

企业 ESG 表现与杠杆调整速度 *

俞楠 蔡海静
(浙江财经大学会计学院, 杭州 310018)

摘要: 利用 2009—2023 年中国 A 股上市公司的样本进行实证检验, 考察企业 ESG 表现对杠杆调整速度的影响。结果表明, 企业积极履行 ESG 活动对杠杆调整速度具有显著的正向影响。企业 ESG 表现主要通过缓解融资约束、提升产品市场竞争力等有效加快杠杆调整速度。这种效应在规模较大、信息不对称程度较低及媒体关注度较高的企业中更加显著。因此, 高管应当重视企业 ESG 活动, 通过加快向目标杠杆率的调整速度为企业发展赋能。

关键词: ESG 表现; 杠杆调整速度; 融资约束; 产品市场; 竞争力

0 引言

新冠疫情在全球蔓延期间, 发生了美国股市两周内 4 次崩盘、非洲蝗灾、瑞幸咖啡因欺诈被摘牌等事件, 引起全球范围内对环境 (E), 社会 (S) 和公司治理 (G) 问题的广泛关注^[1]。ESG 原则是一个包含环境 (E)、社会 (S) 和公司治理 (G) 因素的框架体系^[2], 源于负责任的投资^[3], 是投资者用来评估企业行为和未来财务绩效的标准和策略。因此, 学术界也对 ESG 做了较多研究。其中, 影响 ESG 的因素主要有社会特征^[4-5]、宏观制度^[6]、企业特征^[7-8]及利益相关者的态度^[9-13]等。学者对 ESG 经济后果的研究主要集中在企业价值、企业运营、企业融资活动和企业投资活动 4 个方面^[14]。对企业价值的研究主要从公司经营业绩^[15-18]及股票市场业绩^[19-21]两个方面入手; 对企业运营的影响主要体现在激励创新^[22-24]和提高生产力^[25-26]方面; 在企业融资活动上, 影响路径主要有缓解融资约束和提高融资效率^[27-29]; 在企业投资活动上, 优异的 ESG 绩效不仅可以影响国内投资效率^[30], 对国外投资效率也可以产生正向推动作用^[31]。但是, 也有

不少学者对 ESG 提出了质疑和否定。他们认为, ESG 会让投资者承担更高的成本, 长期来看并不一定能够带来高于市场的回报^[32], 会对企业的资产回报率产生消极的影响^[33], 因而也就无法为企业和投资者创造价值增益。所以, 目前尚没有明确一致的证据表明 ESG 能提高企业的财务绩效。基于此, 本文对 ESG 对企业财务绩效的作用进行进一步的深入探讨。

企业杠杆指的是负债规模占资产总规模的比重, 用于衡量企业的资本结构。权衡理论为资本结构的研究奠定了基础。随着研究的发展, 探讨企业如何更快地达到目标资本结构显得更为重要。动态权衡理论由此诞生, 其为企业杠杆调整速度提供了新的理论基础。目前对资本结构决策影响因素的研究主要包括企业的社会资本^[34-36]、制度环境^[37-40]、经济环境^[41]、公司治理机制^[42-44]、所有权结构^[45-47]及债务结构^[48-49]等方面。在有关企业的可持续发展能力与资本结构的调整速度上, 基于国际样本, Adeneye 等^[50]研究发现, ESG 得分与账面杠杆呈正相关关系, 表明公司通过可持续实践增加债务资本。Ho 等^[51]也同样得出了正向的结论, 即可持续表现优越的公司倾向于更快地向目标杠杆率

* 基金项目: 浙江省哲学社会科学规划重点项目“契约不完全视角下 ESG 评级分歧对企业资源配置效率的影响机制与效应研究”(25NDJC017Z)。

调整。但是,王倩等^[52]基于2010—2015年中国沪深A股上市公司的数据研究发现,企业从事社会责任活动,总体上会降低企业资本结构的调整速度。冯丽艳等^[53]以2010—2020年中国沪深A股上市公司为样本,得出积极履行社会责任能够提高企业资本结构动态调整速度的结论。尽管有研究表明,经济条件^[41]、政治环境^[44]及社会信任水平^[54]等地域性因素都会影响企业向目标杠杆率的调整速度,但是在中国样本下,ESG与杠杆调整速度间的相互关系究竟如何依旧值得探寻。

本文选用ESG评级数据,以2009—2023年中国沪深两市A股上市公司作为样本,旨在研究企业的ESG表现对杠杆调整速度的影响,并探究其中的作用机制。这是因为目前几乎所有着眼于最优杠杆和杠杆偏差的研究^[55-57]均以发达资本市场为基础,研究结果对发展中资本市场的普适性是值得怀疑的。同时,当前ESG受到中国政府及中国资本市场极大的重视,以中国为研究背景不仅具有理论意义,而且具有实务意义。

通过实证检验发现,企业ESG表现能够加快杠杆调整速度。进一步研究发现,在规模较大、信息不对称程度低及媒体关注度较高的企业中,ESG表现对杠杆调整速度的正向作用更为显著。机制检验结果显示,企业ESG表现通过降低融资约束、提高产品市场竞争力两种渠道,有效加快了杠杆调整速度。

本文可能对两种相关文献有贡献。第一,丰富了ESG经济后果的相关文献研究。Li^[1]通过对ESG文献的整理发现,ESG与企业价值的关系分为4种:正相关^[58]、负相关^[59]、非线性关系^[60]及间接关系^[61]。本文为正向关系提供了支持。第二,拓宽了对影响企业资本结构的企业公民义务层面因素的理解。基于前文提到的在中国样本下的研究矛盾,本文为ESG表现在中国对杠杆调整速度的正向作用提供了支持。另外,本文为ESG在发展中国家的治理作用增强了信心。

1 理论分析与研究假设

基于动态权衡理论,杠杆的动态调整需要付出交

易成本,这使趋向目标杠杆率的调整过程不是及时的,而是滞后、缓慢、不充分的^[62-63]。不同研究中调整速度的差异表明,金融发展水平等各种因素决定了不同经济体的调整成本并影响了调整速度^[64]。企业特定风险影响资本结构向目标杠杆调整的速度,这是由于资本结构向目标杠杆调整需在成本与收益之间权衡^[65-66]。

企业的ESG表现反映了其对投资者的长远利益及企业本身未来更好的发展。一方面,基于信息传递理论,越重视ESG活动的企业,同时也会越注重对相关信息的披露。企业可以通过提高ESG表现来缓解管理层和外部利益相关者之间的冲突,增强内部人和外部人的沟通^[67],满足利益相关者的道德期望,建立良好的声誉,减少与外部金融机构之间的信息不对称^[68],降低投资者搜寻、甄别和决策过程中产生的交易成本,吸引更多潜在投资者,从而降低杠杆调整成本^[69],放宽融资约束,加快向目标杠杆率调整^[70]。而且,在中国政府和监管部门日益重视企业公民义务的背景下,注重ESG活动的企业更可能赢得政府的关注和资金支持。由此建立的“政治关联”作为非正式制度的补充,也可能降低企业的融资摩擦和不确定性。另一方面,Bénabou和Tirole^[71]、Baron^[72]研究表明,更高的ESG绩效可以增加公司价值。ESG活动可以为股东创造更多价值。这种类型的价值创造可以通过增加现金流(如客户更希望从ESG评级较高的企业购买商品、员工更愿意以较低的报酬为ESG评级较高的企业工作等)或降低贴现率实现。这也为企业吸引到更多潜在投资者,加速向目标杠杆率调整。综上所述,企业ESG表现越好,企业向目标杠杆率调整的速度也就越快。

但是,履行ESG也可能涉及代理问题^[73-74]。首先,过度投资观点认为,企业管理层为了将自身打造为充满社会责任的高管,倾向于通过对社会责任的过度投资来提高自身的声誉^[75],将企业有价值的资源分散转移给非投资型利益相关者,但过度投资所带来的成本却由其他投资者承担,从而加剧管理层“堑壕效应”和代理问题,有损公司价值。因此,企业社会责任活

动的潜在代理问题可能会引起外部融资担忧，从而导致更高的杠杆调整成本和更慢的杠杆调整速度^[55,76]。其次，注重ESG活动的企业需要兼顾各方利益相关者的利益，这会使目标过于多元化。各方利益往往并不一致，甚至相互之间存在较大冲突，难以协调，导致企业在从事有利于非投资型利益相关者的社会责任活动时，可能会损害投资者的利益。而资本结构的调整需要投资者的支持，投资者的利益一旦受到威胁，企业的杠杆调整就会在一定程度上受阻。最后，企业管理层还可能利用ESG活动获得公众的重视，转移投资者对真实经营状况的关注，从而掩盖企业的坏消息^[77]，加剧信息不对称。一旦投资者意识到管理层从事社会责任行为的真实目的，信息不对称引起的交易成本提高和投资者的不信任便会引起企业融资过程受到阻碍。综上所述，企业的ESG表现会降低其向目标杠杆率调整的速度。

综合两方面的因素，企业ESG表现对目标杠杆率调整速度的影响有待进一步检验，因此本文提出假设：

H1a：企业ESG表现会加快向目标杠杆率调整的速度。

H1b：企业ESG表现会减慢向目标杠杆率调整的速度。

2 研究设计

2.1 样本选取与数据来源

本文以2009—2023年中国沪深两市A股上市公司作为研究对象，并按以下标准对样本企业进行筛选：①剔除金融行业样本；②剔除ST和*ST样本；③剔除资产负债率大于100%的样本；④剔除变量数据缺失样本。最终得到8292个公司一年度有效观测值。数据主要来源于CSMAR数据库与RESSET数据库。为避免极端值对估计结果的干扰，对所有连续型变量在前后两端进行1%缩尾（Winsorize）处理。

2.2 变量选取与定义

2.2.1 被解释变量

被解释变量为杠杆调整速度，参照已有文献^[78]，选用部分调整模型估计资本结构动态调整速度，构建如下模型

$$\text{LEV}_{i,t} - \text{LEV}_{i,t-1} = v_{i,t} (\text{LEV}_{i,t}^* - \text{LEV}_{i,t-1}) \quad (1)$$

式中，等式左边的 $\text{LEV}_{i,t}$ 、 $\text{LEV}_{i,t-1}$ 为*i*公司第*t*期与第*t-1*期的实际杠杆率，两者的差额衡量本期实际杠杆率调整额（ ΔLEV ）；等式右边的 $\text{LEV}_{i,t}^*$ 为*i*公司第*t*期的目标杠杆率，其与 $\text{LEV}_{i,t-1}$ 的差额表示本期实际杠杆率偏离程度（Dev）； $v_{i,t}$ 为资本结构调整速度。已有文献在计算实际杠杆率时分别用到了账面杠杆率和市场杠杆率，但是考虑到我国股票市场杠杆率噪声较大，采用账面杠杆率衡量企业的实际杠杆率^[79]。因此，LEV由账面负债总额/账面资产总额得到； $\text{LEV}_{i,t}^*$ 的计算参照已有研究^[81]，将决定企业杠杆率的一系列因素作为解释变量来对杠杆率进行回归分析，初步估计目标杠杆率为拟合值。为了解决杠杆率偏差的可能动态（考虑到当年信息不对称影响下一年杠杆率的情况），在替代规范中纳入杠杆率偏差的1个滞后周期。具体模型为

$$\text{LEV}_{i,t} = \beta X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

式中， β 为回归系数向量； $X_{i,t-1}$ 为决定杠杆率的公司特征变量，主要包括盈利能力（ROA）、成长性（To-binq）、非负债税盾（Dep）、企业规模（Size）、抵押能力（Fa_ta）、研发情况（R&D）、公司所在行业资本结构特征（Ind_med）、产权性质（SOE）及企业年龄（Age）； $\varepsilon_{i,t}$ 为误差项。模型中的所有解释变量都滞后1期。另外，还控制了个体固定效应和年度固定效应。通过估计模型（2）得到被解释变量的预测值，也就是目标杠杆率 $\text{LEV}_{i,t}^*$ 。

2.2.2 解释变量

解释变量为企业ESG表现。ESG表现是指企业在环境、社会责任及公司治理等方面的表现，目前主要通过相关评价体系进行量化评估。本文使用彭博ESG

评级数据。该数据通过对环境 (E)、社会 (S) 和公司治理 (G) 3 个维度的具体指标进行量化分析，直接计算出 0 ~ 100 分之间的分数，再经过标准化处理后加权计算，最终得到总分。总分的范围为 0 ~ 100 分，分数越高，表示公司在 ESG 方面的表现越好。

2.2.3 控制变量

借鉴 Oztekin 和 Flannery^[82]的研究成果，选择盈利能力 (ROA)、成长性 (Tobinq)、非负债税盾 (Dep)、企业规模 (Size)、抵押能力 (Fa_ta)、研发能力 (R&D) 及行业资本结构 (Ind_med) 等指标作为控制变量。此外，为了控制不同年份及行业带来的经济周期与行业环境对回归结果的影响，在模型中加入了企业 (Firm)、年度 (Year) 和行业 (Industry) 3 个虚拟变量。

变量及其定义见表 1。

表 1 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	账面杠杆率	LEV	账面总负债/账面总资产
	账面杠杆率调整额	△LEV	当期账面杠杆率 - 上一期账面杠杆率
	目标杠杆率	LEV [*]	由 Stata 根据账面杠杆率计算得到
	目标杠杆偏离程度	Dev	目标杠杆率 - 上一期账面杠杆率
解释变量	企业 ESG 表现	ESG	彭博 ESG 数据
控制变量	盈利能力	ROA	息税前利润/总资产
	成长性	Tobinq	(股票市场价值 + 负债账面价值) / 账面资产
	非负债税盾	Dep	固定资产折旧/总资产
	企业规模	Size	总资产的自然对数
	抵押能力	Fa_ta	固定资产/总资产
	研发能力	R&D	研发投入/总资产
	行业资本结构	Ind_med	公司所在行业资本结构的中位数

2.2.4 实证模型

在模型 (1) 中，由于未加入企业的个体特征，如盈利能力、成长性等，所以此时得到的 $v_{i,t}$ 为所有企业在第 t 期的平均杠杆调整速度。为了探究 ESG 表现对不同企业杠杆调整速度的影响，需要将企业的个体特

征也纳入模型

$$v_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 X_{i,t} \quad (3)$$

综合模型 (1) ~ (3)，可以得到 ESG 与杠杆调整速度的 Logit 回归模型

$$\Delta LEV_{i,t} = \beta_0 Dev_{i,t} + \beta_1 ESG_{i,t-1} \times Dev_{i,t} + \beta_2 X_{i,t-1} \times Dev_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

式中， β_0 、 β_1 、 β_2 为回归系数，本文关注的重点是 β_1 ，即 ESG 表现与杠杆调整速度的回归系数。若其为正，表示企业 ESG 表现可加速其向目标杠杆率调整；反之，企业 ESG 表现会减缓向目标杠杆率调整。

3 实证检验

3.1 描述性统计

变量描述性统计结果见表 2。由表 2 可知，实验样本账面杠杆率 LEV 平均值为 0.456，标准差为 0.195，说明样本公司负债水平并不算低，负债率分布也比较分散。账面杠杆调整率 ΔLEV 的平均值为 0.007，标准差为 0.063；目标杠杆偏离程度 Dev 的平均值 0.016，标准差为 0.148。这说明我国上市公司均存在资本结构偏离状况，且个体差异不大。目标杠杆率 LEV^* 的平均值为 0.465，标准差为 0.103，说明整体数据分布较为均匀，波动不大。ESG 表现的平均值为 30.390，标准差为 9.761，最高分和最低分之间的差距较大，说明样本公司之间 ESG 表现存在较大差异。此外，控制变量中盈利能力 (ROA)、成长性 (Tobinq)、非负债税盾 (Dep)、企业规模 (Size)、抵押能力 (Fa_ta)、研发能力 (R&D)、行业资本结构 (Ind_med) 均存在较大差异。这说明我国上市公司个体间的企业规模、成长性、盈利能力及其他企业特征变量均存在较大差异，用这些变量拟合企业的目标资本结构具有一定的说服力。

表2 变量描述性统计结果

变量	样本数	平均值	标准差	最小值	P25	P50	P75	最大值
△LEV	8 292	0.007	0.063	-0.190	-0.025	0.004	0.037	0.215
Dev	8 292	0.016	0.148	-0.326	-0.089	0.012	0.123	0.342
Lev [*]	8 292	0.465	0.103	0.194	0.390	0.456	0.532	0.773
LEV	8 292	0.456	0.195	0.048	0.306	0.463	0.607	0.865
ESG	8 292	30.390	9.761	6.198	24.550	29.010	34.800	72.330
ROA	8 292	0.065	0.066	-0.228	0.032	0.058	0.097	0.238
Tobinq	8 292	2.479	2.006	0.826	1.189	1.759	2.903	10.970
Dep	8 292	0.020	0.015	0.001	0.009	0.017	0.029	0.065
Size	8 292	23.150	1.294	19.950	22.240	23.060	23.970	26.190
Fa_ta	8 292	0.220	0.160	0.004	0.093	0.184	0.317	0.644
R&D	8 292	0.022	0.022	0.000	0.005	0.017	0.030	0.113
Ind_med	8 292	0.404	0.115	0.195	0.320	0.385	0.471	0.716

3.2 ESG 表现对杠杆调整速度的基准回归结果

ESG 表现对杠杆调整速度的主回归与稳健性检验结果见表3。表3列(1)是 ESG 表现与杠杆调整速度在未加入控制变量情况下的回归结果, 交乘项 $ESG \times Dev$ 的系数在 1% 水平上显著为正, 初步说明了更高的 ESG 评级能够加快企业向目标杠杆率调整的速度。为了排除其他因素对回归结果的干扰, 表3列(2)的回归中加入了控制变量, 同时控制企业和年份的固定效应。结果显示, 交乘项 $ESG \times Dev$ 在 1% 水平上显著为正。这说明越注重 ESG 表现的企业, 越能得到各方利益相关者的支持, 从而提高整体绩效, 收获更多潜在投资者, 加快杠杆调整速度。这一结果在加入相关控制变量、控制个体和年份虚拟变量后依然成立, 支持了假设 H1a。

表3列(3)在列(2)基础上改变了固定效应, 固定效应变更为企业和行业; 列(4)则在控制企业和年份固定效应基础上增加了行业聚类效应, $ESG \times Dev$ 的系数依然在 5% 水平上显著为正, H1a 仍旧得到了支持。

表3 ESG 表现对杠杆调整速度的主回归与稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	△LEV	△LEV	△LEV	△LEV
Dev	0.275 *** (11.98)	-0.028 (-0.15)	0.132 (0.83)	0.124 (0.63)

(续)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	△LEV	△LEV	△LEV	△LEV
ESG × Dev	0.004 *** (5.30)	0.004 *** (4.86)	0.002 ** (2.04)	0.003 ** (2.45)
ROA × Dev		0.509 *** (5.02)	0.029 (0.24)	0.095 (0.66)
Tobinq × Dev		0.016 *** (3.75)	0.033 *** (3.68)	0.025 (1.63)
Dep × Dev		1.874 * (1.93)	5.211 *** (3.37)	5.185 *** (3.74)
Size × Dev		0.007 (0.77)	-0.005 (-0.72)	-0.005 (-0.51)
Fa_ta × Dev		-0.187 ** (-2.04)	-0.507 *** (-3.68)	-0.482 *** (-3.86)
R&D × Dev		0.193 (0.44)	-0.868 (-1.15)	-0.878 (-0.87)
Ind_med × Dev		0.214 *** (2.77)	0.188 ** (2.14)	0.182 (1.31)
Constant	-0.001 (-1.23)	-0.002 *** (-3.25)	0.002 *** (5.29)	0.002 *** (6.40)
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	No	Yes
Industry	No	No	Yes	No
Observations	8 292	8 292	8 290	8 292
R-squared	0.305	0.311	0.242	0.247

环境 (E)、社会 (S) 和公司治理 (G) 对杠杆

调整速度的回归结果见表4。表4列(1)为环境(E)作为自变量的回归结果,交乘项E_score×Dev的系数在1%水平上显著为正,说明企业在环保方面的优势能够加快企业向目标杠杆率调整的速度。表4列(2)为社会(S)因子对杠杆调整速度的回归结果,交乘项S_score×Dev在5%水平上显著为正,说明企业在社会方面的优势对杠杆调整速度也具有正向影响,但影响小于环境(E)所带来的正向效应。表4列(3)为公司治理(G)因子对杠杆调整速度的回归结果,交乘项G_score×Dev的系数在1%水平上显著为正,说明公司治理(G)因子对杠杆调整速度也具有显著的正向影响。综上所述,环境(E)和公司治理(G)在企业ESG活动促进杠杆调整速度过程中发挥了更大作用。

表4 环境(E)、社会(S)和公司治理(G)对杠杆调整速度的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	△LEV	△LEV	△LEV
Dev	-0.184 (-0.99)	-0.225 (-1.25)	-0.182 (-1.02)
E_score×Dev	0.002 *** (2.80)		
S_score×Dev		0.003 ** (2.37)	
G_score×Dev			0.002 *** (4.10)
ROA×Dev	0.464 *** (4.58)	0.464 *** (4.58)	0.518 *** (5.09)
Tobinq×Dev	0.017 *** (4.08)	0.017 *** (4.03)	0.015 *** (3.67)
Dep×Dev	2.042 ** (2.10)	2.047 ** (2.11)	1.861 * (1.92)
Size×Dev	0.018 ** (2.19)	0.019 ** (2.35)	0.013 (1.58)
Fa_ta×Dev	-0.207 ** (-2.24)	-0.199 ** (-2.16)	-0.172 * (-1.87)
R&D×Dev	0.355 (0.80)	0.373 (0.84)	0.356 (0.81)
Ind_med×Dev	0.201 *** (2.60)	0.198 ** (2.56)	0.213 *** (2.76)

(续)

变量	(1)	(2)	(3)
	△LEV	△LEV	△LEV
Constant	-0.002 *** (-2.70)	-0.002 *** (-2.81)	-0.002 *** (-3.02)
Firm	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
Observations	8 251	8 286	8 292
R-squared	0.308	0.309	0.310

4 进一步分析

4.1 异质性分析

首先,企业规模反映了企业的实力和增长潜力,还影响企业的战略定位、市场竞争力及其规模经济的实现^[80]。大规模企业相对小规模企业来说受到更多的外界关注,企业的ESG活动能更及时地在经济活动中得到反映。小规模企业的资金供给方往往看重其未来的盈利潜能,而非直接关注其在ESG方面的表现;相反,大规模企业往往已经形成了成熟的盈利模式,投资者在进行选择时,会更关注其可持续发展能力,ESG表现便是判断企业可持续发展能力的重要指标。因此,本文为了更好地分析ESG表现对不同规模企业杠杆调整速度的影响,将样本按照所有企业规模的中位数划分为小规模企业和大规模企业两组,进行分组回归。根据表5列(1),小规模企业ESG×Dev交乘项的系数不显著,而大规模企业ESG×Dev交乘项的系数在1%水平上显著为正。这说明企业ESG表现对杠杆调整速度的正向作用在大规模企业中更加显著。

其次,根据现有文献,企业向目标杠杆率调整的速度取决于杠杆调整成本,这与信息不对称问题有关^[83-85]。DeVos等^[86]将调整成本分为特定机会成本和证券发行成本。研究结果表明,特定机会成本会对调整速度产生不利影响。在成本逆向选择导致信息不对

称的资本市场中，企业无法通过股权市场充分满足其融资需求。因此，企业倾向于通过债务市场融资。这将增加债务在企业杠杆中的作用^[56]。因此，信息不对称会导致以过度杠杆或杠杆不足的形式出现非最优资本结构^[87]。中国企业也存在此类现象。同时，随着信息不对称性的加剧，调整速度会降低。那些向目标杠杆率靠拢速度更快的企业，在价值、盈利能力、投资和成本方面表现更好^[88]。因此，预测在信息不对称程度低的企业中，ESG 表现对杠杆调整速度的正向影响会更加强烈。

考虑到我国证券市场高频交易数据缺失严重，本文借鉴已有文献^[89-90]，基于日频交易数据的方法来测算信息不对称程度。借鉴 Bharath 等^[91]的做法，对原始指标提取第一、第二主成分（累计方差解释率为 75%），捕捉它们的共同变异信息，也即与非对称信息相关的成分，记为信息不对称指标 ASY。根据表 5 列（2），在信息不对称程度较低的企业中，交乘项 ESG × Dev 的系数在 1% 水平上显著为正，而在信息不对称程

度较高的企业中，交乘项 ESG × Dev 的系数并不显著。由此，验证了在信息不对称程度较低的企业中，ESG 表现对杠杆调整速度的影响会更加明显。

最后，媒体关注具有“扩音器”功能，媒体以其广泛的传播渠道及覆盖面，能够迅速将企业的新产品、新技术和新业务模式传达给利益相关者。相比低媒体关注度企业，高媒体关注度企业的 ESG 活动能得到更快传播，从而缓解资金供求双方的信息不对称程度，降低资本结构调整成本，加快资本结构调整速度。因此，本文利用各公司全年媒体报道数（主要涵盖网络媒体与报刊媒体）衡量媒体关注度。以中位数为界，将所有企业分为高媒体关注度和低媒体关注度两大类。根据表 5 列（3），处于高媒体关注度下的企业，ESG × Dev 交乘项的系数为 0.006，在 5% 水平上正向显著；相反，受到较低媒体关注的企业，ESG × Dev 交乘项的系数在 10% 水平上正向显著。这说明企业 ESG 表现在高媒体关注度区域对杠杆调整速度会表现出更显著的积极作用。

表 5 异质性分析

变量	(1)		(2)		(3)	
	企业规模		信息不对称程度		媒体关注度	
	小	大	低	高	低	高
Dev	△LEV	△LEV	△LEV	△LEV	△LEV	△LEV
	-0.568 (-1.02)	2.102 *** (3.27)	0.797 *** (3.22)	-0.704 (-1.24)	-0.753 * (-2.00)	0.690 (1.26)
ESG × Dev	0.003 (1.68)	0.007 *** (4.91)	0.006 *** (4.92)	0.002 (0.72)	0.004 * (2.02)	0.006 ** (2.96)
ROA × Dev	0.527 ** (2.97)	0.227 (0.99)	0.712 *** (5.34)	0.457 ** (2.21)	0.763 *** (3.14)	0.387 * (1.87)
Tobinq × Dev	0.022 *** (5.23)	0.024 (1.61)	0.005 (0.60)	0.023 * (1.85)	0.021 ** (2.71)	0.005 (0.57)
Dep × Dev	0.074 (0.05)	2.176 (0.94)	3.571 * (1.85)	0.690 (0.49)	1.097 (0.64)	0.441 (0.23)
Size × Dev	0.025 (0.95)	-0.076 ** (-2.64)	-0.025 ** (-2.37)	0.041 (1.41)	0.040 ** (2.86)	-0.022 (-0.88)
Fa_ta × Dev	0.200 (1.53)	-0.411 * (-2.13)	-0.410 *** (-4.14)	-0.057 (-0.28)	-0.070 (-0.36)	-0.207 (-1.16)

(续)

变量	(1)		(2)		(3)	
	企业规模		信息不对称程度		媒体关注度	
	小	大	低	高	低	高
△LEV	△LEV	△LEV	△LEV	△LEV	△LEV	△LEV
R&D × Dev	0.950 (1.21)	-0.104 (-0.10)	-0.195 (-0.22)	-0.364 (-0.36)	0.219 (0.18)	0.045 (0.03)
Ind_med × Dev	0.535 *** (3.27)	0.067 (0.38)	0.146 (1.15)	0.227 (1.21)	0.202 (1.30)	0.323 (1.49)
Constant	-0.007 *** (-6.00)	0.001 (1.12)	-0.018 *** (-12.30)	0.012 *** (12.33)	-0.002 (-1.58)	-0.004 *** (-4.15)
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3 833	4 317	4 255	3 749	4 066	3 839
R-squared	0.349	0.414	0.405	0.372	0.346	0.400
Empirical p-value	0.000 ***		0.000 ***		0.004 ***	

4.2 机制分析

4.2.1 融资约束

融资优序理论表明,当存在交易成本时,企业融资遵循内部盈余、债务融资、股权融资的顺序。由于内部收益不足,企业需要进行外部融资。然而,由于现实环境中的信息不对称和代理成本问题^[92],内外部融资方式并没有完全替代,这就引发了资金约束问题。融资约束过大不仅会限制企业投融资决策,甚至还会破坏企业正常生产经营。因此,融资约束贯穿企业经营活动的全过程,有着众多的影响因素及经济后果。

在责任投资理念下,投资者在兼顾经济利益与投资风险的基础上也重视企业的ESG表现,在投资决策中愈加关注投资的正外部性影响^[93]。不处理环境、社会和公司治理问题的企业很可能会遭受有限的私募股权投资,并面临较高的资本成本。投资者通过对ESG表现结果的差异化反映来影响企业^[94]。所以,企业通过履行社会责任、公布有利的环境和公司治理信息等得到良好的ESG表现,可以缓解资本市场中的信息不对称^[95-96],拥有更广泛的投资者基础,面临更低的风

险,并产生积极的市场反应,最终带来更低的资本成本,在一定程度上缓解融资约束^[22]。

为了验证这一推测,本文参考Hadlock和Pierce^[97]的做法,选取SA指数衡量融资约束。

SA指数 = $-0.737\text{Size} + 0.043\text{Size}^2 - 0.04\text{Age}$ (5)
式中,Size为总资产账面价值的自然对数;Age为公司成立至样本年度的年数。SA指数值越大,融资约束越强。由于SA指数计算后为负,因此其绝对值越大,融资约束越弱。

从表6列(1)和列(2)可以看出,加入控制变量前后,ESG的系数都在1%水平上正向显著,表明企业ESG表现可以缓解融资约束。

另外,已有充分的文献证明融资约束对杠杆调整速度具有显著的负向影响^[69]。一方面,从资本结构看,融资约束限制了企业的融资能力和融资渠道,并且增加了企业资本结构调整的难度和成本,不利于企业生产经营和财务绩效的提升,从而降低企业向目标杠杆率调整的速度;另一方面,从资本流动性看,融资约束意味着企业的资产流动性较差。当企业拥有的流动性资产较少时,融资约束会导致其财务风险更大。

企业对资金的需求更加迫切，必要时会以较高的融资成本换取短期的资金流，以应对眼前的危机。这对于向目标杠杆率调整速度的影响是负向的。

综上所述，企业 ESG 表现会降低融资约束，从而加快杠杆调整速度。

4.2.2 产品竞争力

根据利益相关者理论，注重 ESG 表现的企业，能与各利益相关者建立更稳定的关系，增强客户黏性。同时，这类企业往往更重视产品的创新与升级，投入更多研发资金提升产品质量，从而提升产品的市场竞争力，进一步巩固市场地位，积累更多内部资金。因此，预测企业 ESG 表现可以提高产品的市场竞争力。本文选用个股勒纳指数来衡量产品的市场竞争力，记为 PCM。

表 6 列 (3) 和列 (4) 为产品市场竞争力作为中介变量的回归结果。由此可知，ESG 的系数分别在 1% 和 5% 水平上显著为正，说明企业 ESG 表现越好，其产品的市场竞争力就越高，验证了上述推断。

根据已有研究，目标杠杆的部分调整速度受到公司规模和利润的显著影响。与亏损企业或低利润企业和小型企业相比，高利润企业和大型企业倾向于以更快的速度调整其债务融资比率^[98]。企业的可持续绩效 (CSP) 增强了其在产品市场中的地位，并作为一种竞争优势，造就了对未来更强大、更稳定的现金流和更高盈利能力的预期^[99]。同时，在竞争激烈的行业中取得更大的竞争优势，也是企业最大化 CSP 的动机，能有效作用于杠杆调整速度的加快^[1]。

综上，企业 ESG 表现可以提高其产品的市场竞争力，以此拉动杠杆调整速度加快。

表 6 机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	SA	SA	PCM	PCM
ESG	0.002 *** (17.85)	0.002 *** (15.57)	0.001 *** (4.88)	0.000 ** (2.19)

(续)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	SA	SA	PCM	PCM
ROA		-0.039 *** (-3.37)		1.157 *** (66.02)
Tobinq		0.005 *** (9.74)		0.003 *** (3.43)
Dep		0.050 (0.44)		-0.950 *** (-7.40)
Size		0.051 *** (31.96)		0.015 *** (9.97)
Fa_ta		0.046 *** (4.07)		0.028 ** (2.37)
R&D		-0.100 (-1.50)		-0.084 (-1.05)
Ind_med		-0.009 (-0.76)		0.008 (0.62)
Constant	-3.908 *** (-951.55)	-5.091 *** (-136.38)	0.107 *** (17.86)	-0.303 *** (-8.26)
个体/年份固定效应	控制	控制	控制	控制
Observations	8 297	8 293	8 297	8 293
R-squared	0.979	0.982	0.766	0.869

5 结语

本文检验了中国情境下企业 ESG 表现与杠杆调整速度之间的关系。研究发现，ESG 表现较好的企业，通过缓解融资约束和提高产品的市场竞争力，最终提升了其向目标杠杆率调整的速度。进一步研究显示，在规模较大、信息不对称程度低及媒体关注度较高的企业中，ESG 表现对杠杆调整速度的提升效应更为显著。

本文的研究发现基于中国独特的经济环境，因此是否适用于其他国家有待未来相关研究佐证。未来可以对实证模型进行有效性验证，进一步充实、深化 ESG 相关研究。

参考文献

[1] LI T T, WANG K, SUEYOSHI T, et al. ESG: research progress and future prospects [J]. *Sustainability*, 2021, 13 (21): 11663.

[2] EBA. EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms [R]. 2021.

[3] PRI. What is responsible investment? [EB/OL]. (2022-01-01) [2025-01-20]. https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article#fn_1.

[4] WANG J, HONG Z H, Long H. Digital Transformation Empowers ESG performance in the manufacturing industry: from ESG to DESG [J]. *SAGE Open*, 2023, 13 (4): 1-21.

[5] HU H J, TU Z K, CHEN A Y, et al. Enterprises' globalization and ESG performance [J]. *Finance Research Letters*, 2023, 58: 104653.

[6] YANG Y D, XU G H, LI R Q. Official turnover and corporate ESG practices: evidence from China [J]. *Environmental Science and Pollution Research*, 2023, 30 (18): 51422-51439.

[7] ABEYSEKERA A P, FERNANDOC S. Corporate social responsibility versus corporate shareholder responsibility: a family firm perspective [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 61: 101370.

[8] GILLAN S, HARTZELL J C, KOCH A, et al. Firms' environmental, social and governance (ESG) choices, performance and managerial motivation [EB/OL]. (2010-01-01) [2025-01-20]. https://www.researchgate.net/publication/228847213_Firms_environmental_social_and_governance_ESG_choices_performance_and_managerial_motivation.

[9] ZHANG Z T, ZHANG L. Investor attention and corporate ESG performance [J]. *Finance Research Letters*, 2024, 60: 104887.

[10] DE VINCENTHIS P. Do international investors care about ESG news? [J]. *Qualitative Research in Financial Markets*, 2023, 15 (4): 572-588.

[11] FAN Z M, CHEN Y, MO Y F. Management myopia and corporate ESG performance [J]. *International Review of Financial Analysis*, 2024, 92: 103071.

[12] MULLER A R, PFARRER M D, LITTLE L M. A theory of collective empathy in corporate philanthropy decisions [J]. *Academy of Management Review*, 2014, 39 (1): 1-21.

[13] GUPTA A, BRISCOE F, HAMBRICK D C. Red, blue, and purple firms: organizational political ideology and corporate social responsibility [J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38 (5): 1018-1040.

[14] SHEN H, LIN H, HAN W, et al. ESG in China: a review of practice and research, and future research avenues [J]. *China Journal of Accounting Research*, 2023, 16 (4): 100325.

[15] WANG B, YANG M J. A study on the mechanism of ESG performance on corporate value: empirical evidence from A-share listed companies in China [J]. *Soft Science*, 2022, 36 (6): 78-84.

[16] ZHOU F, GAO Q, FU H. Icing on the cake or gilding the lily? Stock returns of outperformers doing good deeds [J]. *Review of Investment Studies*, 2021, 40 (7): 128-141.

[17] ZHENG Z G, LI J R, REN X Z, et al. Does corporate ESG create value? New evidence from M&As in China [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2023, 77: 101916.

[18] 李思慧, 郑素兰. ESG 的实施抑制了企业成长吗? [J]. *经济问题*, 2022 (12): 81-89.

[19] CHEN S, HAN X Y, ZHANG Z L, et al. ESG investment in China: doing well by doing good [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2023, 77: 101907.

[20] 李瑾. 我国 A 股市场 ESG 风险溢价与额外收益研究 [J]. *证券市场导报*, 2021 (6): 24-33.

[21] 张博, 苑志宏. 2021 年度中国资管行业 ESG 投资发展研究报告 [R]. 2021.

[22] ZHAI Y M, CAI Z H, LIN H, et al. Does better environmental, social, and governance induce better corporate green innovation: the mediating role of financing constraints [J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2022, 29 (5): 1513-1526.

[23] LI C, BA S S, MA K J, ET al. ESG rating events, financial investment behavior and corporate innovation [J]. *Economic Analysis and Policy*, 2023, 77: 372-387.

[24] ZHENG M, FENG G F, JIANG R A, et al. Does environmental, social, and governance performance move together with corporate green innovation in China? [J]. *Business Strategy and the Environment*, 2023, 32 (4): 1670-1679.

[25] DENG X, LI W H, REN X H. More sustainable, more productive: evidence from ESG ratings and total factor productivity among listed Chinese firms [J]. *Finance Research Letters*, 2023, 51: 103439.

[26] SHENG M Q, YU L, WANG W B. ESG and family firms' total factor productivity [J]. *Finance Research*, 2022, 8 (2): 58-67.

[27] QIU M Y, YIN H. An analysis of enterprises' financing cost with ESG performance under the background of ecological civilization construction [J]. *The Journal of Quantitative Economics*, 2019, 36 (3): 108-123.

[28] LI C, WU M, CHEN X, et al. Environmental, social and governance performance, corporate transparency, and credit rating: some evidence from Chinese A-share listed companies [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2022, 74: 101806.

[29] CHEN Y H, LI T, Zeng Q, et al. Effect of ESG performance on the cost of equity capital: evidence from China [J]. *International Review of Economics & Finance*, 2023, 83: 348-364.

[30] GAO H, HE J, LI Y. Media spotlight, corporate sustainability and the cost of debt [J]. *Applied Economics*, 2022, 54 (34): 3989-4005.

[31] XIE H J, LYU X. Responsible multinational investment: ESG and Chinese OFDI [J]. *Economic Research Journal*, 2022, 57 (3): 83-99.

[32] PUCKER K P, KING A. ESG investing isn't designed to save the planet [EB/OL]. (2022-08-01) [2025-01-20]. <https://hbr.org/2022/08/esg-investing-isnt-designed-to-save-the-planet>.

[33] GIANNOPoulos G, KIHLE FAGERNES R V, ELMARZOUKY M, et al. The ESG disclosure and the financial performance of Norwegian listed firms [J]. *Journal of Risk and Financial Management*, 2022, 15 (6): 237.

[34] MUNDI H S. CEO social capital and capital structure complexity [J]. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 2022, 35: 100719.

[35] D'AMATO A. Does intellectual capital impact firms' capital structure? Exploring the role of firm risk and profitability [J]. *Managerial Finance*, 2021, 47 (9): 1337-1356.

[36] SARDO F, SERRASQUEIRO Z, FÉLIX E G S. Does venture capital affect capital structure rebalancing? The case of small knowledge-intensive service firms [J]. *Structural Change and Economic Dynamics*, 2020, 53: 170-179.

[37] TRAN Q T, DANG D H C, NGUYEN B P, et al. Local corruption and capital structure [J]. *Finance Research Letters*, 2023, 55: 103937.

[38] ORLOVA S, HARPER J T, SUN L. Determinants of capital structure complexity [J]. *Journal of Economics and Business*, 2020, 110: 105905.

[39] NGO V D, NGUYEN T V, ROY A. Bank ties, institutional pressures, and capital structure of Vietnamese SMEs [J]. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 2022, 28 (6): 1489-1507.

[40] BERGER A N, ÖZTEKİN Ö, ROMAN R A. Geographic deregulation and bank capital structure [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2023, 149: 106761.

[41] URIBE J M, GOMEZ-GONZALEZ J E, HIRS-GARZÓN J. Interdependent capital structure choices and the macroeconomy [J]. *The North American Journal of Economics and Finance*, 2022, 62: 101750.

[42] JAVAID A, NAZIR M S, FATIMA K. Impact of corporate governance on capital structure: mediating role of cost of capital [J]. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 2023, 39 (4): 760-780.

[43] FENG Y, HASSAN A, ELAMER A A. Corporate governance, ownership structure and capital structure: evidence from Chinese real estate listed companies [J]. *International Journal of Accounting & Information Management*, 2020, 28 (4): 759-783.

[44] VU T M T, TRAN C Q, DOAN D T, et al. Determinants of capital structure: the case in Vietnam [J]. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 2020, 7 (9): 159-168.

[45] HU Q H. Capital structure and supply chain capacity investment [J]. *Production and Operations Management*, 2022, 31 (7): 2822-2837.

[46] CHERNENKO D. Capital structure and oligarch ownership [J]. *Economic Change and Restructuring*, 2019, 52 (4): 383-411.

[47] MARDINI G H, ALKURDI A, KARASNEH M M. Ownership structure and intellectual capital: empirical evidence for Jordanian listed firms [J]. *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, 2022, 19 (3): 217-235.

[48] HU X J, YAO G, ZHOU T Y. Does ownership structure affect the optimal capital structure? A PSTR model for China [J]. *International Journal of Finance & Economics*, 2022, 27 (2): 2458-2480.

[49] MACHADO C, PEREIRA A E. Optimal capital structure with stock market feedback [J]. *Review of Finance*, 2023, 27 (4): 1329-1371.

[50] ADENEYE Y B, KAMMOUN I, AB WAHAB S N A. Capital structure and speed of adjustment: the impact of environmental, social and governance (ESG) performance [J]. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 2023, 14 (5): 945-977.

[51] HO L, BAI M, LU Y, et al. The effect of corporate sustainability performance on leverage adjustments [J]. *The British Accounting Review*, 2021, 53 (5): 100989.

[52] 王倩, 吴多文, 陈倩玉. 企业社会责任与杠杆调整速度: 基于中国上市公司的实证分析 [J]. *金融论坛*, 2019, 24 (8): 67-80.

[53] 冯丽艳, 朱雨洁, 吕海文, 等. 企业社会责任与资本结构动态调整 [J]. *华东经济管理*, 2023, 37 (12): 114-128.

[54] FAFF R W, GUNASEKARAGE A, SHAMS S M M. Does take-over competition affect acquisition choices and bidding firm performance? Australian evidence [J]. *Accounting & Finance*, 2020, 60 (4): 3581-3619.

[55] LIAO L K, MUKHERJEE T, WANG W. Corporate governance and capital structure dynamics: an empirical study [J]. *Journal of Financial Research*, 2015, 38 (2): 169-192.

[56] SYNN C, WILLIAMS C D. Financial reporting quality and optimal capital structure [J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2024, 51 (5/6): 885-910.

[57] ZHOU Z H, WU K. Does climate risk exposure affect corporate leverage adjustment speed? International evidence [J]. *Journal of Cleaner Production*, 2023, 389: 136036.

[58] FLAMMER C, HONG B, MINOR D. Corporate governance and the rise of integrating corporate social responsibility criteria in executive compensation: effectiveness and implications for firm outcomes [J]. *Strategic Management Journal*, 2019, 40 (7): 1097-1122.

[59] CHEN Y C, HUNG M, WANG Y. The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: evidence from China [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2018, 65 (1): 169-190.

[60] ZHAO X, MURRELL A J. Revisiting the corporate social performance-financial performance link: a replication of W addock and G raves [J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37 (11): 2378-2388.

[61] SURROCA J A, AGUILERA R V, DESENDER K, et al. Is managerial entrenchment always bad and corporate social responsibility always good? A cross-national examination of their combined influence on shareholder value [J]. *Strategic Management Journal*, 2020, 41 (5): 891-920.

[62] FLANNERY M J, RANGAN K P. Partial adjustment toward target capital structures [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79 (3): 469-506.

[63] MUKHERJEE S, MAHAKUD J. Dynamic adjustment towards target capital structure: evidence from Indian companies [J]. *Journal of Advances in Management Research*, 2010, 7 (2): 250-266.

[64] LEMMA T T, NEGASH M. Determinants of the adjustment speed of capital structure: evidence from developing economies [J]. *Journal of Applied Accounting Research*, 2014, 15 (1): 64-99.

[65] FAULKENDER M, FLANNERY M J, HANKINS K W, et al. Cash flows and leverage adjustments [J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103 (3): 632-646.

[66] ELSAS R, FLORYSIAK D. Heterogeneity in the speed of adjustment toward target leverage [J]. *International Review of Finance*, 2011, 11 (2): 181-211.

[67] JO H, HARJOTO M A. Corporate governance and firm value: the impact of corporate social responsibility [J]. *Journal of Business Ethics*, 2011, 103: 351-383.

[68] CUI J H, JO H J, NA H J. Does corporate social responsibility affect information asymmetry? [J]. *Journal of Business Ethics*, 2018, 148 (3): 549-572.

[69] ÖZTEKIN Ö, FLANNERY M J. Institutional determinants of capital structure adjustment speeds [J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103 (1): 88-112.

[70] BISSOONDOYAL-BHEENICK E, BROOKS R, DO H X. ESG and firm performance: the role of size and media channels [J]. *Economic Modelling*, 2023, 121: 106203.

[71] BÉNABOU R, TIROLE J. Individual and corporate social responsibility [J]. *Economica*, 2010, 77: 1-19.

[72] BARON D P. Corporate social responsibility and social entrepreneurship [J]. *Journal of Economics & Management Strategy*, 2007, 16 (3): 683-717.

[73] 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.

[74] BEN-NASR H, GHOUMA H. Employee welfare and stock price crash risk [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 48: 700-725.

[75] MARTÍNEZ-FERRERO J, RAMÓN-LLORENS M C, GARCÍA-MECA E. CEO narcissism and ESG misconduct [J]. *Research in International Business and Finance*, 2024, 69: 102284.

[76] BRISKER E R, WANG W. CEO's inside debt and dynamics of capital structure [J]. *Financial Management*, 2017, 46 (3): 655-685.

[77] MAO Z H, WANG S Y, LIN Y E. ESG, ESG rating divergence and earnings management: evidence from China [J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2024, 31 (4): 1-20.

[78] HUANG R, RITTER J R. Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment [J]. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 2009, 44 (2): 237-271.

[79] CHANG H J. *Economics: the user's guide* [M]. New York : Bloomsbury Publishing (USA), 2014.

[80] 周立, 曹嘉仪. ESG 表现提高了制造业企业融资效率吗 [J]. *广东财经大学学报*, 2024, 39 (6): 87-102, 111.

[81] UYSAL V B. Deviation from the target capital structure and acquisition choices [J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102 (3): 602-620.

[82] ÖZTEKIN Ö, FLANNERY M J. Institutional determinants of capital structure adjustment speeds [J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103 (1): 88-112.

[83] GAO W L, ZHU F F. Information asymmetry and capital structure around the world [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2015, 32: 131-159.

[84] PETACCHI R. Information asymmetry and capital structure: evidence from regulation FD [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2015, 59 (2/3): 143-162.

[85] HUANG P, LU Y, FAFF R. Social trust and the speed of corporate leverage adjustment: evidence from around the globe [J]. *Accounting & Finance*, 2021, 61 (2): 3261-3303.

[86] DEVOS E, RAHMAN S, TSANG D. Debt covenants and the speed of capital structure adjustment [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2017, 45: 1-18.

[87] VAN BINSBERGEN J H, GRAHAM J R, YANG J. The cost of debt [J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65 (6): 2089-2136.

[88] 吴玉宇, 吴鑫. 数字化转型、资本结构与投资效率: 基于制造业上市公司数据分析 [J]. *财经理论与实践*, 2024, 45 (3): 60-66.

[89] AMIHUD Y, MENDELSON H, LAUTERBACH B. Market microstructure and securities values: evidence from the Tel Aviv Stock Exchange [J]. *Journal of Financial Economics*, 1997, 45 (3): 365-390.

[90] AMIHUD Y. Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects [J]. *Journal of Financial Markets*, 2002, 5 (1): 31-56.

[91] BHARATH S T, PASQUARIELLO P, WU G. Does asymmetric information drive capital structure decisions? [J]. *The Review of Financial Studies*, 2009, 22 (8): 3211-3243.

[92] ARSLAN Ö, KARAN M B. Ownership and control structure as determinants of corporate debt maturity: a panel study of an emerging market [J]. *Corporate Governance: An International Review*,

2006, 14 (4): 312-324.

[93] SCHUETH S. Socially responsible investing in the United States [J]. *Journal of Business Ethics*, 2003, 43 (3): 189-194.

[94] CRIFO P, FORGET V D. The economics of corporate social responsibility: a firm-level perspective survey [J]. *Journal of Economic Surveys*, 2015, 29 (1): 112-130.

[95] DHALIWAL D S, LI O Z, TSANG A, et al. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: the initiation of corporate social responsibility reporting [J]. *The Accounting Review*, 2011, 86 (1): 59-100.

[96] JO H, KIM H, PARK K. Corporate environmental responsibility and firm performance in the financial services sector [J]. *Journal of Business Ethics*, 2015, 131 (2): 257-284.

[97] HADLOCK C J, PIERCE J R. New evidence on measuring financial constraints: moving beyond the KZ index [J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23 (5): 1909-1940.

[98] SINHA P, VODWAL S. Impact of size and earnings on speed of partial adjustment to target leverage: a study of Indian companies using two-step system GMM [J]. *International Journal of System Assurance Engineering and Management*, 2022, 13 (2): 957-977.

[99] CAO J, LIANG H, ZHAN X T. Peer effects of corporate social responsibility [J]. *Management Science*, 2019, 65 (12): 5487-5503.

收稿日期: 2025-01-27

作者简介:

俞楠, 女, 2000 年生, 硕士研究生在读, 主要研究方向: 公司治理。蔡海静, 女, 1982 年生, 博士研究生, 教授, 博士研究生导师, 主要研究方向: 环境会计与环境规制、企业整合报告、国际会计理论与实务。