

ESG表现、媒体关注度与非效率投资

朱晓圆, 李霁友

东华大学旭日工商管理学院, 上海

收稿日期: 2023年11月21日; 录用日期: 2023年12月15日; 发布日期: 2024年3月18日

摘要

ESG (环境、社会与治理)是当前经济主体制定投资等决策时需要考虑的重要因素之一,企业的ESG表现以及其如何对非效率投资水平产生影响是亟待解决的热点问题。基于此,本文以2011~2019年我国A股上市公司为样本,分析了企业的ESG表现与其非效率投资的关系以及媒体关注在这一环节中的作用。进一步地,本文还基于地区市场化程度的视角进行了异质性分析。研究结果显示,良好的ESG表现能够抑制企业的非效率投资,且媒体关注能够强化ESG表现对企业非效率投资的抑制作用;异质性分析结果显示ESG对非效率投资的影响及媒体关注度的调节作用均存在显著的异质性特征。

关键词

ESG表现, 非效率投资, 媒体关注度, 调节效应

ESG Performance, Media Attention and Inefficient Investment

Xiaoyuan Zhu, Jiyou Li

Glorious Sun School of Business and Management of Donghua University, Shanghai

Received: Nov. 21st, 2023; accepted: Dec. 15th, 2023; published: Mar. 18th, 2024

Abstract

ESG (Environment, Society and Governance) is one of the most important considerations for companies when making investment and other decisions, and how it affects the level of inefficient investment is a hot issue that needs to be investigated urgently. Based on this, this paper analyzes the impact of ESG on the level of inefficient investment of enterprises and the moderating role of media attention based on a sample of China's A-share listed companies from 2011~2019. Further, this paper also conducts a heterogeneity analysis based on the perspective of regional marketization degree. The findings indicate that good ESG performance can inhibit the level of inefficient

investment, and media attention can strengthen the inhibitory effect of ESG performance on corporate inefficient investment; The results of the heterogeneity analysis show that there are significant heterogeneity characteristics of the impact of ESG on inefficient investment and the moderating effect of media attention.

Keywords

ESG Performance, Inefficient Investment, Media Attention, Moderating Effect

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

自“双碳”目标(碳达峰与碳中和)的提出以来,我国社会各界对于企业可持续发展问题的关注日益升温,企业的目标也逐渐由“利润最大化”转为“可持续、高质量发展”。在这样的社会背景下,ESG得到了社会各界的广泛关注。ESG,即环境(Environment)、社会(Society)、治理(Governance)的简称,与可持续、高质量发展的理念十分契合,能够促进企业及市场的经济、社会、环境效益的有机统一,得到了社会各利益相关者的广泛关注。为此,我国政府有关部门也陆续推出了诸多政策法规,这些相关政策法规的颁布向外界释放了积极的信号,越来越多企业也因此将 ESG 理念融入到了其经营过程中,因此,有关 ESG 经济效益的研究也逐渐成为了学术研究的热点问题。

同时,投资活动作为企业重要的战略活动之一,其效率问题一直备受关注。然而由于信息不对称引发的融资约束及企业内部的代理冲突,上市公司普遍存在一定程度的非效率投资(包括投资不足与投资过度)。国外学者基于欧美国家的数据证明了 ESG 表现能够缓解融资约束和减少代理成本[1] [2],进而缓解企业的非效率投资问题。我国学者的相关研究主要集中在企业管理层的背景、个人特征等角度[3] [4] [5] [6],将 ESG 与非效率投资结合的研究较少。因此,本文希望以我国上市公司为样本,研究良好的 ESG 表现能否有效地抑制企业的非效率投资。

同时,本文还将媒体关注这一变量引入到了研究中,探寻了这种作用的影响边界。一方面,高媒体关注企业的信息能够通过更快地到达各利益相关者,信息不对称能够得到更有效的缓解,ESG 对非效率投资的影响作用因此得到促进。另一方面,媒体作为市场的监督者,其对企业关注的高低也会对企业决策产生无形的影响。因此,在 ESG 抑制非效率投资的作用过程中,媒体关注这一变量可能有着不可忽视的作用。

综上所述,本文以我国 A 股上市公司作为样本,探寻企业良好的 ESG 表现能否在减少其非效率投资。此外,为了深入地研究二者关系的影响边界,本文还引入了媒体关注这一调节变量,分析该变量是否具备调节效应。最后,本文还基于企业所处地区市场化程度的视角进行了异质性分析。

2. 理论分析与研究假设

2.1. 良好的 ESG 表现能够抑制非效率投资

Modigliani and Miller (1958)认为在完美市场下,投资机会是企业在投资过程中需要考虑的唯一因素[7]。然而在现实资本市场中,信息不对称的存在会加剧企业的融资约束,带来投资不足[8],企业内部管理者与股东之间代理冲突的存在会导致企业的投资过度[9]。而良好的 ESG 表现在缓解融资约束以及代理冲突上都有积极的作用,进而作用于非效率投资。

一方面, 基于信息不对称理论, 企业通过良好的 ESG 表现能够传递更多数量、更高质量的信息, 缓解信息不对称带来的融资约束, 进而抑制企业的投资不足。首先, 在信息数量方面, ESG 本质上是一种非财务信息披露, 企业通过良好的 ESG 表现向债权人等传递了额外的更多信息[10], 能够有效降低企业与外界的信息不对称, 缓解企业面临的融资约束, 进而抑制企业的投资不足。其次, 在信息质量方面, 良好的 ESG 表现代表着企业对长期可持续价值实现的追求[11], 在 ESG 方面表现较好的企业往往会得到较多的外界关注, 这也会抑制企业的盈余管理行为。此外, 良好的 ESG 表现降低了股价同步性[12], 带来了更高的信息质量, 为信息使用者提供了更多价值, 缓解了企业与外界的信息不对称程度, 降低了企业所面临的融资约束[13], 起到抑制投资不足的作用。

另一方面, 基于利益相关者理论及代理理论, 良好的 ESG 表现能够抑制代理冲突, 进而缓解企业的投资过度。首先, 良好的 ESG 表现意味着企业充分考虑了周围利益相关者的需求, 使得利益相关者更加关注企业, 对企业形成了外部的监督与治理效应[14], 这种外部治理效应能够有效的约束管理层的行为, 缓解代理冲突, 进而抑制投资过度。其次, ESG 表现好的企业本身具备较为完善的治理机制, 企业内部对管理层的约束、监督及激励往往也较为有效, 降低了代理冲突的发生[15]。最后, 企业在 ESG 方面的投入往往也需要消耗闲置资金, 减少了可供管理层支配的自由现金流, 进而避免了“个人帝国”等代理问题, 缓解了企业的过度投资问题。

综上所述, 良好的 ESG 表现能够降低信息不对称带来的融资约束以及抑制代理冲突, 并通过这两条路径抑制企业的非效率投资。首先, 企业通过良好的 ESG 表现向外界传递了更多数量、更高质量的信息, 使得企业更易于获得融资, 进而抑制了企业的投资不足问题。其次, 企业通过良好的 ESG 表现实现了与利益相关者更深层次的交互, 带来了来自于利益相关者的外部治理与监督效应, 有效地缓解了代理冲突, 进而抑制了投资过度问题。

基于以上分析, 本文提出以假设 1:

H1: 企业良好的 ESG 表现能够缓解投资不足与投资过度, 抑制企业的非效率投资。

2.2. 媒体关注度能够强化 ESG 表现对非效率投资的抑制作用

媒体作为资本市场中的重要角色, 在企业的信息传递及外部监督方面都发挥了重要的作用。企业受到的媒体关注程度越高, 其信息传递的效率越高, 受到的外部监管也会更严格。基于此, 本文认为在不同媒体关注程度下, ESG 表现与非效率投资之间的关系可能也会有所不同。一方面, 媒体作为企业信息最重要的传递中介之一, 其对企业关注的高低影响着企业信息的传递效率。企业的财务及非财务信息通过媒体这一媒介可以得到广泛的传播[16], 媒体对于企业的关注程度越高, 企业通过 ESG 向外界传递的信息效率就越高。而 ESG 对于信息不对称下融资约束的缓解依托于向外界的信息传递过程, 因此, 媒体对企业的关注越高, ESG 发挥的信息效应就越强, 对于投资不足的抑制效应也就越强。另一方面, 媒体对企业的关注也有利于利益相关者对企业进行外部监管与治理, ESG 对于代理冲突的缓解作用得到了增强。最后, 媒体本身也是市场上的监管者, 受到高媒体关注的企业, 迫于舆论的压力, 会最大程度地按照 ESG 理念经营[17], ESG 对于非效率投资的抑制作用因此得到增强。

基于此, 本文提出假设 2:

H2: 企业受到的媒体关注越多, ESG 对于投资不足、投资过度及非效率投资的抑制作用越强。

3. 研究设计

3.1. 样本筛选与数据来源

本文选取 2011~2019 年我国 A 股上市公司作为初始样本, 同时剔除了以下异常样本: 1) 金融行业样

本; 2) 出现连续亏损的 ST 与*ST 样本; 3) 数据缺失或不完整的样本。经过上述筛选处理后, 最终得到 7297 个有效样本, 构成非平衡面板数据。此外, 为了避免极端值和异常值对本文实证研究结果的干扰, 本文对所有变量都进行了上下 1% 的缩尾处理。在数据来源方面, ESG 表现来自彭博数据库, 媒体关注度数据选自 CNRDS 数据库, 其他数据均来自 CSMAR 数据库。在统计分析工具方面, 本文主要使用了 STATA 16.0 及 EXCEL 2021。

3.2. 变量说明

3.2.1. 被解释变量——非效率投资(Inve)

参考 Richadson (2006) [18] 的方法, 本文通过模型(1)分行业分年度回归所得的残差绝对值(以 Inve 表示)来衡量企业的非效率投资水平:

$$\begin{aligned} \text{Inv}_{i,t} = & \theta_0 + \theta_1 \text{Inv}_{i,t-1} + \theta_2 \text{Size}_{i,t-1} + \theta_3 \text{Lev}_{i,t-1} + \theta_4 \text{Tq}_{i,t-1} + \theta_5 \text{Age}_{i,t-1} \\ & + \theta_6 \text{Return}_{i,t-1} + \theta_7 \text{Cash}_{i,t-1} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中, Inv 为“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”减去“处置固定资产、无形资产和其他长期资产收到的现金”的净额除以年初总资产。控制变量包括了公司规模(Size)、财务杠杆(Lev)、成长性(Tobinq)、上市年限(Age)、股票回报率(Return)、现金持有量(Cash)。

通过对该模型回归得到回归残差 ε , 该残差代表了企业实际投资与预期投资的差额。具体而言, 残差大于 0 代表企业的实际投资超过了预期投资, 非效率投资表现为“投资过度”。相反地, 残差小于 0 时非效率投资表现为“投资不足”。基于此, 本文将 ε 的绝对值记为 Inve, 用于衡量企业的非效率投资; 将大于 0 的残差记为 Overinvest, 用于衡量投资过度; 将小于 0 的残差取绝对值, 记为 Underinvest, 用于衡量投资不足。

3.2.2. 解释变量——ESG 表现(ESG)

ESG 表现。ESG 是一个涵盖了环境、社会和治理三维评价体系的综合性指标, 在国际社会责任领域研究中得到了越来越多的认可。考虑到 ESG 表现相关数据的客观性和权威性, 本文选择了彭博(Bloomberg)ESG 数据库公布的 ESG 总得分作为企业 ESG 表现的度量, 并以此来考虑企业的 ESG 表现对其非效率投资水平的影响。

3.2.3. 调节变量——媒体关注度(Med)

媒体关注度(Med)。本文的调节变量媒体关注度(Med)以网络财经媒体以及传统报刊媒体对目标企业的新闻报道数量之和来衡量。借鉴袁业虎等[17]的研究, 本文自 CNRDS (中国研究数据服务平台)特色数据库中获取相关网络新闻报道及传统报刊媒体报道的数据。

3.2.4. 控制变量

在对非效率投资水平影响因素系统梳理总结的基础上, 结合本文的研究目标与研究特征, 本研究选取了公司规模(Size)、资产负债率(Lev)、资产有形性(Tang)、总资产收益率(Roa)、上市年限(Age)、现金持有状况(Cash)、董事会规模(Board)作为本文的控制变量, 同时对公司所在行业(Industry)及年份(Year)加以控制。变量的具体定义如表 1 所示。

3.3. 模型构建

为了验证假设 1, 本文构建了模型(2):

$$\begin{aligned} \text{Inve}_{i,t} = & \theta_0 + \theta_1 \text{ESG}_{i,t} + \theta_2 \text{Size}_{i,t} + \theta_3 \text{Lev}_{i,t} + \theta_4 \text{Tang}_{i,t} + \theta_5 \text{Roa}_{i,t} + \theta_6 \text{Age}_{i,t} \\ & + \theta_7 \text{Cash}_{i,t} + \theta_8 \text{Board}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} \end{aligned} \quad (2)$$

Table 1. Main variables and definitions
表 1. 主要变量及其定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	非效率投资	Inve	模型(1)回归所得残差 ε 的绝对值
	投资过度	Overinvest	模型(1)回归所得 > 0 的残差 ε
	投资不足	Underinvest	模型(1)回归所得 < 0 的残差 ε 的相反数
解释变量	ESG 表现	ESG	彭博 ESG 指数/100
调节变量	媒体关注度	Med	(网络报道数量 + 传统报刊报道数量)/10,000
控制变量	公司规模	Ln(总资产)	Ln(总资产)
	资产负债率	期末总负债/期末总资产	期末总负债/期末总资产
	资产有形性	(期末总资产 - 期末无形资产)/ 期末总资产	(期末总资产 - 期末无形资产)/期末总资产
	总资产收益率	当期净利润/平均总资产	当期净利润/平均总资产
	上市年限	Ln(当前年度 - 上市年度 + 1)	Ln(当前年度 - 上市年度 + 1)
	现金持有	期末现金及其等价物/期末总资产	期末现金及其等价物/期末总资产
	董事会规模	Ln(董事会人数)	Ln(董事会人数)
	行业变量	若属于该行业则为 1, 否则为 0	若属于该行业则为 1, 否则为 0
	年份变量	若属于该年份则为 1, 否则为 0	若属于该年份则为 1, 否则为 0

同时,为了进一步区分 ESG 表现对于不同种类非效率投资的影响,本文还分别以投资过度(Overinvest)和投资不足(Underinvest)构建了模型(3)、(4):

$$\begin{aligned} \text{Overinvest}_{i,t} = & \theta_0 + \theta_1 \text{ESG}_{i,t} + \theta_2 \text{Size}_{i,t} + \theta_3 \text{Lev}_{i,t} + \theta_4 \text{Tang}_{i,t} + \theta_5 \text{Roa}_{i,t} + \theta_6 \text{Age}_{i,t} \\ & + \theta_7 \text{Cash}_{i,t} + \theta_8 \text{Board}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \text{Underinvest}_{i,t} = & \theta_0 + \theta_1 \text{ESG}_{i,t} + \theta_2 \text{Size}_{i,t} + \theta_3 \text{Lev}_{i,t} + \theta_4 \text{Tang}_{i,t} + \theta_5 \text{Roa}_{i,t} + \theta_6 \text{Age}_{i,t} \\ & + \theta_7 \text{Cash}_{i,t} + \theta_8 \text{Board}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} \end{aligned} \quad (4)$$

在此基础上,为了验证假设 2,本文还分别在模型(2)、(3)、(4)中引入了媒体关注度(Med)及媒体关注度与 ESG 表现的交互项,如模型(5)、(6)、(7)所示:

$$\begin{aligned} \text{Inve}_{i,t} = & \theta_0 + \theta_1 \text{ESG}_{i,t} + \theta_2 \text{ESG}_{i,t} + \theta_3 \text{Med}_{i,t} + \theta_4 \text{ESG}_{i,t} * \text{Med}_{i,t} + \theta_5 \text{Size}_{i,t} + \theta_6 \text{Lev}_{i,t} + \theta_7 \text{Tang}_{i,t} \\ & + \theta_8 \text{Roa}_{i,t} + \theta_9 \text{Age}_{i,t} + \theta_{10} \text{Cash}_{i,t} + \theta_{11} \text{Board}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} \end{aligned} \quad (5)$$

$$\begin{aligned} \text{Overinvest}_{i,t} = & \theta_0 + \theta_1 \text{ESG}_{i,t} + \theta_2 \text{ESG}_{i,t} + \theta_3 \text{Med}_{i,t} + \theta_4 \text{ESG}_{i,t} * \text{Med}_{i,t} + \theta_5 \text{Size}_{i,t} + \theta_6 \text{Lev}_{i,t} + \theta_7 \text{Tang}_{i,t} \\ & + \theta_8 \text{Roa}_{i,t} + \theta_9 \text{Age}_{i,t} + \theta_{10} \text{Cash}_{i,t} + \theta_{11} \text{Board}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} \end{aligned} \quad (6)$$

$$\begin{aligned} \text{Underinvest}_{i,t} = & \theta_0 + \theta_1 \text{ESG}_{i,t} + \theta_2 \text{ESG}_{i,t} + \theta_3 \text{Med}_{i,t} + \theta_4 \text{ESG}_{i,t} * \text{Med}_{i,t} + \theta_5 \text{Size}_{i,t} + \theta_6 \text{Lev}_{i,t} + \theta_7 \text{Tang}_{i,t} \\ & + \theta_8 \text{Roa}_{i,t} + \theta_9 \text{Age}_{i,t} + \theta_{10} \text{Cash}_{i,t} + \theta_{11} \text{Board}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} \end{aligned} \quad (7)$$

4. 实证检验与结果

4.1. 描述性统计结果

表 2 展示了本文所有变量的描述性统计结果。结果显示, Inve 非效率投资的均值为 0.037, 标准差为

0.039, 说明样本上市公司的非效率投资水平相差较大。进一步看, 投资不足样本占比为 60.64%, 均值为 0.028; 投资过度样本占比 39.36%, 均值为 0.051, 由此可以看出我国上市公司投资不足的情况较为普遍, 投资过度的程度更为严重。ESG 得分的均值仅为 0.208, 标准差为 0.067, 说明我国上市公司对 ESG 活动的参与程度较低, 对 ESG 的重视程度有待提高; 媒体关注度 Med 的均值为 0.09, 标准差为 0.167, 表明样本上市公司受到的媒体关注存在较大差异。

Table 2. Descriptive statistics results

表 2. 描述性统计结果

变量名	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
Inve	7297	0.037	0.039	0.001	0.240
ESG	7297	0.208	0.067	0.091	0.446
Overinvest	2872	0.051	0.055	0.000	0.240
Underinvest	4425	0.028	0.019	0.000	0.083
Med	7297	0.090	0.167	0.002	1.945
Size	7297	23.158	1.319	19.310	27.146
Lev	7297	0.485	0.198	0.049	0.983
Tang	7297	0.950	0.057	0.676	1.000
Roa	7297	0.047	0.061	-0.279	0.236
Age	7297	2.532	0.534	1.099	3.296
Cash	7297	0.144	0.110	0.010	0.701
Board	7297	2.185	0.200	1.609	2.708

4.2. 描述性统计结果

表 3 展示了三个主效应模型及三个调节效应模型的回归结果。回归结果显示: ESG 表现能够有效的抑制非效率投资水平, 无论是对于投资过度还是投资不足; 媒体关注度能够强化 ESG 表现对于非效率投资的抑制作用, 即相同条件下, 媒体关注度越高的企业, 其 ESG 表现对于非效率投资的抑制作用更强。具体而言, 由(1)、(2)、(3)列数据可知, ESG 与非效率投资总体的系数为-0.032, 在 1%的水平下显著为负, 这意味着 ESG 得分每增加 10, 非效率投资将减少 3.2%, 同时 ESG 表现对于投资过度的抑制作用强于投资不足(0.064 > 0.014), 这可能意味着, 相对于 ESG 对信息不对称带来的融资约束的缓解作用而言, ESG 对代理冲突的缓解作用更显著; 另外, 由(4)~(6)列数据可知, 媒体关注度与 ESG 的交互项 ESG * Med 与非效率投资的系数为-0.09, 在 1%的水平上显著为负, 与主效应中 ESG 和非效率投资的系数符号一致, 这意味着媒体关注度能够显著强化 ESG 对于非效率投资的抑制作用, 且进一步看, 这种强化作用在投资过度组中是更为明显的(0.150 > 0.065), 这意味着在 ESG 与非效率投资的关系中, 媒体关注发挥的监管作用要相对强于信息传递作用。综上所述, 由表 3 的结果可知, ESG 能够有效抑制企业的投资不足与投资过度, 进而作用于非效率投资, 且媒体关注度能够强化这种抑制作用, 即: 假设 1、2 均成立。

4.3. 稳健性检验——替换自变量衡量方式

为了保证本文研究结论的稳健性, 本文参考了金纁(2022) [19]的研究, 采用替换自变量衡量方式的方法来进行稳健性检验。

Table 3. Regression analysis results
表 3. 回归分析结果

变量名	Inve	Overinvest	Underinvest	Inve	Overinvest	Underinvest
ESG	-0.032*** (-4.36)	-0.064*** (-3.78)	-0.014*** (-3.14)	-0.021*** (-2.60)	-0.043** (-2.29)	-0.010** (-1.99)
Med				0.016** (2.43)	0.023* (1.68)	0.015*** (3.15)
ESG * Med				-0.090*** (-3.08)	-0.150** (-2.27)	-0.065*** (-3.31)
Size	0.003*** (5.60)	0.003** (2.56)	0.002*** (8.53)	0.003*** (5.72)	0.004*** (2.94)	0.003*** (8.41)
Lev	0.012*** (3.60)	0.042*** (5.21)	-0.008*** (-4.16)	0.011*** (3.46)	0.040*** (5.02)	-0.008*** (-4.32)
Tang	-0.024** (-2.41)	-0.027 (-1.41)	0.022*** (3.54)	-0.023** (-2.31)	-0.025 (-1.30)	0.017*** (2.76)
Roa	0.053*** (5.70)	0.128*** (5.62)	-0.028*** (-5.72)	0.052*** (5.66)	0.128*** (5.60)	-0.023*** (-4.68)
Age	-0.010*** (-10.38)	-0.013*** (-5.96)	-0.010*** (-16.46)	-0.010*** (-10.49)	-0.013*** (-6.10)	-0.010*** (-16.28)
Cash	-0.014*** (-3.45)	-0.014 (-1.33)	-0.004 (-1.61)	-0.014*** (-3.36)	-0.014 (-1.27)	-0.001 (-0.30)
Board	-0.007*** (-2.79)	-0.011** (-2.09)	-0.002 (-1.51)	-0.007*** (-2.81)	-0.011** (-2.08)	-0.003** (-2.22)
Constant	0.060*** (3.90)	0.070** (2.07)	0.007 (0.74)	0.051*** (3.07)	0.051 (1.39)	0.006 (0.68)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	7297	2872	4425	7297	2872	4425
R-squared	0.083	0.088	0.207	0.084	0.090	0.200

在基本回归中, 本文采用了彭博数据库的 ESG 评级得分来衡量企业的 ESG 表现。在稳健性检验中, 本文采用了和讯网公布的 ESG 评级得分来衡量企业的 ESG 表现。替换自变量之后的主要回归结果如表 4 所示。

由表 4 可知, 替换度量方式之后, ESG 与非效率投资的系数仍然为-0.003, 在 1%的水平上显著为负, 媒体关注度与 ESG 交互项的系数为-0.133, 同样在 1%的水平上显著为负, 与假设 1、假设 2 一致; 类似地, ESG 与投资不足与投资过度的系数也与假设 1、2 一致。这为本文研究结论的稳健性提供了一定的证据。

Table 4. Regression results after replacing the independent variables
表 4. 替换自变量后的回归结果

变量名	Inve	Overinvest	Underinvest	Inve	Overinvest	Underinvest
ESG	-0.003*** (-3.98)	-0.007*** (-3.24)	-0.002*** (-3.51)	-0.003*** (-3.77)	-0.007*** (-3.10)	-0.001*** (-3.25)
Med				0.024*** (3.80)	0.039*** (2.97)	0.018*** (4.06)
ESG * Med				-0.133*** (-4.75)	-0.237*** (-3.82)	-0.082*** (-4.55)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	7158	2829	4329	7158	2829	4329
R-squared	0.083	0.088	0.198	0.085	0.092	0.200

综上所述, 在通过替换自变量的衡量方式后, 回归分析的数据及结果仍然与原假设是一致的。即本文关于“良好的 ESG 表现能够抑制非效率投资且媒体关注度能够强化这种抑制作用”的结论是稳健的。

4.4. 模型异质性分析

企业所在区域的市场环境会对企业的关键决策产生重要影响。其所在地区的市场化程度越高, 经济发展及信息的传递也越快, 相关的 ESG 支持政策也越完善。因此, 本文合理推测企业所在地区市场化程度可能是影响 ESG 表现、媒体关注度、非效率投资三者关系的重要因素之一。基于此, 本文参考袁业虎等[17]的研究, 引用王小鲁和樊纲的市场化指数[20], 构建 mkt 变量。具体而言, 中位数及以上的组别为高市场化程度组, mkt = 1, 反之 mkt = 0。

表 5 展示了根据市场化程度分组后的主效应回归结果, 结果显示: 高市场化程度组别中, ESG 与非效率投资整体、投资不足、投资过度的回归系数都在 1% 上显著, 且符号仍然与原假设一致; 而在低市场化程度组中, ESG 与非效率投资整体、投资过度、投资不足的系数均不具备显著性。分组回归的结果体

Table 5. Heterogeneity analysis under the degree of marketization (I)
表 5. 市场化程度下的异质性分析(一)

变量名	高市场化程度			低市场化程度		
	Inve	Overinvest	Underinvest	Inve	Overinvest	Underinvest
ESG	-0.030*** (-3.91)	-0.055*** (-3.13)	-0.018*** (-3.90)	-0.028 (-1.23)	-0.076 (-1.39)	-0.001 (-0.07)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	6023	2411	3612	1274	461	813
R-squared	0.086	0.087	0.217	0.155	0.204	0.185

现了不同市场化程度组别下明显的差异性,这说明 ESG 对于非效率投资的抑制作用仍需依托企业所处外部市场环境才能充分发挥。

类似地,由表 6 可知,媒体关注度的调节作用在不同市场化程度下也体现出了明显的异质性特征。在高市场化程度组别中,交互项系数仍与原假设一致,且均至少在 5%的水平下显著。而在低市场化程度组别中,媒体关注并不具备明显的调节作用。

Table 6. Heterogeneity analysis under the degree of marketization (II)

表 6. 市场化程度下的异质性分析(二)

变量名	高市场化程度			低市场化程度		
	Inve	Overinvest	Underinvest	Inve	Overinvest	Underinvest
ESG	-0.030*** (-3.91)	-0.055*** (-3.13)	-0.018*** (-3.90)	-0.028 (-1.23)	-0.076 (-1.39)	-0.001 (-0.07)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	6023	2411	3612	1274	461	813
R-squared	0.086	0.087	0.217	0.155	0.204	0.185

5. 结论与启示

本文以我国 A 股上市公司 2011~2019 年的数据为样本,实证检验了 ESG 表现对非效率投资的影响以及媒体关注度在这一影响过程中起到的作用,结论如下:首先,企业通过良好的 ESG 表现能够缓解融资约束与代理冲突,进而抑制非效率投资。其次,媒体关注强化了这一影响作用,即媒体关注度越高,ESG 对于非效率投资的抑制作用越强。最后,ESG 表现、媒体关注度、非效率投资三者的作用关系需要依托于周围良好的市场化环境才能实现。

根据以上研究结论,本文提出以下政策建议:第一,企业应当正确地认识 ESG 对于可持续发展及长期投资的作用,积极地承担环保与社会责任,并加强自身内部治理,实现高质量发展。第二,企业在承担 ESG 责任时应当充分借助媒体的信息传递功能,努力降低自身与外界各利益相关者之间的信息不对称,树立良好的形象,为自身积累声誉。第三,政府应完善 ESG 相关披露的规范与要求,设定明确清晰的奖惩制度,引导企业积极履行 ESG 责任,同时也应重视各地区市场化的建设,为企业创造履行 ESG 的有利土壤。

参考文献

- [1] Lambert, R., Leuz, C. and Verrecchia, R.E. (2007) Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, 45, 385-420. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00238.x>
- [2] Anwar, R. and Malik, J.A. (2020) When Does Corporate Social Responsibility Disclosure Affect Investment Efficiency? A New Answer to an Old Question. *SAGE Open*, 10. <https://doi.org/10.1177/2158244020931121>
- [3] 陈共荣, 徐巍. 大股东特征与企业投资效率关系的实证研究[J]. 会计之友, 2011(1): 99-104.
- [4] 黄毅. 管理者非理性行为与非效率投资关系研究[J]. 武汉金融, 2017(11): 34-39.
- [5] 侯婧, 朱莲美. 控股股东股权质押与公司非效率投资行为[J]. 财会月刊, 2018(18): 81-89.
- [6] 韩金红, 余珍. 纵向兼任高管与企业投资效率——基于“监督效应”和“掏空效应”分析[J]. 审计与经济研究, 2019, 34(4): 66-74.

-
- [7] Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, **48**, 261-297.
- [8] Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984) Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, **13**, 187-221.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- [9] Jensen, M.C. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, **76**, 323-329.
- [10] Dhaliwal, D.S., Li, O.Z., Tsang, A., et al. (2011) Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *Accounting Review*, **86**, 59-100.
<https://doi.org/10.2308/accr-00000005>
- [11] 黄世忠. 支撑 ESG 的三大理论支柱[J]. 财会月刊, 2021(19): 3-10.
- [12] 李新丽, 万寿义, 张雪梅. 企业社会责任能降低股价同步性吗?——基于强制披露企业社会责任报告的准自然实验[J]. 科学决策, 2018(9): 1-27.
- [13] 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.
- [14] 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.
- [15] 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.
- [16] 沈洪涛, 冯杰. 舆论监督、政府监管与企业环境信息披露[J]. 会计研究, 2012(2): 72-78+97.
- [17] 袁业虎, 熊笑涵. 上市公司 ESG 表现与企业绩效关系研究——基于媒体关注的调节作用[J]. 江西社会科学, 2021, 41(10): 68-77.
- [18] Richardson, S. (2006) Over-Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, **11**, 159-189.
<https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- [19] 金缙. 机构投资者的 ESG 偏好对绿色创新价值的影响[J]. 金融理论与实践, 2022(1): 65-75.
- [20] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019.