

房地产上市公司 ESG 评级对债务融资成本的影响研究

刘祎¹ 杨丽华² 郭欣³

(无锡商业职业技术学院会计金融学院, 江苏 无锡 214153)

【摘要】近年来我国房地产行业财务风险上升,与此同时在国家“十四五”规划和绿色低碳发展战略的大背景下,经济结构快速转换、绿色建筑成本增加,使得具有高负债、高周转特性的房地产行业偿债压力和信用风险进一步提升。ESG 评级作为上市公司可持续发展能力的重要评定,有助于债权人在国家绿色金融政策指导下开展贷款业务,提高信贷资产质量。在此背景下,本文研究房地产企业 ESG 整体表现是否有助于向债务融资市场投资者传递积极信号,进而降低投资者索取的风险补偿。以 2012 年至 2022 年 A 股房地产上市公司为研究样本,实证研究检验 ESG 评级与债务融资成本的关系,有助于公司更加关注市场对其非财务活动给予的评价信息将如何对自身财务造成影响。

【关键词】ESG 评级; 债务融资成本; 房地产上市公司

一、引言

债务融资是房地产企业的一项重要财务决策,随着 2020 年“碳中和”和“碳达峰”目标的提出,借助经济手段以实现可持续发展目标的工作不断受到重视,基于此,越来越多的金融机构在进行信贷决策时将企业可持续发展的非财务信息也作为信贷决策的重要依据。随着 ESG 理念引入中国,越来越多的投资者关注到公司的 ESG 行为和绩效。在投资实践活动中,上市公司的 ESG 评级信息是对公司传统财务分析的有效补充,发挥着增量信息价值。在借贷市场中,ESG 评级是企业可持续发展能力的重要评定,能够为银行等债权人在进行授信审核时,提供有关企业在环境保护、社会责任履行以及公司治理状况三方面的重要信息,有助于债权人在国家政策指导下进行贷款实践,改善信贷资产质量。因此,本文将基于以上背景,聚焦房地产行业分析企业 ESG 表现对其债务融资成本的影响。

二、理论分析与研究假设

(一) 理论分析

ESG 评级是资本市场中评级机构综合企业公开和私有的信息,对企业环境、社会责任以及公司治理三方面行为表现的整合定量分析结果,是对公司 ESG 整体表现的第三方评价。我国 ESG 评级对象主要集中于 A 股上市公司。当前,评级对象已覆盖 A 股上市公司的评级机构有中证、嘉实、商道融绿以及华证。部分评级机构主要以沪深 300 成分股和中证 800 为评级范围。随着“双碳”目标的提出,ESG 概念日益受到重视。例如,商道融绿于 2015 年首次推出 ESG 评级体系,以沪深 300 上市公司为主要的评级对象,

在 2018 年其评级范围扩展到中证 500 各期上市公司,直至 2020 年起覆盖 A 股上市公司。我国 ESG 评级起步较晚,但是其评级体系正逐步完善和发展以形成本土化指标体系,与此同时,ESG 评级对象覆盖范围也在扩大,并为资本市场投资者提供投资参考。

(二) 研究假设

较高的 ESG 评级可以为投资者提供与公司当前风险相关的增量信息,而且也有助于降低资本市场投资者对公司未来发展风险的预期。投资者在进行贷款定价决策时关注贷款企业基本特征和行为表现,更高的 ESG 评级将有助于向债务融资市场投资者传递积极信号,进而降低投资者索取的风险补偿。据此,本文提出假设。

假设:在其他条件不变的情况下,上市公司 ESG 评级越高,其债务融资成本越低。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

因华证从 2012 年开始公布上市公司 ESG 评级,因此选用 2012 年至 2022 年 A 股房地产行业上市公司的债务融资成本数据为研究对象,考察房地产行业上市公司 ESG 评级对企业债务融资成本的影响机制。参考现有研究的做法,剔除样本期间数据缺失以及数据异常的观察值,剔除样本期间 ST 和 *ST 类上市公司。经过上述程序后,筛选出有效观察值进行主效应分析,并运用分析软件进行数据的基本特征分析以及多元回归分析。

在数据来源方面,本文的 ESG 评级数据来自华证 ESG 评级,债务融资成本数据与其他财务数据来自 CSMAR 数据库,并经过手工整理和确认。

（二）模型构建

考虑到上市公司获取 ESG 评级与企业产生债务融资成本存在的时间上的先后性将对研究结果产生影响，因此，本文将 ESG 评级以及控制变量数据滞后一期以避免误差。基于此，本文设计模型考察 ESG 评级对债务融资成本的影响效果

（三）变量选取及测度

1. 被解释变量：债务融资成本（DCOST）。由于企业借款数据、实际利率数据较难获取，本文使用历史会计数据来度量债务融资成本。通过梳理国内债务融资成本相关文献，最终选择企业利息支出和总负债的比值衡量企业债务融资成本。

2. 解释变量：企业 ESG 评级（ESG）。国内外学者主要通过构建多维评价指标和成熟的第三方机构评级进行衡量企业 ESG 表现，ESG 即为环境（Environment）、社会（Society）和公司治理（Governance）三个维度集合，级别越高得分越高，企业 ESG 表现就越好。

本文在既有文献的基础上采用华证 ESG 评级作为上市公司 ESG 评级的代理变量，一方面，华证相较于国内其他 ESG 评级机构更具权威性；另一方面，华证 ESG 评级数据库目前覆盖全部 A 股及港通中的 H 股，具有一定的全面性。本文用季度评级均值衡量企业年度 ESG 评级，从 9 分至 1 分依次对 AAA 至 C 等级进行赋值，即 AAA 为 9，AA 为 8，依此类推，C 为 1。

3. 中介变量：分析师跟踪人数加 1 的自然对数（LnAn）。本文使用分析师跟踪人数加 1 的自然对数（LnAn）度量信息不对称程度。分析师通过挖掘和解读企业财务信息，向企业投资者传递其盈余预测和股票推荐评级，进一步改善市场信息环境。因此，分析师跟踪人数越多，表明企业与外部投资者之间的信息不对称程度越低。

4. 控制变量：参考已有的文献研究，本文选取以下变量作为控制变量。（1）盈利能力：本文使用总资产利润率即净利润与总资产之比来衡量企业的盈利能力（ROA）。拥有更好盈利能力的企业，具有更强的竞争力，企业未来违约风险较低，能够降低外部投资者感知的预期风险，减少债务融资成本。（2）企业成长性：本文选取企业营业收入增长率衡量企业成长性（Growth）。企业成长性指标反映了企业的经营绩效和未来发展能力。拥有较好成长性的企业，容易获得资本的市场关注，具有更低的债务融资成本。因此，本文预期企业成长性与债务融资成本负相关。（3）资本结构：本文使用资产负债率即企业年末负债总额和年末资产总额之比衡量企业资本结构（Lev）。资产负债率越低，企业财务风险越低，

资产负债率越高，表明企业可能存在财务困境，企业信用风险越高，债权人通常要求更高的风险补偿，即债务融资成本。因此，本文预期资本结构和债务融资成本之间存在正相关关系。（4）公司规模：本文使用企业年末总资产来衡量（单位：10 亿元）公司规模（Size）。企业规模反映了企业的资产状况，规模较大的企业现金流相对稳定、违约风险相对较低，容易吸引投资者。因此，本文预测公司规模与债务融资成本呈负相关关系。

四、实证结果及分析

（一）描述性统计

表 1 列示了本文被解释变量、解释变量以及控制变量的描述性统计结果。债务融资成本（DCOST）的最大值为 0.4783，最小值为 0.0898，表明不同企业之间的债务融资成本差异较大，有利于考察 ESG 评级对企业债务融资成本的影响。ESG 分数（ESG）的均值为 75.9312，最大值为 87.4900，且企业 ESG 评级最高只有 A，说明企业对 ESG 责任的重视程度仍有所欠缺。盈利能力（ROA）最小值为 -169.06%，最大值为 76.22%，说明不同企业的盈利能力存在较大差异。企业成长性（Growth）均值为 349.37%，较高的标准差说明企业之间的成长性存在较大差异。资本结构（Lev）即资产负债率的均值为 50.31%，最大值为 165.74%，大于 100%，一定程度上表明部分企业的负债总额大于资产总额，长期偿债能力不强。公司规模（Assets）最大值 5457.2283 亿元，最小值为 0.9636 亿元，说明企业之间的规模存在较大差异。有形资产比率（Tang）均值为 99.7511%，表明大部分企业存在较多的有形资产。股权集中度（Top1）最小值为 7.12%，最大值为 86.65%，说明不同上市公司之间其股权集中度存在较大差异。破产风险（Z-Score）最小值为 -7.1505，最大值为 37215.4941，说明企业之间的破产风险差异很大。

（二）相关性分析

表 2 报告了主要变量的皮尔森相关系数。首先，整体上从变量的数据分布而言，ESG 评级（ESG）与企业债务融资成本（DCOST）相关系数为 -0.101，且在 5% 水平上显著正相关，这表明未考虑公司、行业及年度等其他特征的影响，企业 ESG 评级将降低债务融资成本，为本文的主假设提供了初步的数据支撑，但此结果尚需进一步进行多元回归分析验证；在控制变量中，债务融资成本与公司盈利能力（ROA）、公司成长能力（Growth）、股权集中度（Top1）以及企业破产风险（Z-Score）的关系显著负相关，债务融资成本（DCOST）与资本结构（Lev）、公司规模（Size）及有形资产比率（Tang）显著正相关，这表明盈利

能力强,资产负债率更小的公司债务融资成本更低,以上结果均符合预期。

(三) 回归分析

此外,本文假设的回归结果,也证明了 ESG 评级对债务融资成本的影响。在未加控制变量的前提下,解释变量的回归系数为-0.101,初步验证了本文的主假设。在仅控制年度效应的前提下,解释变量显著为负,这表明在不考虑公司特征变量的情况下,ESG 评级与债务融资成本之间呈现线性关系。其中盈利能力、企业成长性、企业规模、股权集中度与债务融资成本的系数均显著为负。表明企业盈利能力越强、企业成长性越好、企业规模越大、股权越集中以及产权性质为国有时,企业债务融资成本更低。资本结构与债务融资成本正相关,说明企业负债越多,信用风险大。

五、结论与建议

(一) 研究结论

本文以 2012-2021 年 A 股上市公司为研究对象,手工收集和整理华证 ESG 评级与债务融资成本数据,考察企业 ESG 评级对债务融资成本的影响,本文结论表明:(1)在其他条件不变的情况下,企业更高的 ESG 评级显著降低了债务融资成本。即当企业 ESG 评级更高时,债权人会索取更低的债务融资成本。经过检验后,本文结论依然成立。ESG 评级包含企业可持续发展的重要非财务信息,有助于企业向外部投资者提供有价值的增量信息,并且减少投资者感知的预期风险,最终降低企业债务融资成本。(2)房地产企业盈利能力强,发展能力强、企业规模越大、资产负债率更小、股权越集中以及产权性质为国有时,那么其公司债务融资成本也会更低。

(二) 政策建议

1. 聚焦房地产行业特性,进一步完善构建相关 ESG 指标体系。随着国内 ESG 发展逐步深化,市场亟待形成同时兼顾境外经验以及境内特色的 ESG 指标体系。建议基于上海证券交易所与深圳证券交易所的上市公司社会责任披露指引,由政府主导进一步积极推动完善房地产企业的非财务信息披露规范。此外,ESG 信息披露在整体架构上可分为通用性指标与具有行业特征的衡量指标两部分,需要精准聚焦以提升指标有效性。就房地产行业而言,房地产企业所涉及的环境与气候风险的暴露范畴较广,不仅在能耗、碳排放等重点领域值得关注,更需着眼全生命周期中绿色建筑、绿色建材等相关标准要求。因此建议有针对性地强化国内房地产行业 ESG 信息披露规范,为企业提升环境与气候风险管理、积极履行社会责任以及健全公司治理制度水平提供有效参照。

2. 针对房地产行业信用风险,金融机构将 ESG 纳入风险考量。近年来房地产企业各类违约风险较为突出,传统信用评估模型在及时、有效地筛选出潜在高风险样本环节存在瓶颈。一方面,受宏观经济大环境影响,房地产亟待升级转型,对于金融资本支持有着极为迫切的需求。另一方面,国内房地产市场良莠不齐的发展现状使金融机构在开展相关业务时存在明显的技术壁垒。根据上述研究结果可知,在对我国房地产企业债务融资成本与信用风险衡量过程中,将 ESG 评级结果纳入考量能够显著提升风险评估的有效性。因此,金融机构将 ESG 纳入风险考量将同时倒逼房地产企业关注自身 ESG 绩效水平,从而有望提升全市场可持续发展能力,形成正向积极作用。

3. 各方协力提升房地产企业的 ESG 相关能力建设。站在国内房地产企业的角度上,充分了解 ESG 专业知识是自身识别相关风险,并有效纳入企业现有治理结构、施工及运营业务工作、系统化全流程的基础。因此,市场上有能力、有研究基础的第三方 ESG 评级机构可以充分发挥自身智库价值,为房地产企业定制化提供 ESG 绩效评估、ESG 咨询等服务,从而形成企业完善自身 ESG 能力建设的实施路径。行业集聚效应将协助房地产企业开拓出更具实操性以及可推广性的 ESG 实践措施,并将积极影响辐射至全市场,提升国内房地产企业的市场价值和品牌价值。

参考文献:

- [1] 周宏,建蕾,李国平.企业社会责任与债券信用利差关系及其影响机制:基于沪深上市公司的实证研究[J].会计研究,2016(5):18-25
- [2] 张倩,梅亚丽,王奎.ESG 表现会影响企业财务风险吗——基于 A 股上市公司的经验数据[J].会计之友,2023(21):105-114
- [3] 周莎,毛茸歌,陶思奇.ESG 表现、信用风险与债务资本成本——基于 A 股上市公司的实证研究[J].会计之友,2023(18):90-97

基金项目: 无锡商业职业技术学院 2024 届优秀毕业设计培育立项项目《大数据透视下房地产行业信用风险评价调查研究》

作者简介:

刘祎(1991-),女,江苏无锡人,无锡商院职业技术学院老师,研究方向为税务会计、财务分析;杨丽华(1981-),女,江西瑞金人,研究方向为财税管理、共同富裕;郭欣(2002-),女,江苏徐州人,无锡商业职业技术学院会计金融学院学生。