

ESG信息披露数量降低了公司债务融资成本吗？*

刘 柏 卢家锐

内容摘要：现有文献大多探讨ESG的益处，但这难以解释中国上市公司ESG信息低披露率现象。本文基于融资结构中占比最高、依赖性最强的债务融资视角，探索微观企业ESG信息披露能否降低债务融资成本。研究结果显示：第一，企业ESG信息披露数量越多，债务融资成本越高，并且这一效应主要体现在较为主观且难以验证的环境（E）和社会责任（S）维度。第二，经济政策不确定性凸显了非财务信息的“类保险”作用，体现为削弱了ESG信息披露数量与债务融资成本的正相关关系。区分债务期限结构进行研究，发现上述结论主要体现在短期债主导的企业。从时间维度上看，ESG信息披露的消极影响随着企业披露年限增加逐渐减弱，并且在《关于构建绿色金融体系的指导意见》出台后出现反转。进一步研究发现：公司会计稳健性提升、地区金融科技发展、数字普惠金融水平提升和媒体报道增加均有助于缓解ESG信息披露的不利影响。机制分析发现ESG信息披露数量通过传递短期经营压力信号和提升信息漂绿风险两条路径提高了公司债务融资成本。文章阐述了新兴经济体ESG实践过程中面临的潜在挑战，为推进经济高质量发展提供参考。

关键词：债务融资成本 ESG信息披露数量 经济政策不确定性 经济高质量发展

中图分类号：F275 **文献标识码：**A

引 言

在百年未有之大变局下，不断涌现的不确定性因素让长期可持续发展绩效成为评价企业的重要标准，同时也引发了学术界和实务界对环境、社会和治理（ESG）话题的高度关注。现有文献发现，ESG表现好的公司，通常在抗风险能力、市场价值、发展前景等方面具有诸多优势（Henke, 2016；晓芳等，2021）。然而，现实中中国企业却存在ESG信息低披露率现象。例如，2020年A股仅24.70%的上市公司披露ESG报告，远低于全球标准。为何企业不愿意披露ESG信息，披露后是否会面临不利影响？现有研究对此问题的探讨还十分匮乏。

促进融资是上市公司进行信息披露的重要目的之一。大量基于事后ESG绩效的研究表明，企业

作者简介：刘柏，经济学博士，吉林大学商学与管理学院教授，博士生导师；卢家锐（通讯作者），管理学博士，南方科技大学商学院博士后科研流动站博士后，邮箱：lujr@sustech.edu.cn。

*基金项目：本文获教育部人文社会科学研究规划基金项目“企业数字化资产的核定方法和价值评估研究”（22YJA630047）资助。

ESG 绩效越好，融资能力越强，并且相关研究主要从股东或商业合作伙伴的角度出发（Chen et al., 2023；李增福和冯柳华，2022），鲜有研究基于事前 ESG 信息披露和债权人视角对融资成本进行探讨。基于该视角的研究可能与以往正面的研究结论产生差异，原因主要有以下三点：首先，相比于事后已经被“证实”的 ESG 绩效，事前 ESG 信息披露存在大量短期难以验证的主观粉饰性表达。缺乏刚性约束下的自愿性 ESG 披露可能“口惠而实不至”“报喜不报忧”（王嘉鑫等，2023），导致信息披露数量与其质量之间存在严重差距（Raghunandan & Rajgopal, 2022；沈洪涛等，2014）。Christensen et al.（2022）发现，ESG 信息披露数量越多，对企业 ESG 绩效评价的分歧越大。其次，区别于股东和商业合作伙伴等关注企业未来价值的长期利益相关者，银行等债权人^①关注的是企业短期财务绩效，以此评估能否按期收回本金和利息，对 ESG 信息的关注点不同。最后，银行作为能获得企业内部信息的利益相关者，比中小股东和供应链合作伙伴更容易识别企业 ESG 信息是否存在漂绿行为，要求的风险补偿与其他相关方可能存在差异。分析中国市场的现实案例发现，一些企业看似积极的 ESG 信息披露行为可能并未助其获得更低成本的银行贷款。例如，Z 公司作为东莞市 58 家上市公司中率先披露 ESG 报告的代表企业^②，2022 年半年报财务费用同比增长 1911.20%，主要原因是金融负债利息计提和票据贴现利息支出同比增加，随后因废水排放磷浓度超标 12 倍被罚款 25 万元。某银行发现，存在企业虚构绿色项目信息骗取信贷资金的漂绿行为，并将其列为绿色金融发展中三大常见风险之一^③。有学者研究美国数据发现，银行债权人并未在贷款利差上对 ESG 表现较好的企业给予优惠，更多地是依据贷款人信用质量进行风险评估（Goss & Roberts, 2011）。Chen et al.（2018）基于中国数据的研究发现，强制性非财务信息披露政策虽然有助于企业减少污染，提高正面外部性效应，但同时也导致了企业短期内盈利能力的下降和偿债风险的增加。此外，非财务信息存在被管理者操纵的风险，可能会导致信息披露的主观性和不透明性，从而增加潜在的代理人风险（权小锋等，2015）。章君瑶等（2022）发现，由于制度环境的不完善，非财务信息披露的真实情况难以被外部市场甄别，这种信息不对称引起的交易成本提高和市场不信任反而会加剧企业的融资困境。然而，在地缘政治风险和气候风险冲击下，仅依靠传统的财务信息进行分析存在局限性，非财务信息的风险预测作用变得更加重要。那么，公司 ESG 信息披露数量与债务融资成本存在何种关系，作用机制如何，如何缓解其中的不利影响？对上述问题的回答，有利于深刻理解 ESG 信息披露对上市公司债务融资的影响机理和经济效益，对推动企业融资结构转型、改善 ESG 信息披露现状、实现经济高质量发展具有参考价值。

基于此，本文以 2010—2019 年 A 股上市公司为研究样本，考察了 ESG 信息披露数量对公司债务融资成本的影响及经济政策不确定性在其中的调节作用。进一步地，从债务期限结构和时间维度等方面探究了不同情境下 ESG 信息披露数量与公司债务融资成本的关系及其作用机制，并探讨如何缓解 ESG 信息披露对债务融资成本产生的负面影响。本文的边际贡献在于：第一，从多维度非财务信息披露视角丰富了公司债务融资成本的影响因素研究，克服了现有文献仅仅关注单一维度非财务信息的局限性。第二，从事前 ESG 信息披露视角探究融资问题，是对现有关于事后 ESG 绩效影响的文献的重要补充，也有利于进一步探索 ESG 本土化实践面临的挑战。第三，从一定程度上丰富了经济政策不确定性相关文献。

^① 尽管公司债务来源比较复杂，债权人也呈现出多样化趋势，但银行始终是影响企业债务融资成本的主导力量（何德旭等，2022），因此本文中关于债权人行为的分析主要基于银行视角。

^② 21 世纪经济报刊载《东莞 A 股企业 ESG 现状：仅 7 家企业披露报告，重视低碳化生产与供应链管理》（<https://www.163.com/dy/article/I5TBC9RU05199NPP.html>）。

^③ 央广网报道《江西绿色信贷年均增长超 50%，多举措防范项目‘染绿’风险》（https://www.sohu.com/a/163668774_362042）。

一、理论分析与研究假设

债务融资成本主要与债务违约风险以及违约时债权人的权益能否获得保护有关 (Merton, 1974)。由于信息不对称, 债权人只能根据企业传递的信号预期公司短期绩效和经营现金流状况, 并且还可能面临贷前的逆向选择和贷后的道德风险问题。一旦企业出现短期经营压力上升或信贷资金挪为他用的信号, 潜在的债务违约风险上升, 债权人会向企业索要更高的风险补偿, 进而提高公司债务融资成本。因此, 本文主要从短期经营压力和信息漂绿风险角度探究 ESG 信息披露数量如何影响公司债务融资成本。

ESG 信息披露可能通过传递短期经营压力信号增加企业债务融资成本。企业 ESG 信息披露提高了外部利益相关者和政府对其 ESG 表现的关注度, 倒逼管理者未来持续增加对非财务领域的资源投入 (包括资金、时间和人力资源等), 短期内可能恶化财务绩效, 加剧经营现金流压力, 进而使债权人提高风险补偿要求。Chen et al. (2018) 的研究支持了这一观点, 提出如果非财务信息对短期绩效有积极作用, 那么自愿披露信息的企业将会占多数, 但现实情况却并非如此, 进而推断非财务信息披露往往以牺牲短期经营绩效为代价。鉴于中国企业的债务期限结构以短期贷款为主^① (钟凯等, 2016), 债权人希望确保本金和利息的安全, 更关注债务人短期财务表现和短期偿债能力。Gibbons (2024) 发现, ESG 信息披露数量较多的企业, 未来更倾向于在长期研发创新项目上进行投资, 因而融资结构更偏向于股权融资, 而非债务融资。此外, 由于中国企业 ESG 实践仍处于初期, 且国内 ESG 评价标准尚不统一, 企业为满足 ESG 信息披露要求可能需要承担额外的合规成本, 如聘请专业机构评估、审计和出具报告等, 这些成本可能会对短期绩效和现金流产生负面影响 (Cheng & Feng, 2023)。传统的环境理论同样支持这一观点, 企业在绿色转型过程中短期内面临成本增加的挑战, 可能会降低其市场竞争力和财务绩效 (Jaffe et al., 1995)。此外, 有学者应用一般均衡框架进行研究, 发现 ESG 信息披露短期内会提高企业融资成本 (Ee et al., 2018)。

ESG 信息披露可能通过提高信息漂绿风险增加企业债务融资成本。区别于以定量描述为主的财务信息, ESG 等非财务信息主要以文字定性描述为主。由于 ESG 信息披露制度的不完善和企业代理问题的存在, 管理者可能会以损害债权人利益为代价追逐私利。例如, 通过提高 ESG 信息披露数量营造的高 ESG 评分表象, 往往与实际碳排放水平存在出入 (Raghunandan & Rajgopal, 2022)。并且, 管理者还会对 ESG 相关项目的风险和不良贷款历史进行隐瞒和粉饰, 出现漂绿现象 (权小锋等, 2015)。Baldi & Pandimiglio (2022) 发现, 债权人会根据企业潜在的漂绿风险要求相应的风险补偿。与之观点类似, Cohen et al. (2015)、Simnett et al. (2009) 指出, 企业在可持续发展方面的信息披露可能是为了掩盖潜在的不合规行为, 该信息披露的真实性存疑。Christensen et al. (2022) 研究美国数据发现, 由于 ESG 数据披露标准不如财务数据规范, ESG 信息披露数量的增加反而加剧了第三方评级机构对企业 ESG 评价的分歧, 造成了更严重的信息不对称问题。这一现象在 ESG 信息披露制度尚不完善的中国可能更为严重。与 Christensen et al. (2022) 研究中的第三方机构类似, 同样作为市场主体的债权人难以根据数量庞大且披露标准不规范的 ESG 信息判断企业偿债风险。此外, 相比于股东等其他利益相关者, 债权人更看重企业的会计稳健性 (刘柏和琚涛, 2020), 主要对客观、可验证的财务信息感兴趣, 而主观的非财务信息难以纳入风险评价体系, 尤其是对于非财务信息的粉饰会被视为财务不稳健的信号, 也会使债权人要求更高的风险补偿。基于此, 本文提出假设 1。

假设 1: ESG 信息披露数量增加会使公司债务融资成本上升, 传导机制为传递短期经营压力信

^① 中国人民银行公布的 2023 年社会融资数据显示, 企业短期贷款增加 3.92 万亿元, 依然是支撑人民币贷款增长的主要力量。

号和提升信息漂绿风险。

经济政策不确定性增加显著提高了企业未来盈利的不确定性，对银行的贷款评估和风险管理产生了外部冲击。经济政策不确定性引发的风险大多难以被财务信息反映，例如，经济政策不确定性导致财务信息中的固定资产抵押品市场价值出现异常波动（谭小芬和张文婧，2017；才国伟等，2018）。因此，经济政策不确定环境下，财务信息在风险预测方面的失灵凸显了ESG信息披露的价值，具体体现在以下方面。第一，ESG信息披露能增加企业非财务风险状况的透明度。银行可以更准确地评估企业的风险敞口，包括环境风险、社会风险和治理风险，缓解了外部环境变化造成的信息不对称，从而降低风险补偿要求。第二，企业ESG信息披露所带来的良好声誉能发挥风险抵御作用，增强银行对企业生产运营的信心。披露ESG信息展现了企业对社会责任和环境保护的承诺，体现了企业的非财务风险管理意识（王永海和郝晓敏，2022）；在宏观环境不景气时，良好的企业声誉能赢得政府、投资者、供应商、消费者等外部利益相关者的信任与支持。这有助于提升企业应对外部环境风险的能力和市场竞争能力，并能在一定程度上缓解融资约束（齐丽云等，2017）。因此，企业ESG信息披露能缓解

银行对经济政策不确定性的担忧，从而使银行要求的风险报酬率降低。由此，本文提出假设2。

假设2：经济政策不确定性程度越高，ESG信息披露影响公司债务融资成本的效应越弱。

本文的研究框架如图1所示。

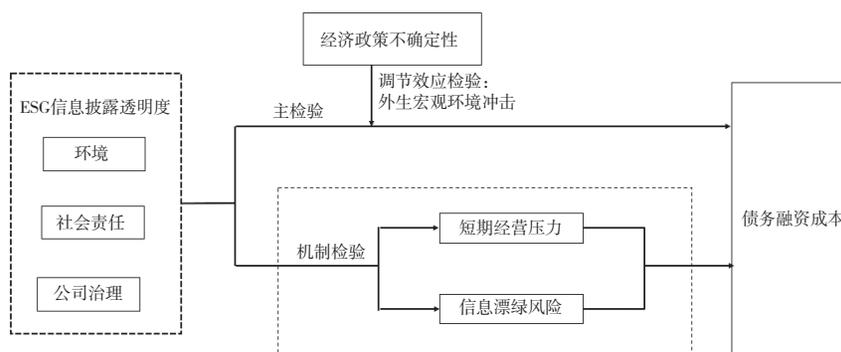


图1 研究框架图

二、研究设计

（一）样本选择和数据来源

本文所使用数据大部分来自国泰安数据库，企业ESG评分及其三个维度信息披露数量数据来自彭博咨询数据库（Bloomberg）。需要说明的是，与其他第三方评级机构不同，彭博是国内唯一一家对企业ESG信息披露数量进行评分的机构，即评价企业事前ESG“说得怎么样”，针对的是“言”；而华证、商道融绿等评级机构是对企业ESG绩效表现评分，即事后ESG“做得怎么样”，针对的是“行”。此外，采用Baker et al.（2016）构建的经济政策不确定性指数衡量中国经济政策不确定性。

本文以2010—2019年沪深A股上市公司作为研究样本，进行以下三方面的原始数据清洗：第一，剔除ST类、已退市、IPO未满一年、A+B股、A+H股上市公司；第二，剔除金融业、房地产行业公司；第三，剔除控制变量中缺少数据的观测值。最终，共获得6033个公司-年度观测值。此外，为减少极端值的影响，对于所使用的主要连续变量，进行1%和99%的缩尾处理。

（二）主要变量界定及实证模型

被解释变量。一方面，上市公司债务融资情况属于商业机密，公司不可能披露所有债务的成本（谢获宝等，2019），财务费用中的利息支出科目难以完全反映真实的债务融资成本。关于债务融资成本（Cost）的计量，本文借鉴杨昌辉和张可莉（2016）、林钟高和丁茂桓（2017）的做法，在主检验中用公司财务费用与期末总负债的比值衡量，并使用债务融资成本的两个替代指标进行稳健性分析。

解释变量。借鉴 Huang et al. (2022) 的研究, 本文采用彭博 ESG 信息披露评分衡量解释变量 ESG 信息披露数量 (ESG_disclosure)。该值越大, 表示企业 ESG 信息披露数量越多。

调节变量。本文使用 Baker et al. (2016) 编制并由斯坦福大学和芝加哥大学联合发布的经济政策不确定性指数 (Economic Policy Uncertainty Index) 来度量中国经济政策不确定性程度。由于本文使用年度数据, 参考李增福等 (2022) 的做法, 对当年 12 个月的指数取算术平均数, 并根据中位数分组, 高经济政策不确定性组赋值为 1, 低经济政策不确定性组赋值为 0, 得到本文的经济政策不确定性 (EPU) 变量。

控制变量。借鉴陈汉文和周中胜 (2014)、周楷唐等 (2017)、曹越等 (2021) 的研究, 模型中控制变量包括公司规模 (Size)、公司负债率 (Lev)、盈利能力 (Roa)、成长性 (Grow)、亏损情况 (Loss)、产权性质 (SOE)、现金流量 (FCF)、有形资产占比 (PPE)、董事会规模 (Board)、独立董事比例 (Indirector)、两职合一情况 (Dual)、财务信息透明度 (Accrual)、制度环境 (MKT), 并控制年度 (Year) 和行业 (Industry) 固定效应。

为检验 ESG 信息披露数量对公司债务融资成本的影响, 本文构建以下模型:

$$\text{Cost}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG_disclosure}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Controls} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, 为了缓解互为因果内生性的影响, 将解释变量、调节变量滞后一期。

为检验经济政策不确定性对 ESG 信息披露数量与公司债务融资成本关系的调节作用, 在式 (1) 的基础上, 加入经济政策不确定性 (EPU) 及其与解释变量的交互项:

$$\begin{aligned} \text{Cost}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ESG_disclosure}_{i,t-1} + \beta_2 \text{EPU}_{i,t-1} + \beta_3 \text{ESG_disclosure}_{i,t-1} \times \text{EPU}_{i,t-1} \\ & + \beta_4 \text{Controls} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

三、实证结果及分析

(一) 基准回归结果与分析

ESG 信息披露数量对债务融资成本影响的回归结果如表 1 所示。表 1 列 (1) 结果显示, ESG_disclosure 回归系数为 0.022, 系数为正且在 1% 的水平上显著, 表明 ESG 信息披露数量增加会提升来自银行等债权人的债务融资成本, 从债务融资成本视角探索了中国企业 ESG 信息披露实践过程中面临的潜在挑战, 支持了假设 1。表 1 列 (2) 结果显示, ESG_disclosure × EPU 交互项回归系数为 -0.042, 在 1% 的水平上显著, 表明经济政策不确定性越高, ESG 信息披露数量增加提升公司债务融资成本的效应越弱, 支持了假设 2。经济政策不确定性的冲击凸显了 ESG 信息披露的风险抵御价值, 使得 ESG 信息披露数量的增加缓解了公司债务融资成本方面的负担。

(二) 异质性检验^①

区分 ESG 维度。环境 (E)、社会责任 (S) 维度多为定性描述的文本信息, 较为主观且难以

表 1 ESG 信息披露数量对债务融资成本的影响

变量	Cost _t	
	(1)	(2)
ESG_disclosure _{t-1}	0.022*** (3.573)	0.037*** (4.466)
ESG_disclosure _{t-1} × EPU _{t-1}		-0.042*** (-3.530)
EPU _{t-1}		0.011*** (4.491)
Control Variables	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes
Observations	6,033	6033
Adj. R ²	0.314	0.317

注: () 内为 t 值; ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。为避免解释变量回归系数过小, 将 ESG_disclosure 的数值除以 100 后进行归一化处理。下同。

^①篇幅所限, 异质性检验结果未予以列示, 感兴趣的读者可向作者索取。

验证；而公司治理（G）维度更多是定量的治理结构信息，较为客观且容易验证，管理者更容易操纵E、S维度信息进行漂绿。因此，E、S维度信息披露数量增加更可能会提高企业债务融资成本，而G维度的信息披露数量增加可能会降低企业债务融资成本。回归结果表明，不同维度信息存在的异质性影响与预期一致。

区分债务期限结构。ESG信息披露数量提高企业债务融资成本的原因之一是ESG信息披露的长期价值导向与债权人短期的利益目标不一致，即债权人承担了短期风险而享受不到ESG的长期收益，这种错配导致债权人要求更高的风险补偿。区分企业债务期限结构发现，ESG信息披露数量增加提升债务融资成本的效应主要存在于债务期限结构以短期债务为主的企业，证实了债务期限结构的异质性影响。

考虑时间维度的影响。ESG信息披露的积极影响体现在长期而非短期，原因有两点。第一，企业ESG活动存在前期投入，导致短期现金流状况和财务绩效恶化，但长期收益大于前期成本（Ee et al., 2018）。第二，由于ESG信息漂绿等行为一般具有低成本、高收益的短期行为特征，企业坚持ESG信息披露的年限越长，其信息漂绿风险越低，越容易被外部利益相关者感知和认同（Ghanbarpour & Gustafsson, 2022）。因此，本文加入了ESG信息披露年限（Dis_time）变量，其值越大，表示企业披露ESG信息的年限越长。回归结果显示，随着企业ESG信息披露年限增长，ESG信息披露数量的短期负面效应被削弱，债务融资成本逐渐降低。

（三）机制检验

银行作为信贷机构，贷出资金能否及时收回并获取利息是首要考虑的因素，因此会格外重视企业短期经营状况和信息质量。本文分别从短期经营压力和信息漂绿风险两条路径检验ESG信息披露数量对公司债务融资成本的影响机制。借鉴江艇（2022）的做法，在式（1）的基础上，构建式（3）进行机制检验：

$$M_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_disclosure_{i,t-1} + \beta_2 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中，M为中介变量，表示短期经营压力和信息漂绿风险。

第一，短期经营压力路径。将短期经营压力分解为财务绩效压力和现金流压力两个维度，其中，财务绩效压力采用总资产收益率（ROA）、净资产收益率（ROE）、毛利率（GP）度量，而现金流压力采用流动比率（CR）和短期现金流偿债能力（NT）衡量，回归结果如表2所示。表2显示，企业ESG信息披露数量越多，未来短期绩效压力和现金流压力越大，表明管理者在ESG领域的资源分配权重增加，传递出短期经营压力增加的信号，银行会据此要求更高的风险补偿，使公司债务融资成本上升。

表2 ESG信息披露数量与债务融资成本的机制分析(短期经营压力路径)

变量	短期经营压力				
	财务绩效压力			现金流压力	
	(1) ROA _t	(2) ROE _t	(3) GP _t	(4) CR _t	(5) NT _t
ESG_disclosure _{t-1}	-0.043*** (-3.817)	-0.041** (-2.020)	-0.276*** (-6.796)	-2.251*** (-5.692)	-0.263*** (-3.705)
Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	6084	6084	6084	6084	6084
Adj. R ²	0.466	0.509	0.293	0.420	0.422

第二，信息漂绿风险路径。采用市场ESG评级分歧（ESG_performance_Disagreement）和股价同步性（SYN）两个指标分别表示信息漂绿风险，回归结果如表3所示。表3显示，ESG信息披露数量越多，市场主体对企业ESG实际表现的评价分歧越大，股价同步性越高，并且主要体现在E和S维

表3 ESG信息披露数量与债务融资成本的机制分析(信息漂绿风险路径)

变量	信息漂绿风险							
	ESG_performance_Disagreement				SYN			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ESG_disclosure _{t-1}	0.576** (2.195)				0.198*** (3.840)			
E_disclosure _{t-1}		0.369* (1.677)				0.166*** (3.691)		
S_disclosure _{t-1}			0.347** (2.006)				0.096*** (3.146)	
G_disclosure _{t-1}				0.451 (1.229)				-0.012 (-0.217)
Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	264	254	264	264	4,862	4,862	4,862	4,862
Adj. R ²	0.012	0.004	0.009	0.001	0.260	0.260	0.259	0.258

度。这表明企业披露的ESG信息存在较多“噪音”，管理者存在漂绿行为，尤其体现在较为主观且难以验证的E、S维度，造成了更严重的信息不对称问题，因此银行等债权人会要求更高的风险补偿。

(四) 稳健性检验^①

第一，考虑绿色金融政策的影响。随着国家从政策层面不断推动和扶持绿色金融发展，一方面，ESG信息的需求端——银行等债权人积极响应国家经济高质量发展号召，投放绿色信贷的激励增强；另一方面，ESG信息的供给端——上市公司ESG信息披露逐渐规范化，信息漂绿行为得到有效抑制，ESG信息披露“量高质低”造成债务融资成本恶化的困境得到有效扭转。对此，本文加入绿色金融政策（Green_Policy）变量，以2016年8月中国人民银行等七部委共同发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》为时间分界点，区分了2017年以前和2017年以后（含2017年）的样本以设置虚拟变量。回归结果显示，ESG_disclosure×Green_Policy交互项系数显著为负，并且大于ESG_disclosure系数，表明绿色金融政策有效弥补了企业ESG信息披露在债务融资方面的负面影响，开始呈现出积极的债务融资效应。

第二，检验ESG信息披露是否会影未来的环境和社会责任投资。如上文所述，检验ESG信息披露是否会影未来的环境和社会责任投资。如前文所述，ESG信息披露数量上升会使债权人预期企业未来增加在环境和社会维度的投资。为检验该观点的稳健性，文章采用企业环保投资、社会责任投资和绿色创新投资替代企业在环境和社会维度的投资。回归结果显示，ESG信息披露数量能预测企业未来对环境和社会责任领域投资的重视程度和资源倾斜程度。

第三，替换被解释变量。借鉴现有文献，采用财务费用与该年度平均有息负债的比值、企业利息支出加上手续费和其他财务费用的总额与期末总负债的比值分别作为公司债务融资成本的替代指标进行检验，回归结果保持稳健。

第四，替换调节变量。采用以《人民日报》和《光明日报》作为数据源编制的经济政策不确定性指数进行回归，结果保持稳健。

^①篇幅所限，稳健性检验结果未予以列示，感兴趣的读者可向作者索取。

第五，处理内生性问题。第一，本文选择面板固定效应进行回归，控制一切不随时间变化的非可观测因素。第二，借鉴已有文献，采用企业所在城市空气质量指数和地区无偿献血率作为工具变量缓解潜在的内生性问题。第三，采用处理效应模型克服潜在的自选择偏差的干扰。第四，采用新出现的ESG评级机构对市场的冲击构建双重差分模型解决内生性问题。第五，增加省份固定效应，控制潜在的地区层面遗漏变量。

(五) 对策探讨^①

本部分进一步探讨如何弥补ESG信息披露的债务融资局限性。本文分别从会计稳健性、金融科技、数字普惠金融发展程度、媒体报道四个方面进行研究，发现提升企业会计稳健性、地区金融科技水平、地区数字普惠金融发展程度以及媒体报道数量均能削弱ESG信息披露数量增加债务融资成本的效应，对ESG信息披露的局限性进行弥补。

四、结论与政策启示

基于在融资结构中占比最高的债务融资视角，本文探究公司ESG信息披露实践的短期挑战，得到以下结论。第一，ESG信息披露数量增加会提升企业债务融资成本，主要通过传递短期经营压力信号和提升信息漂绿风险两条路径传导。第二，环境、社会责任和公司治理三维度信息披露数量对公司融资成本存在异质性影响。ESG不同维度侧重点和信息可验证性存在差异，导致其对公司债务融资成本的影响产生分化。其中，较为主观且难以验证的环境和社会责任维度信息披露数量增加会提升债务融资成本，而相对定量且易验证的公司治理维度信息披露数量增加会降低债务融资成本。第三，经济政策不确定性抑制了ESG信息披露增加债务融资成本的效应，凸显了ESG信息披露的风险抵御价值。第四，区分债务期限结构进行研究发现，ESG信息披露数量增加提升债务融资成本的效应主要体现在以短期债务为主的企业。第五，从时间维度上看，ESG信息披露的负面影响随着企业披露年限增加逐渐减弱，并且在《关于构建绿色金融体系的指导意见》出台后得到有效反转。第六，进一步研究发现，公司会计稳健性提升、地区金融科技发展、数字普惠金融水平提升和媒体报道增加均有助于缓解ESG信息披露对债务融资成本的负面影响。

本文的研究结论具有以下启示。第一，对上市公司而言，一方面，要从ESG信息披露数量提升向质量提升转型，增加信息可信度。例如，通过提升会计稳健性、坚持长期披露或通过金融科技等手段提升ESG信息（尤其是E和S维度）的披露质量，降低潜在漂绿风险，以提高债权人对公司偿债能力的评价。另一方面，加快融资结构转型，提升长期债务融资占比，缓解与债权人的潜在利益冲突。第二，对银行等债权人而言，要辩证地看待上市公司ESG信息披露行为，对可能存在ESG信息漂绿行为的债务人可以增加风险补偿要求以倒逼其提升未来披露质量，而对投入ESG资源较多导致短期经营压力增加的债务人应给予一定的容忍度和支持度，在控制风险的前提下支持企业健康发展。在放贷结构方面，适度增加绿色金融领域长期贷款比重，在企业长期违约风险可控的前提下，支持企业进行绿色转型。这不仅可以对抗经济政策不确定性的风险，在长期还能获得客户企业高质量发展和长期利润增长所带来的稳定利息回报，实现债权人和企业“双赢”目标。第三，对政府而言，应该持续推进地区金融科技和数字普惠金融建设，通过绿色金融和监管手段促进企业提升ESG信息披露质量，并组织媒体对ESG信息披露方面表现优秀的企业进行宣传报道。继续推进和完善绿色金融政策，通过给予银行适当的风险补偿，提升银行投放绿色信贷的自主性和积极性，实现由“政策驱动”向“市场驱动”转型。

(责任编辑 刘官菁)

^①篇幅所限，相关回归结果未予以列示，感兴趣的读者可向作者索取。

参考文献:

- [1] 才国伟, 吴华强, 徐信忠. 政策不确定性对公司投融资行为的影响研究[J]. 金融研究, 2018 (3): 89-104
- [2] 曹越, 董怀丽, 彭可人, 郭天泉. “营改增”对公司债务融资成本的影响研究[J]. 中国软科学, 2021 (8): 162-171
- [3] 陈汉文, 周中胜. 内部控制质量与企业债务融资成本[J]. 南开管理评论, 2014 (3): 103-111
- [4] 何德旭, 曾敏, 张硕楠. 国有资本参股如何影响民营企业? ——基于债务融资视角的研究[J]. 管理世界, 2022 (11): 189-207
- [5] 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): 100-120
- [6] 李增福, 陈俊杰, 连玉君, 李铭杰. 经济政策不确定性与企业短债长用[J]. 管理世界, 2022 (1): 77-89
- [7] 李增福, 冯柳华. 企业 ESG 表现与商业信用获取[J]. 财经研究, 2022 (12): 151-165
- [8] 林钟高, 丁茂桓. 内部控制缺陷及其修复对企业债务融资成本的影响——基于内部控制监管制度变迁视角的实证研究[J]. 会计研究, 2017 (4): 73-80
- [9] 刘柏, 琚涛. 会计稳健性与公司融资方式选择: 外源融资视角[J]. 管理科学, 2020 (5): 126-140
- [10] 齐丽云, 李腾飞, 郭亚楠. 企业社会责任对企业声誉影响的实证研究——基于战略选择的调节作用[J]. 科研管理, 2017 (7): 117-127
- [11] 权小锋, 吴世农, 尹洪英. 企业社会责任与股价崩盘风险: “价值利器”或“自利工具”? [J]. 经济研究, 2015 (11): 49-64
- [12] 沈洪涛, 黄珍, 郭昉汝. 告白还是辩白——企业环境表现与环境信息披露关系研究[J]. 南开管理评论, 2014 (2): 56-63+73
- [13] 谭小芬, 张文婧. 经济政策不确定性影响企业投资的渠道分析[J]. 世界经济, 2017 (12): 3-26
- [14] 王嘉鑫, 刘雪娜, 于鑫雨, 周泽将. 银企 ESG 一致性与贷后企业策略性 ESG 行为[J]. 财经研究: 1-16
- [15] 王永海, 郝晓敏. 经济政策不确定性与企业社会责任[J]. 管理评论, 2022 (2): 18-32
- [16] 晓芳, 兰风云, 施雯, 熊浩, 沈华玉. 上市公司的 ESG 评级会影响审计收费吗? ——基于 ESG 评级事件的准自然实验[J]. 审计研究, 2021 (3): 41-50
- [17] 谢获宝, 丁龙飞, 廖珂. 海外背景董事与债务融资成本——基于董事会咨询和监督职能的中介效应[J]. 管理评论, 2019 (11): 202-211
- [18] 杨昌辉, 张可莉. 民营企业债务融资成本研究——基于利率市场化和会计稳健性双重视角[J]. 中国管理科学, 2016 (S1): 405-412
- [19] 章君瑶, 强皓凡, 俞舒涵, 彭榆淞. 中国企业社会责任约束商业信用之谜[J]. 会计研究, 2022 (6): 106-119
- [20] 钟凯, 程小可, 张伟华. 货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜[J]. 管理世界, 2016 (3): 87-98+114+188
- [21] 周楷唐, 麻志明, 吴联生. 高管学术经历与公司债务融资成本[J]. 经济研究, 2017 (7): 169-183
- [22] Baker S R, Bloom N, Davis S J. Measuring Economic Policy Uncertainty[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2016, 131 (4): 1593-1636
- [23] Baldi F, Pandimiglio A. The Role of ESG Scoring and Greenwashing Risk in Explaining the Yields of Green Bonds: A Conceptual Framework and an Econometric Analysis[J]. Global Finance Journal, 2022, 52: 100711
- [24] Chen Y C, Hung M, Wang Y. The Effect of Mandatory CSR Disclosure on Firm Profitability and Social Externalities: Evidence from China[J]. Journal of Accounting and Economics, 2018, 65 (1): 169-190
- [25] Chen Y, Li T, Zeng Q, Zhu B. Effect of ESG Performance on the Cost of Equity Capital: Evidence from China[J]. International Review of Economics & Finance, 2023, 83: 348-364
- [26] Cheng X, Feng C. Does Environmental Information Disclosure Affect Corporate Cash Flow? An Analysis by Taking Media Attentions into Consideration[J]. Journal of Environmental Management, 2023, 342: 118295
- [27] Christensen D M, Serafeim G, Sikochi A. Why is Corporate Virtue in the Eye of the Beholder? The Case of ESG Ratings[J]. The Accounting Review, 2022, 97 (1): 147-175
- [28] Cohen J R, Simnett R. CSR and Assurance Services: A Research Agenda[J]. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 2015, 34 (1): 59-74
- [29] Ee M S, Chao C C, Wang L F S, Eden S H. Environmental Corporate Social Responsibility, Firm Dynamics and Wage Inequality[J]. International Review of Economics & Finance, 2018, 56: 63-74

- [30] Ghanbarpour T, Gustafsson A. How do Corporate Social Responsibility (CSR) and Innovativeness Increase Financial Gains? A Customer Perspective Analysis[J]. *Journal of Business Research*, 2022, 140: 471–481
- [31] Gibbons B. The Financially Material Effects of Mandatory Non-Financial Disclosure[J]. *Journal of Accounting Research*, 2023
- [32] 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
- [33] Henke H M. The Effect of Social Screening on Bond Mutual Fund Performance[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2016, 67: 69–84
- [34] Huang J, Hu W, Zhu G. The Effect of Corporate Social Responsibility on Cost of Corporate Bond: Evidence from China[J]. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2018, 54 (2): 255–268
- [35] Jaffe A B, Peterson S R, Portney P R, Stavins R N. Environmental Regulation and the Competitiveness of US Manufacturing: What does the Evidence Tell Us? [J]. *Journal of Economic Literature*, 1995, 33 (1): 132–163
- [36] Merton R C. On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates[J]. *The Journal of Finance*, 1974, 29 (2): 449–470
- [37] Raghunandan A, Rajgopal S. Do ESG Funds Make Stakeholder-Friendly Investments? [J]. *Review of Accounting Studies*, 2022, 27 (3): 822–863
- [38] Simnett R, Vanstraelen A, Chua W F. Assurance on Sustainability Reports: An International Comparison[J]. *The Accounting Review*, 2009, 84 (3): 937–967

Does the Quantity of ESG Information Disclosure Reduce the Cost of Corporate Debt Financing?

Liu Bai¹ and Lu Jiarui²

(1.School of Business and Management, Jilin University; 2.Business School, Southern University of Science and Technology)

Summary: Facing profound changes unseen in a century, the mounting uncertainty has elevated the importance of long-term sustainable development as a key criterion for assessing corporate performance, with the ESG (Environmental, Social, and Corporate Governance) framework gaining increasing popularity among global investors and managers. However, previous research has primarily focused on the benefits of ESG, which fails to explain the low disclosure rate of ESG information by Chinese listed companies.

This study takes the perspective of debt financing, which has the highest proportion and strongest dependence on the financing structure, to explore whether micro-level ESG information disclosure can reduce the cost of debt financing. The research findings are as follows: Firstly, the higher the quantity of ESG information disclosure by the company, the higher the cost of debt financing, and this effect is mainly reflected in the subjective and difficult-to-verify dimensions of the environment and social responsibility. Secondly, economic policy uncertainty highlights the “quasi-insurance effect” of non-financial information, manifested as weakening the positive relationship between the quantity of ESG information disclosure and the cost of debt financing. By differentiating the debt maturity structure, the above conclusions are mainly reflected in companies dominated by short-term debt. From a temporal perspective, the negative impact of ESG information decreases gradually as the disclosure years of the company increase, and it is effectively reversed after the issuance of the “Guidelines for the Construction of a Green Financial System”. Further research reveals that the enhancement of corporate accounting conservatism, regional financial technology, digital inclusive finance, and increased media coverage all contribute to mitigating the adverse effects of ESG information disclosure. Mechanism analysis reveals that the quantity of ESG information disclosure increases the cost of corporate debt financing through two pathways: transmitting short-term operational pressure signals and increasing information asymmetry risks.

This paper not only expands the understanding of factors influencing the cost of corporate debt financing through the lens of multi-dimensional non-financial information disclosure but also analyzes the potential challenges and corresponding strategies faced by emerging countries in the implementation of ESG, providing empirical evidence for fostering high-quality economic development.

Keywords: Cost of Debt; Quantity of ESG Information Disclosure; Economic Policy Uncertainty; High-Quality Economic Development

JEL Classification: G30, G32