

贸易政策不确定性能否提升企业社会责任？

梁俊伟¹ 贺铭楷²

(1. 广东外语外贸大学, 广东 广州 510003; 2. 中电建海上风电工程有限公司, 海南海口 570203)

摘要: 随着中国经济增长, 进出口规模持续扩大, 中国面临的贸易政策不确定性也达到了前所未有的程度。研究发现, 贸易政策不确定性显著抑制了企业的 ESG 表现, 在经过替代被解释变量以及工具变量法等一系列稳健性检验后, 该结论依然成立。进一步研究发现, 非国有企业、规模较小企业和所处地区市场化程度高的企业受到的抑制作用更加明显; 贸易政策不确定性对非污染企业 ESG 表现存在抑制作用, 但对重污染企业的抑制作用并不显著。贸易政策不确定性会增加企业面临的融资约束, 降低企业的效率投资, 进而抑制企业的 ESG 表现。

关键词: 贸易政策不确定性; ESG; 融资约束

中图分类号: F741

文献标识码: A

文章编号: 1006-1894 (2025) 01-0034-12

一、引言

环境 (Environmental)、社会 (Social) 和公司治理 (Governance) (以下简称“ESG”) 作为企业非财务信息的披露框架, 是一种关注非财务绩效的投资理念和企业评价标准。在环境方面, 包括适应气候变化、提高资源利用率、提高环境可持续性等内容。ESG 引导企业优化资源配置推进可持续发展, 要求企业提升生产经营中的环境绩效, 降低单位产出的环境成本, 推动企业绿色转型, 为碳中和目标提供基本保障 (施懿宸等, 2021)。从企业社会责任来看, 包含企业社会贡献与企业社会责任披露等内容, 要求企业统筹兼顾企业效益与社会效益 (黄世忠, 2021), 关注企业与其利益相关者之间的内外部关系 (王凯和张志伟, 2022)。公司治理在 ESG 体系中发挥重要作用, 上市公司的高水平治理可以促进环境与社会效益的提高, 而环境与社会问题是不良管理所带来的负面结果 (张小溪和马宗明, 2022)。

现有研究表明, ESG 表现对企业发展具有重要影响。一方面, ESG 表现对企业价值具有显著的正向促进影响 (张琳和赵海涛, 2019); 良好的 ESG 表现能够提高企业投资效率 (高杰英等, 2021), 并有助于缓解企业融资约束、改善企业经营效率、降低企业财务风险、提升企业价值 (王琳璘等, 2022)。另一方面, 良好的 ESG 表

作者简介: 梁俊伟, 广东外语外贸大学经济贸易学院教授, 博士, 博士生导师, 研究方向: 国际经济与贸易; 贺铭楷, 中电建海上风电工程有限公司, 硕士, 研究方向: 国际贸易理论与政策。

基金项目: 国家社会科学基金重大项目“多重复杂环境下我国实现更高水平对外开放的政策与路径研究” (项目编号: 22&ZD061)。

现能够提高上市公司的市场绩效（张长江等，2021），通过提高企业创新水平促进企业绩效提升（李井林等，2021）。因此在绿色发展的背景下，如何实现企业 ESG 发展具有现实意义。

近年来，在全球地缘冲突及中美贸易摩擦加剧背景下，国际贸易环境持续恶化，贸易政策不确定性（trade policy uncertainty，简称“TPU”）上升。已有文献研究政策不确定性对企业 ESG 的影响，如经济政策不确定性、环境政策不确定性等对企业 ESG 表现的影响。在经济政策不确定性（economic policy uncertainty，简称“EPU”）方面，已有研究通过分析美国及欧洲数据发现，当经济政策处于高度不确定时期，企业会将 ESG 实践作为保险等降低风险的活动，并增加 ESG 投资提升整体 ESG 绩效（Ilyas et al., 2022; Vural-Yavaş, 2021）。当经济政策不确定性上升时，公司自愿发布社会责任报告的积极性显著增加，社会责任信息披露质量也显著提高（刘惠好和冯永佳，2020），但陈铭婧和李原驰（2022）提出相反观点。Makrychoriti 与 Pyrgiotakis（2022）研究发现，在气候政策不确定性较高的时期，ESG 投资可以为传统投资者提供多元化的好处，以应对气候驱动的冲击，而企业方面会显著提高 ESG 得分（Cepni et al., 2023）。现有研究还讨论了政策不确定性（policy uncertainty，简称“PU”）对企业 ESG 的影响，更高的企业 ESG 披露有助于帮助企业缓和政策不确定性对其业绩的负面影响（Ahsan and Qureshi, 2021）。但目前关于贸易政策不确定性对 ESG 评级影响方面的研究仍较为缺乏。由于企业对外部宏观环境的变动敏感，贸易政策变迁作为国家调控宏观经济的工具对企业影响较大。因此结合贸易政策不确定性，分析影响企业 ESG 表现的途径，丰富该领域的研究发现，具有理论意义。

鉴于此，本文基于 2011~2019 年中国 A 股上市企业数据，探讨了贸易政策不确定性对 ESG 评级的影响。本文的边际贡献主要体现在 3 个方面。第一，研究了贸易政策不确定性对企业 ESG 的影响，丰富和拓宽已有研究。第二，进一步探讨贸易政策不确定性与企业 ESG 表现的潜在机制，从企业融资约束及企业投资效率视角探究进出口贸易的政策环境对企业 ESG 水平的影响。第三，通过分析贸易政策不确定性对企业 ESG 的作用效果，为政府部门的政策制定提供理论和现实依据。

二、文献综述与研究假设

随着 ESG 理念被广泛接受及应用，企业对 ESG 信息披露的主动性不断提升，披露的内容也逐渐丰富。从全球数据来看，企业 ESG 披露在一定程度上减轻了企业弱点的负面影响，促进企业规范自身行为，对提升企业利润发挥着积极作用。目前中国企业进行 ESG 信息披露的占比仍较低，ESG 信息披露标准建设及对企业披露的要求仍待完善。

与 ESG 相似的另一概念企业社会责任（corporate social responsibility，简称“CSR”），主要强调在生产过程中对人类价值的关注，强调对消费者、环境以及整个社会的贡献水平。ESG 与 CSR 相比更加注重义利并举，既要求为股东或利益相

关者创造价值，保证企业的可持续发展，也追求企业对环境和社会的影响以及环境和社会对企业的影响（李诗和黄世忠，2022）。除了对公司财务绩效的单一关注，ESG同时考察了公司的环境、社会和治理表现（操群和许骞，2019）。现有研究从投资商（Aydoğmuş et al., 2022）、国际趋势（Srivastava et al., 2022）、企业价值（王琳璘等，2022）3个方面均揭示高水平ESG对企业发展有正向影响，能减轻经济形势变化对企业的冲击。相反，现有ESG的实施对企业成长也有负面影响。Fafaliou等（2022）研究发现ESG声誉风险会降低市场寿命，企业ESG概况的不确定性将影响企业对“风险—回报”的权衡（Avramov et al., 2022），强制执行企业ESG将不同程度削弱企业发展动力（李思慧和郑素兰，2022）。有学者从企业内外部探讨了影响企业ESG表现的因素，发现企业数字化转型能够显著提高自身ESG表现（胡洁等，2023）；共同机构持股会提升企业市场垄断地位，减弱企业ESG投入的内生动力和压力，进而产生负面影响（雷雷等，2023）；营商环境、政府绩效考核压力等外部因素均对企业ESG产生一定的影响（周泽将和雷玲，2023；孟祥慧和李军林，2023）。贸易政策不确定性可能对国际贸易和出口产生负面影响。贸易政策不确定性上升可能导致投资者对跨国投资持观望态度，对外商直接投资流量和结构产生影响。同时，贸易政策不确定性恶化出口企业生产经营环境，增加新企业进入出口市场的难度，减缓出口增长。因此，贸易政策不确定性会对企业外部经营环境带来多重复杂且不可预测的影响，在一定程度上对ESG决策产生影响。综上所述，本文主要探讨贸易政策不确定性对企业ESG的影响途径。

贸易政策不确定性对企业经济后果的影响。贸易政策不确定性上升通常发生在国家经济下行时期，该时期所带有的“惯性”会恶化贸易条件，负向影响企业的进出口（张龙等，2022）。同时，国家对经济下行的“逆周期”调控也会给市场释放“信心不足”信号，导致市场偏向悲观一方，进一步恶化企业的进出口贸易。因此，政策不确定性波动越剧烈，贸易政策不确定性的贸易条件恶化效应越显著，这种恶化会对一个国家的经济及贸易产生较大的冲击。贸易条件的恶化会损害社会整体经济发展，给各行各业带来不同程度的冲击。企业可能会丧失大量的贸易机会，进一步导致企业现金流不足，难以维持本身的正常运转。为规避风险，维持企业的正常生存，企业只能被迫减少其所承受的社会责任，大幅缩减其在环境等公司社会责任治理方面的投入，把所剩不多的资金用于维持其基本业务，降低ESG水平。同时，在面临贸易政策不确定性带来的冲击时，由于沉没成本等原因，企业在资金无法周转且存在融资难的情形下，仍无法暂停在建项目，只能继续把别的资金转移到当前项目，以期正常建设，挽回此前的投入，这就存在转移环境治理资金的可能，间接降低企业的ESG水平（乔桂明和李梓旗，2021）。贸易政策不确定性通过降低出口企业业绩、降低投资机构对出口企业的贷款供给水平、抑制投资者情绪等方面显著提高出口企业的债务融资成本（茆斯亮，2021）。企业债务融资成本提高会进一步加剧其融资困难的问题，此时企业虽存在提升ESG水平以缓解融资约束的动机，但苦于资金不

足与保证自身生存下去、挺过“贸易寒冬”的必要性，通常会选择降低在 ESG 上的投入，将资金用于维持正常运转。可见，在贸易政策不确定性上升条件下，企业将无力承担更多社会责任，导致 ESG 水平降低。基于以上分析，本文提出假设 H1。

H1：贸易政策不确定性上升对企业 ESG 产生负面影响。

企业 ESG 要求企业在环境、社会和治理方面得到平衡。虽然 ESG 有利于企业的可持续发展和长期利益，但在过渡期可能需要进行改善环境影响、提升员工福利、改进公司治理等经营策略调整，这些潜在的调整可能会增加企业的成本和运营负担（刘俊海，2023）。考虑到贸易政策不确定性会使整个社会大环境面临贸易机会丧失、经济萧条的挑战，企业容易面临资金不足问题。在这种情况下，外部资本市场会要求较高的资金报酬率，使企业从资本市场获取资金需要付出较高的资金成本（胡刘芬，2021），迫使企业不得不面临较高的融资约束，由于资金不足，企业可能难以进行正常的生产和销售活动，从而影响企业经营业绩。企业只能把有限的资金用于维持自身生存，无法兼顾企业社会责任的履行（李宇和王铁勋，2023），进而降低自身 ESG 表现。

此外，贸易政策不确定性会引发投资市场的恐慌，并放大信息不对称问题。由于企业发展需要识别市场上的有利消息，进行有效投资。根据信息不对称性理论，企业因难以准确识别有利于己的消息（伊志宏等，2021），导致有效投资下降。在这种情况下，企业难以制定可靠的长期投资计划，可能会暂时搁置投资计划，或者采取保守的投资策略以减少风险。当企业过度追求风险最小化，使得部分项目净现值小于零，最终导致资源的无效配置及浪费，从而影响企业在环境、社会和治理等方面的长期规划和实施，无法维持自身 ESG 表现。

综上所述，贸易政策不确定性通过增加企业融资约束以及降低其有效投资，进而降低企业 ESG 表现水平（图 1）。基于以上分析，本文提出假设 H2。

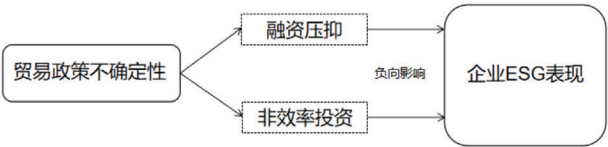


图 1 贸易政策不确定性影响企业 ESG 表现路径

H2：贸易政策不确定性上升主要通过增加约束和降低效率投资影响企业 ESG。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

本文选取 2011~2019 年中国 A 股上市公司作为研究样本。为保证结果的可靠性，本文按照以下原则筛选样本数据：剔除了 ST 和 *ST 股；剔除金融类企业；剔除数据缺失值。贸易政策不确定性采用 Huang 和 Luk（2020）基于国内 114 家新闻媒体对“经济”“政策”“不确定”以及相关国际贸易术语的关键词搜索构建的中国贸易政策不确定性指数来衡量，本文的企业数据来自 CSMAR 数据库和 Wind 数据库。为

为了防止检验结果受到极端数据的影响，本文对连续的样本数据进行了前后 1% 的缩尾处理。

（二）变量定义

企业社会责任披露水平（ESG）。华证 ESG 将环境、社会、公司治理划分为 16 个主题、44 个关键指标。该评级指数立足于中国国情和资本市场的特点进行构建，根据企业的所属行业选择具体的评估指标和划分权重，并采用赋分的方式，保证其评分的客观性和可比性。此外，华证 ESG 评级底层数据大部分来自企业披露，以国家监管部门、新闻媒体数据为辅助，已经覆盖全部 A 股上市公司。和讯网 ESG 责任评分包括企业整体 ESG 责任信息披露的评分，并将不同维度的企业 ESG 责任履行情况进行了细分处理。因此，本文采用华证 ESG 评级指数（ESG1）来衡量企业社会责任披露水平情况，使用和讯网 ESG 评级指数取对数（ESG2）进行稳健性检验。

贸易政策不确定性（TPU）。本文参考 Huang 和 Luk（2020）的研究，计算了所有报纸的月度系列简单平均值，将该平均值标准化为 100。由于贸易政策不确定性指数为月度数据，本文采取年度算术平均值的计算方法，将月度数据转化成年度数据。

其他控制变量。本文引入企业规模（Size）、资产负债率（Lev）、现金持有比率（Cash）、应收账款比率（Rec）、资产有形性（Fix）、股权集中度（Share1）、总资产收益率（Roa）、对外贸易依存度（DDFT）作为控制变量。

为了缓解遗漏变量误差，提高计量模型的有效性和准确性，本文还加入了行业固定效应和公司固定效应。详细的变量度量如表 1 所示。

表 1 变量度量

变量描述	变量名称	变量含义
ESG1	华证 ESG	华证环境、社会 and 治理（ESG）评级指数
ESG2	和讯 ESG	和讯网环境、社会 and 治理（ESG）评级指数取对数
TPU	贸易政策不确定性指数	中国贸易不确定性指数 /100
Size	企业规模	企业总人数取对数
Lev	资产负债率	总负债与总资产之比
Cash	现金持有比率	企业现金持有量与总资产之比
Rec	应收账款比率	企业应收账款净额与总资产之比
Fix	资产有形性	企业固定资产与总资产之比
Share1	股权集中度	企业第一大股东资产与总资产之比
Roa	总资产收益率	企业净利润与总资产之比
DDFT	对外贸易依存度	各地区进出口贸易额与 GDP 之比

（三）模型构建

为研究贸易政策不确定性对企业社会责任披露水平的影响，检验前文的研究假设 H1 和 H2，本文构建了模型（1）作为基准回归模型。

$$ESG_{it} = \alpha + \beta TPU_t + \gamma X_{it} + Firm + \varepsilon_{it}$$

（1）

其中，*i* 代表企业，*t* 代表年份。被解释变量 *ESG_{it}* 代表企业 *i* 在第 *t* 年的企业 ESG 评级，衡量该企业当前的企业社会责任披露水平。核心解释变量 *TPU_t* 代表第 *t* 年的贸易政策不确定性指数与 100 的比值，若其系数 *β* 的估计值显著为正，则表明

贸易政策不确定性显著正向影响企业社会责任披露水平；反之则说明贸易政策不确定性负向影响企业社会责任披露水平。 X_{it} 表示一系列控制变量， $Firm$ 表示公司固定效应， ε_{it} 表示随机扰动项。

（四）描述性统计

相关描述性统计结果如表 2 所示，样本期间 $ESG1$ 均值为 7.193， $ESG2$ 均值为 32.32，两种方法测算的 ESG 指标相差较大。 TPU 的均值为 2.292，即中国贸易政策不确定性指数为 229.2。

表 2 描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
$ESG1$	8,610	7.193	8	1.135	4	9
$ESG2$	8,610	32.32	25.77	20.55	-2.820	78.41
TPU	8,610	2.292	0.966	2.268	0.443	6.876
$Size$	8,610	8.391	8.356	1.277	5.318	11.77
Lev	8,610	0.480	0.491	0.202	0.068	0.886
$Cash$	8,610	0.167	0.135	0.117	0.015	0.584
Rec	8,610	0.098	0.066	0.098	0	0.466
Fix	8,610	0.233	0.191	0.180	0.002	0.744
$Sharel$	8,610	0.379	0.365	0.158	0.095	0.774
Roa	8,610	0.043	0.037	0.057	-0.187	0.211
$DDFT$	8,610	0.515	0.466	0.406	0.038	1.584

四、实证结果分析

（一）基准回归

基准回归结果（表 3）显示了贸易政策不确定性对企业 ESG 表现的影响。结果发现，列（1）为控制行业固定效应的回归结果，在加入控制变量后， TPU 的估计系数为负，且通过了 1% 的显著性水平检验，初步说明贸易政策不确定性显著抑制企业 ESG 表现。这一结果在列（2）控制公司效应后依旧成立，由于公司固定效应能够有效避免遗漏公司因素的影响，进一步证明贸易政策不确定性上升会抑制企业的 ESG 表现。

贸易政策不确定性上升减少了整个经济体的贸易机会、增加了经济萧条的压力。在此情形下，外部资本市场会要求较高的资金报酬率，企业资金压力增大，有效投资会减少，企业难以兼顾社会责任的履行，导致 ESG 表现下降。这一结果符合假设 H1 的预期。

（二）稳健性检验

1. 更换被解释变量

为增加研究结论的可信度，本文进行稳健性检验的第一步是更换被解释变量，参照 Meng 等(2022)的研究，采用企业和讯网 ESG 表现（ $ESG2$ ）作为解释变量，表 4 列（1）~ 列（2）展示了回归结果。无论是行业固定效应，还是公司固定效应， $ESG2$ 为被解释变量的贸易政策不确定性回归系数仍为负，且通过了 1% 的显著性水平检验，其结论与基准回归一致，相关假设再次得到验证。

表 3 基准回归结果

变量	(1)	(2)
	$ESG1$	$ESG1$
TPU	-0.0241*** (-4.28)	-0.0222*** (-4.23)
$Size$	0.1485*** (13.21)	0.2293*** (9.03)
Lev	-0.3148*** (-3.55)	-0.5180*** (-4.27)
$Cash$	-0.3099** (-2.53)	-0.5425*** (-3.95)
Rec	-0.5538*** (-3.46)	-0.3089 (-1.13)
Fix	-0.2036** (-2.01)	-0.5448*** (-3.71)
$Sharel$	-0.1228 (-1.52)	-0.3559** (-2.17)
Roa	0.0432 (0.16)	-0.1208 (-0.46)
$DDFT$	-0.0152*** (-2.80)	0.0376*** (2.80)
Cons	6.4082*** (65.70)	5.8121*** (25.81)
Firm FE	No	Yes
Industry FE	Yes	No
N	8,610	8,610
R ²	0.133	0.659

注：括号内为经过稳健性调整的 t 值，*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的置信水平下显著；下表同。

2. 更换解释变量

前文的贸易政策不确定性用每个月份的平均数来衡量当年，为了使本文结果更加稳健，本文还使用每个月贸易政策不确定性指数的中位数（*TPUMed*）来衡量每年的中国贸易政策不确定性指数，回归结果如表 4 列（3）所示，*TPUMed* 在 1% 的水平上显著抑制企业 ESG 表现，说明本文结果稳健。

3. 工具变量法

为解决可能存在的内生性问题，本文构建了两个工具变量。首先借鉴曲丽娜和刘钧霆（2021）、李梓旗等（2023）的方法，采用美国贸易政策不确定性（*AmeTPU*）和日本贸易政策不确定（*JapTPU*）作为中国贸易政策不确定性的工具变量。美国和日本的贸易不确定性与中国的贸易不确定性存在较强的相关性，而且美国、日本的贸易不确定性与本文的被解释变量误差项相互独立，所以本文选取这两个国家的贸易政策不确定性作为工具变量。从表 4 列（4）~ 列（7）的结果来看，在引入工具变量后，*TPU* 仍在 1% 水平上显著，表明本文结论不存在遗漏变量引致的潜在内生性问题，进一步验证了实证结论的可信度。

4. 排除宏观因素

考虑到贸易政策不确定性是宏观层面的影响，一些潜在的地区因素可能会使估计结果出现偏差，为进一步减少宏观遗漏变量的影响，我们考虑在回归模型中引入城市和行业固定效应。结果如表 4 列（8）所示，*TPU* 的系数在 1% 水平上显著为负，且模型拟合水平为 0.667，表明存在重大遗漏变量的概率较低。

表 4 稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>ESG2</i>	<i>ESG2</i>	<i>ESG1</i>	<i>TPU</i>	<i>ESG1</i>	<i>TPU</i>	<i>ESG1</i>	<i>ESG1</i>
<i>TPU</i>	-3.0279*** (-47.64)	-2.5603*** (-34.26)			-0.0212*** (-3.77)		-0.0224*** (-3.71)	-0.022*** (-3.95)
<i>TPUMed</i>			-0.0170*** (-3.81)					
<i>AmeTPU</i>				0.8525*** (737.98)				
<i>JapTPU</i>						0.0195*** (587.56)		
Cons	19.4853*** (12.05)	12.9971*** (3.15)	6.1139*** (26.24)	-0.0071 (-0.05)	6.1168*** (18.41)	-3.4487*** (-18.26)	6.1173*** (18.41)	5.277*** (4.72)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm FE	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	No	No	No	No	No	No	Yes
City FE	No	No	No	No	No	No	No	Yes
N	8,610	8,610	8,610	8,610	8,610	8,610	8,610	8,610
R ²	0.267	0.492	0.660	0.927	0.027	0.850	0.027	0.667

5. Oster 检验

上市公司 ESG 表现仍会被许多潜在因素影响，已有研究发现，遗漏变量是造成内生性的来源之一（汪险生和李宁，2021）。本文借用 Oster（2019）提出的方法

估计遗漏变量对本文结论产生的影响，使用线性概率模型重新估计方程（1），并假定引入遗漏变量后模型（1）的新 R^2 将变为原先的1.3倍，而遗漏变量对被解释变量的影响与本文已经观测的变量的影响相同。结果如表5所示，当 $\beta=0$ 时， δ 为2.93，说明遗漏变量问题无法显著影响本文的结论。

（三）机制检验

1. 机制检验 I：融资约束

已有研究发现企业融资约束会阻碍企业 ESG 表现的提高（张曾莲和邓文悦扬，2022；Yuan et al., 2022；Li et al., 2023），基于此，笔者认为贸易政策不确定性很可能导致贸易机会丧失、经济下行的压力，企业的融资约束也会随之加重，导致企业资金压力增加，企业迫于生存压力会减少对社会 responsibility 承担方面的支出，抑制 ESG 表现。

本文借鉴江艇（2022）的做法，使用企业的融资约束（SA）进行机制检验，结果如表6列（1）所示，贸易政策不确定性对融资约束的回归系数为0.0505且显著为正，说明贸易政策不确定性能够通过增加企业的融资约束，减少企业在社会责任承担方面的投入，进而抑制企业的 ESG 表现。

2. 机制检验 II：企业效率投资

本文还从企业效率投资的角度探讨了贸易政策不确定性对企业 ESG 表现的潜在机制。贸易政策不确定性容易引发投资市场的恐慌，政策的反复也会滋生一些真伪难辨的消息。投资市场的恐慌、投资信息的不确定会让企业无法准确识别有利于自己的消息，导致企业有效投资下降，生存发展压力增大，从而减少企业社会责任承担的付出，抑制企业 ESG 表现。

本文用 Chen 等（2011）的方法计算的企业效率投资（MEI）进行机制检验，结果如表6列（2）所示，贸易政策不确定性在1%的水平上显著降低了企业效率，这是因为贸易政策的不确定性使得人们无法对未来交易进行预测，放大企业交易过程的不确定性，难以进行有效的投资（Rodrik, 1991；Hsieh et al., 2019），也使得企业无法在有限的资源条件下获得足够的利润，提升自身的 ESG 水平。

表 5 Oster 检验

Parameter Assumptions	
ESG1	
$1.3R^2; \delta=1$	δ for $\beta=0$
“True” β Bound [-0.02218, -0.02217]	$\delta=2.93$

表 6 机制检验

变量	(1)	(2)
	SA	MEI
TPU	0.0505*** (27.13)	-0.0010*** (-5.52)
Cons	-0.1101 (-0.51)	0.0673*** (4.22)
Control	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes
N	8,610	8,228
R ²	0.974	0.379

五、异质性检验

（一）企业性质

基于现实市场环境的考虑，国有企业由于与政府紧密联系，当贸易政策不确定性发生时，国有企业能够凭借自身所拥有的政府资源，更好地抵御贸易政策不确定性。表7列（1）~列（2）展示了对国有企业和民营企业子样本进行分组回归的结果。

笔者发现，在国企样本组中，*TPU* 系数在 10% 的水平上显著为正；在非国企的样本组中，*TPU* 对企业 ESG 表现系数在 1% 的水平上显著为负，这说明贸易政策不确定性对企业 ESG 表现的抑制作用集中在非国企，但国企组 *TPU* 系数为正，这是因为在环境问题日益严重的情况下，国企在抵御贸易政策不确定性后，需要提高自身 ESG 表现，做好示范作用。

（二）企业规模大小

已有研究表明大型公司拥有更多的资源和资本（Russo and Perrini, 2010），因此，面对贸易政策不确定性，大型企业能够利用其自身资本，在保证经营业绩的同时维持自身 ESG 表现，而小型企业的首要

目标是利用有限的资源生存下去，不关注自身 ESG 表现。本文按照企业规模中值把样本分为企业规模大、企业规模小两组，并分别对企业 ESG 表现进行回归。表 7 列（3）~ 列（4）展示了将样本按照企业规模进行分组的回归结果。结果显示企业规模小的样本组贸易政策不确定性系数在 1% 水平上显著为负；规模大的企业并没有影响，因此贸易政策不确定性对企业 ESG 表现的影响集中在规模较小的企业。

（三）企业污染性质

污染性质是企业 ESG 表现的重要部分，本文按照企业是否为重污染企业进行对比分析，表 8 列（1）~ 列（2）为企业污染性质的回归结果。结果表明，当企业为非污染企业时，贸易政策不确定性对当地企业 ESG 表现起到负向抑制作用，但对重污染企业的抑制作用并不显著。这可能是因为重污染企业作为污染排放的主体，更加注重自身的 ESG 表现（Hoang, 2022），不会因为贸易政策不确定性的存在就降低自身 ESG 表现。

（四）市场化程度

企业所处地区的市场化程度与贸易政策不确定性的影响有着密切联系（Li et al., 2023），本文利用各省份市场化程度进行分组，探讨企业所处地区的市场化程度对贸易政策不确定性的影响，如表 8 的列（3）~ 列（4）所示，相对于市场化程度低的企业，贸易政策不确定性对所处地区市场化程度高的企业 ESG 表现的负效应更为显著，这是由于市场化程度高的地区信息较为畅通，贸易政策不确定性的影响会加重。

表 7 异质性检验 1

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	国企	非国企	规模大	规模小
<i>TPU</i>	0.0102* (1.84)	-0.0370*** (-5.87)	-0.0023 (-0.38)	-0.0320*** (-5.23)
Cons	6.2003*** (18.21)	5.8233*** (17.73)	6.4408*** (13.85)	5.3494*** (16.02)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4,148	4,462	4,303	4,307
R ²	0.657	0.649	0.694	0.681

表 8 异质性检验 2

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	重污染企业	非污染企业	市场化程度低	市场化程度高
<i>TPU</i>	-0.0089 (-1.25)	-0.0214*** (-4.12)	-0.0101* (-1.81)	-0.0344*** (-4.89)
Cons	6.1092*** (15.26)	6.3544*** (21.63)	5.5537*** (14.86)	6.7728*** (18.27)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3,236	5,374	4,556	4,054
R ²	0.626	0.685	0.686	0.677

六、结论及对策建议

本文首先简述了企业 ESG 的影响,重点探究贸易政策不确定性对企业 ESG 的影响。以 2011~2019 年中国 A 股上市公司为研究样本,实证考察了贸易政策不确定性与企业 ESG 表现的关系。第一,贸易政策不确定性提升显著抑制企业 ESG 表现,且在考虑贸易政策不确定性的度量误差、企业 ESG 表现的度量误差、内生性问题的情况下,这一结论仍然成立。第二,异质性分析发现,这一抑制作用在不同性质、规模、市场化程度地区的企业间存在显著差异。具体而言,贸易政策不确定性对非国企、小规模企业、所处地区市场化程度低的企业 ESG 抑制作用更显著。当企业为非污染企业时,贸易政策不确定性对当地企业 ESG 表现起到负向抑制作用,但对重污染企业的抑制作用并不显著。第三,贸易政策不确定性能够通过增加企业的融资约束和降低企业的效率投资,抑制企业的 ESG 表现。

本文研究结果为企业面临的 ESG 风险问题提供了新的解决思路,对政府引导企业提升 ESG 水平,促进企业高质量发展提供了一定的启示和借鉴。第一,由于当前逆全球化和贸易保护主义浪潮愈演愈烈,贸易政策不稳定性明显上升。政府应保持宏观经济政策的一致性和连续性,尽力保证贸易政策措施的稳定性,提高企业的经济水平和业绩,引导企业 ESG 向良性发展。第二,政府应努力改善企业生存经营的外部环境,为小规模企业和市场化程度低的地区和企业提供充足的资金支持,并通过健全金融市场制度、提升制度质量(江春等,2021)降低贸易政策不确定性对企业的负向影响,使得企业在保证资金来源的同时增加其在环境、社会治理等方面的投入,提升 ESG 水平。第三,政府应当建立完善的 ESG 信息披露制度,采取必要措施引导和督促企业规范披露 ESG 信息(全佳,2021),如鼓励 ESG 基金和指数的发展,把贷款、缴税方面的优惠给予企业等(陈欣,2010),鼓励投资者将企业 ESG 表现作为衡量企业投资潜力的重要指标,通过缓解融资约束推动企业高质量发展(张慧等,2022)。

参考文献:

- [1] 操群,许骞.金融“环境、社会和治理”(ESG)体系构建研究[J].金融监管研究,2019,(4).
- [2] 陈铭婧,李原驰.试析经济政策不确定性对 ESG 评级的影响[J].商讯,2022,(11).
- [3] 陈欣.国企应引领 ESG 领域发展[J].董事会,2020,(10).
- [4] 高杰英等.ESG 表现能改善企业投资效率吗?[J].证券市场导报,2021,(11).
- [5] 胡洁等.企业数字化转型如何影响企业 ESG 表现——来自中国上市公司的证据[J].产业经济评论,2023,(1).
- [6] 胡刘芬.企业战略对融资约束的影响及机理研究[J].南开经济研究,2021,(1).
- [7] 黄世忠.支撑 ESG 的三大理论支柱[J].财会月刊,2021,(19).
- [8] 江春等.贸易政策不确定性、金融市场化与企业投资行为[J].国际金融研究,2021,(8).
- [9] 江艇.因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J].中国工业经济,2022,(5).
- [10] 雷雷等.共同机构持股与企业 ESG 表现[J].经济研究,2023,58(4).
- [11] 李井林等.ESG 促进企业绩效的机制研究——基于企业创新的视角[J].科学学与科学技术管理,2021,42(9).
- [12] 李诗,黄世忠.从 CSR 到 ESG 的演进——文献回顾与未来展望[J].财务研究,2022,(4).
- [13] 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).

- [14] 李宇,王铁勋.中国式创新的内驱动力、资源行动与模式选择——来自党领导的典型企业创新实践的多案例研究[J].财经问题研究,2023,(2).
- [15] 李梓旗等.贸易政策不确定性、企业现金持有水平与债务违约风险——来自沪深A股上市公司的经验证据[J].山西财经大学学报,2023,45(1).
- [16] 刘惠好,冯永佳.经济政策不确定性与公司社会责任信息披露[J].北京工商大学学报(社会科学版),2020,35(5).
- [17] 刘俊海.论公司ESG信息披露的制度设计:保护消费者等利益相关者的新视角[J].法律适用,2023,(5).
- [18] 郝斯亮.贸易政策不确定性对出口企业债务融资成本的影响研究[D].南京:南京大学,2021.
- [19] 孟祥慧,李军林.地方政府绩效考核与企业ESG表现:一个政策文本分析的视角[J].改革,2023,(8).
- [20] 乔桂明,李梓旗.贸易政策不确定性、股权质押与企业风险——基于3453家上市企业数据的验证[J].苏州大学学报(哲学社会科学版),2021,42(6).
- [21] 曲丽娜,刘钧霆.贸易政策不确定性下政府研发补贴对高技术产品出口的影响[J].经济经纬,2021,38(6).
- [22] 施懿宸等.ESG促进碳中和发展要点解析[J].新理财,2021,(5).
- [23] 仝佳.ESG表现、融资约束与企业价值分析[J].商讯,2021,(29).
- [24] 汪险生,李宁.提高金融可得性能否促进土地流转——来自CHFS数据的证据[J].山西财经大学学报,2021,43(1).
- [25] 王凯,张志伟.国内外ESG评级现状、比较及展望[J].财会月刊,2022,(2).
- [26] 王琳璘等.ESG表现对企业价值的影响机制研究[J].证券市场导报,2022,(5).
- [27] 伊志宏等.企业对外担保与股价崩盘风险——基于A股上市公司的经验证据[J].会计研究,2021,(4).
- [28] 张曾莲,邓文悦扬.地方政府债务影响企业ESG的效应与路径研究[J].现代经济探讨,2022,(6).
- [29] 张慧等.贸易政策不确定性影响企业生存的效应与机制研究[J].上海对外经贸大学学报,2022,29(3).
- [30] 张琳,赵海涛.企业环境、社会和公司治理(ESG)表现影响企业价值吗?——基于A股上市公司的实证研究[J].武汉金融,2019,(10).
- [31] 张龙等.贸易政策不确定性恶化了贸易条件吗:宏观表象与计量检验[J].财贸经济,2022,43(8).
- [32] 张小溪,马宗明.双碳目标下ESG与上市公司高质量发展——基于ESG“101”框架的实证分析[J].北京工业大学学报(社会科学版),2022,22(5).
- [33] 张长江等.ESG表现、投资者信心与上市公司绩效[J].环境经济研究,2021,6(4).
- [34] 周泽将,雷玲.营商环境优化与企业ESG表现[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2023,73(5).
- [35] Ahsan,T.,Qureshi,M. A.The Nexus between Policy Uncertainty,Sustainability Disclosure and Firm Performance[J].Applied Economics,2021,53(4).
- [36] Avramov,D.,et al.Sustainable Investing with ESG Rating Uncertainty[J].Journal of Financial Economics,2022,145(2).
- [37] Aydoğmuş,M.,et al.Impact of ESG Performance on Firm Value and Profitability[J].Borsa Istanbul Review,2022,22(S2).
- [38] Cepni,O.,et al.Climate Uncertainty and Information Transmissions Across the Conventional and ESG Assets[J].Journal of International Financial Markets, Institutions and Money,2023,83(2).
- [39] Chen,F.,et al.Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets[J].The Accounting Review,2011,86(4).
- [40] Fafaliou,I.,et al.Firms' ESG Reputational Risk and Market Longevity: A Firm-level Analysis for the United States[J].Journal of Business Research,2022,149(12).
- [41] Hoang,K.Silent but Deadly: Political Corruption and Voluntary ESG Disclosure in the United States[J].Managerial and Decision Economics,2022,43(7).
- [42] Hsieh,H. C.,et al.The Effects of Economic Policy Uncertainty on Outward Foreign Direct Investment[J].International Review of Economics & Finance,2019,64(6).
- [43] Huang,Y.,Luk,P.Measuring Economic Policy Uncertainty in China[J].China Economic Review,2020,59(C).
- [44] Ilyas,M.,et al.Economic Policy Uncertainty and Firm Propensity to Invest in Corporate Social Responsibility[J].Management Decision,2022,60(12).

- [45] Li,C.,et al.ESG Rating Events, Financial Investment Behavior and Corporate Innovation[J].Economic Analysis and Policy,2023,77(1).
- [46] Li,M.,et al.Trade Policy Uncertainty and Financial Investment: Evidence from Chinese Energy Firms[J].Energy Economics,2023,117(1).
- [47] Makrychoriti,P.,Pyrgiotakis,E. G.Climate Policy Uncertainty and ESG Performance:The Moderating Effect of Female Board Presence and Leadership[R].Available at SSRN 4202541,2022.
- [48] Meng,G.,et al.Bridging the Gap between State-business Interactions and Air Pollution: The Role of Environment,Social Responsibility, and Corporate Governance Performance[J].Business Strategy and the Environment,2022,32(4).
- [49] Oster,E.Unobservable Selection and Coefficient Stability: Theory and Evidence[J].Journal of Business & Economic Statistics,2019,37(2).
- [50] Rodrik,D.Policy Uncertainty and Private Investment in Developing Countries[J].Journal of Development Economics,1991,36(2).
- [51] Russo,A.,Perrini, F.Investigating Stakeholder Theory and Social Capital: CSR in Large Firms and SMEs[J]. Journal of Business Ethics,2010,91(2).
- [52] Srivastava,J.,et al.Is ESG the Key to Unlock Debt Financing During the COVID-19 Pandemic? International Evidence[J].Finance Research Letters,2022,49(6).
- [53] Vural-Yavas,C.Economic Policy Uncertainty, Stakeholder Engagement and Environmental Social and Governance Practices: The Moderating Effect of Competition[J].Corporate Social Responsibility and Environmental Management,2021,28(1).
- [54] Yuan,X.,et al.ESG Disclosure and Corporate Financial Irregularities—Evidence from Chinese Listed Firms[J]. Journal of Cleaner Production,2022,332(3).

Can Trade Policy Uncertainty Enhance Corporate Social Responsibility?

LIANG Junwei HE Mingkai

Abstract: Along with the rapid and steady growth of China's economy and the continuous expansion of the scale of imports and exports, the uncertainty of trade policies faced by China has also reached an unprecedented level. The research findings indicate that trade policy uncertainty significantly suppresses the ESG performance of enterprises. After a series of robustness tests such as substituting the explained variable and using the instrumental variable method, this conclusion still holds. Further research reveals that the inhibitory effects are more pronounced on non-state-owned enterprises, smaller enterprises, and enterprises in the regions with a high degree of marketization. Moreover, trade policy uncertainty has an inhibitory effect on the ESG performance of non-polluting enterprises, but the inhibitory effect on heavily polluting enterprises is not significant. It is further discovered that trade policy uncertainty will increase the financing constraints faced by enterprises, reduce their efficient investment, and thereby suppress their ESG performance.

Keywords: uncertainty of trade Policies; ESG; financing constraints

(责任编辑: 张建华)