

企业ESG评级对并购绩效的影响

王文杰, 卢宁文

东华大学旭日工商管理学院, 上海

收稿日期: 2022年11月22日; 录用日期: 2022年12月6日; 发布日期: 2023年1月6日

摘要

本文以A股上市公司2011~2018年境内并购事件为研究样本, 通过固定效应模型检验ESG评级对并购绩效的影响得出以下结论: 1) 企业ESG评级越好并购绩效越好; 2) 企业较好的ESG评级可以缓解融资约束问题; 3) 融资约束在ESG评级与并购绩效关系中起到了遮掩效应。

关键词

ESG评级, 融资约束, 并购绩效

The Impact of Corporate ESG Rating on M&A Performance

Wenjie Wang, Ningwen Lu

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

Received: Nov. 22nd, 2022; accepted: Dec. 6th, 2022; published: Jan. 6th, 2023

Abstract

Taking the domestic M&A events of A-share listed companies from 2011 to 2018 as the research sample, this paper tests the impact of ESG rating on M&A performance through the fixed effect model, and draws the following conclusions: 1) the better the enterprise ESG rating, the better the M&A performance; 2) better ESG rating of enterprises can alleviate financing constraints; 3) financial constraints have a masking effect on the relationship between ESG rating and M&A performance.

Keywords

ESG Rating, Financing Constraints, M&A Performance

Copyright © 2023 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

近年来随着社会对生态环境、自然资源以及人力资源的愈加重视,可持续发展的观念也深入人心,企业在经济活动中不仅追求创造股东价值,而且愈加关注环境保护、履行社会责任和员工关怀等社会价值。ESG (Environment、Social、Governance)是一种关注企业是否具有足够的社会责任感,是否具有可持续发展能力的指标。

伴随着资本主义的发展和现代企业制度的完善而诞生的并购是企业的一种常见投资活动。中国并购市场最早出现于上世纪 80 年代,伴随着国企改革推进而诞生,此后中国并购市场发展迅速,不仅表现为并购次数不断增多、交易规模迅速扩大,而且并购交易方式和交易目的也日益丰富。

关于 ESG 是否能给企业创造价值至今学术界没有统一的认知,主要分为两个观点。股东利益最大化理论认为,企业存在的唯一目的是增加利润,然后将利润回馈给股东,由股东自由支出这部分利润,除此之外企业在其他方面的支出只会造成股东利益流失。利益相关者理论认为企业要实现更大的经济利益,在关注股东利益时,应努力做到与其利益相关者利益最大化,企业价值与社会价值趋同。

在已有的文章中主要研究 ESG 对企业价值或绩效的影响、ESG 对投资效率的影响以及企业社会责任对并购绩效的影响,而鲜有立足于并购这项投资活动,研究 ESG 对并购绩效的影响。那么,对于中国上市公司来说,ESG 是否能为企业的并购活动创造额外绩效?

2. 文献回顾及研究假设

2.1. ESG 与并购绩效

目前关于 ESG 与并购绩效关系的文献较少,而且大部分仅从企业社会责任这个角度去分析其对并购绩效的影响。主流观点同意利益相关者理论,认为企业 ESG 的积极表现对并购绩效会产生正向影响。Qiao 等(2018) [1]选择新兴经济体为研究对象,使用每股收益的变化作为并购绩效的衡量指标,得出了企业 ESG 表现对并购绩效产生积极影响。Kim 等(2022) [2]以新兴资本市场的跨国并购样本,使用总资产收益率衡量并购绩效,得出更好的 ESG 参与对跨境并购的绩效具有积极影响,支持利益相关者理论。徐世伟等(2017) [3]运用组织学习理论,分析企业社会责任表现对并购绩效的影响,发现企业社会责任表现越好的公司并购绩效越好,主并双方处于同一行业时能增强这种正向影响效应。胥朝阳等(2021) [4]研究发现在社会信任水平更高地区的企业履行社会责任情况越好,对并购绩效也越好。

与以上学者的研究结论不同,Gomes 和 Marsat (2018) [5]发现标的企业社会责任表现越好,主并购方支付的并购溢价就越高,从而导致并购后的绩效变差。Zhang 等(2019) [6]通过对并购公司的社会责任表现进行分组实证检验,得出低社会责任表现的公司获得更高的股票超额收益。Wang 等(2021) [7]以标的公司企业社会责任投资为视角,研究了企业并购社会责任过度投资的标的公司对并购绩效的影响,发现当标的公司存在过度社会责任投资行为时,并购绩效会减少,但并购之后的管理层薪酬却有所提升,说明造成现象的原因是代理问题,管理层为了私利盲目扩张并购。

2.2. ESG 与融资约束

关于 ESG 与融资约束的文献研究中,大部分学者从利益相关者理论及信号传递理论出发,支持企业的 ESG 表现可以缓解企业面临的融资约束问题。经营较好的企业进行 ESG 信息披露可以对利益相关者表明企

业可持续经营的决心, 企业秉承长期发展的战略以及良好的发展前景(吴红军, 2014 [8]; Zhang 和 Brian, 2022 [9]), 可以因此获得投资者青睐以及客户的粘性, 进而保持自身竞争优势(Nabil 和 Rose, 2017 [10]), 也可以由此获得社会资源。企业通过对外披露 ESG 信息, 也可以减少与外界的信息不对称程度, 提高企业透明度(何贤杰等, 2012 [11]), 增加投资者或者银行等金融机构的信任, 提升自身声誉(Du 等, 2011 [12]; Fatemi 等, 2017 [13]), 降低投资者对其风险预期(Albarak 等, 2019 [14]), 为外源融资奠定基础。

也有一部分学者从管理层机会主义假说及印象管理理论角度出发, 不赞同上述观点。他们认为对于一部分经营不善的企业来说, 其进行 ESG 信息披露可能为了“粉饰”的目的, 是一种有目的性的信息披露行为。企业为了获得良好形象, 夸大自身具有社会责任感, 但并没有真实在 ESG 方面进行投资, 仅想借此混淆投资者, 达到“漂绿”效果, 这种行为只会加剧信息不对称程度, 最终使融资约束问题更加严重(黄溶冰等, 2020 [15])。对于部分中小企业, 对环境保护及履行社会责任方面的支出成本远超其因此带来的收益, 会使投资者对其盈利预期大打折扣, 进而导致该企业资金使用成本增加(Djergij 等, 2020 [16])。

从信号传递理论来看, 企业获得较好的 ESG 评级, 表明企业良好的状况及可持续发展理念, 可以获得企业员工、上下游产业链、政府监管部门的信任, 在并购过程中能促进整合效应, 使得并购绩效更好。基于此本文提出假设一:

H1: 企业 ESG 评级与并购绩效呈正相关关系。

基于信号传递理论, 企业良好的 ESG 评级表明企业健康的发展状况及较低的经营风险, 市场信息的透明度也会增加, 企业搜寻信息的时间成本就会减少, 因此能提高潜在投资者的预期进而缓解融资约束问题。基于此本文提出假设二:

H2: 企业 ESG 评级与融资约束呈负相关关系。

当企业面临融资约束问题时, 外部融资成本变高, 此时企业内部自留资金的重要性变高。管理层面对于有限的资金在投资决策时会更加谨慎, 此时剩余现金具有更高的边际效应。融资约束问题能够在一定程度上缓解代理问题, 抑制管理层的在职消费及过度投资倾向。因此可以推测融资约束与企业并购绩效呈现正相关关系。结合上一部分, ESG 评级对融资约束的影响, 本文提出假设三:

H3: 融资约束在 ESG 评级与并购绩效的关系中起到了遮掩效用。

3. 研究设计

3.1. 样本来源

本文以中国 A 股上市公司 2011~2018 年并购事件为研究样本, 并对样本进行了如下处理: 1) 选取主并购方为 A 股的上市公司, 且并购交易成功的样本; 2) 剔除重组类型为债务重组的样本; 3) 本文选择了并购交易金额在 100 万元以上的交易事项; 4) 如果主并购公司一年内发生多起并购事件, 只取当年第一次并购事件; 5) 排除金融类公司; 6) 剔除数据缺失的案例; 7) 剔除主并购公司为 ST 类; 经筛选后本文得到 1688 个样本, 并对所有连续变量进行了 1%与 99%的缩尾处理, 本文的数据处理使用 Stata 16.0 软件进行分析。

3.2. 变量选取

1) ESG 评级。目前国内外学术界衡量 ESG 表现主要采用第三方机构评价赋分, 因此本文采用发展较为成熟的彭博咨询公司提供的上市公司 ESG 评级打分, 分值越高代表企业 ESG 表现越好。

2) 并购绩效。本文以首次公告日前 150 天到前 30 天股票日收益率对市场收益率进行线性回归所得的估计参数, 选用(-5, 5)天的事件窗口期计算得来的 CAR 衡量短期并购绩效; 计算宣告当月至并购后 36 个月持有超额收益率 BHAR 衡量长期并购绩效。

3) 融资约束。本文选择 SA 指数衡量融资约束, 由该指数仅由企业规模、企业成立年限两个指标构

成, 避免了内生性问题, SA 的模型表达为:

$$SA = |-0.737Size + 0.043Size^2 - 0.04Age| \quad (3-1)$$

其中 Size 为企业总资产取对数后数值; Age 为截止并购公告日企业成立年限。本文已对 SA 取绝对值处理, 值越大代表企业的融资约束越严重。

控制变量的选取借鉴相关研究[17] [18] [19], 选取企业规模(Size)、企业成立年限(Age)、企业性质(SOE)、企业是否为重污染企业(Pollu)、是否两职合一(CEODep)、第一大股东持股比例(Top1)、独立董事比例(IndepR)、成长性(Growth)、资产负债率(Lev)、固定资产比率(PPER)、并购规模(MerSize)、并购支付方式(Pay)、并购关联性(MerRel)、并购类型(MerType)共 14 个变量, 涵盖了公司特征、治理水平及并购事件特征等方面。另外控制了年份(Year)和行业(IND)固定效应。表 1 为本文变量定义表, 详细列示了本文变量的名称、缩写、解释及来源。

Table 1. Variable definition table

表 1. 变量定义表

变量类型	变量名称	变量缩写	变量解释及数据来源
解释变量	ESG 评级	ESG	环境保护、履行社会责任、公司治理 彭博 ESG 评价指数
被解释变量	并购绩效	CAR BHAR	股票累积超额收益率及长期持有超额收益率 短期并购绩效: CAR[-5, 5] 长期并购绩效: BHAR36
中介变量	融资约束	SA	$SA = -0.737Size + 0.043Size^2 - 0.04Age $ 值越大表示融资约束越严重 Size = Ln(总资产/100 万)
控制变量 Controls	公司规模	Size	主并购方总资产的自然对数
	企业成立年限	Age	主并购方成立年限
	企业性质	SOE	主并购方性质, 国企赋值为 1, 反之为 0
	是否重污染企业	Pollu	主并购方为重污染企业赋值为 1, 反之为 0
	两值合一	CEODep	主并购方董事长和总经理是否为同一人, 是赋值为 1, 反之为 0
	第一大股东持股比例	Top1	主并购方第一大股东持股比例
	独董比率	IndepR	主并购方独立董事人数/董事会人数
	企业成长性	Growth	主并购方主营业务收入增长率
	资产负债率	Lev	主并购方总负债/总资产
	固定资产比率	PPER	主并购方固定资产净额/资产总额
	并购规模	MerSize	并购交易金额/主并购方总资产
	并购支付方式	Pay	并购支付方式, 现金支付为 0, 股票及其他支付为 1
	并购关联性	MerRel	并购是否为关联方并购, 是赋值为 1, 否为 0
	并购类型	MerType	横向并购为 1, 垂直为 2, 多元化为 3
	行业	IND	行业虚拟变量
	年份	Year	年份虚拟变量

3.3. 模型设置

为验证假设一, 本文设定模型一:

$$CAR = \alpha_0 + cESG + \alpha_1 Controls + IND + Year + \varepsilon \quad (3-2)$$

$$BHAR = \alpha_0 + cESG + \alpha_1 Controls + IND + Year + \varepsilon \quad (3-3)$$

为验证假设二, 本文设定模型二:

$$SA = \alpha_0 + aESG + \alpha_1 Controls + IND + Year + \varepsilon \quad (3-4)$$

参照温忠麟和叶宝娟(2014) [20]的研究, 运用三步法进行中介效应检验, 在模型一的基础上设定模型三, 以验证假设三:

$$CAR = \alpha_0 + c'ESG + bSA + \alpha_1 Controls + IND + Year + \varepsilon \quad (3-5)$$

$$BHAR = \alpha_0 + c'ESG + bSA + \alpha_1 Controls + IND + Year + \varepsilon \quad (3-6)$$

a 、 b 、 c 、 c' 为系数, Controls 表示所有的控制变量, α_0 为常数项, ε 为残差项。其中, 模型一用来检验企业 ESG 评级对短期和长期并购绩效的影响; 模型二用来检验企业 ESG 评级对融资约束的影响; 模型三用来检验融资约束在企业 ESG 评级与并购绩效关系中的遮掩效应; IND 和 Year 表示行业和年份的固定效应, 本文行业采用 2012 年证监会行业分类准则。

4. 实证分析

4.1. 描述性统计

利用 Stata 对样本中各变量进行描述性统计得出以下结果: 有效样本量为 1688 个; 被解释变量上, 从表 2 中可知, 短期并购绩效(CAR)和长期并购绩效(BHAR)均值分别为-0.481 和-1.293, 说明总体来看并购并不能给企业创造价值。解释变量上, 企业 ESG 评级最小值为 9.091, 最大值为 43.388, 标准差为 6.393, 这表明样本公司之间的 ESG 评级差异较大。中介变量融资约束(SA)均值为 3.814 说明样本公司存在融资约束问题。其他控制变量统计结果如表 2 中所示。

Table 2. Descriptive statistics of variables

表 2. 变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
CAR	1688	-0.481	1.619	-0.084	-12.239	1.509
BHAR	1688	-1.293	5.506	-0.285	-46.200	3.753
ESG	1688	20.691	6.393	20.248	9.091	43.388
SA	1688	3.814	0.249	3.824	3.020	4.478
Size	1688	23.275	1.272	23.142	20.803	26.456
Age	1688	19.058	5.186	19.000	8.000	35.000
SOE	1688	0.488	0.500	0.000	0.000	1.000
Pollu	1688	0.335	0.472	0.000	0.000	1.000
CEODep	1688	0.211	0.408	0.000	0.000	1.000
Top1	1688	37.114	16.049	36.815	7.840	75.100
IndepR	1688	0.373	0.054	0.333	0.333	0.571

Continued

Growth	1688	17.227	28.372	12.536	-48.927	135.288
Lev	1688	50.580	19.091	51.818	7.210	86.645
PPER	1688	0.211	0.172	0.166	0.002	0.730
MerSize	1688	0.071	0.177	0.012	0.000	1.220
Pay	1688	0.148	0.355	0.000	0.000	1.000
MerRel	1688	0.383	0.486	0.000	0.000	1.000
MerType	1688	1.709	0.925	1.000	1.000	3.000

4.2. 回归统计

1) 企业 ESG 评级与并购绩效的关系检验

为了验证假设一, 本文首先对企业 ESG 评级与并购绩效进行回归分析。回归结果见表 3, (3-2)为短期并购绩效(CAR)系数为 0.015 且在 5%的水平上显著, 说明主并购企业的 ESG 评级对短期并购绩效产生正向影响效应; (3-3)为长期并购绩效(BHAR)系数为 0.048, 且在 5%的置信区间上显著, 说明主并购方的 ESG 评级对长期并购绩效产生正向影响效应, 证明了假设一: 企业 ESG 评级与并购绩效呈正相关关系, ESG 评级越好的企业并购绩效越好。

Table 3. Impact of corporate ESG rating on M&A performance

表 3. 企业 ESG 评级对并购绩效的影响

	(3-2)	(3-3)
	CAR	BHAR
ESG	0.015** (2.01)	0.048** (2.05)
Size	0.128*** (2.60)	0.360** (2.03)
Age	0.013 (1.46)	0.054* (1.75)
SOE	0.311*** (3.97)	0.991*** (3.80)
Pollu	-0.049 (-0.46)	-0.023 (-0.06)
CEODep	-0.026 (-0.27)	0.016 (0.05)
Top1	-0.003 (-1.15)	-0.009 (-0.90)
IndepR	-0.149 (-0.22)	-0.548 (-0.24)
Growth	-0.002 (-1.12)	-0.007 (-1.02)

Continued

Lev	-0.003 (-1.16)	-0.008 (-0.73)
PPER	0.315 (1.01)	0.792 (0.73)
MerSize	0.204 (0.76)	-0.162 (-0.17)
Pay	-0.036 (-0.32)	0.092 (0.23)
MerRel	-0.116 (-1.23)	-0.348 (-1.06)
MerType	-0.004 (-0.10)	0.028 (0.21)
_cons	-3.093*** (-3.24)	-8.802*** (-2.64)
N	1688	1688
R ²	0.146	0.121
Adj_R ²	0.126	0.100
IND	Yes	Yes
Year	Yes	Yes

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$, 括号里为 T 统计量, 年份和行业固定效应中 Yes 代表已控制。

主要原因有: 一是企业获得较好的 ESG 评级, 会向利益相关者传递企业具有社会责任、经营状况良好、风险水平较低等良好信号, 根据信号传递理论, 良好的信号会得到投资者较好的市场反馈, 股价上升, 企业价值增加; 二是企业 ESG 评级较好, 说明企业在环境、社会责任、治理方面表现较好, 追求可持续发展战略, 更容易受到投资人、公众的认可。根据利益相关者理论, 此时企业价值与社会价值呈螺旋式上涨; 三是企业的 ESG 支出, 可以缓解企业与员工、企业与政府监管部门间的代理问题。企业间并购会使得部分员工离职, 进而会引发的员工工作积极性不高的问题, 而企业在履行社会责任和公司治理方面的支出则可以缓解这种企业与员工的代理问题, 提高员工认同感, 促进并购整合效应。企业在环境保护和社会责任方面的支出可以获得政府监管部门的认可, 提高自身声誉, 缓解监管压力等, 缓解了企业和政府监管部门的代理问题。通过以上两个方面缓解的代理问题有利于并购整合, 提升并购绩效。

在现代资本市场, 企业的唯一目的不仅仅是为股东创造价值, 而要做到与其相关的所有利益相关者利益最大化, 企业价值和社会价值逐渐趋于一致。实证结果符合利益相关者理论。

2) 企业 ESG 评级与融资约束的关系检验

表 4 中(3-4)是企业 ESG 评级对融资约束的回归结果, 可以看出系数为-0.002 且在 1%的水平上显著, 说明企业 ESG 评级与融资约束呈负相关关系, 企业较好的 ESG 评级能够缓解其面临的融资约束问题, 因此假设二得证。

根据信号传递理论, 企业较好的 ESG 评级向公众传递了企业当前处于良好的经济发展期, 经营状况稳定, 有多余的资金投入在环境保护、履行社会责任和公司治理上, 这无疑也给予投资人未来发展预期

很好的信息, 可以获得投资人青睐进而缓解融资约束。

3) ESG 评级、融资约束与并购绩效的关系检验

表 4 中(3-5) (3-6)报告了融资约束的中介效应回归结果。结合中介效应检验流程图, 可以证明融资约束在 ESG 评级与并购绩效的关系中起到了遮掩效应, 因此假设三得证。

企业较好的 ESG 评级可以缓解融资约束问题, 但企业在面临融资约束问题时, 并购决策会更加谨慎, 并购后的绩效更好。综上, 良好的 ESG 评级缓解融资约束的同时间接降低了企业并购绩效。在“ESG 评级 - 融资约束 - 并购绩效”的路径中, 融资约束在 ESG 评级与并购绩效的关系中起到了遮掩效应。

Table 4. Impact of ESG rating on financing constraints

表 4. ESG 评级对融资约束的影响

	(3-4)	(3-5)	(3-6)
	SA	CAR	BHAR
ESG	-0.002*** (-3.67)	0.017** (2.24)	0.055** (2.29)
		0.947** (2.32)	3.272** (2.19)
Size	-0.102*** (-27.39)	0.225*** (2.81)	0.694** (2.34)
Age	0.040*** (62.71)	-0.024 (-1.27)	-0.076 (-1.08)
SOE	0.004 (0.68)	0.307*** (3.93)	0.979*** (3.75)
Pollu	0.001 (0.02)	-0.049 (-0.46)	-0.024 (-0.07)
CEODep	-0.009 (-1.36)	-0.017 (-0.18)	0.045 (0.14)
Top1	0.001** (2.00)	-0.004 (-1.25)	-0.010 (-1.00)
IndepR	-0.090** (-1.99)	-0.064 (-0.10)	-0.252 (-0.12)
Growth	0.001*** (2.99)	-0.002 (-1.27)	-0.008 (-1.16)
Lev	0.001*** (3.34)	-0.004 (-1.32)	-0.010 (-0.88)
PPER	-0.030* (-1.70)	0.343 (1.11)	0.890 (0.83)
MerSize	-0.132*** (-3.81)	0.329 (1.20)	0.271 (0.27)

Continued

Pay	0.014* (1.67)	-0.050 (-0.43)	0.047 (0.12)
MerRel	0.010** (2.08)	-0.126 (-1.33)	-0.381 (-1.15)
MerType	-0.005* (-1.90)	0.001 (0.02)	0.045 (0.33)
_cons	5.464*** (65.71)	-8.269*** (-2.92)	-26.678** (-2.57)
N	1688	1688	1688
R ²	0.862	0.149	0.124
Adj_ R ²	0.858	0.128	0.102
IND	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$, 括号里为 T 统计量, 年份和行业固定效应中 Yes 代表已控制。

5. 研究结论

本文基于当前社会热点 ESG, 利用我国 A 股市场 2011~2018 年的并购事件为样本, 实证分析企业 ESG 评级对并购绩效的影响, 得出以下结论:

1) ESG 评级与企业并购绩效呈正相关关系, 即企业的 ESG 评级越好, 并购绩效就越多。企业获得较好的 ESG 评级能够向其他利益相关方传递企业经营状况、风险情况等较为良好, 给予了投资者信心, 使并购之后的企业价值提升, 实证结果符合信号传递理论。企业在 ESG 方面的投资也缓解了企业与员工之间的代理问题, 获得员工对公司的认同感, 有利于并购之后的资源整合。

2) 企业较好的 ESG 评级可以缓解面临的融资约束问题。根据信号传递理论, 企业获得较好的 ESG 评级可以取得潜在投资者及银行等部门的认可, 缓解其中的信息不对称问题, 有利于企业外源融资。

3) 融资约束在 ESG 评级与并购绩效关系中起到了遮掩效应。当企业面临融资约束问题时, 从企业外部获取资金会变得更加困难, 在使用仅存的内部资金时, 管理层的并购决策会变得谨慎, 更倾向于选择有价值的企业并购, 以保证自身业绩, 因此融资约束问题可以有效缓解委托代理问题。在“ESG 评级 - 融资约束 - 并购绩效”的路径中, 融资约束会遮掩部分 ESG 评级对并购绩效的间接效应, 导致总效应减少。

参考文献

- [1] Qiao, M., Xu, S. and Wu, G. (2018) Corporate Social Responsibility and the Long-Term Performance of Mergers and Acquisitions: Do Regions and Related-Party Transactions Matter? *Sustainability*, **10**, 2276. <https://doi.org/10.3390/su10072276>
- [2] Kim, B., Jung, J. and Cho, S. (2022) Can ESG Mitigate the Diversification Discount in Cross-Border M&A? *Borsa Istanbul Review*, **3**, 607-615. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.09.002>
- [3] 徐士伟, 陈德棉, 乔明哲. 企业社会责任对市场预期的影响——基于并购中的组织学习视角[J]. 北京理工大学学报(社会科学版), 2017, 19(1): 99-107.
- [4] 胥朝阳, 徐广, 李子妍. 社会信任对并购绩效的影响研究——基于企业社会责任的中介效应[J]. 财会通讯, 2021(16): 56-59.
- [5] Gomes, M. and Marsat, S. (2018) Does CSR Impact Premiums in M&A Transactions? *Finance Research Letters*, **26**,

- 71-80. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.12.005>
- [6] Zhang, F., Li, M. and Zhang, M. (2019) Chinese Financial Market Investors Attitudes toward Corporate Social Responsibility: Evidence from Mergers and Acquisitions. *Sustainability*, **11**, 2615. <https://doi.org/10.3390/su11092615>
- [7] Wang, Z., Lu, W. and Liu, M. (2021) Corporate Social Responsibility Overinvestment in Mergers and Acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, **78**, Article ID: 101944. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101944>
- [8] 吴红军. 环境信息披露、环境绩效与权益资本成本[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2014(3): 129-138.
- [9] Zhang, D. and Lucey, B.M. (2022) Sustainable Behaviors and Firm Performance: The Role of Financial Constraints' Alleviation. *Economic Analysis and Policy*, **74**, 220-233. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2022.02.003>
- [10] Nabil, T. and Rose, S. (2017) Transparency among S&P 500 Companies: An Analysis of ESG Disclosure Scores. *Management Decision*, **55**, 1660-1680. <https://doi.org/10.1108/MD-01-2017-0018>
- [11] 何贤杰, 肖土盛, 陈信元. 企业社会责任信息披露与公司融资约束[J]. 财经研究, 2012, 38(8): 60-71+83.
- [12] Du, S., Bhattacharya, C.B. and Sen, S. (2011) Corporate Social Responsibility and Competitive Advantage: Overcoming the Trust Barrier. *Management Science*, **57**, 1528-1545. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1403>
- [13] Fatemi, A., Glaum, M. and Kaiser, S. (2017) ESG Performance and Firm Value: The Moderating Role of Disclosure. *Global Finance Journal*, **38**, 45-64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- [14] Albarrak, M.S., Elnahass, M. and Salama, A. (2019) The Effect of Carbon Dissemination on Cost of Equity. *Business Strategy and the Environment*, **28**, 1179-1198. <https://doi.org/10.1002/bse.2310>
- [15] 黄溶冰, 谢晓君, 周卉芬. 企业漂绿的“同构”行为[J]. 中国人口·资源与环境, 2020, 30(11): 139-150.
- [16] Djergij, R., Vena, L., Sciascia, S. and Cortesi, A. (2020) The Effects of Environmental, Social and Governance Disclosure on the Cost of Capital in Small and Medium Enterprises: The Role of Family Business Status. *Business Strategy and the Environment*, **30**, 683-693. <https://doi.org/10.1002/bse.2647>
- [17] 程博, 许宇鹏, 林敏华. 媒体监督的公司治理效应研究: 基于企业避税行为视角的考察[J]. 审计与经济研究, 2021, 36(2): 105-115.
- [18] 王波, 杨茂佳. ESG 表现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, 36(6): 78-84.
- [19] 李志斌, 邵雨萌, 李宗泽, 李敏诗. ESG 信息披露、媒体监督与企业融资约束[J]. 科学决策, 2022(7): 1-26.
- [20] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 2014, 22(5): 731-745.