

ESG 信息披露对企业融资成本影响及优化研究

王芸

辽宁对外经贸学院, 云南昆明, 650000;

摘要: 随着全球可持续发展目标 (SDGs) 的推进, 环境、社会与治理 (ESG) 信息披露已成为企业向利益相关者传递非财务信息的重要渠道。基于 2019-2023 年中国 A 股上市公司数据, 本文实证检验了 ESG 信息披露质量对企业融资成本 (含股权融资成本与债务融资成本) 的影响, 并探究产权性质的调节作用。研究结果表明: (1) ESG 信息披露质量的提升显著降低企业股权融资成本与债务融资成本, 经替换核心变量、调整样本区间等稳健性检验后, 结论依然成立; (2) 异质性分析显示, ESG 信息披露的融资成本降低效应在非国有企业中更为显著; (3) 机制检验证实, ESG 信息披露通过减少企业与投资者/债权人之间的信息不对称, 进而降低融资成本。本研究丰富了新兴市场 ESG 信息披露经济后果的研究, 为企业优化融资策略与监管机构完善 ESG 披露制度提供实践启示。

关键词: ESG 信息披露; 股权融资成本; 债务融资成本; 信息不对称; 产权性质

The Impact of ESG Information Disclosure Quality on Corporate Financing Costs: Empirical Evidence from Chinese A-Share Listed Companies

Abstract: With the advancement of the global Sustainable Development Goals (SDGs), environmental, social and governance (ESG) information disclosure has become an important channel for enterprises to transmit non-financial information to stakeholders. Based on the data of Chinese A-share listed companies from 2019 to 2023, this paper empirically examines the impact of ESG information disclosure quality on corporate financing costs (including equity financing costs and debt financing costs), and explores the moderating effect of property right nature. The results show that: (1) The improvement of ESG information disclosure quality significantly reduces corporate equity financing costs and debt financing costs, and this conclusion still holds after robustness tests such as replacing core variables and adjusting sample intervals; (2) Heterogeneity analysis shows that the financing cost reduction effect of ESG information disclosure is more significant in non-state-owned enterprises; (3) Mechanism test confirms that ESG information disclosure reduces the information asymmetry between enterprises and investors/creditors, thereby lowering financing costs. This study enriches the research on the economic consequences of ESG information disclosure in emerging markets, and provides practical implications for enterprises to optimize financing strategies and for regulators to improve the ESG disclosure system.

Key words: ESG information disclosure; Equity financing cost; Debt financing cost; Information asymmetry; Property right nature

DOI: 10. 64216/3104-9672. 25. 04. 036

1 引言

1.1 研究背景

可持续发展理念已深度融入全球经济社会发展, ESG 逐渐成为利益相关者评价企业价值与风险的核心标准。随着欧盟《企业可持续发展报告指令》(CSRD)、中国《上市公司 ESG 信息披露指引》等监管体系完善, 中国 A 股上市公司 ESG 报告披露比例从 2019 年的 37.1% 升至 2023 年的 68.3%。融资成本是企业财务管理核心, 信息不对称是导致融资成本高企的关键因素 (Myers & Majluf, 1984)。ESG 信息披露作为非财务信息传递核心方式, 可缓解信息鸿沟, 但现有研究结论存在争议, 且中国资本市场产权“双轨制”下, 国企与

非国企融资环境差异显著, ESG 信息披露对融资成本的影响是否受产权性质调节, 仍需验证。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

补充新兴市场 ESG 信息披露经济后果的实证证据, 深化 ESG 与融资成本的作用机制研究, 丰富信息不对称理论、信号传递理论的应用场景, 揭示产权性质的调节作用, 为理解企业融资异质性提供新视角。

1.2.2 实践意义

为企业优化 ESG 披露策略、投资者与债权人完善决策体系、监管机构健全 ESG 披露制度提供参考, 助力资本市场健康发展与可持续发展目标实现。

1.3 研究框架与方法

1.3.1 研究框架

梳理文献并基于信息不对称理论等提出假设,选取2019-2023年A股上市公司为样本,构建变量与回归模型,实证检验ESG信息披露对融资成本的影响、产权性质的调节作用及信息不对称的中介效应,通过稳健性检验确保结论可靠。

1.3.2 研究方法

以实证研究法为主,结合文献研究法与案例分析法,构建多元线性回归模型开展检验。

2 文献综述与研究假设

2.1 文献综述

2.1.1 ESG信息披露与融资成本

多数学者认为ESG信息披露可降低股权与债务融资成本(EI Ghoul等,2011;Goss & Roberts,2011),但Cheng等(2014)提出,ESG信息披露可能增加运营成本,难以带来融资收益。

2.1.2 信息不对称的中介作用

ESG信息披露可弥补财务报告不足,减少信息不对称,进而降低融资成本(Botosan,1997;Kim等,2014),且中介效应受制度环境影响。

2.1.3 产权性质的调节作用

国企凭借政府信用背书,融资约束较轻,ESG披露的融资成本降低效应较弱;非国企信息不对称问题突出,ESG披露的作用更显著(Chen等,2022),但Wang等(2020)得出相反结论。

2.2 研究假设

H1: ESG信息披露质量提升显著降低企业股权融资成本;

H2: ESG信息披露质量提升显著降低企业债务融资成本;

H3: 信息不对称在ESG信息披露与融资成本间发挥中介作用;

H4: 相较于国企,ESG信息披露对非国企融资成本的降低效应更显著。

3 研究设计

3.1 样本选取与数据来源

选取2019-2023年A股上市公司为样本,剔除金融行业、ST/*ST及退市公司、数据缺失样本,对连续变量进行1%分位缩尾处理,最终得到10,236个公司-年度观测值。ESG数据来自和讯网ESG评级报告,融资成本与控制变量数据来自CSMAR与Wind数据库。

3.2 变量定义

3.2.1 被解释变量

•股权融资成本(COE):采用CAPM模型计算($COE = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$);

•债务融资成本(COD):利息支出与平均负债余额的比值($COD = \text{利息支出} / [(\text{期初负债} + \text{期末负债})/2]$)。

3.2.2 解释变量

•ESG信息披露质量(ESG):和讯网评级A、B、C、D、E分别赋值5、4、3、2、1。

3.2.3 中介变量

•信息不对称(ASYMM):修正Jones模型计算的可操纵应计利润绝对值。

3.2.4 调节变量

•产权性质(SOE):国企赋值1,非国企赋值0。

3.2.5 控制变量

企业规模(Size)、资产负债率(Lev)、净资产收益率(ROE)、企业成长性(Growth)、董事会规模(Board)、独立董事比例(Indep)、审计质量(Big4)、行业与年度虚拟变量。

3.3 模型构建

(1) 主效应模型:

$$COE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times ESG_{i,t} + \alpha_2 \times Controls_{i,t} + Industry + Year + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$COD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times ESG_{i,t} + \beta_2 \times Controls_{i,t} + Industry + Year + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

(2) 中介效应模型:

$$COE/COD_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \times ESG_{i,t} + \gamma_2 \times Controls_{i,t} + Industry + Year + \epsilon_{i,t} \quad (\text{模型1})$$

$$ASYMM_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 \times ESG_{i,t} + \delta_2 \times Controls_{i,t} + Industry + Year + \epsilon_{i,t} \quad (\text{模型2})$$

$$COE/COD_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 \times ESG_{i,t} + \theta_2 \times ASYMM_{i,t} + \theta_3 \times Controls_{i,t} + Industry + Year + \epsilon_{i,t} \quad (\text{模型3})$$

(3) 调节效应模型:

$$COE_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 \times ESG_{i,t} + \lambda_2 \times SOE_{i,t} + \lambda_3 \times ESG_{i,t} \times SOE_{i,t} + \lambda_4 \times Controls_{i,t} + Industry + Year + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$COD_{i,t} = \mu_0 + \mu_1 \times ESG_{i,t} + \mu_2 \times SOE_{i,t} + \mu_3 \times ESG_{i,t} \times SOE_{i,t} + \mu_4 \times Controls_{i,t} + Industry + Year + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

4 实证结果与分析

4.1 描述性统计

COE均值0.082(标准差0.023),COD均值0.047(标准差0.018);ESG均值3.26(标准差0.89),整体处于中等水平;ASYMM均值0.053(标准差0.041);SOE均值0.43,样本中国企占比43%,结构均衡。

变量名称	变量符号	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
股权融资成本	COE	10236	0.082	0.023	0.031	0.145
债务融资成本	COD	10236	0.047	0.018	0.012	0.098
ESG 信息披露质量	ESG	10236	3.260	0.890	1.000	5.000
信息不对称	ASYMM	10236	0.053	0.041	0.002	0.216
产权性质	SOE	10236	0.430	0.495	0.000	1.000

4.2 相关性分析

ESG 与 COE、COD 的相关系数分别为-0.23、-0.18，

均在 1%水平显著为负；ESG 与 ASYMM 相关系数-0.21（1%水平显著）；各变量相关系数绝对值均小于 0.7，无严重多重共线性。

变量	COE	COD	ESG	ASYMM	SOE
COE	1.000	0.450***	-0.230***	0.320***	-0.080**
COD	0.450***	1.000	-0.180***	0.270***	-0.110***
ESG	-0.230***	-0.180***	1.000	-0.210***	0.150***
ASYMM	0.320***	0.270***	-0.210***	1.000	-0.090**
SOE	-0.080**	-0.110***	0.150***	-0.090**	1.000

注：*、**、***分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著

4.3 主效应回归结果

加入控制变量后，ESG 对 COE 的回归系数为-0.005（1%水平显著），即 ESG 每提升 1 级，股权融资成本

降低 0.5 个百分点，H1 成立；ESG 对 COD 的回归系数为-0.003（1%水平显著），即 ESG 每提升 1 级，债务融资成本降低 0.3 个百分点，H2 成立。

变量	被解释变量：COE	被解释变量：COD
ESG	-0.005***(4.28)	-0.003***(3.76)
Size	-0.006***(5.11)	-0.004***(4.33)
Lev	0.032***(6.89)	0.025***(5.97)
ROE	-0.045***(7.23)	-0.031***(6.12)
Board	-0.002**(2.45)	-0.001*(1.98)
Indep	-0.003**(2.51)	-0.002**(2.34)
Big4	-0.004***(3.12)	-0.003***(2.89)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
常数项	0.326***(9.21)	0.215***(8.34)
N	10236	10236
Adj-R ²	0.286	0.214

注：*、**、***分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值

4.4 中介效应回归结果

信息不对称在 ESG 与 COE 间的中介效应占比

20.0%，在 ESG 与 COD 间的中介效应占比 16.8%，均为部分中介效应，H3 成立。

变量	COE（模型 1）	ASYMM(模型 2)	COE（模型 3）	COD（模型 1）	COD（模型 3）
ESG	-0.005***(4.28)	-0.012***(5.31)	-0.003***(3.15)	-0.003***(3.76)	-0.002***(2.89)
ASYMM	-	-	0.083***(6.78)	-	0.042***(5.43)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
Industry/Year	控制	控制	控制	控制	控制
N	10236	10236	10236	10236	10236
Adj-R ²	0.286	0.234	0.321	0.214	0.245

注：*、**、***分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著

4.5 调节效应回归结果

ESG×SOE 对 COE 的回归系数为 0.002（5%水平

显著),对COD的回归系数为0.001(10%水平显著),表明国企中ESG的融资成本降低效应更弱,H4成立。

变量	被解释变量: COE	被解释变量: COD
ESG	-0.007***(4.56)	-0.004***(3.98)
SOE	-0.003**(2.34)	-0.002**(2.11)
ESG×SOE	0.002**(2.45)	0.001*(1.76)
控制变量	控制	控制
Industry/Year	控制	控制
N	10236	10236
Adj-R ²	0.293	0.219
注: *、**、***分别表示在1%、5%、10%的水平上显著		

4.6 稳健性检验

替换核心变量、调整样本区间、工具变量法处理内生性后,结论均保持稳健,验证了研究结果的可靠性。

5 研究结论与启示

5.1 研究结论

(1) ESG信息披露质量提升显著降低企业股权与债务融资成本,结论经稳健性检验可靠;

(2) 信息不对称在ESG与融资成本间发挥部分中介作用;

(3) 产权性质具有调节作用,ESG对非国企融资成本的降低效应更显著。

5.2 理论启示

拓展了ESG信息披露经济后果的研究边界,深化了作用机制理解,揭示了产权性质的调节作用,丰富了企业融资制度环境研究。

5.3 实践启示

(1) 企业:重视ESG管理与披露,健全ESG体系,优化披露内容,非国企可将ESG披露作为缓解融资约束的核心策略;

(2) 投资者与债权人:将ESG信息纳入决策体系,推动被投资/授信企业提升ESG披露质量;

(3) 监管机构:完善ESG披露制度,推进强制化进程,建立质量评价体系,制定差异化引导政策。

5.4 研究局限与未来展望

局限:ESG衡量依赖第三方评级,未考虑动态影响与维度异质性;未来可结合内容分析法构建指标,采用PVAR模型探究动态关系,细化ESG各维度的影响。

参考文献

[1] Akerlof G A. The Market for "Lemons": Qual

ity Uncertainty and the Market Mechanism[J]. Quarterly Journal of Economics, 1970, 84(3): 488-500.

[2] Botosan C A. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital[J]. Accounting Review, 1997, 72(3): 323-350.

[3] Cheng B, Ioannou I, Serafeim G. Corporate Social Responsibility and Access to Finance[J]. Strategic Management Journal, 2014, 35(1): 1-23.

[4] El Ghouli 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.

[5] Goss A, Roberts G S. The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans[J]. Journal of Banking & Finance, 2011, 35(7): 1794-1810.

[6] Myers S C, Majluf N S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 187-221.

[7] 温忠麟,张雷,侯杰泰,等.中介效应检验程序及其应用[J].心理学报,2004,36(5):614-620.

[8] 张兆国,靳小翠,李庚秦.企业社会责任与股权融资成本——来自中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2011(11):69-75.

[9] 徐莉萍,辛宇,祝继高.媒体关注与企业债务融资成本——基于中国上市公司的经验证据[J].金融研究,2011(11):153-166.

[10] 王艳艳,于李胜.信息披露质量与股权融资成本——来自中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2006(6):49-55.