遍认为污染性企业会对社会和环境产生负面影响,因此对该类企业 ESG 绩效的关注和信任度较弱,最终导致其向污染性企业提供商业信用的意愿降低。

(三) 所处区位

在我国,不同地区企业的资源和发展理念等存在差异,因此 ESG 绩效对企业商业信用融资的促进作用可能有所差异。首先,东部地区较中西部地区资源更丰富,经济发展水平更高,因此东部地区企业拥有更多能力为其进行 ESG 实践活动提供资金,提升其 ESG 绩效。其次,东部地区企业管理者和利益相关者较关注企业进行环境保护和履行社会责任的情况,更注重可持续发展理念^[30],因此东部地区企业提升 ESG 绩效的主动性更高。此外,东部地区的制度和法律法规较中西部地区完善,在各项制度的推动下,该地区企业也会更注重 ESG 绩效的提升。鉴于此,本文预期 ESG 绩效对其商业信用融资的提升作用在东部地区企业中更为明显。表 7 列(5) ESG2 系数为 0.001,但不显著,列(6) ESG2 系数为 0.003,显著且绝对值更大,表明位于东部地区的企业 ESG 绩效对商业信用融资的影响更显著,与预期一致。

(四) 新《环境保护法》实施

2015 年 1 月 1 日,新《环境保护法》正式实施。一方面,新《环境保护法》的实施增加了处罚手段,加大了处罚力度,进而提高了企业的违法成本^[31]。面对违法成本增加的压力,企业会加大 ESG 投资,提升其 ESG 绩效。另一方面,新《环境保护法》的实施对企业环境治理和污染防治方面的责任做了更严格的规定与要求,提升了企业及其利益相关者对环境保护与污染防治等方面的认识,有利于企业进行更多 ESG 实践活动。鉴于此,本文预期在新《环境保护法》实施后,ESG 绩效对其商业信用融资的促进作用更为明显。表 7 列(7) ESG2 系数为 0.001,但不显著,列(8) ESG2 系数为 0.003,显著且绝对值更大,表明新《环境保护法》实施后,ESG 绩效对其商业信用融资的影响更显著,与预期一致。

表 7 扩展性检验

	竞争优势	竞争劣势	污染性	非污染性	中西部	东部	实施前	实施后
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ESG2	0.000 (0.07)	0.004*** (4.07)	-0.003 (-1.48)	0.003*** (3.12)	0.001 (0.47)	0.003*** (2.70)	0.001 (0.68)	0.003*** (2.81)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	0.186*** (3.51)	-0.026 (-0.57)	-0.077 (-1.28)	-0.058* (-1.77)	-0.148** (-2.55)	0.048 (1.35)	-0.062 (-1.50)	0.035 (1.11)
N	15419	15284	5501	25202	8752	21951	13182	17521
R ²	0.484	0.443	0.313	0.539	0.463	0.504	0.509	0.473
Difference	chi2 = 7.32, P = 0.0068		chi2 = 20.38, P = 0.0000		chi2 = 10.08, P = 0.0015		chi2 = 4.32, P = 0.0377	

七、结论性评述

本文以 2007—2021 年沪深两市上市公司作为样本,研究了 ESG 绩效对商业信用融资的影响。研究发现:(1)ESG 绩效对企业商业信用融资能力有显著的提升作用,且这一结论在经过工具变量回归、Heckman 和替换自变量等一系列稳健性检验后依然成立;(2)ESG 绩效可以通过信息传递和治理赋能两种机制来提升企业商业信用融资能力;(3)在低竞争地位、非污染性行业、东部地区和新《环境保护法》实施后的样本中,ESG 绩效对企业商业信用融资的提升作用更为显著。本文的研究结论为企业进一步开展 ESG 实践,提升 ESG 绩效,实现高质量发展提供了经验证据。

基于以上研究结论,本文提出如下建议:第一,企业应加强 ESG 绩效信息的传递。本文机制研究结果表明,ESG 绩效可以通过信息传递来获取更多的商业信用。因此,企业应加强向供应商和客户传递与 ESG 绩效相关的信息,提高信息传递效率,以争取更多内外部资源。第二,监管部门应进一步完善 ESG 报告和评价体系,并在中西部地区和污染企业中积极深化 ESG 发展理念。本文异质性检验结果表明,因为东部地区和非污染企业更加注重 ESG 发展理念,所以其 ESG 绩效对商业信用融资的影响更加显著。因此,监管部门应进一步完善 ESG 报告和评价体系,增强中西部地区和污染企业的 ESG 发展理念,以帮助该类企业实现可持续发展。第三,立法机关应继续加大对破坏环境企业的惩罚力度。本文异质性检验结果表明,相对于《环境保护法》实施前,《环境保护法》实施后 ESG 绩效对商业信用融资的影响更显著。因此,立法机关应继续加大对破坏环境企业的惩罚力度,提高违法成本,迫使企业保护环境,提升 ESG 绩效,实现企业和社会协同发展。

参考文献:

- [1] Wong W C, Batten J A, Ahmad A H, et al. Does ESG certification add firm value? [J]. *Finance Research Letters*, 2021(39): 1-7.
- [2] 王波,杨茂佳. ESG 绩效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.
- [3] 晓芳,兰风云,施雯,等. 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.
- [4] Brammer S, Pavelin S. Voluntary environmental disclosures by large UK companies[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2006, 33(7-8): 1168-1188.
- [5] Atan R, Alam M M, Said J. The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies [J]. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 2018, 29(2): 182-194.
- [6] Lambert R, Leuz C, Verrecchia R E. Accounting information, disclosure, and the cost of capital[J]. *Journal of Accounting Research*, 2007, 45(2): 385-420.
- [7] 高杰英,褚冬晓,廉永辉,等. ESG 绩效能改善企业投资效率吗? [J]. *证券市场导报*, 2021(11): 24-34.
- [8] 谢红军,吕雪. 负责任的投资:ESG 与中国 OFDI[J]. *经济研究*, 2022(3): 83-99.
- [9] Rubin B A. Corporate social responsibility as a conflict between shareholders[J]. *Journal of Business Ethics*, 2010, 97(1): 71-86.
- [10] Goss A, Roberts S G. The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2011, 35(7): 1794-1810.
- [11] Cheng B T, Ioannou I, Serafeim G. Corporate social responsibility and access to finance[J]. *Strategic Management Journal*, 2014, 35(1): 1-23.
- [12] 席龙胜,赵辉. 企业 ESG 表现影响盈余持续性的作用机理和数据检验[J]. *管理评论*, 2022(9): 313-326.
- [13] 龙海明,欧阳佳俊. 国内企业 ESG 绩效对资本结构动态调整的影响[J]. *南方金融*, 2022(12): 33-44.
- [14] El Ghouli S, Guedhami O, Kwok C C Y, et al. Does corporate social responsibility affect the cost of capital? [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2011, 35(9): 2388-2406.
- [15] Yasser E, Ahmed A, Ahmed S. ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries-science direct[J]. *Critical Perspectives on Accounting*, 2019(7): 1-21.

- [16] 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.
- [17] Meltzer A H. Mercantile credit, monetary policy and size of firms[J]. The Review of Economic and Statistics, 1960, 42(4): 429-437.
- [18] 岳树民,肖春明. 营改增是否促进了商业信用融资——基于上市公司的证据[J]. 税务研究, 2017(7):11-18.
- [19] Wu W, Firth M, Rui O M. Trust and the provision of trade credit[J]. Journal of Banking & Finance, 2014(39):146-159.
- [20] Fisman R, Love I. Trade credit, financial intermediary development, and industry growth[J]. The Journal of Finance, 2003, 58(1): 353-374.
- [21] 张勇,张春蕾. 证券交易所问询函监管与企业商业信用融资[J]. 证券市场导报, 2022(5):57-68.
- [22] Fabbri D, Klapper L F. Bargaining power and trade credit[J]. Journal of Corporate Finance, 2016(41): 66-80.
- [23] 方红星,楚有为. 公司战略与商业信用融资[J]. 南开管理评论, 2019(5):142-154.
- [24] Ge Y, Qiu J. Financial development, bank discrimination and trade credit[J]. Journal of Banking & Finance, 2007, 31(2):513-530.
- [25] Xia X, Zhang C, Cao, et al. Independent director connectedness in China: An examination of the trade credit financing hypothesis [J]. International Review of Economics & Finance, 2019, 63(9):209-225.
- [26] 郑军,林钟高,彭琳. 高质量的内部控制能增加商业信用融资吗? ——基于货币政策变更视角的检验[J]. 会计研究, 2013(6):62-68.
- [27] García-Sánchez I M, Hussain N, Khan N A, et al. Assurance of corporate social responsibility reports: Examining the role of internal and external corporate governance mechanisms[J]. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 2022, 29(1): 89-106.
- [28] 张杰,王文凯. 方言多样化和企业创新——中国的事实及机制[J]. 金融研究, 2022(3):135-151.
- [29] 曹廷求,张翠燕,杨雪. 绿色信贷政策的绿色效果及影响机制——基于中国上市公司绿色专利数据的证据[J]. 金融论坛, 2021(5):7-17.
- [30] 肖黎明,张仙鹏. 强可持续理念下绿色创新效率与生态福利绩效耦合协调的时空特征[J]. 自然资源学报, 2019(2):312-324.
- [31] 冯圆. 基于环境经营的排污成本管理研究[J]. 会计研究, 2016(3):72-78.

[责任编辑:黄 燕]

Does Corporate ESG Performance Affect Commercial Credit Financing? Perspectives Based on Information Transfer and Governance Empowerment

WU Xiaofen¹, TANG Meimei^{1,2}, ZHANG Jiyuan³

(1. School of Business Administration and Tourism Management, Yunnan University, Kunming 650500, China;

2. School of Management, Yunnan Minzu University, Kunming 650500, China;

3. School of Economics and Management, Shihezi University, Shihezi 832003, China)

Abstract: Based on the data of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2007 to 2021, this paper explores the impact of ESG performance on commercial credit financing and its mechanism. The results show that ESG performance improves the enterprise's commercial credit financing ability; The mechanism test shows that ESG performance improves the efficiency of information transfer and corporate governance, thus affecting commercial credit financing. Distinguishing the sample found that the impact of ESG performance on commercial credit financing was more significant in the low competitive position, non-polluting industries, eastern region and post-implementation of environmental laws samples. The above conclusions provide experience for enterprises to carry out ESG practice and improve commercial credit financing.

Key Words: ESG performance; commercial credit financing; information transfer; governance empowerment; internal control; green development; corporate governance