

《金融市场研究》专家审稿单

初稿篇名： ESG 成本内化，推动有为政府与有效市场更好结合	
外 审 意 见	本文从 ESG 入手，使用 ESG 成本内部化，推动 ESG 成为政府解决市场失灵的有效机制，当前 ESG 研究更多局限在企业发展微观视角，本文视角比较好。不过有几个问题可以再斟酌： 一是 ESG 理念是否能够解决所有市场失灵？还是能解决部分失灵？或者说能够解决什么样的市场失灵？ 二是 ESG 本身所蕴含的要素可能并不是市场能够调节的，而是存在价值判断的，诸如员工多元化、公司治理等，这使得 ESG 本身包含的调节机制多元化。这部分可能与有效市场关系并不大，是否会影响其参与市场调节的作用？ 三是 ESG 评级更多是类似企业 ESG 表现排序，主观概念比较强，当前较少看到精准衡量外部性的 ESG 评级体系论述，这个是否能够彻底解决？如何建立起 ESG 评级与外部成本的直接关系？ 四是文中提到的信息披露增加企业成本、披露标准不统一等问题，文章后续也没有给予比较好的解决，如果这个问题不解决，是很难是成本内部化 ESG 机制运行的好的。 五是成本内部化的 ESG 评价与现有碳排放权交易、生物多样性信用等市场失灵纠错机制相比，优势和劣势又如何？ 总之，本文理念比较好，如果在体系核心要素、传导机制建设等细节部分能够有更详细的思考，研究价值会更高。 2024 年 6 月 4 日
作 者 回 复	作者非常感谢审稿专家对我们文章选题价值的认可，也感谢您在百忙之中阅读本文并提出富有建设性的意见与建议。审稿专家在审稿意见中，既指出了我们论文中存在的问题，也提供了许多具有建设性的修改意见和建议。我们仔细思考了审稿专家的意见和建议，并在此基础上对文章进行了针对性修改，这些意见和建议极大地帮助我们提升了论文质量。以下是我们对审稿专家意见的逐一回复，希望得到审稿专家的认可或者进一步指导。为方便审稿专家审阅，针对审稿专家的意见的修改内容均在《修改稿》中标红，同时在《作者回复》中以蓝色楷体标记，并加以页码标注。 意见一：ESG 理念是否能够解决所有市场失灵？还是能解决部分失灵？或者说能够解决什么样的市场失灵？ 作者答复：感谢审稿专家的宝贵意见。在上一版本中，作者并未对市场失灵的定义、产生原因及解决方式等内容进行进一步探究。受审稿专家的意见启发，作者查阅了更多有关市场失灵的文献。由于市场失灵提出的概念较早，各不同流派对其产生原因有不同看法，作者在此处列举梅阳（2012）在其《财政学》教材中的观点。市场失灵分为两类。首先是现实市场条件不符合纯粹的市场经济所必需条件假定的条件性市场失灵。主要原因有垄断（不完全竞争）、外部性、不完全信息（信息不对称）、交易成本、偏好不合理。其次是即使具备纯粹市场经济所需要的完整运行环境，市场经济的调节效果也有不尽如人意的原生性市场失灵。主要原因有收入分配不公、经济波动失衡¹。从 ESG 的内在原理与作用路径来看，能够解决的市场失灵问题主要为外部性和信息不对称带来的条件性市场失灵，而无法解决所有的市场失灵问题。

¹ 梅阳. 财政学[M]. 语教学与研究出版社, 2012.

在原版文章中，作者对导致市场失灵的原因并未过多阐释，因此可能会造成误解，在修改稿中作者对此加以补充说明。

增补内容：引言（P1）

（蓝色楷体为增补内容，黑色楷体为原文）

然而，市场参与者在追求个人或企业利益的过程中，通常不会充分考虑其行为对社会整体福利的影响，产生社会成本与私人成本不匹配、社会收益与私人收益不对等的情况，并使得产生负外部性的产品供给过剩，而产生正外部性的产品与服务的供给意愿不足。同时，公司运营者和外部的利益相关人存在天然的信息差，消费者、供应商、投资人难以了解商品的真实质量、供应链的管理水平以及公司运营的实际情况，信息不对称的问题可能会损害各方利益。上述种种原因会使得市场失灵。为了解决这些问题，需要“有为政府”的介入。“有为政府”强调政府在经济社会发展中发挥积极而有效的作用，突破市场自身的局限性，通过加强信息披露要求缓解信息不对称，并通过税收、补贴等政策手段，优化要素配置，使负外部性得以解决，正外部性得到补偿，纠正由信息不对称、外部性等原因导致的市场失灵，从而全面提升社会福祉。

意见二：ESG 本身所蕴含的要素可能并不是市场能够调节的，而是存在价值判断的，诸如员工多元化、公司治理等，这使得 ESG 本身包含的调节机制多元化。这部分可能与有效市场关系并不大，是否会影响其参与市场调节的作用？

作者答复：感谢审稿专家提出的宝贵问题。作者认为，ESG 虽然是由环境、社会、治理三个板块的多种要素构成的，但 ESG 作为一个整体评价机制，考察的是企业长期可持续发展能力与做出更大正外部性贡献的能力。而无论是在产品市场、金融市场，还是在供应链的构建过程当中，ESG 起到的作用主要为作为工具，辅助利益相关方进行决策，并使企业重新审视自己的行为（原稿 P4 的第一段）。以审稿专家列举的员工多元化、公司治理两个因素为例。现有研究已充分论述了员工多元化与良好的公司治理对于公司长期价值的重要作用。一旦公司在 S 或 G 上表现较差，就会反映为 ESG 的整体水平下降，消费者、投资者、供应商就有概率因为较差的 ESG 表现而放弃这家公司。在这一层面上，ESG 更像是一种倒逼机制，通过市场上利益相关方的自主选择，对于企业的各项行为进行“纠偏”，最终实现公司各个层面的可持续发展。因此，作者认为即便本身包含各类定量定性、主观客观因素，但仍然是能够充分作用在有效市场的形成过程当中的。

作者在修改稿中进一步丰富了 ESG 在有效市场形成过程中发挥作用的论述。

增补内容：引言（P4）

ESG 作为一种兼顾环境、社会与治理的理念，要求企业在经营决策中嵌入对外部影响的考量，披露其在环境、社会与治理方面的绩效，并根据披露信息获得评级。践行 ESG 有助于识别企业造成的外部性，缓解市场上的信息不对称，辅助投资者进行投资决策，同时使得企业审视自身行为，减少负外部性的供给。一旦公司在某一指标上表现较差，就会反映为 ESG 的整体水平下降，消费者、投资者、供应商就有概率因为较差的 ESG 表现而放弃这家公司。因此，ESG 更像是一种倒逼机制，通过市场上利益相关方的自主选择，对于企业的各项行为进行“纠偏”，最终实现公司各个层面的可持续发展。而从政府层面来讲，则可以通过企业 ESG 表现，识别其是否存在负外部性行为，对此进行纳税或处罚；判断其做出多少正外部性行为，衡量其公共物品供给水平与做出社会贡献的能力，并进行补贴、招财准入等正向激励。经过上述动态调整，淘汰不具备可持续发展能力或存在大量问题的企业，各类优质资源向 ESG 评级较高的企业集中，并最终实现有为政府与有效市场的有机

结合。

意见三：ESG 评级更多是类似企业 ESG 表现排序，主观概念比较强，当前较少看到精准衡量外部性的 ESG 评级体系论述，这个是否能够彻底解决？如何建立起 ESG 评级与外部成本的直接关系？

作者答复：感谢审稿专家的问题。ESG 指标选取标准较为模糊、定量定性指标混用、评价时存在大量主观因素是市面上国内外 ESG 评级机构存在的共性问题，也是作者尝试建立基于成本内化的 ESG 评价体系的动力之一。在经过文献查找、并结合会计相关指标后，作者认为，企业在 ESG 三个方面所产生的外部性可以进行如下区分：从环境角度看，通常从时间角度将“环境外部成本”划分为三类：为了弥补过去造成的污染所支出的成本、为了维护环境现状所支出的成本和为了减少未来的污染所支出的成本。从社会角度看，通常用企业为了承担社会责任支出的费用来衡量外部成本。从影响主体上分类，对企业员工承担责任所需支付的成本、对客户利益负责所需承担的成本和对整个社会承担责任所需支出的成本。从公司治理角度看，外部成本主要是投资者权益对抗管理层潜在不当行为的成本，一般是上市公司为信息披露的可靠性支付的费用和企业管理层操作合规风险所支付的费用。这些指标均为财务费用指标，不存在主观评价时的价值观干扰，可以较好地解决审稿专家提出的问题。

在原稿【4.1 理论分析】中涉及到相关表述，但并未直接点明 ESG 评级与外部成本之间有何关系。感谢审稿专家的建议，在修改稿中，作者补充了对相关内容的提炼概括，并修改小标题为【4.1 成本内化应用于 ESG 的理论分析】，以便直截了当地说明二者关系。

增补内容：4.1 成本内化应用于 ESG 的理论分析（P17）

（蓝色楷体为增补内容，黑色楷体为原文）

更进一步的，我们可以从环境、社会、公司治理三个维度衡量企业的外部成本，即：构建起基于成本内化的 ESG 评价体系。从环境角度看……

意见四：文中提到的信息披露增加企业成本、披露标准不统一等问题，文章后续也没有给予比较好的解决，如果这个问题不解决，是很难是成本内部化 ESG 机制运行的好的。

作者答复：感谢审稿专家提出的宝贵意见！正如专家所指出的，信息披露增加企业成本、披露标准不统一等问题是当下企业在进行 ESG 披露时面对的较大问题，同时也是进行 ESG 评价时数据获取较难、数据质量不高的症结所在。然而，使用基于成本内化的 ESG 评价体系则可以有效解决上述问题。一方面，成本内化旨在从财务手段衡量企业支出了但未得到回报的费用，相关指标均为财务指标，如环境层面的绿色研发支出、节能改造与绿色园区升级等支出，社会层面的在扶贫、乡村振兴、公益事业等领域的支出。相关数据无需企业额外花费成本进行统计，对企业的成本负担较小；此外，财务信息的披露已有统一的会计准则作为规范指引，企业无需面对繁多复杂的披露准则。

在原稿中，作者分析成本内化对企业的意义时，侧重点落在了对于企业 ESG 实践积极性的促进上，然而忽略了 ESG 信息披露层面的极大便利。受到审稿人的启发，作者对相关分析加以补充。

增补内容：4.2 成本内化的作用机制（P19）

（蓝色楷体为增补内容，黑色楷体为原文）

从企业自身出发，成本内化可以更好地激发市场主体活力，为企业提供激励……而由于成本内化旨在从财务手段衡量企业支出了但未得到回报的费用，相关指标均为财务指

标，如环境层面的绿色研发支出、节能改造与绿色园区升级等支出，社会层面的在扶贫、乡村振兴、公益事业等领域的支出。相关数据无需企业额外花费成本进行统计，对企业的成本负担较小；此外，财务信息的披露已有统一的会计准则作为规范指引，企业无需面对繁多复杂的披露准则，节省了大量的学习成本。

意见五：成本内部化的 ESG 评价与现有碳排放权交易、生物多样性信用等市场失灵纠错机制相比，优势和劣势又如何？

作者答复：感谢审稿专家的提问。作者认为，现有的税收优惠、财政补贴或者优先采购政策等往往只针对绿色、创新等行为，碳排放权交易机制更是聚焦于减碳目标的实现。这些机制集中于对企业在特定方面表现的肯定，而非对环境、社会与治理的综合评估。因此，企业在投入资源和精力履行其他方面的社会责任时，难以获得直接的经济利益。通过上述机制进行市场失灵的纠偏时，也只能解决一部分环境外部性的问题。而 ESG 评价更像是辅助上述机制的工具，是对于社会与治理层面的负外部性、公共物品供应不足、信息不对称问题导致的市场失灵的解决方法的视角补充。

受到审稿专家启发，作者对相关问题有了进一步思考。在【3.2 激励措施仍有待完善】中，作者丰富与完善了相关表述。

修改内容：3.2 激励措施仍有待完善

（蓝色楷体为修改内容）

现阶段，各国政府主要通过补贴降税、碳排放权交易等激励措施对于市场失灵进行纠错。这些机制旨在通过政策、市场信号、金融工具等激励企业积极践行 ESG 理念。然而，相关激励机制仍有其不足之处。税收优惠、财政补贴或者优先采购政策等往往只针对绿色、创新等行为，碳排放权交易机制更是聚焦于减碳目标的实现。这些机制集中于对企业在特定方面表现的肯定，而非对环境、社会与治理的综合评估。因此，企业在投入资源和精力履行其他方面的社会责任时，难以获得直接的经济利益。这种缺乏直接激励的环境可能导致企业在考量成本和收益时，更倾向于优先考虑直接带来经济回报的业务，从而抑制了企业 ESG 实践的积极性。

最后，再次感谢审稿专家在百忙之中抽出时间仔细审阅我们的文章，并提出了极具建设性的修改意见，使得全文更加严谨与流畅。如果一些问题的修改和完善未能达到审稿专家的要求，还请审稿专家多多见谅，同时也由衷地欢迎审稿专家继续批评指正。

祝好！

作者敬上

作者信息：

第一作者：翟大伟，国家发改委价格成本调查与认证中心

第二作者（通讯作者）：刘海琦，中国人民大学财政金融学院。联系方式：sfruc1hq@163.com

第三作者：黄勃，中国人民大学财政金融学院

2024 年 6 月 12 日

外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，隐名后的有价值讨论可公开。如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。



笑 浅

2024-06-16 08:55



“从社会角度看, 通常用企业为了承担社会责任支出的费用来衡量外部成本。”

↵

对企业员工承担责任所需支付的成本、对客户利益负责所需承担的成本和对整个社会承担责任所需支出的成本。

↵

为信息披露的可靠性支付的费用和企业管理层操作合规风险所支付的费用

↵

为了弥补过去造成的污染所支出的成本、为了维护环境现状所支出的成本和为了减少未来的污染所支出的成本。

↵

这四类·是·成本, 但是否符合·上文所定义的“外部成本”? 读起来感觉更像是·已经可记账的内部成本。

↵



海琦 刘

2024-06-26 16:05

感谢审稿专家的宝贵意见。实际上, 我们尝试对于企业的外部成本进行定义, 具体为: 企业对其他个人、组织以及社会产生的正面或负面影响时, 未收取的或为给予补偿的费用。我们理解这部分费用倘若纯粹出于经营利润最大化的目标, 是不需要企业来承担的。但企业在支出了这笔费用后, 产生了正向的外部性, 却并未得到更多补偿。如, 为了信息披露所支出的费用有利于营造更好的市场环境, 但这笔费用无法计算在产品价格当中。我们判断, 本文所列举的若干内容均符合外部成本的定义。

“有为，不乱为”：构建基于成本内化的 ESG 评价体系：文献述评

本文主题与两类文献关系密切：一是有为政府与有效市场的相关理论探索；二是 ESG 对于优化资源配置、助力经济高质量发展的研究。

在分析中国及其他发展中国家的经济转型成功与失败的经验基础上，林毅夫（2017）在新结构经济学框架内提出“有为政府+有效市场”的观念。他认为，具有中国特色的社会主义市场经济正是有为政府与有效市场相结合的经济模式。与无为政府和乱为政府相对，有为政府在面对市场无法有效解决的问题时介入，采取适时的行动，引导无效市场转向有效，以促进经济结构按照要素禀赋和相应比较优势的变化进行调整（林毅夫和王子晨，2016）。有为政府的概念涵盖了动态变迁和改革的双重含义。其中，动态变迁指的是政府需要在经济发展的不同阶段，根据经济结构的特点来克服市场缺陷、弥补市场失灵，干预、增进及补充市场活动；改革指政府机构及其职能需要随着经济结构和发展阶段主动及时变化（王勇和华秀萍，2017）。卢福财与王守坤（2021）进一步阐述了有为政府作用的广泛领域，强调在培育市场环境、实施产业政策、促进微观市场主体发展、推动科技创新以及完善宏观治理等方面，有为政府的主导和引导作用至关重要。这些领域的主导和引领，体现了有为政府在推动社会 and 经济发展中的核心作用。

市场经济本质特征是由市场决定资源配置，市场机制一般能高效配置资源，进而促进经济增长和社会福利的最大化。众多学术研究（蔡哲和王德文，1999；王小鲁，2000；刘伟和张辉，2008）均实证支持市场化改革在促进资源有效配置方面的作用，进一步指出这一过程是推动中国经济快速增长的关键因素。然而，市场机制虽在资源配置中起主导作用，但其并非万能。市场与政府应被视为相辅相成的关系，形成一种有机的整体，共同促进经济的均衡与高效发展（王勇，2017）。

从政策效能角度出发，众多学者深入探讨有为政府与有效市场之间的互动及其协同作用，揭示二者如何共同推动经济体系的高效运作和健康发展。在区域协同上，陈云贤（2019）的研究揭示了深圳改革开放成功背后的关键动因，即有为政府与有效市场的融合与相互促进，并强调了政府在资源配置和创新推动方面对区域经济高速发展的贡献。同时，欠发达地区依托有为政府支持的区域协调发展战略，结合有效市场的调节作用，能够实现对发达东部地区的有效追赶（蒙昱竹，2022）。在行业发展上，陈文和陈小辉（2021）、耿瑞霞和周绍杰（2023）等的研究进一步证实，在新能源产业等特定领域，有为政府不仅促进了产业结构的优化，且通过政策支持为市场在资源配置中的基础作用提供了强有力的保障。这些研究深化了对于有为政府与有效市场在现代化经济体系中角色与作用机制的理解，并对实践中构建相互促进的政府与市场模式提供了重要的理论指导和实证支持。

ESG 理念要求企业将环境、社会与治理融入发展战略，并进行信息披露。市场针对企业自主披露信息及 ESG 实践情况给出相应的 ESG 评级。现有研究多从缓解信息不对称、促进资源优化配置与解决市场失灵的角度论述 ESG 的作用，为 ESG 联通有为政府与有效市场奠定理论基础。

ESG 信息披露能够有效缓解市场中的信息不对称问题。通过企业公开透明地报告其在环境保护、社会责任和公司治理方面的实践和成效，结合相应的评级结果，投资者能够更全面地评估企业的长期价值和风险，从而做出更加恰当的投资决策。Cho et al. (2012)、Dhaliwal (2014) 和 Usman et al. (2020) 的研究均表明良好的 ESG 披露能增强非财务信息的可信度，显著降低市场信息不对称性，增强公司的市场信誉，吸引更多的投资者，并降低融资成本。Bai et al. (2022) 进一步研究发现，机构投资者倾向于投资 ESG 表现出色的公司，这在中国尤为明显。

除上述直观的效应以外，ESG 生态的构建还会帮助识别具有长期可持续发展潜力的企业，改善要素流转与资源配置效率。通过优质企业与优势资源的双向匹配及“资源向优质企业集中——企业 ESG 表现改善——吸引更多优质资源”的良性循环，厚植企业长远发展的基础，释放经济增长的内生动力。从双向匹配的机制来看，更广泛的利益相关者关注企业的 ESG 绩效，考量其对环境、社会责任的承担 (Rajesh, 2020; Barros et al., 2022; Gebhardt et al., 2023)。因此，为了吸引投资者以及应对广泛利益相关方的诉求，企业必须采取主动策略来增强其 ESG 方面的表现，同时降低自身产生的负面影响 (Ye & Xu, 2023; Yang et al., 2024)。从循环通道来看，由于具有优秀 ESG 表现的企业更具有创造长期价值的能力与较低的风险 (Atif & Ali, 2021; Yu et al., 2021; Tarulli, 2023)，且会通过提高资源管理效率和加强风险控制，能够实现长期财务绩效的提升 (Garcia et al., 2017; Cornell & Damodaran, 2020)，因此更易于获得融资，还会在资本市场上获得的融资正反馈，有动力持续改善 ESG 表现 (Lumivirta, 2020)。综上，ESG 绩效高的公司不仅更易获得市场上的各类资源，且能够更有效地利用其资源，增强市场定位，实现可持续发展。在此基础上，企业增加了社会效益，降低了社会成本，即正外部性增加、负外部性减少，由外部性导致的市场失灵也因此得以纠正。

总体来说，基于已有文献，本文主要有以下贡献。第一，“有为政府”和“有效市场”的结合是我国特色社会主义经济的必经之路。随着我国可持续发展与高质量发展的目标提出，ESG 在促进政府更加有为、市场更加高效，打造环境友好、经济友好、社会友好的向好型社会体系当中扮演着愈发重要的角色。因此，从理论上梳理 ESG 在助力有为政府和有效市场协同、释放政策效能等领域发挥的作用尤为重要。由于 ESG 在我国兴起时间较晚，相关领域研究仍有空缺，本文则较好地填补这一空白。第二，尽管 ESG 议题近年来在全球范围内引起了广泛关注，特别是在投资决策和企业战略规划中其重要性日益凸显，但关于 ESG 在我国实践中存在的问题却有较少讨论。如何改善 ESG 在我国落地难、“形式主义”等现状，并深度释放 ESG 在经济发展中的乘数效应，仍是一个开放的问题。因此，填补这一研究空白，以新理念新方式解决相关问题，不仅能够为政策制定者提供理论基础，更有效地整合 ESG 因素进入市场和政府的相关机制，也为投资者和企业提供了关于如何在其决策过程中更好地考虑 ESG 因素的见解。