

ESG绩效期望落差的供应链溢出效应

——来自商业信用融资的经验证据

罗进辉, 苏 扬

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

摘 要: 在国家积极稳妥推进碳达峰碳中和目标和大力发展绿色生产力的背景下, 倡导“义利并举”的ESG理念正在日益得到社会各界的广泛重视。本文利用2010—2022年A股上市公司的年度观察样本数据, 基于组织期望理论分析了ESG绩效期望落差的供应链溢出效应。研究发现, 目标公司的ESG绩效期望落差越大, 其从供应链获得的商业信用融资水平显著越低。机制检验结果表明, ESG绩效期望落差主要是通过影响公司的不确定性风险和产品市场竞争地位两种机制, 降低上市公司的商业信用融资水平。本文的异质性分析发现, ESG绩效期望落差对公司商业信用融资的负面影响在非国有企业、媒体正面报道较少、分析师关注度较低以及不遵循GRI报告指南时表现得更强。进一步, 本文发现ESG绩效期望落差会加剧公司的融资约束。本文的研究不仅丰富了ESG表现经济后果和商业信用融资影响因素的相关文献, 而且对于公司更好地践行ESG理念和监管部门完善ESG制度法则都具有重要的实践启示和政策建议。

关键词: 绩效期望落差; ESG表现; 商业信用; 供应链; 溢出效应

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2025)07-0003-17

一、引 言

从2012年修订的《劳动合同法》对劳动者权利保障的完善, 到2015年新《环境保护法》确定保护环境优先、预防污染为主的原则, 再到2021年新施行的《公司法》要求公司充分考虑利益相关者及社会公共利益, 我国正在努力避免走西方“先破坏, 后修复”的老路。在我国政府的持续引导下, 如今社会大众对企业社会责任履行情况的关注度和要求都越来越高。2023年国务院发布的《关于全面推进美丽中国建设的意见》中指出, 要“探索开展环境、社会和公司治理评价”。社会大众和资本市场参与者也逐渐不满足于核心理念为“尽责行善”的企业社会责任(CSR)等传统衡量指标, 而是将目光转向关注“义利并举”的环境、社会和公司治理(ESG)理念

收稿日期: 2024-07-18

基金项目: 国家社会科学基金重大项目(22ZDA045)

作者简介: 罗进辉(1983—), 男, 厦门大学管理学院教授, 博士生导师;

苏 扬(1998—), 男, 厦门大学管理学院博士研究生(通信作者, sean9887@163.com)。

(李诗和黄世忠,2022)。因此,随着公司的ESG实践越来越受到社会大众的广泛关注,各利益相关者对公司ESG表现的评价及反应,将对目标公司产生不可忽视的经济影响。

根据组织期望理论,管理者会参照历史表现及行业内其他公司的表现设定公司的期望目标,并通过将实际表现与期望目标相比较,判断公司是否出现绩效期望差距,进而对公司现有经营决策、战略选择等方面产生显著影响。随着组织期望理论研究的深入,部分学者开始将绩效期望差距视为一种情境,探讨利益相关者在面对目标公司不同状态时的反应(王垒等,2020)。Nason等(2018)认为这种目标期望行为不仅存在于企业的经营表现,在社会责任履行情况中也有所体现。具体到本文,随着各利益相关者越来越重视公司的ESG实践及其表现,社会大众会倾向于对公司的ESG表现设定一个期望目标。如果公司的实际ESG表现低于社会的期望目标,即公司出现了ESG绩效期望落差,则会引起各利益相关者的强烈反应。因此,ESG绩效期望落差及其后果问题是检验各利益相关者关注公司ESG实践的一个重要视角。

本文将从供应链中供应商和客户为公司提供的商业信用融资视角,检验公司ESG绩效期望落差的潜在经济后果。因为在竞争激烈的市场环境中,商业信用是一种维系供应链关系的重要手段。对于融资方来说,商业信用是公司短期融通资金的重要手段,是对市场中现有正式融资工具的有益补充。而对于供给方来说,商业信用是一种非正式的资金占用,商业信用方式以及融资额度深受双方互信程度和社会信任程度的影响(刘凤委等,2009)。当融资方经营状况不佳时,供给方可能会面临融资方无法正常偿付商业信用的情况。因此,商业信用供给方会根据融资方的财务状况、内部控制质量等因素决定具体的信用政策(陈运森和王玉涛,2010)。随着市场对公司ESG实践情况关注度的提高,ESG绝对表现更好的公司通过较高的公司声誉及较低的经营风险,获得了较强的商业信用融资能力(李增福和冯柳华,2022;Tian和Tian,2022;Wang和Yang,2024)。在此背景下,当公司未能达到利益相关者对其ESG表现的期望目标,即出现ESG绩效期望落差时,这将向外界传递企业ESG实践不及预期的负面信号,此时市场各利益相关者可能会做出一系列反应。那么,作为与公司紧密联系的供应商和客户,他们将会产生怎样的反应,进而影响其商业信用融资决策呢?

鉴于此,本文利用2010—2022年我国沪深A股上市公司的20272个年度观察样本,实证检验了公司的ESG绩效期望落差与商业信用融资水平间的经验影响关系。本文研究发现:(1)ESG绩效期望落差显著降低了公司的商业信用融资水平,表明公司不及预期的ESG表现会产生消极的经济后果,该结论在经过工具变量法、多维固定效应模型、更换主要变量度量方法等多个方面的稳健性测试后仍然稳健成立。(2)在影响机制方面,本文发现ESG绩效期望落差主要是通过提高不确定性和降低产品市场竞争地位两种机制,降低了目标公司从供应商和客户那里获得的商业信用融资水平。(3)本文的异质性检验结果显示,ESG绩效期望落差对商业信用融资水平的负面影响在非国有企业,以及媒体正面报道较少、分析师关注度较低和不遵循GRI报告指南编制ESG报告的公司中表现得更强,反映了相关影响存在特定的边界条件和外部要求。而且,本文发现ESG绩效期望落差持续性越大,目标公司的商业信用融资水平越低。此外,本文发现ESG绩效期望落差会加剧目标公司的融资约束问题,具有不可忽视的消极经济后果。

本文的贡献或创新点主要体现在三个方面。第一,本文从社会责任履行视角丰富了绩效期望差距相关领域的研究。以往关于绩效期望差距的研究侧重于财务表现的期望差距及其后果问题,发现财务表现的期望差距会对企业的战略变革(连燕玲等,2014;巩键等,2016)、融资行为(贺小刚等,2020)、研发投入(刘建国,2017)等方面产生重要影响。本文则以评价公司在环境、社会和治理方面表现的ESG绩效作为非财务指标,构建了ESG绩效期望差距,并探究其经

济后果。此外,现有基于组织期望理论的研究多聚焦于公司层面,探究期望差距对内部经营决策、战略选择等方面的影响,仅有王垒等(2020)等少数研究关注了公司绩效期望差距对外部利益相关者的影响。本文则通过构建ESG绩效期望差距,探讨其对供应链合作伙伴这一核心利益相关者的影响,丰富了组织期望理论的研究层次。第二,本文拓展了商业信用融资的影响因素研究,特别是非财务表现对于公司商业信用融资的影响。以往学者主要关注ESG绩效等非财务指标的绝对表现对于公司商业信用融资的影响(李增福和冯柳华,2022;Tian和Tian,2022;Wang和Yang,2024),而忽略了相对表现对于供应链合作伙伴的潜在影响。因此,本文基于组织期望理论,探究了ESG绩效期望落差对企业商业信用融资的影响。第三,本文的研究结论能够为上市公司的预期管理工作提供有价值的实践启示。本文机制分析表明ESG绩效期望落差主要通过提高不确定性风险和降低产品市场竞争地位进而降低商业信用融资水平。因此,当ESG表现不及预期时,上市公司应当提高信息披露质量,以降低外部利益相关者的不确定性感知并修正其过高的预期,避免加剧公司的融资约束问题。

二、文献回顾与假设提出

(一)相关文献回顾

1.期望绩效差距的经济后果研究

根据组织期望理论,管理层会以过往经营表现等财务绩效作为重要参照点进行企业的具体决策。当企业实际经营绩效与预期经营绩效之间存在偏差时,管理层会根据偏差方向和程度对企业的战略选择和经营活动进行差异化决策。

期望绩效顺差的经济后果。当企业实际绩效超过预期绩效时,企业处于绩效期望顺差状态。这种绩效期望顺差验证了企业当前经营战略的有效性,管理层基于追求安稳、维持现状的心理会倾向于选择延续已有战略(张远飞等,2013)。但是,管理层也可能出于“居安思危”的心理选择战略变革,以此巩固企业的竞争优势(陈镌彦和陈伟宠,2021)。同时,绩效期望顺差能够提高企业内部的资源冗余程度,管理层会提高对失败的包容性,从而促进企业的冒险行为(Baum和Dahlin,2007;徐小琴等,2016)。

期望绩效落差的经济后果。当企业实际绩效低于预期绩效时,企业处于绩效期望落差状态,这种状态可能会使得管理层能力以及企业持续经营能力受到质疑,进而影响企业的长期债务融资行为(贺小刚等,2020)。企业为了避免利益损失并走出困境,则更有可能对现有经营战略进行变革(连燕玲等,2014)。而管理层为了回应外部利益相关方因为绩效期望落差而引起的质疑,也会选择加大创新投入提升企业竞争力(刘建国,2017;陈志军等,2018;雷星晖等,2024)。Iyer和Miller(2008)发现当企业出现绩效期望落差时,企业会减少并购行为。但是,也有部分研究发现绩效期望落差对企业的影响并非线性的,当企业处于较低期望落差时,企业所面临的问题尚不严重,可以将其拥有的冗余资源进行创新投入和战略变革;而当企业的绩效期望落差较大时,企业的可持续经营能力将受到严重质疑,企业会将所有资源集中于解决企业生存问题(贺小刚等,2020;焦豪等,2022)。

值得一提的是,目前有部分文献开始以非财务绩效作为参照点探究非财务绩效期望差距的相关经济后果(Nason等,2019)。例如,Zhang等(2023)发现环境绩效差距会影响企业的回流战略,环境绩效高于预期的企业更倾向于执行回流战略。Wang等(2022)和Pan等(2023)发现当存在社会责任绩效期望差距时,企业会通过降低社会责任报告的文本可读性以及增加图片面积占比,来影响利益相关者的判断。

2. ESG的经济后果研究

ESG是衡量企业在环境、社会和治理三个领域具体表现的量化指标,可以全面地衡量企业的可持续发展能力(邱牧远和殷红,2019;Burke,2022)。随着可持续发展理念的深入人心,ESG愈发受到业界和学术界的关注。已有研究发现,ESG主要通过提供增量信息和强化外界监督两种机制路径对企业产生影响。

第一,ESG可以向市场提供增量信息,帮助信息需求者降低信息搜寻成本,从而缓解内外部信息不对称问题。孙光国等(2023)发现公司良好的ESG表现可以通过提高信息披露数量与质量,提高分析师的盈余预测质量。同时,良好的ESG绩效意味着公司有较好的社会责任表现以及完善的内部治理机制,能够有效控制经营风险,从而向外界传递正面信号并塑造负责任的正面形象,进而提高企业从不同利益相关者获取资源的能力(谭劲松等,2022)。例如,当公司具有良好的ESG绩效时,审计师倾向于出具标准无保留审计意见(王瑶等,2022),并降低审计收费(晓芳等,2021)。银行以及其他债权人对ESG表现良好的公司通常会提供较低的债务融资成本(邱牧远和殷红,2019;Houston和Shan,2022)。Baker等(2021)和Pástor等(2021)分别发现良好的ESG评级可以缓解公司的IPO抑价并降低企业的股权融资成本。在供应链中,良好的ESG表现有助于公司提升客户稳定性和商业信用融资获取能力(陈娇娇等,2023;李增福和冯柳华,2022;Tian和Tian,2022;Wang和Yang,2024)。Albuquerque等(2020)发现在外部环境面临较大不确定性时,ESG表现良好的企业展现出更高的客户和投资者忠诚度。此外,良好的ESG表现可以帮助公司与政府建立良好关系,并获得更多的补贴(谭劲松等,2022)。

第二,ESG可以强化外界监督。由于被评级企业会受到评级机构全面且持续的外部监督,管理层的短视行为将得到有效约束。同时,注重长期价值的投资者更青睐于高ESG表现的企业(El Ghoul等,2011;Starks等,2017),这将进一步促使管理层基于企业长远发展的战略目标进行决策,有效缓解企业的代理问题,增强企业的长期导向以及投资效率(罗进辉等,2023;高杰英等,2023),最终降低企业的经营风险并提升市场价值(Wong和Batten,2021)。席龙胜和赵辉(2022)发现良好的ESG表现可以通过缓解融资约束、降低企业风险、促进绿色创新等方式提高企业的盈余持续性。但随着研究的深入,也有部分学者提出了相反的观点。由于第三方ESG评级的相对排名会影响管理层的个人利益,管理层为了迎合市场偏好,会选择降低创新质量而追求数量,此外这种短视行为还存在一定的负外部性,迫使同行业的其他企业一起追求创新数量(刘柏等,2023)。

3. 商业信用的影响因素研究

在银行体系普遍存在“所有制歧视”和“规模歧视”的背景下,商业信用是银行信贷的有效补充(张杰等,2013)。目前相关研究主要从宏观和微观两个层面探究商业信用的影响因素。在宏观层面,研究发现制度环境(章君瑶等,2022)、货币政策(Meltzer,1960;黄兴李等,2016)、宗教信仰(周建波等,2018)、区域特征(王永进和盛丹,2013;张婷婷和王珠珠,2022)、金融危机(Love和Zaidi,2010;Garcia-Appendini和Montoriol-Garriga,2013)等都是影响企业获得商业信用的重要因素。在微观层面,根据市场竞争理论,企业所处行业的竞争激烈程度以及竞争地位会影响企业的商业信用决策(Fabbri和Menichini,2010;Dass等,2015)。当企业在行业中具有竞争优势时,供应链为与其保持长期稳定的合作关系,会向其提供商业信用(VanHoren,2005)。同理,如果企业客户集中度较高,即较为依赖特定客户时,企业为客户提供的商业信用额也会较高且信用政策较为宽松(江伟等,2021)。由于供给方与融资方之间存在信息不对称问题,供给方出于对融资方违约风险的担忧,在提供商业信用时会关注融资方的业绩状况以及过往财务信息(陈运森和王玉涛,2010),并对会计信息的稳健性、可靠性有所要求(Hui等,2012)。当融

资方有着高内部控制质量、高信息披露质量时,供给方更容易了解融资方的生产经营状况并建立信任关系,从而融资方能够获得更多的商业信用融资(郑军等,2013)。此外, Van Bogaerd和 Aerts(2015)发现企业的声誉水平会影响商业信用供给方对企业的风险感知水平,从而影响企业的商业信用规模和还款周期。当企业出现负面消息时,商业信用供给方可能会出于对企业还款能力的担忧,进而减少对企业商业信用融资的供给(修宗峰等,2021)。

综合上述文献回顾,一方面,现有研究表明绩效期望差距会对企业的经营活动以及战略选择产生显著影响,但相关研究多局限于企业财务表现,对于企业的非财务表现却少有涉及。另一方面,ESG表现作为衡量企业在环境、社会和治理方面表现的指标,近年来愈发受到业界和学术界的关注,虽然已有研究探讨了ESG表现对供应链上下游企业的潜在影响,但这些研究多聚焦于ESG的绝对表现,而针对相对表现对供应链上下游企业影响的研究仍相对较少。基于此,本文拟从相对表现视角探讨ESG绩效期望差距对企业商业信用融资的影响,以弥补相关研究的不足。

(二)研究假设提出

近年来,倡导“义利并举”的ESG理念正在日益得到社会各界的重视,人们期望广大企业能够积极践行ESG理念,实现商业与社会的可持续发展。这意味着,如果目标公司的ESG表现没有达到人们的期望值,那么会引起一系列不可忽视的影响。本文认为,ESG绩效期望落差会对公司的不确定性风险以及产品市场地位产生消极影响,从而抑制供应商和客户对目标公司的商业信用供给。

第一,ESG绩效期望落差可能会提高公司的不确定性风险,进而影响公司的商业信用融资。当公司的实际ESG绩效低于期望水平,即公司出现ESG绩效期望落差时,预期之外的ESG绩效下降表明公司在环境、社会以及治理方面的表现不佳,这意味着公司在ESG实践中没有投入预期的资源,并将引发外部利益相关方对公司ESG实践的质疑。目前ESG还尚处于发展初期,大部分公司在环境(E)、社会(S)以及治理(G)这三个领域中还存在很多不足,具体表现为公司在进行ESG实践的过程中需要投入大量资源。因此,尽管ESG实践是具有长期正外部性的行为,但由于短期内需要占用大量内部资源,可能会对公司的日常经营活动产生负面影响。过多的社会责任行为会降低公司的股票回报率和资产利用率(Di Giuli和Kostovetsky, 2014), Giannopoulos等(2022)通过对挪威上市公司进行分析,也发现ESG实践会降低公司的资产报酬率。

当公司出现ESG绩效期望落差时,管理层为了回应市场和投资者对公司的期待,往往被迫加大对ESG实践的投入,以此提升ESG绩效。然而,这种加大资源投入的行为可能会进一步占用内部资源,导致公司经营不确定性风险的增加。此外,ESG表现不佳时,管理层面临的薪酬降低、被解聘等压力可能导致其采取“漂绿”行为,从而进一步加重未来的不确定性风险。随着公司未来经营不确定性风险的提升,公司将会面临更高的融资成本和更严格的融资条件,这直接影响到其在供应链中的资金流动性和支付能力。同时,在供应链网络中,目标公司较高的经营风险也会“波及”上下游合作伙伴,产生传染效应。Hertzel等(2008)发现当公司陷入经营困境时,供应链合作伙伴的经营活动将受到冲击,进而降低其市场价值。因此,供应商和客户为了缓解供应链传染效应所带来的负面影响,降低商业信用延迟收回甚至产生坏账的风险,将有动机降低商业信用供给规模。

第二,ESG绩效期望落差可能会降低公司的产品市场竞争地位,进而影响公司的商业信用融资。预期之外的ESG绩效下降很可能引起社会公众、政府等利益相关者的负面关注,从而降低公司从外部渠道获取资源的能力(谭劲松等,2022),甚至受到政府部门的处罚以及消费者的

抵制,进而影响公司的产品市场竞争地位。随着公司的产品市场竞争地位下降,供应商和客户基于竞争性动机的商业信用供给行为也将会减少。具体而言,供应商基于对目标公司未来可持续经营能力的担忧,可能减少对其的赊销或缩短付款周期,以规避可能的财务风险。客户则因为目标公司产品或服务的竞争力下降,在交易中占据强势地位,从而减少商业信用供给。

基于以上的理论分析,本文提出以下研究假设。

假设H1:同等条件下,公司的ESG绩效期望落差越大,其从供应链获得的商业信用融资越少。

三、实证研究设计

(一)样本选择与数据来源

根据研究需要,本文选取2010—2022年沪深A股上市公司为研究对象,并按照以下标准进行样本筛选:(1)剔除行业分类为金融业的上市公司样本;(2)剔除ST、*ST或者在样本期间内退市的上市公司样本;(3)剔除资不抵债的上市公司样本;(4)剔除主要变量存在数据缺失的公司样本。最终,本文得到了20272个有效的公司年度观测样本。同时,为了缓解异常值的干扰影响,本文对所有连续型变量都进行了1%和99%的winsorize缩尾处理。

本文使用的华证ESG评级数据来自万得(WIND)数据库,上市公司的财务会计指标数据和公司治理数据则来自国泰安(CSMAR)数据库。

(二)变量定义

1.被解释变量

本文的被解释变量是上市公司的商业信用融资(*CREDIT*),指公司在正常的经营活动中通过延期付款和预收货款形式而占用供应商和客户资金的行为。借鉴修宗峰等(2021)、章君瑶等(2022)的衡量方法,*CREDIT*等于公司当年应付账款、应付票据与预收账款之和占公司总资产的比值。

2.解释变量

本文的解释变量是上市公司的ESG绩效期望落差(*NGAP*)。根据企业行为理论和组织期望理论,企业的行为决策主要受到历史期望水平和行业期望水平两方面的影响。因此,借鉴王菁等(2014)、王垒等(2020)有关组织绩效期望差距的计算方法,本文根据目标公司ESG表现的历史水平和目标公司所在行业的ESG表现平均水平设计了计算公式(1)。

$$ESG_GAP_{i,t} = FirmESG_{i,t} - \alpha FirmESG_{i,t-1} - (1 - \alpha) IndusESG_{i,t} \quad (1)$$

本文具体选用华证ESG评价体系对公司的ESG表现进行评价打分,该评级体系共分为九档,故而采用九分制对公司的ESG表现进行赋值1至9,取值越大代表公司的ESG表现越好。特别地,由于华证ESG评价体系是每季度评分一次,本文将用一年四个季度评分的均值衡量公司的年度ESG表现。 α 为权重系数,是介于(0,1)之间的数值。参考王垒等(2020)的做法,本文将其赋值为0.5,即对目标公司的ESG历史水平和所属行业的ESG平均水平取相同的影响权重。进一步,本文设置虚拟变量*I*,当ESG绩效期望差距(*ESG_GAP_{i,t}*)小于0,则意味着公司*i*在第*t*年的实际ESG表现低于社会期望水平,此时*I*赋值为1,否则赋值为0。截尾变量*I*×*ESG_GAP_{i,t}*的乘积即为目标公司的ESG绩效期望落差(*NGAP*)。为了经济意义的解释方便,本文对*NGAP*进行了绝对值处理,该变量的取值越大表明目标公司的ESG表现与其社会期望水平的落差越大。

3.控制变量

参考王垒等(2020)、修宗峰等(2021)、张婷婷和王珠珠(2022)等有关组织绩效期望差距以

及商业信用融资的研究文献,本文选择控制了公司规模(*SIZE*)、资产负债率(*LEV*)、公司年龄(*AGE*)、盈利能力(*ROA*)、抵押能力(*CAPITAL*)、银行信贷(*LOAN*)、经营活动现金流(*CFO*)、成长机会(*GROWTH*)、机构投资者持股比例(*INST*)、第一大股东持股(*TOP1*)、两职兼任情况(*DUA*)、董事会规模(*BOARD*)、独立董事比例(*IDR*)、是否四大审计(*BIG4*)、产权性质(*SOE*)、是否披露独立的社会责任报告(*SOURCE*)等可能系统影响公司商业信用融资水平的因素。与此同时,本文还引入了行业哑变量和年度哑变量,以便控制行业因素和时间因素的潜在影响。本文主要变量的符号和详细定义,具体如表1所示。

表1 变量定义

变量符号	变量定义
<i>CREDIT</i>	[第t+1年末(应付账款+应付票据+预收账款)] / 第t+1年末总资产
<i>NGAP</i>	第t年公司的ESG绩效期望落差
<i>SIZE</i>	第t年末公司总资产的自然对数
<i>LEV</i>	第t年末公司总负债 / 第t年末总资产
<i>AGE</i>	公司上市年限的自然对数
<i>ROA</i>	第t年公司净利润 / 第t年末总资产
<i>CAPITAL</i>	第t年末公司固定资产净额 / 第t年末资产总计
<i>LOAN</i>	[第t年末(短期借款+长期借款)] / 第t年末总资产
<i>CFO</i>	第t年公司经营活动现金净流量 / 第t年末总资产
<i>GROWTH</i>	(第t年营业收入-第t-1年营业收入) / 第t-1年营业收入
<i>INST</i>	第t年末公司机构投资者持股数与总股份数的比值
<i>TOP1</i>	第t年末公司第一大股东持股数与总股份数的比值
<i>DUA</i>	哑变量,当董事长和总经理两职由一人担任时取值为1,否则取值为0
<i>BOARD</i>	第t年末公司董事会总席位的自然对数值
<i>IDR</i>	第t年末独立董事席位与董事会总席位的比值
<i>BIG4</i>	哑变量,若公司的审计机构为国际四大时取值为1,否则取值为0
<i>SOE</i>	哑变量,若第t年末公司的实际控制人为国有性质时取值为1,否则取值为0
<i>SOURCE</i>	哑变量,若第t年末公司披露独立的社会责任报告时取值为1,否则取值为0
<i>YEAR</i>	系列哑变量,代表公司样本所属的年份
<i>INDUSTRY</i>	系列哑变量,代表公司样本所属的行业

(三)计量回归模型

为了检文提出的研究假设,本文设计了多元计量回归估计模型。

$$\begin{aligned}
 CREDIT_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 NGAP_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 CAPITAL_{i,t} \\
 & + \beta_7 LOAN_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \beta_9 GROWTH_{i,t} + \beta_{10} INST_{i,t} + \beta_{11} TOP1_{i,t} \\
 & + \beta_{12} DUA_{i,t} + \beta_{13} BOARD_{i,t} + \beta_{14} IDR_{i,t} + \beta_{15} BIG4_{i,t} + \beta_{16} SOE_{i,t} \\
 & + \beta_{17} SOURCE_{i,t} + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (2)$$

其中,*i*表示公司*i*,*t*表示年份*t*, ε 为随机干扰项, $\sum YEAR$ 和 $\sum INDUSTRY$ 分别代表年度虚拟变量和行业虚拟变量。为了缓解回归结果受到异方差和组内自相关的干扰影响,本文在回归估计时将选用基于公司层面的聚类稳健标准误。根据本文假设H1的理论预期,计量回归模型式(2)中ESG绩效期望落差(*NGAP*)的回归系数 β_1 应该显著为负。

四、实证分析结果与讨论

(一)描述性统计分析结果

表2列示了主要变量的描述性统计分析结果。从表中可知:(1)商业信用融资(*CREDIT*)的均值为0.163,与银行信贷(*LOAN*)的均值0.174相近,表明在实际经营活动中,商业信用融资规

模与银行贷款规模相近,商业信用对公司的正常经营具有重要影响。(2)商业信用融资(*CREDIT*)的最大值和最小值分别为0.537和0.007,标准差为0.117,表明不同公司间的商业信用融资规模存在较大差异。(3)ESG绩效期望落差(*NGAP*)的均值和标准差分别为0.257和0.432,表明不同公司间的ESG绩效期望落差存在明显的差异,差异的相关原因存在较大的探索空间。此外,其他变量的取值情况与中国A股上市公司的平均情况保持基本一致,均不存在极端异常值。

表2 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	P25	P50	P75	最大值
<i>CREDIT</i>	20272	0.163	0.117	0.007	0.075	0.134	0.226	0.537
<i>NGAP</i>	20272	0.257	0.432	0.000	0.000	0.000	0.388	2.012
<i>LOAN</i>	20272	0.174	0.133	0.000	0.065	0.157	0.259	0.569

(二)多元回归分析结果

表3报告了检验研究假设的多元回归分析结果,其中模型1为仅引入控制变量的基础模型,模型2加入了解释变量ESG绩效期望落差变量(*NGAP*)。一方面,两个回归模型的VIF均值分别为1.54和1.52,远小于临界值10,表明回归模型不存在严重的多重共线性问题。另一方面,从模型1到模型2的解释力变化(ΔR^2)的统计检验可以看到,本文解释变量的引入能够显著提升整个计量回归模型的解释力,具有可观的增量解释力。

表3 OLS多元回归分析结果

变量	被解释变量: <i>CREDIT</i>			
	模型1		模型2	
	系数	<i>T</i> 值	系数	<i>T</i> 值
<i>NGAP</i>			-0.006***	(-3.304)
<i>SIZE</i>	0.001	(0.969)	0.001	(0.742)
<i>AGE</i>	-0.011***	(-6.338)	-0.011***	(-6.145)
<i>LEV</i>	0.453***	(32.325)	0.455***	(32.835)
<i>ROA</i>	0.024	(1.302)	0.018	(0.998)
<i>CAPITAL</i>	-0.058***	(-6.585)	-0.058***	(-6.589)
<i>LOAN</i>	-0.444***	(-27.626)	-0.445***	(-27.781)
<i>CFO</i>	0.013	(0.884)	0.013	(0.904)
<i>GROWTH</i>	-0.001	(-1.018)	-0.001	(-0.892)
<i>INST</i>	-0.001	(-0.125)	-0.000	(-0.075)
<i>TOPI</i>	0.029***	(3.099)	0.029***	(3.080)
<i>DUA</i>	-0.003	(-1.234)	-0.003	(-1.199)
<i>BOARD</i>	0.002	(0.244)	0.002	(0.244)
<i>IDR</i>	-0.043**	(-1.972)	-0.044**	(-2.048)
<i>BIG4</i>	-0.031***	(-6.001)	-0.030***	(-5.960)
<i>SOE</i>	0.012***	(3.818)	0.011***	(3.659)
<i>SOURCE</i>	-0.002	(-0.654)	-0.003	(-1.035)
截距项	0.023	(0.649)	0.032	(0.911)
行业固定效应	控制		控制	
年度固定效应	控制		控制	
样本量	20272		20272	
<i>F</i> 值	110.172		106.366	
<i>VIF</i> 值	1.54		1.52	
调整 R^2	0.5386		0.5391	
ΔR^2	—		0.0005***	

注:(1)***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著;(2)括号内数字为经过公司层面聚类调整后的*T*检验值,下同。

更具体地,由表3可知,ESG绩效期望落差变量(*NGAP*)的回归系数在1%统计显著为负(模型2: $\beta=-0.006, p<0.01$)。根据模型2的回归系数可以计算得到,样本公司ESG绩效期望落差每提高一个单位标准差,其获得的商业信用融资水平将平均下降0.26($=0.006\times 0.432$)个百分点,达到商业信用融资水平样本均值的1.59%($=0.0026/0.163$),表明相关影响也具有明显的经济显著性。因此,无论是统计显著性还是经济显著性,上述研究结果都支持了本文假设H1的理论预期,ESG绩效期望落差对商业信用融资存在显著的负向影响,即随着公司的ESG绩效期望落差扩大,不及预期的ESG表现会引致公司受到政府的处罚以及社会大众的抵制,进而影响供应商和客户对公司良好经营前景的担忧,从而减少对目标公司的商业信用供给,即ESG绩效期望落差产生了消极的供应链溢出效应。

(三)稳健性检验

为了检验和增强研究结论的可靠性,本文进行了一系列的稳健性测试。

1.工具变量两阶段模型

虽然本文在计量回归模型(2)中将目标公司的商业信用融资提前一期,但仍然可能存在“互为因果”的问题。为了缓解“互为因果”的内生性问题影响,本文首先使用工具变量两阶段模型进行了稳健性测试。本文参照毛其淋和王玥清(2023)和严兵等(2024)的做法,将公司得到ESG主题投资基金的投资规模(*FUND*)作为公司ESG绩效期望落差的工具变量,具体以当年年初ESG投资基金持有公司股票的市值加一之和的自然对数值度量。选择该工具变量的原因在于,相关性方面,ESG主题投资基金倾向于投资ESG表现好的公司标的。相较于散户投资者,ESG主题投资基金作为机构投资者拥有专业的投研能力,能够有效识别出那些ESG表现与期望有落差的公司,从而这些公司更不可能成为它们的投资对象,因而ESG主题投资基金投资与公司的ESG绩效期望落差存在负向相关性。外生性方面,ESG主题投资基金通常由基金经理或者专业团队管理运营确定投资标的和投资规模。相关基金的投资决策强调公司的ESG表现等非财务绩效,关注公司未来的长期表现,目的是发现可实现长期可持续发展的投资标的,并对公司的短期财务绩效表现更加有耐心,理论上不会与公司短期商业信用融资行为产生直接影响。因此,ESG主题投资基金的投资规模是一个较为理想的工具变量。

表4报告了工具变量的两阶段回归结果。第一阶段回归结果显示,ESG主题投资基金投资规模(*FUND*)回归系数在1%的水平上显著为负(模型1: $\beta=-0.002, p<0.01$),说明ESG主题投资基金更不可能投资于ESG绩效期望落差更大的公司股票,与本文的预期相符。而且,弱工具变量检验结果显示,Cragg-Donald Wald F统计量为17.856大于临界值10,拒绝存在弱工具变量的原假设。第二阶段回归结果显示,ESG绩效期望落差(*NGAP*)的系数仍为负且显著(模型2: $\beta=-0.176, p<0.05$),与前文结论一致,具有较好的稳健性。

2.倾向得分匹配方法

为了控制样本自选择可能导致的内生性问题,本文采用倾向得分匹配方法进行了稳健性检验。具体地,本文以ESG绩效期望落差的均值为界构建虚拟变量(*Dum_NGAP*),若ESG绩效期望落差高于均值,则*Dum_NGAP*取值为1,否则取值为0,并据此分为实验组和对照组。本文选取ESG绩效期望落差的均值(*Dum_NGAP*)为因变量,主回归中所包含的所有控制变量为自变量,利用Logit模型进行1:1匹配和1:3匹配。在匹配后各匹配变量在两组之间的差异基本变得不再显著,说明匹配后各个特征变量在实验组和对照组之间是均衡的^①。随后,本文选用匹配后的新样本,以ESG绩效期望落差(*NGAP*)为解释变量重新进行回归分析,结果如表4所示。从表中可知,无论是1:1匹配还是1:3匹配,ESG绩效期望落差(*NGAP*)都得到了统计显著的负回

^①受限于篇幅,这里未列示倾向得分匹配的均衡性检验结果,有兴趣的读者可来函索取。

归系数(模型3: $\beta=-0.007, p<0.01$;模型4: $\beta=-0.007, p<0.01$),表明在使用倾向得分匹配法提高样本间的可比性后,本文的研究结果仍然稳健成立。

表 4 稳健性检验的回归分析结果

变量	工具变量法		倾向得分匹配		多维固定效应	
	NGAP	CREDIT	CREDIT	CREDIT	CREDIT	CREDIT
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6
	第一阶段	第二阶段	1:1匹配	1:3匹配	—	—
NGAP		-0.176** (-2.374)	-0.007*** (-2.815)	-0.007*** (-3.474)	-0.005*** (-3.271)	-0.005*** (-2.946)
FUND	-0.002*** (-3.950)					
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	未控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	未控制	未控制
行业×年度固定效应	未控制	未控制	未控制	未控制	控制	未控制
地区×年度固定效应	未控制	未控制	未控制	未控制	未控制	控制
样本量	18979	18979	12316	14520	20272	20272
F值	15.61	61.41	52.277	87.928	109.002	108.668
调整R ²	—	—	0.4718	0.5118	0.5557	0.5449

3.多维固定效应模型

为了缓解不随时间变化且不可观察的行业层面混淆因素的影响,本文在基准回归模型中控制了行业固定效应。在此基础上,本文进一步在模型中引入行业与年份的交互效应以及省份与年份的交互效应,用于控制行业时间趋势效应和地区时间趋势效应,以缓解行业层面和地区层面系统性环境变化带来的内生性问题,结果如表4所示。从表4可知,在控制了行业与时间趋势效应以及行业、地区与时间趋势效应后,ESG绩效期望落差(NGAP)都得到了统计显著的负回归系数(模型5: $\beta=-0.005, p<0.01$;模型6: $\beta=-0.005, p<0.01$),表明本文的研究结果仍然是稳健的。

4.其他稳健性检验

本文还进行了以下稳健性检验:(1)更换ESG绩效期望差距度量方法的稳健性检验。本文参考王垒等(2020)、严兵等(2024)等研究,通过调整权重系数为0.3和0.7,更换ESG表现的评级体系为中国研究数据服务平台(CNRDS)提供的ESG评分以及改变ESG评级赋值为1至3,重新计算公司的ESG绩效期望差距指标并进行回归分析。(2)控制ESG绝对表现的影响。本文在控制变量中加入ESG评级进行回归分析。(3)更换商业信用融资度量方法的稳健性检验。参考石桂峰(2022)、张婷婷和王珠珠(2022)等文献的做法,重新设计了3个新的商业信用融资指标,即 $CREDIT2=应付账款/总资产$ 、 $CREDIT3=(应付票据+应付账款)/总资产$ 、 $CREDIT4=(应付票据+应付账款+预收款项)/总负债$,据此重新进行回归分析。上述稳健性检验皆与基准回归结果保持一致。

五、进一步分析

(一)作用机制检验

在研究假设中,本文认为ESG绩效期望落差将从两个不同渠道影响公司的商业信用融资水平。一方面,预期之外的ESG表现下降意味着公司在环境、社会以及治理方面的表现不佳,在当今ESG受到公众广泛关注的大背景下,管理层可能被迫增加对ESG实践的投入,占用大量

公司内部资源,从而加剧公司的经营不确定性风险。而经营风险会向供应链上下游传染(Hertzel等,2008),因此,供应商和客户为了缓解这一传染效应对自身的影响,会主动减少对目标公司的商业信用供给。另一方面,公司ESG绩效期望落差可能会引起消费者、政府等外部利益相关者的负面关注,降低公司的产品市场竞争地位,进而削弱供应商和客户的竞争性商业信用供给动机。接下来,本文将采用中介效应的检验方法分别检验这两种作用机制是否成立。

1.不确定性风险机制

本文参考余明桂等(2013)的做法,通过分别计算 $t-1$ 到 $t+1$ 年间和 t 到 $t+2$ 年间经行业调整后的ROA的标准差来衡量公司的不确定性风险($RISK1$ 、 $RISK2$)。 $RISK1$ 和 $RISK2$ 越大,代表公司未来的不确定性风险越大。表5汇报了不确定性风险机制的回归分析结果。模型1和模型2中,当以公司的不确定性风险变量为因变量,ESG绩效期望落差($NGAP$)的回归系数显著为正(模型1: $\beta=0.021, p<0.01$;模型2: $\beta=0.016, p<0.01$),表明ESG绩效期望落差会提高公司的不确定性风险。同时,中介变量为 $RISK1$ 和 $RISK2$ 的bootstrap检验的95%置信区间分别为 $[-7.527\%, -2.991\%]$ 和 $[-5.006\%, -0.247\%]$ 均不包含0,表明通过了相关检验。因此,以上结果表明,ESG绩效期望落差加剧公司的不确定性风险进而降低公司的商业信用融资水平的作用机制是成立的。

表5 作用机制检验的回归分析结果

变量	被解释变量			
	$RISK1$ 模型1	$RISK2$ 模型2	PCM 模型3	$RPCM$ 模型4
$NGAP$	0.021*** (7.056)	0.016*** (5.459)	-0.011*** (-3.759)	-0.212*** (-3.892)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	20270	18439	19502	19502
F 值	14.484	12.490	91.470	165.536
调整 R^2	0.1505	0.1541	0.3199	0.2472

2.产品市场竞争地位机制

本文参考邢立全和陈汉文(2013)的方法衡量公司的产品市场竞争地位。具体地,首先计算公司的勒纳指数(PCM),勒纳指数等于(营业收入-营业成本-销售费用-管理费用)/营业收入。接着,按照公司当年 PCM 值由小到大排序并按该顺序将行业内的公司等分为10组,将各组内上市公司 $RPCM$ 分别赋值为1到10。 PCM 和 $RPCM$ 的值越大,代表公司的产品市场竞争地位越高。表5汇报了产品市场竞争地位机制的回归分析结果,模型3和模型4中,当以产品市场竞争地位变量 PCM 或 $RPCM$ 为因变量时,ESG绩效期望落差($NGAP$)的回归系数皆为负且统计显著(模型3: $\beta=-0.011, p<0.01$;模型4: $\beta=-0.212, p<0.01$),表明ESG绩效期望落差会降低公司的产品市场竞争地位。同时,中介变量为 PCM 和 $RPCM$ 的bootstrap检验的95%置信区间分别为 $[-6.932\%, -4.576\%]$ 和 $[-0.450\%, -0.358\%]$ 均不包含0,表明通过了相关检验。因此,这些结果表明,ESG绩效期望落差降低公司的产品市场竞争地位进而降低公司的商业信用融资水平的作用机制也是成立的。

(二)异质性分析

1.基于产权性质的异质性分析

根据前文机制分析可知,我们认为提高不确定性风险是ESG绩效期望落差影响公司商业信用融资水平的重要渠道之一。而在中国,需要进行基于产权性质的异质性分析。一方面,国有

企业与政府保持着较为密切的关系,可以从政府获得更多的优质资源。另一方面,政府有着较为完善的制度来监督和控制国有企业的经营行为。同时,国有企业的经营目标往往不局限于财务指标,通常还承担了其他社会和政治目标(罗进辉,2013)。因此,ESG表现不能准确衡量国有企业的社会责任表现(马文杰和余伯健,2023)。基于此,我们认为相较于非国有企业,ESG绩效期望落差对国有企业的商业信用融资的负面影响更弱。据此进行的回归分析结果如表6所示,可以看到ESG绩效期望落差与产权性质的交互项($NGAP \times SOE$)得到了统计显著的正回归系数(模型2: $\beta=0.010, p<0.05$),表明相对非国有企业,ESG绩效期望落差对商业信用融资的负面影响在国有企业中表现得更弱。

表 6 基于产权性质的异质性分析回归结果

变量	被解释变量: CREDIT			
	模型1		模型2	
	系数	T值	系数	T值
NGAP	-0.006***	(-3.304)	-0.010***	(-4.262)
SOE	0.011***	(3.659)	0.009***	(2.757)
NGAP×SOE			0.010**	(2.224)
控制变量	控制		控制	
行业固定效应	控制		控制	
年度固定效应	控制		控制	
样本量	20 272		20 272	
F值	106.366		100.811	
调整R ²	0.5391		0.5394	

2.基于分析师关注的异质性分析

在前文的研究逻辑中,本文假定市场各利益相关者会关注了解公司的ESG表现情况,进而做出相应的反应。但是,市场各利益相关者主要是通过各种信息中介获得资本市场上公司的相关信息。基于此,我们预期证券分析师作为资本市场最重要的信息中介,对上市公司的频繁关注将更有利于把公司的ESG表现情况及时传递给供应链中的供应商和客户,从而更有利于他们对目标公司的ESG表现形成更合理准确的预期,抑制ESG绩效期望落差的相关影响。为此,本文选取第*t*年对公司*i*发布盈余预测的分析师人数加一之和的自然对数衡量分析师关注度(ANA),据此检验了分析师关注度对商业信用融资与ESG绩效期望落差间影响关系的调节影响,回归结果如表7所示,模型2中ESG绩效期望落差与分析师关注度的交互项($NGAP \times ANA$)得到了统计显著的正回归系数(模型2: $\beta=0.007, p<0.01$),表明分析师关注度削弱了ESG绩效期望落差对目标公司商业信用融资水平的负向影响关系。这意味着当目标公司得到更多的分析师关注时,公司的实际ESG实践情况及其表现更容易被市场以及供应链中的供应商和客户所知晓并据此制定商业信用供给决策。因此,当目标公司出现ESG绩效期望落差时,其对商业信用融资供给的负面影响会变得更弱。

3.基于媒体报道的异质性分析

如前文所述,ESG绩效期望落差扮演了一种负面信息的角色,降低了目标公司从供应链获得的商业信用融资水平。那么,一个有趣的问题是,目标公司获得的正面媒体报道是否可以在一定程度上抵消ESG绩效期望落差的负面影响?因为在当今信息爆炸时代,新闻媒体吸引了大部分公众的有限注意力,媒体报道的情绪很大程度上会影响到受众的判断和决策。正面媒体报道通过传播企业的利好信息,能够为企业树立负责任、可信赖的形象,进而对供应商、客户的商业信用供给决策产生积极影响。基于此,本文利用中国研究数据服务平台(CNRDS)财经数据

库提供的媒体正面报道数量、负面报道数量、中性报道数量,用J-F系数构建媒体报道指标(*MEDIA*),该指标的取值范围为-1至1。当有关公司的积极报道越多时,*MEDIA*越接近于1;当有关公司的负面报道越多时,*MEDIA*接近于-1。据此进行的回归分析结果如表7所示,一方面,媒体报道指标变量*MEDIA*得到了统计显著的正回归系数(模型3: $\beta=0.007, p<0.01$),表明媒体报道越积极,目标公司得到的商业信用融资水平越高。另一方面,ESG绩效期望落差(*NGAP*)与媒体报道指标变量的交互项(*NGAP* \times *MEDIA*)也得到了统计显著的正回归系数(模型4: $\beta=0.009, p<0.05$),表明媒体的积极报道有助于削弱ESG绩效期望落差对目标公司商业信用融资水平的负向影响关系,支持了本文的理论预期。

表 7 异质性分析回归结果

变量	被解释变量: <i>CREDIT</i>					
	分析师关注		媒体报道		GRI报告	
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6
<i>NGAP</i>	-0.006*** (-3.083)	-0.013*** (-4.270)	-0.006*** (-3.055)	-0.008*** (-3.449)	-0.006*** (-3.310)	-0.007*** (-3.444)
<i>ANA</i>	0.002** (2.435)	0.001 (0.910)				
<i>NGAP</i> \times <i>ANA</i>		0.007*** (4.029)				
<i>MEDIA</i>			0.007*** (3.576)	0.004** (2.012)		
<i>NGAP</i> \times <i>MEDIA</i>				0.009** (2.173)		
<i>GRI</i>					-0.011*** (-2.633)	-0.012*** (-2.807)
<i>NGAP</i> \times <i>GRI</i>						0.012* (1.751)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	20272	20272	20018	20018	20272	20272
<i>F</i> 值	101.072	99.063	100.928	95.683	102.183	97.242
调整 <i>R</i> ²	0.5394	0.5401	0.5419	0.5421	0.5396	0.5396

4. 基于遵循GRI报告指南的异质性分析

目前,我国关于ESG信息披露的法律法规仍不完善。而国际非营利组织GRI提供了一个历经多年修订和完善的社会责任准则体系,其发布的报告指南(简称GRI报告指南)可以帮助公司较好地对自身的可持续发展表现进行量化。目前,全球主要大型企业都选择遵循GRI准则(黄世忠,2021)。因此,本文进一步探究公司遵循GRI报告指南编制ESG报告情况是否会影响ESG绩效期望落差与商业信用融资间的关系。具体地,本文设置一个哑变量(*GRI*),若公司遵循GRI报告指南编制ESG报告则取值为1,否则取值为0。据此进行的回归分析结果如表7所示,可以看到ESG绩效期望落差与是否遵循GRI报告指南的交互项(*NGAP* \times *GRI*)得到了统计显著的正回归系数(模型6: $\beta=0.012, p<0.10$),意味着当公司遵循GRI报告指南编制ESG报告时,供应链更容易掌握公司的实际ESG表现情况,并调整对目标公司的未来预期。因此,当遵循GRI报告指南编制ESG报告的公司出现ESG绩效期望落差时,其对公司获得商业信用融资的负面影响较弱。

(三)ESG绩效期望落差的持续性分析

上文的分析中,我们主要检验了目标公司当年的ESG绩效期望落差对其下一年获得商业信用融资水平的经验影响关系。考虑到公司的经营行为和表现存在不可避免的惯性特征,如果公司持续出现ESG绩效期望落差,那么是不是会引起供应商和客户的更大担忧,进而更大幅度地降低目标公司的商业信用融资水平?为了检验这个问题,本文参照李溪等(2018)的做法,分别计算每家公司过去两年和三年ESG表现偏离期望水平的平均值,记为 $DURN(t=2)$ 和 $DURN(t=3)$,以此衡量ESG绩效期望落差的持续性。表8列示了ESG绩效期望落差持续性影响的回归分析结果,可以看到,两个ESG绩效期望落差持续性变量都得到了统计显著的负回归系数(模型1: $\beta=-0.010, p<0.05$;模型2: $\beta=-0.009, p<0.01$),而且相关系数绝对值大于基准回归结果表3中 $NGAP$ 的回归系数,表明随着ESG绩效期望落差的持续性越大,目标公司商业信用融资水平的降低程度越大,这些结果进一步支持了本文的假设预期。

表 8 ESG绩效期望落差持续性影响的回归结果

变量	被解释变量:CREDIT			
	模型1		模型2	
	系数	T值	系数	T值
$DURN(t=3)$	-0.010**	(-2.475)		
$DURN(t=2)$			-0.009***	(-2.948)
控制变量	控制		控制	
行业固定效应	控制		控制	
年度固定效应	控制		控制	
样本量	13 218		16 404	
F值	81.618		93.619	
调整 R^2	0.5442		0.5413	

(四)经济后果分析

上文的分析表明,ESG绩效期望落差会降低目标公司从供应链获得的商业信用融资水平。而现有研究发现商业信用与银行信贷之间存在显著的替代关系(石晓军和李杰,2009)。那么在ESG绩效期望落差的背景下,公司的银行信贷获取能力会受到何种影响?为了检验这个问题,本文选取第 $t+1$ 年银行贷款为被解释变量进行回归分析,结果如表9模型1所示。在模型1中,ESG绩效期望落差($NGAP$)的回归系数为负且统计显著(模型1: $\beta=-0.005, p<0.05$),表明ESG绩效期望落差同样会降低公司的银行信贷获取能力。那么一个更为终极的问题是:ESG绩效期望落差是否会加剧目

表 9 ESG绩效期望落差的经济后果分析

变量	被解释变量		
	$LOANI$	WW	KZ
	模型1	模型2	模型3
$NGAP$	-0.005** (-2.047)	0.007*** (7.575)	0.193*** (6.155)
$LOAN$		0.006 (0.760)	0.069 (0.321)
$CREDIT$	-0.440*** (-27.452)	-0.033*** (-4.331)	-0.466** (-2.208)
控制变量	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制
样本量	18 290	19 855	19 399
F值	180.778	785.559	312.601
调整 R^2	0.5284	0.6761	0.5329

标公司的整体融资约束?为了检验这一经济后果问题,本文分别构建了 WW 指数、 KZ 指数两个融资约束指标变量,据此进行的回归分析结果如表9的模型2和3所示。

由表9的结果可知,无论是以哪个融资约束指标变量为因变量,ESG绩效期望落差指标变

量(NGAP)都得到了统计显著的正回归系数(模型2: $\beta=0.007, p<0.01$;模型3: $\beta=-0.193, p<0.01$),表明ESG绩效期望落差会提高目标公司的整体融资约束水平,也即不及预期的ESG表现会对公司的融资能力产生广泛的负面影响。

六、研究结论与实践启示

随着“双碳”目标临近以及相关政策法规的不断完善,利益相关者对企业社会责任表现的关注度不断提升,ESG也成为市场中衡量企业可持续发展水平的主流指标。那么,当企业的ESG表现不及预期时,供应商、客户作为核心利益相关者将做出何种反应呢?本文基于组织期望理论,从商业信用供给决策视角,实证检验了ESG绩效期望落差对商业信用融资的影响关系。本文利用沪深A股上市公司2010—2022年的20 272个观察样本进行研究,结果发现:(1)ESG绩效期望落差显著降低了公司的商业信用融资。在经过多个方面的稳健性测试后,这一结论仍然稳健成立。(2)在影响机制方面,本文发现ESG绩效期望落差主要通过影响公司的不确定性风险和产品市场竞争地位两种机制降低了商业信用融资水平。(3)异质性检验结果显示,在国有企业、媒体正面报道较多、分析师关注度较高、遵循GRI报告指南的样本中,ESG绩效期望落差对商业信用融资的负面影响将被抑制。(4)ESG绩效期望落差持续性越大,目标公司的商业信用融资越少。最后,本文还发现ESG绩效期望落差会加剧企业的融资约束问题。

本文的研究发现具有重要的实践和政策启示。首先,公司应当意识到ESG实践的重要性。在如今愈加关注可持续发展能力的背景下,ESG实践及其表现对公司未来发展前景的影响程度越来越高。本文研究表明,公司的ESG绩效期望落差将通过影响不确定性风险和产品市场竞争地位,对商业信用融资产生显著负面影响。这表明公司应当积极投身于ESG实践,将ESG理念融入日常经营的每一个环节中,从而提升公司ESG表现。其次,监管者应当在推动ESG实践中扮演关键角色。目前我国尚未出台专门针对ESG信息披露的规则,仅在定期报告规则中要求提及ESG相关内容。监管部门应当通过规范ESG披露内容,提高ESG报告的实质性和可比性,降低信息需求者的ESG报告使用门槛,促使企业认识到ESG实践的必要性和重要性。最后,供应商、客户等外部利益相关者应当从多方面了解企业的社会责任表现,而不局限于ESG评级和ESG报告,相关评级和报告具有滞后性等缺陷。本文研究发现分析师关注可以缓解ESG绩效期望落差对商业信用的负面影响。因此,利益相关者在日常经营过程应当关注分析师等信息中介,实时了解企业的具体表现,进而做出符合自身利益的商业信用供给决策。

需要指出的是,本文的研究也存在一定的不足。供应商、客户判断企业的环境、社会和治理表现的信息源可能并不局限于华证ESG评级单一评级指标,还可能通过彭博、商道融绿等ESG评级以及分析师预测、媒体报道等多个途径综合预测企业的环境、社会和治理表现。因此,本文对于绩效期望差距的度量方法较为粗糙。未来在进一步细化利益相关者期望表现的背景下,应当全面探究ESG绩效期望落差对供应商、客户经营决策的影响。

主要参考文献

- [1]陈运森,王玉涛. 审计质量、交易成本与商业信用模式[J]. 审计研究, 2010, (6): 77-85.
- [2]贺小刚,彭屹,郑豫容,等. 期望落差下的组织搜索: 长期债务融资及其价值再造[J]. 中国工业经济, 2020, (5): 174-192.
- [3]江伟,底璐璐,刘诚达. 商业信用与合作型客户关系的构建——基于提供给大客户应收账款的经验证据[J]. 金融研究, 2021, (3): 151-169.
- [4]雷星晖,吴甲春,苏涛永,等. 管理者谦卑、绩效期望落差与战略风险承担[J]. 外国经济与管理, 2024, 46(5): 51-64.
- [5]李溪,郑馨,张建琦. 制造企业的业绩困境会促进创新吗——基于期望落差维度拓展的分析[J]. 中国工业经济, 2018, (8):

174-192.

- [6]李增福, 冯柳华. 企业ESG表现与商业信用获取[J]. 财经研究, 2022, 48(12): 151-165.
- [7]连燕玲, 贺小刚, 高皓. 业绩期望差距与企业战略调整——基于中国上市公司的实证研究[J]. 管理世界, 2014, (11): 119-132, 188.
- [8]刘凤委, 李琳, 薛云奎. 信任、交易成本与商业信用模式[J]. 经济研究, 2009, 44(8): 60-72.
- [9]刘建国. 绩效衰退与企业创新行为——基于中国上市公司的实证分析[J]. 南开管理评论, 2017, 20(4): 140-152.
- [10]罗进辉. “国进民退”: 好消息还是坏消息[J]. 金融研究, 2013, (5): 99-113.
- [11]罗进辉, 王雨婷, 刘海潮. ESG表现与家族企业长期导向[J]. 财贸研究, 2023, 34(2): 78-96.
- [12]马文杰, 余伯健. 企业所有权属性与中外ESG评级分歧[J]. 财经研究, 2023, 49(6): 124-136.
- [13]毛其淋, 王玥清. ESG的就业效应研究: 来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究, 2023, 58(7): 86-103.
- [14]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.
- [15]石柱峰. 行业经营性信息披露能提升商业信用融资吗[J]. 会计研究, 2022, (12): 77-90.
- [16]王垒, 曲晶, 赵忠超, 等. 组织绩效期望差距与异质机构投资者行为选择: 双重委托代理视角[J]. 管理世界, 2020, 36(7): 132-152.
- [17]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.
- [18]修宗峰, 刘然, 殷敬伟. 财务舞弊、供应链集中度与企业商业信用融资[J]. 会计研究, 2021, (1): 82-99.
- [19]严兵, 程敏, 王乃合. ESG绿色溢出、供应链传导与企业绿色创新[J]. 经济研究, 2024, 59(7): 72-91.
- [20]余明桂, 李文贵, 潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. 金融研究, 2013, (1): 149-163.
- [21]Baker E D, Boulton T J, Braga-Alves M V, et al. ESG government risk and international IPO underpricing[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 67: 101913.
- [22]Baum J A C, Dahlin K B. Aspiration performance and railroads' patterns of learning from train wrecks and crashes[J]. *Organization Science*, 2007, 18(3): 368-385.
- [23]Burke J J. Do boards take environmental, social, and governance issues seriously? Evidence from media coverage and CEO dismissals[J]. *Journal of Business Ethics*, 2022, 176(4): 647-671.
- [24]Dass N, Kale J R, Nanda V. Trade credit, relationship-specific investment, and product market power[J]. *Review of Finance*, 2015, 19(5): 1867-1923.
- [25]Di Giuli A, Kostovetsky L. Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility[J]. *Journal of Financial Economics*, 2014, 111(1): 158-180.
- [26]El Ghoul 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.
- [27]Fabbri D, Menichini A M C. Trade credit, collateral liquidation, and borrowing constraints[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 96(3): 413-432.
- [28]Garcia-Appendini E, Montoriol-Garriga J. Firms as liquidity providers: Evidence from the 2007–2008 financial crisis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 109(1): 272-291.
- [29]Hertzel M G, Li Z, Officer M S, et al. Inter-firm linkages and the wealth effects of financial distress along the supply chain[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(2): 374-387.
- [30]Houston J F, Shan H Y. Corporate ESG profiles and banking relationships[J]. *The Review of Financial Studies*, 2022, 35(7): 3373-3417.
- [31]Hui K W, Klasa S, Yeung P E. Corporate suppliers and customers and accounting conservatism[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2012, 53(1-2): 115-135.
- [32]Iyer D N, Miller K D. Performance feedback, slack, and the timing of acquisitions[J]. *Academy of Management Journal*, 2008, 51(4): 808-822.
- [33]Nason R, Mazzelli A, Carney M. The ties that unbind: Socialization and business-owning family reference point shift[J]. *Academy of Management Review*, 2019, 44(4): 846-870.

- [34]Nason R S, Bacq S, Gras D. A behavioral theory of social performance: Social identity and stakeholder expectations[J]. *Academy of Management Review*, 2018, 43(2): 259-283.
- [35]Pan X, Chen X J, Sinha P. Navigating the haze: Environmental performance feedback and CSR report readability[J]. *Journal of Business Research*, 2023, 166: 114116.
- [36]Pástor L, Stambaugh R F, Taylor L A. Sustainable investing in equilibrium[J]. *Journal of Financial Economics*, 2021, 142(2): 550-571.
- [37]Tian H W, Tian G L. Corporate sustainability and trade credit financing: Evidence from environmental, social, and governance ratings[J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2022, 29(5): 1896-1908.
- [38]Wang H L, Jia M, Xiang Y, et al. Social performance feedback and firm communication strategy[J]. *Journal of Management*, 2022, 48(8): 2382-2420.
- [39]Wang L Y, Yang L Y. Corporate ESG performance and trade credit financing: Moderating effect of life cycle[J]. *Borsa Istanbul Review*, 2024, 24(4): 818-827.
- [40]Zhang M H, Shui X L, Smart P, et al. Environmental performance feedback and timing of reshoring: Perspectives from the behavioural theory of the firm[J]. *British Journal of Management*, 2023, 34(3): 1238-1258.

The Supply Chain Spillover Effect of ESG Performance Aspiration Gap: Empirical Evidence from Trade Credit Financing

Luo Jinhui, Su Yang

(School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: With the government's continuous promotion of the "dual carbon" strategy and the vigorous development of green productivity, the ESG concept of "balancing morality and benefits" is receiving increasing attention from all sectors of society. By using the sample of China's A-shared listed companies from 2010 to 2022, this paper analyzes the supply chain spillover effect of ESG performance aspiration gap based on the organizational expectation theory. The study finds that target firms with a wider ESG performance aspiration gap are associated with lower trade credit financing. Mechanism testing demonstrates that the ESG performance aspiration gap reduces trade credit financing mainly through two mechanisms: affecting firms' uncertainty risk and affecting product market competitive positions. Heterogeneity analysis shows that the impact of ESG performance aspiration gap on trade credit financing is stronger in non-state-owned enterprises, and when positive media coverage is less, analyst attention is lower, and GRI reporting guidelines are not followed. Furthermore, this paper finds that the ESG performance aspiration gap exacerbates firms' financing constraints. This paper not only enriches the literature on the economic consequences of ESG performance and the influencing factors of trade credit financing, but also provides important practical implications and policy recommendations for firms to better practice ESG concepts and for regulatory authorities to improve ESG institutional rules.

Key words: performance aspiration gap; ESG performance; trade credit; supply chain; spillover effect

(责任编辑:王 孜)