

分类号  
U D C

密级  
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

论文题目 上市公司 ESG 信息披露对融资成本的影响研究

研究生姓名: 孙奕青

指导教师姓名、职称: 刘志军 教授

学科、专业名称: 应用经济学、金融硕士

研究方向: 投资理财

提交日期: 2024年6月

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 孙奕青 签字日期： 2024.6.3

导师签名： 刘世军 签字日期： 2024.6.3

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同意” / “不同意”) 以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 孙奕青 签字日期： 2024.6.3

导师签名： 刘世军 签字日期： 2024.6.3

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

# **Research on the impact of ESG information disclosure of listed companies on financing costs**

**Candidate: Sun yiqing**

**Supervisor: Liu zhijun**

## 摘 要

近年来绿色金融发展,结合国家“双碳”战略发展目标,责任投资理念逐渐盛行。企业在 E(环境)、S(社会)G(公司治理)方面的信息披露作为非财务信息的核心,展现了企业的可持续发展潜力,成为投融资决策过程中重点考虑的因素之一。企业融资难题,特别是融资成本贵、过程难,是我国企业发展过程中长期关注的焦点,关于其解决途径的相关学术研究在不断更新,我国企业也日益重视披露 ESG 信息以赢得更多投资关注。与此同时,投资者在做投资项目决策时,也需在财务分析之外纳入非财务信息,以确保投资考量的全面性与合理性。由此可见,ESG 信息披露与企业融资成本之间的关系显得尤为紧密,不容忽视。

基于此,本文结合相关理论及我国 ESG 信息披露现状,以 2018—2022 年沪深 A 股上市公司数据为研究样本,利用 CSMAR 数据库的企业财务数据、彭博社数据库的 ESG 评分数据及 CNRDS 中国研究数据服务平台的媒体报道数据,构建固定效应模型,探究企业 ESG 信息披露对其融资成本的影响。结果显示企业的 ESG 信息披露有利于降低企业融资成本,特别是有利于降低权益融资成本,媒体关注在其中起到了重要的中介作用。异质性分析发现,相较于国有企业,ESG 信息披露对非国有企业的融资成本影响更大。

根据理论与实证分析所得出的结论,本文分别对企业、投资者、相关监管与政策制定部门及第三方媒体提出相关建议。企业应转变观念,认识到良好的 ESG 信息披露有助于可持续发展,提高 ESG 信息披露水平、加强与投资者的沟通,以降低融资成本。投资者应更重视企业 ESG 信息并将其纳入投资决策,特别是权益投资时,需综合考量 ESG 各方面表现,关注透明度和一致性,以降低风险和提高长期回报。监管和政策制定部门应加快完善 ESG 信息披露制度,提高公众对 ESG 的认识,鼓励资本市场支持 ESG 管理和披露的企业,并考虑国情制定差异化政策,强化国企改革力度、营造更为公平的融资环境。媒体作为独立第三方,应公正、客观地披露企业 ESG 信息,充分发挥其市场监督作用,同时需要推进媒体行业改革,增强其活力和话语权。在助推我国企业融资发展的进程中,希望政府、企业、媒体及投资者能形成合力,使上市公司 ESG 信息披露更加公开透明、确保更高水平的可持续发展能力,进而充分利用其在企业融资降本增效方面的影响,助力企业实现长期发展。

**关键词:** ESG 信息披露 媒体关注 企业融资成本 权益融资 债务融资

## Abstract

In recent years, with the development of green finance, combined with the national "double carbon" strategic development goals, the concept of responsible investment has gradually become popular.

As the core of non-financial information, the disclosure of E (environmental), S (social), and G (corporate governance) information of enterprises not only shows the potential of sustainable development of enterprises but also serves as an important reference for investors to make decisions. It has become one of the key factors to be considered in the decision-making process of investment and financing. Corporate financing problems, especially the high financing cost and difficult process, are the focus of long-term attention in the process of promoting the development of enterprises in China. Relevant studies on the solutions are constantly updated. Chinese enterprises increasingly pay attention to the disclosure of ESG information to show the potential of sustainable development of enterprises, which has become an important reference basis for investors to make investment decisions and win more investment attention. At the same time, investors also need to include non-financial information in addition to financial and financial analysis when making investment project decisions to ensure that investment considerations are comprehensive and reasonable. It can be seen that the relationship between ESG information disclosure and corporate financing costs is particularly close and cannot be ignored.

Based on this, this paper combines relevant theories and the construction status of ESG information disclosure systems in China, takes the data of Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2018 to 2022 as research samples, and uses ESG score data of Bloomberg database, media report data of CNRDS China Listed Companies financial news database, and corporate financial data of CSMAR database. A fixed-effect model is constructed to explore the impact of ESG information disclosure on financing costs. The results show that the disclosure of ESG information is conducive to reducing the financing cost of enterprises, especially the cost of equity financing, and media attention plays an important intermediary role. Heterogeneity analysis shows that ESG information disclosure has a greater impact on the financing costs of non-state-owned enterprises than that of state-owned enterprises.

According to the conclusion of theoretical mechanism transmission and empirical analysis, this paper puts forward relevant suggestions from enterprises, investors, relevant regulatory and policy-making departments, and third-party media respectively. Enterprises should improve the quality of ESG information disclosure to reduce financing costs and change their ideas to realize that good ESG information disclosure is conducive to sustainable development and improved earnings, improve information effectiveness, and build a communication bridge with investors. Investors should pay more attention to corporate ESG information, especially when investing in equity, they should consider all aspects of ESG performance, focus on transparency and consistency,

and incorporate ESG factors into investment decisions to reduce risk and improve long-term returns. Regulatory and policy-making departments should speed up the construction of the ESG information disclosure system, promote the improvement of the system, encourage active disclosure, increase penalties, formulate differentiated policies considering national conditions, strengthen SOE reform, and create a fairer financing environment. Governments should encourage capital markets to support ESG-managed and disclosed enterprises and raise public awareness of ESG. As an independent third party, the media should disclose the ESG information of enterprises fairly and objectively, to enhance its market supervision role, promote the reform of the media industry, and enhance its vitality and voice. In the process of boosting the development of corporate financing in China, it is hoped that the government, enterprises, media, and investors can form a joint force to make the ESG information disclosure of listed companies more open and transparent, ensure a higher level of sustainable development ability, and then make full use of its impact on the cost reduction and efficiency of corporate financing to help enterprises achieve long-term development.

**Keywords:** ESG Information Disclosure; Media Attention; Corporate Financing Costs

# 目 录

<b>1 引 言</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景及意义 .....	1
1.2 文献综述 .....	3
1.2.1 ESG 信息披露的相关研究 .....	3
1.2.2 ESG 信息披露与企业融资成本关系的研究 .....	4
1.2.3 媒体关注对 ESG 信息披露与企业融资成本关系的影响综述 .....	5
1.2.4 文献述评 .....	6
1.3 研究内容及研究方法 .....	7
1.3.1 研究内容概述 .....	7
1.3.2 技术路线 .....	8
1.3.3 研究方法概述 .....	9
1.4 研究创新点与不足 .....	10
1.4.1 创新点 .....	10
1.4.2 文章研究的不足 .....	10
<b>2 理论分析与研究假设</b> .....	<b>12</b>
2.1 理论基础 .....	12
2.1.1 利益相关者理论 .....	12
2.1.2 信息不对称理论 .....	13
2.1.3 信号传递理论 .....	14
2.1.4 企业声誉理论 .....	14
2.2 ESG 信息披露对融资成本的影响机制分析与假设 .....	15
2.2.1 ESG 信息披露对融资成本的影响与研究假设 .....	15
2.2.2 媒体关注的中介效应与研究假设 .....	17
2.2.3 不同产权性质下 ESG 信息披露对企业融资成本的影响与研究假设 .....	20
<b>3 我国上市公司 ESG 信息披露现状分析</b> .....	<b>21</b>
3.1 我国上市公司 ESG 信息披露的制度 .....	21
3.2 我国上市公司 ESG 信息披露的情况 .....	24



3.3 我国上市公司 ESG 信息披露的评价 .....	28
3.3.1 ESG 信息披露制度评价 .....	28
3.3.2 ESG 信息披露实践评价 .....	29
<b>4 上市公司 ESG 信息披露对融资成本影响的实证分析 .....</b>	<b>31</b>
4.1 样本选取与数据来源 .....	31
4.2 变量选取与定义 .....	31
4.2.1 解释变量 .....	32
4.2.2 中介变量 .....	32
4.2.3 被解释变量 .....	32
4.2.4 控制变量 .....	33
4.3 模型构建 .....	33
4.3.1 检验 ESG 信息披露与企业融资成本关系的模型 .....	33
4.3.2 检验媒体关注的中介效应模型 .....	34
4.4 数据统计描述与相关性分析 .....	34
4.4.1 描述性统计 .....	34
4.4.2 相关性分析 .....	35
4.5 实证检验 .....	36
4.5.1 回归结果与分析 .....	36
4.5.3 稳健性检验 .....	39
4.5.4 异质性分析 .....	41
<b>5 结论与建议 .....</b>	<b>43</b>
5.1 研究结论 .....	43
5.2 政策建议 .....	43
5.2.1 企业转变思想, 加快 ESG 信息披露 .....	43
5.2.2 投资人适应趋势, 深化 ESG 投资决策 .....	44
5.2.3 监管和政策制定部门优化 ESG 信息披露生态 .....	44
5.2.4 第三方媒体打造公正透明的信息环境 .....	45
5.3 研究局限与展望 .....	46
<b>参考文献 .....</b>	<b>47</b>

后 记 ..... 52

# 1 引言

## 1.1 研究背景及意义

ESG 信息披露是指由 (Environmental) 环境、(Social) 社会和 (Governance) 公司治理三大维度的综合信息公开, 已成为当今时代的重要价值支柱。面对日益严峻的气候环境问题, 有关社会环保意识和可持续发展的呼声日渐高涨, 在投资者决策过程中也被纳入重要考量。从政策层面来看, ESG 理念在国内得到了越来越多的重视和推动。2018 年起, 中国证监会通过修订准则和指引, 强化上市公司对绿色发展理念的贯彻, 提升了 ESG 在资本市场的地位。2021 年, 政府将“碳达峰”“碳中和”纳入规划, 为 ESG 实施提供政策支撑; 在《上市公司投资者关系管理指引》中增加 ESG 信息披露内容, 促进市场对企业综合价值的全面评估, 展示中国在环保和可持续发展的领导力。这些举措不断凸显 ESG 在资本市场和国家发展中的重要地位, 推动上市公司实现经济效益、环境效益和社会效益的协调发展。

到了 2022 年, 证监会要求上市公司在与投资者沟通时增加 ESG 信息的披露, 进一步推动了 ESG 信息披露的快速发展, 使得 ESG 理念在资本市场中的应用更加广泛和深入。

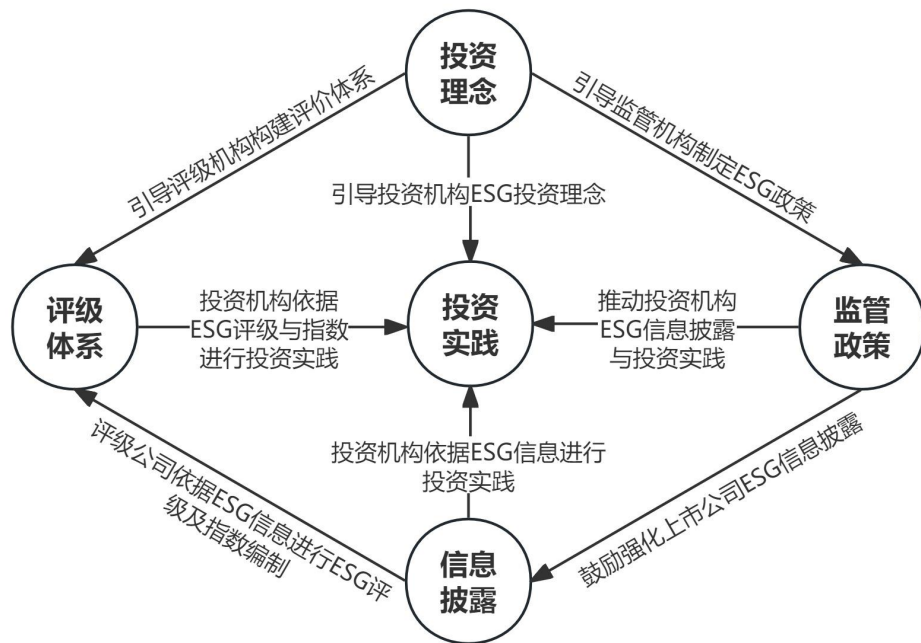


图 1.1 ESG 信息披露的实践路径

投资者对于企业未来的风险预测和持续发展潜力的判断，会以企业公开披露的 ESG 信息为参考依据。评级机构根据 ESG 信息进行深度剖析、评级及指数编制，构成评级体系，这些评估结果进一步引导投资机构的投资实践，如图 1.1 所示。然而值得注意的是，目前我国企业 ESG 信息的披露主要遵循自愿原则，而非强制要求，且尚未形成统一的披露标准。这在一定程度上影响了 ESG 信息的可比性和可靠性，也为投资者全面评估企业带来了挑战。

据商道融绿数据，截至 2023 年 6 月 7 日，仅 34.32% 的 A 股上市公司披露了 2022 年的 ESG 报告，这些报告往往缺少具体的量化指标，显示出整体披露水平需要进一步提高。许多企业在面对披露要求时采取被动态度，忽视了 ESG 能力建设的重要性。这一现象背后的原因在于企业对于 ESG 理念的实施及披露不良信息所需承担的成本与带来的潜在价值认识不足。

《2023 年全国企业负担调查评估报告》显示，企业呼吁加大惠企纾困力度，目前企业负担集中于较重的税费、人工和融资成本，融资难、融资贵的问题依然存在，导致企业较难获得足够资金以支持提高竞争力与可持续发展，因此企业对于降低融资成本、优化融资环境有着迫切的需求。在资本市场，信息不对称是导致“融资贵”、“融资难”的关键因素，在双碳战略推动 ESG 信息披露制度发展的背景下，监管框架逐渐加强、投资市场对 ESG 信息关注度逐渐上升，企业披露 ESG 信息是其赢得资本青睐的创新有效方式，而企业同样会在披露成本与潜在利益双方权衡，决定是否主动披露 ESG 信息。因此，为帮助企业理解投资市场关注 ESG 信息的程度，并为信息披露的战略决策提供支持，从而降低融资的难度和成本，研究 ESG 信息披露与融资成本的关系十分必要。

ESG 信息披露作为一种重要的自愿披露型报告数据，不仅与我国新发展理念高度契合，而且会产生经济效应。为了我国企业的可持续发展实践，研究 ESG 信息披露是否能对企业融资成本产生影响十分必要。本文以媒体关注为研究视角，运用 2018-2022 年中国沪深两市 A 股企业的 ESG 信息披露数据实证研究，通过对企业 ESG 信息披露对融资成本的影响研究，揭示企业 ESG 信息披露是否具有显著的正向融资效应，本文旨在探究 ESG 信息披露对企业融资成本的影响，研究聚焦于以下问题：1) ESG 信息披露是否能降低我国上市公司融资成本？2) ESG 信息披露对上市公司股权和债务融资成本的降低作用是否有差异？3) 不同产权性质下 ESG 信息披露对企业融资成本是否有差异性影响？研究将采用定性和定量方法，通过文献综述和理论机制分析提出假设，再通过实证模型验证相关假设，并提出针对性的建议。

本文在理论创新与实践应用均有一定的研究意义，不仅为 ESG 信息披露与融资成本关系的研究提供了新视角，也为解决企业融资难题、促进企业环境社会责任实践提供了一定的参考。在理论层面，不再局限于 ESG 信息披露对企业某一财务指标的单一影响分析，而是拓宽企业融资成本的衡量方式，以确保 ESG 信息披露对企业融资成本有显著影响，进而丰富了 ESG 信息披露在金融领域影响研究的理论内涵，有助于完善金融市场的信息披露理论体系。此外，本文在研究视角上创新性地引入媒体关注作为中介变量，深入剖析其在 ESG 信息披露与融资成本关系中的桥梁作用，不仅为理解 ESG 信息披露的效应传递机制提供了新的理论支撑，也为后续研究提供了新的思路和方向。在实践应用层面，本文结合我国上市公司的 ESG 信息披露现状，通过实证分析揭示了 ESG 信息披露对企业融资成本的降低作用，有助于帮助企业认识到 ESG 信息披露对于企业融资的重要性，提高 ESG 信息披露的积极性，为当前企业融资难题的解决提供了切实可行的路径，进而增强企业的长期竞争优势，实现可持续发展。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 ESG 信息披露的相关研究

目前国内外关于 ESG 信息披露的学术文献可大致分为框架研究、现状研究和经济后果研究几个方向：第一类，关于国内外 ESG 信息披露的框架研究，陈宁等（2019）和操群等（2019）借鉴国外 ESG 体系发展经验，对我国构建 ESG 体系提出建议。刘江伟（2022）提出中国 ESG 披露框架应采取遵守或解释的执行方式。第二类，关于我国 ESG 信息披露标准的现状与挑战分析，例如孙忠娟等（2023）的研究，探讨了我国发展 ESG 信息披露的必要性，指出我国 ESG 信息披露实践总体存在披露体系不完善、缺少符合国情的披露指标、相应监督体系缺位的问题。王文兵等（2023）通过比较国际与中国大陆的进展，指出中国尚处于 ESG 信息披露的初级阶段，尚未实行强制披露要求。第三类，探讨 ESG 信息披露对企业的经济后果，此类研究的相关论文较多，主要集中于企业价值与企业风险。Wong W C 等（2021）统计了许多有关研究 ESG 信息披露的相关成果，发现大多数的研究中，ESG 表现越好，企业价值越高，两者是呈现正向关系，时间跨度拉长，ESG 评级对企业价值影响会更加平稳。同时，ESG 信息披露能够传递企业的风险水平，使投资者理性判断企业的投资风险，倾向投资该企业，从而达到规避投资风险的目的。良好的 ESG 信息披露会降低公司债券信用利差（Yang Y, 2021）、资

本成本（邱牧远和殷红，2019）；提高企业创新水平（孙慧，2023），促进企业绩效（李井林等，2022）。

### 1.2.2 ESG 信息披露与企业融资成本关系的研究

国内外关于环境、社会和治理（ESG）信息披露与融资约束之间联系的理论及实证研究成果尚未形成统一共识，故对研究结论展开分类整理，分类为明显的负相关关系与不显著的负相关性研究两大类。

**（1）ESG 信息披露能有效降低企业的融资成本，即 ESG 信息披露与企业融资成本呈负相关关系。**广泛研究揭示，高绿色治理水平（李维安等，2019）、碳信息（吕靖焯等，2023）、企业社会责任（徐莉萍，2020）等非财务信息的披露，能展现企业积极沟通的态度，降低信息不对称，并满足利益相关者的期望，改善与利益相关者的关系，从而降低融资成本。进一步地，Xie 等（2019）、Wong 等（2020）、以及 Serafeim（2021）的研究发现，企业公开的 ESG 信息作为一种信号传递机制，向公众传递企业在环境保护、社会责任领域的贡献，降低企业与投资人之间的信息不对称，便于投资人利用非财务信息评估企业风险，避免仅依据财务信息评估时因社会突发事件造成信息失灵，减少风险溢价。Fu L 等（2021）、李井林等（2021）通过信号传递视角发现为了使企业获得融资便利，企业可通过提高 ESG 表现，发送关于未来发展的积极信号来影响利益相关者的认知和行为，缓解融资约束。此外，权小锋等（2015）、周方召等（2020）的研究表明，企业 ESG 信息披露的优质程度，与其赢得债权人和股东认可的可能性成正比。

**（2）ESG 信息披露并不能显著降低企业的融资成本，即 ESG 信息披露与企业融资成本负相关关系不显著。**Fatemi 等（2015）指出，由于 ESG 信息披露相应的监管标准缺位以及公司的短期主义倾向，容易出现做“表面文章”等现象，以不真实方式展示对环境负责的态度，难以有效反应企业的社会环境责任行为，未能降低其企业融资成本。Capelle 和 Petit（2019）的研究亦表明，基于印象管理理论，企业可能会为了维持良好形象，美化其可持续信息的披露内容，正面 ESG 事件未能给企业带来额外收益，而负面 ESG 事件却可能导致公司市值下跌。Rafeala 等（2020）指出，企业在践行社会责任和信息披露的过程中，可能会造成额外的支出和财务压力；同时，信息披露中的某些特殊信息，可能会引起投资者对风险更高的认知，使得在短期企业融资成本有所上升。

### 1.2.3 媒体关注对 ESG 信息披露与企业融资成本关系的影响综述

新闻媒体作为信息传播和社会监督的重要平台，与环境、社会与治理（ESG）信息披露相结合，共同增加了信息流通和沟通，有效缓解市场上的信息不对称问题。媒体关注在市场中有传递和监督两大职能，在传递信息方面，媒体报道能够高效且可靠地向市场传播讯息。例如，Gao Haoyu 等（2019）的研究通过分析 1990 年至 2011 年间发行的 5338 种工业债券的数据，揭示了媒体报道与企业债务成本之间的负相关性，指出增加的媒体曝光能有效降低企业的债务成本。才国伟等（2015）通过研究企业在股权融资过程中与媒体的合谋行为，指出企业会利用媒体制造更多正面报道以吸引关注，而媒体报道能通过炒作行为发挥积极作用，以促进企业对外部资金的获取，助益于降低整体融资成本。刘全齐等（2017）以中国重污染行业上市企业为研究样本，发现在市场化演进的背景下，企业在得到关于其低碳行为的正面媒体报道时，这种积极的舆论导向能够驱动企业的股权融资成本下降；与此同时，市场的成熟和完善可以减轻不利媒体报道所产生的消极后果，即股权融资成本的上升压力。周志方和温康（2017）探究了碳风险与融资成本间的相互关联性，通过调节效应检验，发现媒体的关注度可弱化二者间的正向联动效应，特别是在企业表现出较大差异性特征的情况下，这种调节作用表现得尤为明显，呈现出一种非线性的 U 形关系结构。王喜等（2019）通过实证研究发现媒体关注水平与企业环境信息公开的质量均与融资成本成反比，且进一步研究发现媒体报道的情感倾向与企业的融资成本之间存在着负相关关系，媒体传播表现为正向情感，企业的融资成本的降低效果越为显著。

在外部监督方面，媒体能缓解各方利益主体间的信息不对称。基于声誉机制，媒体降低了企业的代理成本，从而发挥公司的外部治理作用。（邝雄等，2019）。作为信息中介，新闻媒体负责搜集、整合和加工多来源的数据，生成经济信息并提供信息验证，从而缓解资本市场的信息不对称（原东良和周建，2021）。黄静如等（2020）的研究表明，媒体关注有助于减少债权人与债务人之间的信息不对称，降低债权人风险，并通过将私有信息公开化来提高企业透明度，从而降低企业的债务融资成本。何红渠和张琳（2021）指出，正面媒体报道能进一步提升企业形象与声誉，形成信号一致性，增强利益相关者对企业发展的信心和认可，提高企业声誉并产生品牌效应，有效改善企业面临的融资约束问题；而负面媒体报道可能与积极的可持续信息披露相互作用，形成信息过载和信息噪音，短期内有可能推高企业的资本成本（Jonathan 等，2016）。

因此，结合了媒体关注特有的信息传递及外部监督作用，高效的市场信息生态得以形成，从而确保了 ESG 信息畅通。同时媒体关注通过遏制管理层的自私行为，在 ESG 信息披露降低企业融资成本的过程中扮演了中介角色，起到了重要的纽带作用。

#### 1.2.4 文献述评

通过文献梳理发现，目前关于环境、社会与治理（ESG）信息披露对融资成本影响的研究主要从宏观与微观两个维度探讨融资成本的影响因素，其中微观因素的研究已经广泛证实信息披露质量对融资成本具有显著影响。国际上关于 ESG 信息披露对企业融资成本的研究分类为债务融资成本和股权融资成本，并且大多数研究集中于 ESG 信息披露与债务融资成本之间的关系，研究结果普遍一致认为 ESG 信息披露能够降低债务融资成本。这些研究主要针对发达市场，对于新兴市场如中国的 ESG 制度建设和信息披露问题探讨相对较少。在国内，相关研究多集中于环境、社会和公司治理的单个方面，有关 ESG 信息披露对企业融资成本的研究尚显不足。在媒体关注方面的研究涵盖了不同行业和地区，这些变量可能对研究结果的广泛适用性和可靠性产生影响。同时，尽管大多数结论肯定媒体关注对企业融资成本的正面影响，但关于媒体可能存在的偏见或误导信息的批判性观点较为缺乏。此外，尽管文献强调了 ESG 信息披露的重要性，却未深入讨论 ESG 概念本身的复杂性，例如不同利益相关者对 ESG 评价的差异及这些差异对媒体报道和公众理解的影响。

综上所述，国内外学者对 ESG 信息披露与融资成本的研究已取得一定进展，但仍存在诸多待完善之处。具体而言：（1）论题相关的定量分析少。尽管已有研究探讨了 ESG 信息披露对企业融资成本的影响，但定量分析相对较少，且多聚焦于环境、社会责任或公司治理某一方面的影响，缺乏将三者综合考量以全面评估 ESG 信息披露对企业融资成本的实证研究。（2）研究范围存在局限。当前国内外研究多局限于制造或房地产行业，缺乏对更广泛市场的普适性探讨，这在一定程度上限制了研究结论的适用性。

（3）有关产权性质的异质性分析存在空缺。关于不同产权性质下 ESG 信息披露对融资成本的差异性影响的研究相对匮乏，这不利于我们深入理解不同情境下 ESG 信息披露对融资成本的影响机制。因此，本文在已有文献基础上，结合定性和定量分析方法，全面探究 A 股市场全行业上市公司中 ESG 信息披露与其融资成本之间的关系，并关注 ESG 信息披露对债务融资成本和股权融资成本的影响差异，且通过不同产权性质的异质性分析得出 ESG 信息披露的差异性影响作用。鉴于此，本文以 ESG 信息披露为切入点，重



点分析 ESG 信息披露对企业融资成本的影响，并将媒体关注纳入其中，以拓展 ESG 信息披露的相关研究。

## 1.3 研究内容及研究方法

### 1.3.1 研究内容概述

本研究通过绪论、理论分析与假设、现状分析、实证分析、结论与建议共五个部分展开探讨 ESG 信息披露对我国上市公司融资成本的影响。

第一章：引言。首先对本研究主题的研究背景及意义、文献综述、研究内容及方法进行了较为全面的阐述，表明了研究目的。在文献综述的环节通过对国内外已有的文章、文献、著作的梳理，阐述目前 ESG 信息披露的相关研究、融资成本的影响因素与 ESG 信息披露对融资成本的影响研究，为本文研究打下基础。

第二章：理论分析与研究假设。该部分是针对论题进行理论基础与理论机制分析及异质性分析，对后续实证结果提供理论依据，并提出相关假设。

第三章：上市公司 ESG 信息披露与融资成本的现状分析。首先描述了我国上市公司的 ESG 信息披露发展历程以及制度进展；其次，描述我国上市公司的 ESG 信息披露情况；再次，考察了我国上市公司 ESG 信息披露的评价制度与标准。

第四章：上市公司 ESG 信息披露对融资成本影响的实证分析。此部分是实证分析的研究设计及实证内容，首先介绍了样本选取、数据来源、变量选取与定义，通过豪斯曼检验选取固定效应模型进行回归，在本实证部分研究中，将会分 1) ESG 信息披露对企业融资成本及对企业债务和权益融资成本的差异性影响；2) 媒体关注在 ESG 信息披露对企业融资成本的影响过程中的中介作用；3) 替换 ESG 衡量指标的稳健性检验；4) 不同产权性质下的异质性影响四个部分展开实证研究。

第五章：结论与建议。本部分对全文内容进行总结，提出政策建议与研究展望，指明研究局限和有深入分析价值的地方，为未来研究提供方向。

### 1.3.2 技术路线

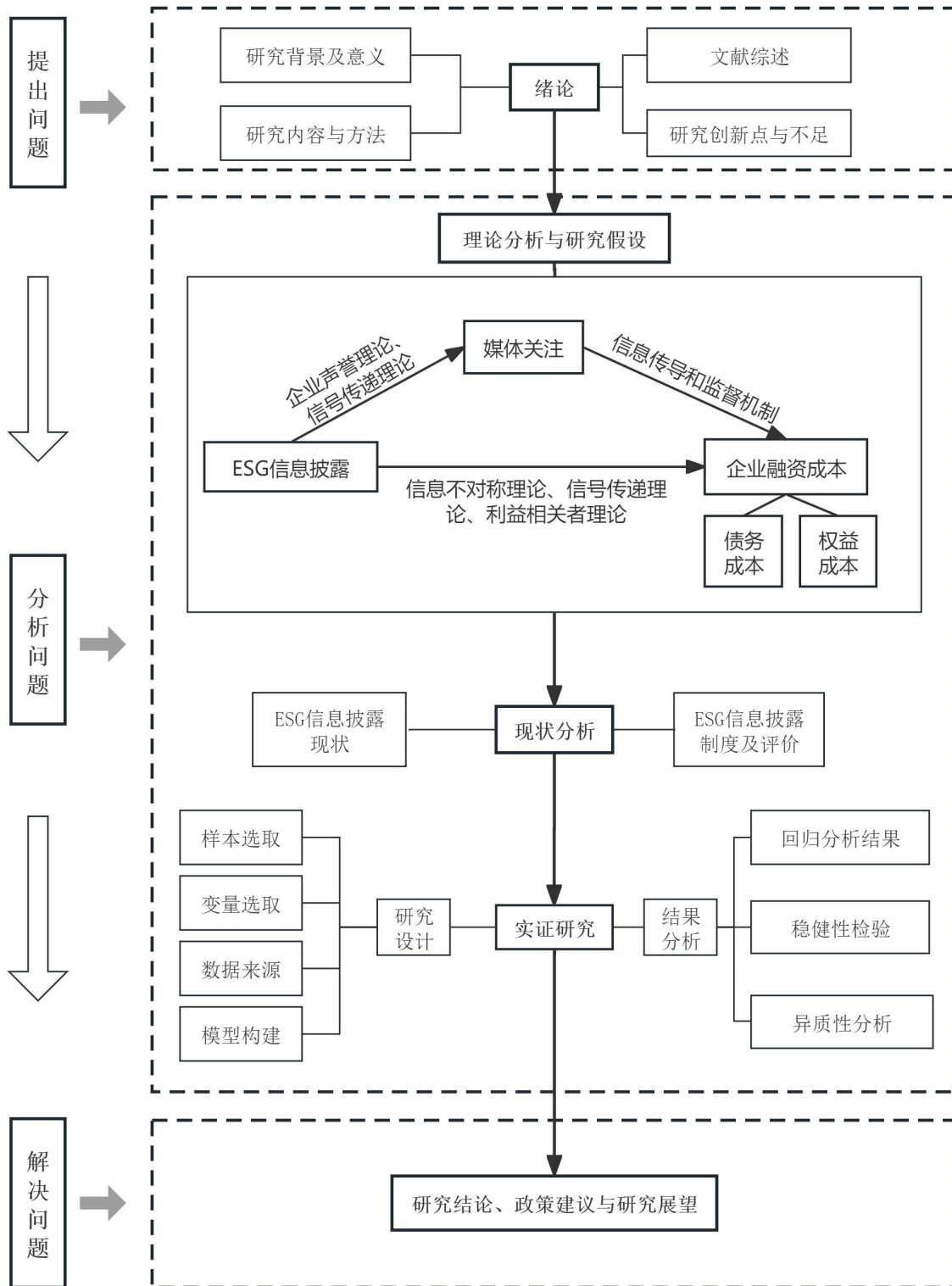


图 1.2 技术路线图

### 1.3.3 研究方法概述

本文充分运用现代统计方法，结合公共经济学、计量经济学的相关知识，首先，采用沪深 A 股上市企业面板数据，构建中介效应模型，加入相关控制变量，全面评估上市公司 ESG 信息披露对融资成本的影响，以及媒体关注在 ESG 信息披露对企业融资成本的影响中起到的中介作用；再次，将彭博社 ESG 评级的解释变量替换为 ESG 评分去做稳健性检验；最后，通过对不同类型的企业做异质性分析，从而验证理论部分所得假设是否成立。本文采取如下方法开展上市公司 ESG 信息披露与企业融资成本之间的关系研究：

#### （1）定性与定量相结合的分析方法

本文将定量研究的客观性和定性研究的深度相结合，用以探究 ESG 信息披露与企业融资成本的关系，从而获得更全面、更深刻的研究视角和结果。首先通过文献梳理和理论分析，讨论 ESG 信息披露对企业融资成本的影响关系，包括融资成本中权益及债务融资成本受到的影响，为后续论证做好理论定性基础与机制路径的铺垫；其次，本文采用 stata16.0 软件进行实证分析，使用固定效应回归模型对沪深主板上市公司数据回归分析，验证前文提出的相关假设。最后，运用了多样化的研究方法，并从多个维度对结果进行了严谨的论证，以期全面揭示 ESG 信息披露对权益和债务融资成本的影响。本文旨在通过综合采用定量与定性分析方法，对 ESG 信息披露的影响进行深入探讨，确保研究结果的合理性与科学性。在此过程中，特别关注 ESG 信息披露对某一融资成本的影响是否更为显著，并努力阐明 ESG 信息披露在投资者决策及企业降低融资成本方面的重要作用。通过这一系列研究，我们期望能够引起企业和投资者对 ESG 信息的更多关注和重视，推动 ESG 理念在资本市场中的深入应用。

#### （2）文献研究法

文献研究法是以解决研究问题为导向，通过收集、分析以往文献，从而掌握研究对象的理论基础、发展趋势，是构建理论框架和形成研究假设的基础。本文讨论我国上市公司 ESG 信息披露是否能对融资成本产生影响，通过查阅国内外相关文献资料，梳理归纳关于 ESG 信息披露、ESG 信息披露与企业融资成本关系的研究以及媒体关注对 ESG 信息披露与企业融资成本关系的影响的有关文献资料，对于以往的研究成果进行分类与评价，基于以往研究基础上进一步进行探讨。

#### （3）实证分析法

本文采用实证分析法，旨在验证 ESG 信息披露对融资成本的影响，该方法注重于学

科与社会现实的结合，并通过数据处理与理论推理来检验假设的可靠性。在经济学研究中，实证分析法常借助计量模型进行深入探讨。本文以华证 ESG 评级上市公司为样本，以企业融资成本为被解释变量，ESG 信息披露为主要解释变量，同时纳入企业成长能力、净资产收益率、股权集中度、企业规模等控制变量，通过固定效应模型实证回归分析，从而揭示 ESG 信息披露与融资成本之间的内在联系。

## 1.4 研究创新点与不足

### 1.4.1 创新点

本文创新点在于：

(1) **提供 ESG 信息披露经济后果研究的新视角。** 既往的相关研究多聚焦于 ESG 信息披露对企业全要素生产率、企业价值以及融资成本的影响，而本文则提出采用加权平均成本法 (WACC) 计量企业融资成本，将研究对象细化为三个关键指标，深入探讨了 ESG 信息披露对企业融资成本的影响机制，并对比了三种不同类型的融资成本在 ESG 信息披露作用下的差异，从而拓展了研究的深度与广度。

(2) **在数据和研究范围上进行创新。** 目前有关 ESG 信息披露的研究大多聚焦于制造、房地产等行业，这种局限性的研究范围导致对 A 股市场的普适性理解不足。然而，本文将研究对象进行了更为广泛的取样，旨在更全面地揭示 ESG 信息披露对公司影响的普适性。期望通过此举能够弥补现有研究的不足，为 A 股市场乃至更广泛的企业群体提供有价值的参考。

(3) **从异质性的角度出发进行对比研究。** 针对公司性质对 ESG 信息披露与融资成本关系的影响，本文进行了细致的分类研究，特别关注国有企业与非国有企业之间的差异。通过分组探讨，本文深入挖掘了不同产权性质下 ESG 信息披露对企业融资成本的异质性影响，从而丰富了研究内容，增强了结论的指向性和全面性，展现了独特的研究价值和创新性。

### 1.4.2 文章研究的不足

本研究聚焦 2018-2022 年沪深 A 股公司，使用彭博社 ESG 数据库，存在数据覆盖不足、样本基数小等问题。未来数据可能通过社会科学和经济发展加强，有助于探究 ESG

信息披露与企业融资成本的关系。此外，国内媒体对企业的关注受社会热点影响，导致对企业 ESG 报道的研究深度和针对性不足。未来研究将加强媒体关注的 ESG 信息收集，研究其中介效应和报道偏差的影响。

## 2 理论分析与研究假设

### 2.1 理论基础

企业所披露的 ESG 信息在评估企业整体价值、潜在风险及其可持续发展能力时，已经逐渐凸显为一项不可或缺的非财务指标。这不仅体现了 ESG 信息在资本市场中的重要性，也强调了企业在可持续发展方面所做出的努力和成果对于其融资成本的积极影响。上市公司的外源融资方式主要包括股权融资和债务融资，这些融资的成本由资金提供者在对企业进行融资时，通过仔细评估企业的风险和潜在价值来决定。此外，ESG 信息以及第三方专业评级机构的评价结果，不仅是简单的信息披露，更是逐步成为资金提供者判断企业可持续发展能力的重要依据。资金提供者通过 ESG 信息和评级结果，能更全面地了解企业在环境、社会和治理方面的表现，从而更准确地评估其可持续发展能力。

#### 2.1.1 利益相关者理论

利益相关者理论指出，企业不仅是股东利益最大化的工具，而是所有与企业活动有利益关系的群体，利益相关者群体涵盖市场参与者、监管机构及所有受企业活动影响的实体，这其中既包括政府机构、商业伙伴，也扩展至未来世代和自然环境，形成了与企业互利共生的关系，这一理论强调，利益相关者的存在对企业的生产和持续成长至关重要，故企业在其成长路径上必须考量并满足这些利益相关者的需求。在追求绿色经济发展的背景下，ESG 信息披露表现良好的企业不仅能吸引关注可持续发展的投资者，还能获得其他利益相关者的支持，这些利益相关者要求企业不仅要注重生态保护，还需透明地报告其环境行为。依据环保部门和证券监督管理机构的规定，企业应当披露环境信息，提高环境绩效，以构筑积极的企业形象。充分全面的环境信息披露使得包括银行贷款者、投资者在内的各方利益相关者能够深入了解企业运营对环境的影响，进而增强对企业的信任，促进企业进一步发展。企业融资成本在很大程度上受到其是否有效考虑利益相关者利益的影响，其中债权人、股东及私人投资者等在企业融资活动中扮演关键角色。企业 ESG 信息披露促使利益相关者更加重视企业的长期价值创造，而非短期利益最大化，通过可获取的信息以评估企业的运营成效及其全面发展潜力，从而判断企业的持续发展能力，并基于获取的有效信息决定是否向企业投资。若企业在信息披露和经营活动中充

分顾及并满足这些利益相关者的需求，将极大地减少融资成本，提高融资效率，有效解决融资难题。

### 2.1.2 信息不对称理论

信息不对称理论阐述了在市场交易中，由于信息资源掌握的不均衡，信息丰富的一方能够向信息较少的一方提供所需的信息，通过利用这种信息优势来获得利益。信息不对称理论在资本市场中占据重要地位，特别是在解释企业融资成本方面，其理论价值尤为突出。由于企业与债权人之间的信息不对称现象普遍存在，债权人往往难以全面、精准地把握企业的真实风险状况。这种信息的不对称性增加了债权人对企业风险的不确定性，其风险补偿的要求便会提高，这无疑加重了企业的融资成本。与此同时，不同投资者对 ESG 信息的关注程度和依赖度也存在显著差异。对于那些高度依赖 ESG 信息披露的投资者而言，企业的 ESG 表现往往成为其投资决策的重要依据。特别是中小股东，由于信息获取渠道相对有限，他们更加依赖于企业公开披露的 ESG 信息来评估企业的风险和价值。因此，ESG 信息披露的透明度和准确性对于中小股东而言至关重要，它们对企业融资成本的影响也更为显著。此外，金融机构与股东在信息获取和处理能力方面存在明显的差异。金融机构由于与企业存在业务往来，能够获取更多关于企业实际经营状况的私密信息，如现金流情况等。这使得金融机构在评估企业风险时具有更强的信息优势。相比之下，股东主要依赖企业公开披露的信息，且由于专业知识限制，可能难以有效辨识信息背后的潜在风险，而 ESG 信息披露在缓解股东信息处理能力的不足方面发挥着重要作用，特别是第三方 ESG 综合评价，能够为股东提供更全面、客观的企业风险与价值评估，有助于股东更准确地判断企业的融资成本。通过参考 ESG 综合评价，股东可以更加理性地做出投资决策，降低信息不对称带来的风险。而金融机构在风险防范方面则拥有独特的优势，他们可以通过债务合同中的期限、利率和抵押品条款等条款设置来规避风险，这些条款使得金融机构在评估企业风险时具有更大的灵活性，降低了对 ESG 信息的依赖程度。相比之下，股东在风险防范方面相对较为被动，更加依赖于企业的 ESG 信息披露和第三方评价来降低投资风险。因此，加强 ESG 信息披露的透明度和准确性，可以有效降低企业与债权人之间的信息不对称程度，进而降低企业的融资成本；同时 ESG 信息披露还有助于提升股东对企业风险的评估能力，缓解其信息处理能力的不足。因此，在资本市场中，加强 ESG 信息披露对于优化企业融资成本、提高市场效率具有深远的意义。

### 2.1.3 信号传递理论

为了应对带来逆向选择和道德风险、严重影响市场运行效率的信息不对称问题，信号传递理论应运而生，该理论基于信息不对称的框架，认为经营绩效卓越的企业会主动向外界披露经营信息，以此作为企业可持续发展的信号，塑造其市场形象以吸引投资者关注，进而获取更多的融资资金。公开透明的信息披露，特别是企业主动发布的 ESG 报告和相关新闻，构成了企业与投资者之间沟通的重要桥梁，极大地减轻了双方在信息上的不对称问题。而 ESG 信息的公开披露，正是为了解决这一问题而出现的有效手段。对于债权人来说，他们在决定是否为企业提供贷款时，同样需要对企业进行全面的风险评估。ESG 信息作为非财务信息的重要组成部分，是考察企业是否具备长期发展潜力的补充参考，通过关注企业的 ESG 表现，债权人可以了解企业在环境保护、社会责任履行以及公司治理方面的实际情况，从而对企业在绩效与规模方面的发展有一定的科学预期。这不仅有助于债权人降低信息搜集和监督成本，还能提升他们对企业的信任度，从而为企业提供更优惠的贷款条件。当债权人因 ESG 信息披露而降低了信息成本，这类成本节约最终会反映为企业债务融资成本的减少。对于股权投资者而言，他们在做出投资决策时，需要全面考虑企业的各方面因素。企业 ESG 信息报告、第三方评级机构出具的评级数据及相关媒体报道以及都为股权投资者提供了宝贵的参考，这些信息不仅揭示了企业在环境、社会和治理方面的表现，更向市场传递了企业稳健经营、积极履行环境社会责任的积极信号。通过深入分析这些信息，股权投资者可以更准确地评估企业的风险和价值，从而做出更理性的投资决策，并降低对企业风险报酬率的要求。因此，ESG 信息披露通过信号传递机制，有效地降低了企业的融资成本，同时也提升了资本市场的效率和公平性。

### 2.1.4 企业声誉理论

在企业声誉的界定方面，以 Fombrun 的定义最为广泛接受和使用，企业声誉是指一个企业相较于其他领先竞争对手，其过往行为及未来发展前景在所有利益相关方中的总体吸引力。企业声誉理论表明，较高的企业声誉能够吸引到潜在利益相关者的关注和支持，因此这些企业可获得稀有或无法复制的资源优势，例如资本、人力资源和品牌知名度等，这些优势有助于赢得顾客信任，提升企业的竞争力和可持续发展力。第三方评级机构出具的 ESG 评级，需要依据企业在环保、社会责任和公司治理等方面的实际表现，



这一评级的高低对于企业的形象塑造和声誉提升具有显著影响。高 ESG 评级有助于企业形成积极的公众印象，从而在一定程度上减轻负面事件对企业运营的冲击，降低企业陷入财务困境的风险，进而维持企业的稳健经营。对于投资者而言，这降低了他们面临的投资风险，进而增强了他们对企业的信心。这种信心的提升使得投资者在要求风险补偿溢价时持更为宽松的态度，从而降低企业的股权融资成本；同时，高 ESG 评级会提高债权人对企业的偿债能力的预期，进而降低企业的债务融资成本。在实际操作中，投资者投资企业的主要目的是获取回报，因此他们更加关注企业的运营稳定性、盈利能力和成长性，较高 ESG 评级信息在这方面为企业带来了显著的优势，它不仅有助于企业树立正面形象和提升声誉，还能赢得利益相关者的认可和支持，从而提高企业价值，为投资者带来超出预期的收益。然而，债权人主要关注的是企业的偿债能力，因此企业声誉所带来的额外收益对债权人的直接影响相对较小，因此 ESG 信息披露带来的声誉效应对投资者的影响可能比债权人更显著。

## 2.2 ESG 信息披露对融资成本的影响机制分析与假设

### 2.2.1 ESG 信息披露对融资成本的影响与研究假设

外源融资是上市公司筹集资金的关键途径，主要分为债务融资和权益融资两类。债务融资涉及发行债券或贷款，其成本主要源于利息支出和发行费用，反映了企业的债务偿还能力和信用风险。而权益融资则通过发行股票实现，成本包括股息支付和发行费用，体现了企业的盈利能力和投资者对其成长性的预期。无论是债务投资和权益投资，投资者对企业的价值与风险评估决定融资成本的大小，而随着 ESG 理念日益发展，资金提供者对企业的 ESG 信息愈发关注，将其视为评估企业价值和风险的重要参考，进而影响到融资成本的高低。

信息不对称在资本市场中普遍存在，严重制约了投资者对企业真实情况的了解，进而影响了其决策过程。企业面临重大变化或问题时，其短期影响会迅速波及股市，给企业带来巨大经济损失，同时打击市场信心，对投资者期望回报造成冲击。为避免这样的波动，企业需及时、准确披露重大信息以缓解信息不对称，帮助投资者全面评估企业价值。随着研究深入，非财务信息在投资决策中的重要性日益凸显，Cuadrado-Ballesteros 等（2016）指出，企业环境、社会责任方面的透明公开披露，可有效减轻信息不对称，降低股权融资费用，这表明非财务信息不仅助投资者了解企业，还助于降低融资成本。

此外，委托代理问题亦影响融资成本，企业管理者在追求利润最大化时，与投资者利益诉求常存冲突，导致投资者选择投资标的时更为谨慎，在可选范围内偏向于选择理念相同的企业，而被这些筹资报酬也会有一定的优惠。另外，ESG 信息披露信息反映企业在环境、社会责任和公司治理方面的表现，传递企业积极、负责任的形象，吸引利益相关者产生密切合作，展示全方位的可持续发展潜力。投资者对企业未来发展的信心增加，便会加大资金投入力度，从而降低公司的筹资成本。综上所述，企业加强 ESG 信息披露管理，有助于塑造良好企业形象并加强投资者的沟通，进一步缓解了内外部信息不对称问题，向外界传递积极信号，为融资过程节约成本、提高融资效率。

### **(1) ESG 信息披露对企业债务融资成本的影响**

根据声誉理论，企业通过第三方评级机构对其 ESG 信息进行评估和披露，获得的高评级能够显著提升企业的形象与声誉。这种良好的声誉意味着企业具备更强的社会责任感、环境友好度以及高效的公司治理，进而吸引更多利益相关者的关注和支持，包括债权人。在获取稀缺资源的基础上，企业得以构建长期可持续发展的基石，并能在面对潜在危机时，依靠良好声誉减轻负面效应，降低陷入财务困境的风险，这间接地有利于企业降低债务融资的成本。其次，ESG 信息披露有助于解决信息不对称问题，这是决定企业债务融资成本的核心要素之一。在信息不对称情况下，由于债权人难以准确判断企业的实际风险水平，往往会要求更高的风险溢价作为补偿。然而，企业通过发布详尽且透明的 ESG 信息，实质上填补了仅依赖财务信息所无法充分揭示的经营绩效、环保举措和社会责任履行等方面的空白，向市场传递了积极信号。这一过程使得债权人能够更加精准地评估企业的未来表现及风险，降低了信息调查和监督成本，直接促使企业的债务融资成本下降。另外，优质的 ESG 信息披露不仅有助于塑造企业的正面形象，还能够实质性地降低债权人在贷款决策中对企业偿债能力的疑虑。因此，拥有较高 ESG 评分的企业，在寻求债务融资时，往往能够享受到更低的融资成本，因为债权人会因其良好的 ESG 表现而相对降低对风险溢价的要求。综合以上分析，ESG 信息披露在降低企业债务融资成本方面起到了关键的作用。

### **(2) ESG 信息披露对企业权益融资成本的影响**

公开透明的信息披露不仅是降低企业与投资者间信息不对称的重要手段，更是减少融资成本的有效途径。依据信息不对称理论理论，企业发布的环境、社会及治理信息，以及相关的 ESG 新闻报道，为投资者提供了了解企业运营状况的重要窗口。这些信息的发布，不仅可以有效地简化投资者的信息获取与处理流程，降低成本支出，而且对于提

高投资者对企业风险状况和内在价值判断的准确性具有积极作用。这样一来，投资者在做出投资决策时，对风险补偿的需求将会相应降低。积极履行社会责任、注重环境保护和治理优化的企业，通过 ESG 信息披露向投资者展示其“富强”的一面，这种展示有助于降低投资者的担忧，进而减少权益融资成本。此外，声誉理论也为我们提供了有力的支持。一个拥有较高 ESG 评分的企业，凭借其在环境、社会及治理方面的优异表现，能够赢得社会各界的广泛信任与高度认可，此认可转化为品牌信誉和市场吸引力，强化客户忠诚度，从而推动企业稳定经营。并且这类企业能够优化社区关系与利益相关者稳定性，降低由于社会争议和环境事件带来的运营风险，并更好地顺应严格的政策法规和不断提升的环境标准，通过前瞻性的合规布局确保经营稳健。投资者普遍视 ESG 表现为评估企业长期价值与风险控制能力的关键指标，高 ESG 评分企业因此更易吸引可持续投资，降低权益融资成本，在动荡市场环境中获得更为可靠的资金保障。信号传递理论认为，企业积极披露社会责任、环境责任、经济责任等相关信息，提升自身企业形象并赢得公众信任，进而获得投资者的认可以及资源支持。因此公开透明的 ESG 信息披露不仅有助于缓解企业与投资者间的信息不对称，还能够通过提升企业的声誉和降低投资者的风险感知，来降低企业的融资成本。因此，企业应积极履行社会责任，加强 ESG 信息披露，以赢得投资者的信任和支持，实现可持续发展。

根据以上影响机制分析，本文就 ESG 信息披露对企业融资成本、企业权益融资成本、企业债务融资成本分别提出假设 1：

H1a: ESG 信息披露评分越高，越能显著降低企业融资成本

H1b: ESG 信息披露评分越高，越能显著降低企业权益融资成本

H1c: ESG 信息披露评分越高，越能显著降低企业债务融资成本

### 2.2.2 媒体关注的中介效应与研究假设

在新兴资本市场体系中，媒体凭借其独特的信息传播技术和渠道，通过实时、公正、透明的信息披露，对资本市场的参与者、决策者以及公众产生深远影响，对维护市场秩序、保障投资者权益、促进资本市场的健康发展起到了至关重要的平衡和监督作用，因而凭借其广泛的触达范围、快速的信息传递速度和深刻的社会影响力，被广泛认同为在政府、企业和司法部门之外形成的“第四极权力”实体。在转型期的资本市场背景下，中国上市公司面临的一个主要挑战是信息披露渠道的有限性和信息透明度的不足，这种信息不对称导致投资者无法全面掌握公司的运营状况，影响了金融市场效率，导致投资

者决策失误、风险偏好扭曲、市场效率降低、欺诈行为滋生、投资者信心丧失以及融资成本差异。为解决此问题，需加强信息披露制度、监管政策和技术手段的应用，媒体通过其信息发掘和信息传播的能力，承担着信息挖掘者和信息中介的角色。

### （1）ESG 信息披露表现对媒体关注的影响

依据声誉理论，企业通过提高其环境、社会及治理（ESG）表现并积极公开 ESG 相关信息，能够塑造其作为一个不仅追求财务收益但同时积极承担社会责任的企业的正面形象，进而构建良好的企业声誉，这有助于吸引潜在投资者的注意力和认可，从而增加企业的媒体曝光度。在企业社会责任（CSR）领域表现出色的公司更易获得媒体的关注并形成积极的媒体形象，这种积极形象能够提升其经济效益，而良好的经济表现和媒体好评度共同作用于降低企业的资本成本。从信号传递理论的角度看，企业公开的 ESG 信息作为关键的非财务信息，往往涉及广泛的社会议题，能向市场传达关于绿色环保、业绩优异、劳工权益重视等多方面的积极信号，媒体作为社会舆论的引导者，会积极关注、报道和评论这些议题。此外，由于受到信息归因的影响，消费者可能对来源为企业发布的 CSR 信息持怀疑态度，比如利益相关性或自我美化行为，而媒体作为第三方所发布的信息能够减轻这种怀疑，故企业一旦发布消费者关注的 CSR 信息，媒体会重点关注并报道。陶文杰等（2012）的研究显示，为了提升自身形象，企业可能夸大或虚构其社会责任履行行为，隐藏相关的负面信息，这会引发公众对企业自我披露的 CSR 信息的质疑和不信任，而公众更倾向于信任第三方机构，如媒体所发布的信息。并且由于 CSR 活动与媒体关注有相互促进的关系，媒体会积极报道企业积极履行社会责任的正面信息，此类正面信息的报道会鼓励企业更好地履行社会责任，以此形成良性的信息披露和传递循环。因此，企业的社会责任行为会吸引媒体关注，而 ESG 信息披露评分则是衡量企业履行社会责任程度的一个重要指标，从而可推断 ESG 表现能够激发媒体的关注。

### （2）媒体关注对企业融资成本的影响

作为信息传导的一种关键手段，媒体能够广泛传播关于企业新闻、公告、业绩等信息，从而改善投资者与企业之间存在的信息不对称，在提升公司治理和缓解债企间的信息不对称问题方面发挥着重要作用，进一步对企业的融资成本产生影响。Bushee 等（2010）的研究表明，媒体关注的程度与上市公司与投资者之间信息不对称的程度成反比。在企业进行债务融资的过程中，媒体通过作为信息披露的平台报道公司情况，能够减轻信息不对称所造成的负面影响，吸引投资者注意，帮助投资者更全面地理解企业现

状，降低双方之间的摩擦，最终获得投资者的信任，促进更多的有效投资。此外，媒体报道还能作为一种外部约束力量，形成有效的外部监督机制，通过塑造和影响企业高管人员的声誉来实现公司治理目的。媒体对公司情况的报道可以通过舆论监督功能，有效地限制管理层操纵盈余等违规行为，达到预防性监管的效果。促使企业高管人员更加谨慎行事，积极采取长期稳健经营的策略，优化公司治理结构。因此媒体能够通过对管理层的预防性监督和对其经营行为的事后监督，最大限度地降低投资者面临的风险，减少他们所需的风险溢价，最终降低融资成本。随着媒体报道数量的增加，市场参与者对上市公司的了解更加深入，进而可能更频繁地交易该公司股票，增加了公司股票的流动性，从而降低了公司的股权融资成本。因此，媒体报道的增多不仅提高了上市公司的信息透明度，也有效减轻了投资者对公司运营不确定性的担心，降低了过高的风险补偿需求，进而降低了公司的筹资成本。

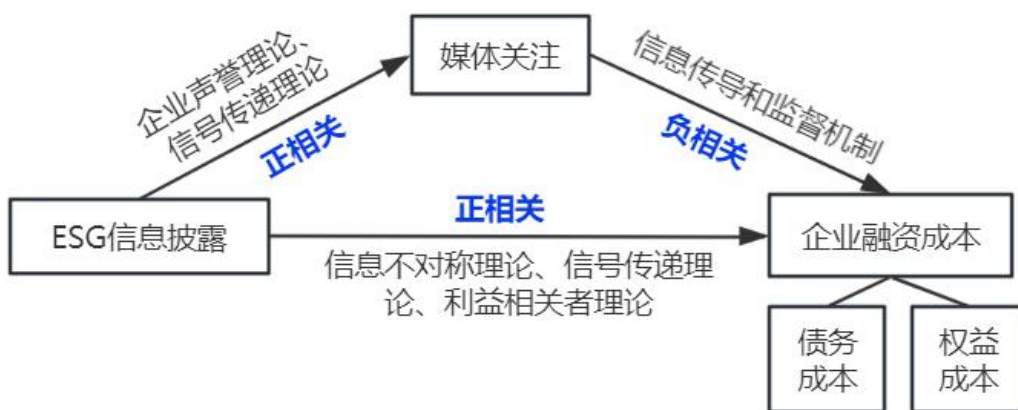


图 2.1 中介效应机制

综上所述，作为资本市场上不可或缺的信息传递桥梁，媒体关注会受到公司信息披露的影响。公司越积极履行 ESG 责任并积极披露，越容易吸引媒体关注，并将公司的特质信息发布给投资者从而影响企业融资成本。媒体报道通过信息传递机制帮助市场参与者更全面地了解公司，通过声誉机制对上市公司管理者和股东进行约束和监督，使得公司的融资成本有所下降。因此，基于可持续发展的政策，ESG 信息披露使企业融资困境缓解，媒体报道从信息中介和声誉机制两个角度发挥了公司治理的效果，从而降低了投资者面临的投资风险和企业融资成本，提出假设 2：

**H2: 媒体关注在 ESG 信息披露对企业融资成本的影响中存在中介效应，企业 ESG 信息披露水平越高，媒体关注水平越高，企业融资成本越低。**

### 2.2.3 不同产权性质下 ESG 信息披露对企业融资成本的影响与研究假设

在我国，国有企业在政企关系、信誉评价、融资规模等方面相较于非国有企业具有显著优势。非国有企业由于缺乏政府直接的信用担保和潜在的隐性支持，在债务融资申请过程中往往会面临银行和其他债权机构更为严格的审查，面临更大的融资难度。并且非国有企业由于与政府关联度较低，较难得到政府的直接财政补贴或优惠政策扶持，这意味着，非国有企业在资本市场上的融资策略可能更加偏向于权益融资，以弥补债务融资渠道的受限。投资者对于这些企业的审视更多依赖于公开市场上所能获取的详尽信息，其中包括但不限于年度财务报告、企业社会责任报告、媒体的公正客观报道以及逐渐普及化的 ESG 评级报告等，以此作为评估投资风险和收益的重要依据。非国有企业主要依赖于自身的经营实力和管理水平，通过精益化管理优化经营结构、提高经营效率、强化 ESG 表现，彰显其优异的经营业绩和负责任的企业公民形象，逐步增强投资者信心，从而在股权融资市场上取得更有利的地位。从媒体关注的角度来看，企业产权性质同样影响外部监管的效果，对于国有企业，由于背后有政府的支持与信用背书，投资者可能相对减少对其财务状况和经营绩效的关注。因此，媒体关注在通过 ESG 信息披露降低企业股权融资成本方面的积极作用，可能会因企业的国有股权性质而有所减弱。相反，非国有企业与政府联系较少，获得政府额外补贴和政策优惠的可能性较低。在这种情况下，投资者更加依赖于市场上可获得的企业信息，如企业年报、社会责任报告、媒体报道以及未来可能广泛应用的 ESG 评级报告，来做出投资决策。先前研究如肖作平和黄璜(2013)所指出，ESG 信息披露对国有企业的外部影响相对较小。没有政府背书的非国有企业，只能通过不断提升自身的经营绩效，来降低融资成本。因此，ESG 信息披露对于非国有企业来说，不仅是一个提升透明度和信任度的工具，更是降低融资成本、提升市场竞争力的重要途径，从而提出假设 3：

**H3: 相对于国有企业，ESG 信息披露更能降低非国有企业的融资成本。**

### 3 我国上市公司 ESG 信息披露现状分析

#### 3.1 我国上市公司 ESG 信息披露的制度

截至目前，中国的 ESG 信息披露正逐渐成为市场关注的焦点，但在全国范围内的统一性和广泛性方面还处于发展阶段。近年来，国际上已经形成了大大小小几十个信息披露体系，其中常用的主流披露体系有 10 个左右。国际上典型的 ESG 信息披露标准包括 GRI、ISO26000、SASB、CDP、香港联合交易所《环境、社会及管治报告指引》等，其关于 ESG 信息披露标准的主要内容如表 3.1 所示。

表 3.1 全球主要 ESG 信息披露标准

披露标准	发布/ 修订时间	组织/机构名称	主要内容
GRI	2016 年 10 月	全球报告倡议组织	包括通用标准 (GRI101 基础、GRI102 一般披露、GRI103 管理方法) 和议题专项标准 (GRI200 经济议题、GRI300 环境议题、GRI400 社会议题)。
ISO26000	2010 年 11 月	国际标准化组织	包括七个核心议题：组织治理、劳工实践、人权、环境、消费者问题、社会参与和公平运营实践，下设核心议题 37 个和细化指标 217 个。
SASB	2018 年 11 月	可持续会计准则委员会	该标准按照行业分类，各行业在制定自己的可持续性会计标准时综合考虑环境、社会资本、人力资本、商业模式与创新、领导与治理五个可持续发展主题。
TCFD	2020 年 10 月	金融稳定委员会 (FSB) 成立的气候相关财务信息披露工作组	该标准是一套气候相关的财务信息披露架构，旨在帮助投资人、贷款机构、保险公司等了解企业重大风险。
CDP	每年一份	碳信息披露项目	对每年全球代表性企业在线问卷的回答打分排序。调查问卷每年更新，主要包括治理、风险和机遇、商业战略、目标和绩效、排放方式、排放

			数据、能源、附加指标、碳定价等内容，选取与气候变化密切的农业、能源、金融、材料、运输等行业进行调研。
《环境、社会及管治报告指引》	2019 年 12 月	香港联合交易所	将 ESG 管治架构、汇报原则和范围提升至强制披露，细化和完善了环境关键绩效指标，并鼓励企业对 ESG 报告进行独立鉴证。2023 年 4 月，联交所发布咨询文件，ESG 报告指引计划引入以下述 ISSB 气候准则为基础的新气候相关披露。
IFRS	2023 年 6 月	国际可持续准则理事会 (ISSB)	核心披露内容应包括风险管理、战略、治理、指标和目标共四个方面。可持续相关财务信息披露应与相关通用目的财报的报告主体相一致，并与企业财务报表同时发布，披露频次建议为 12 个月一次。

资料来源：网络新闻资料整理

在 ESG 信息披露渐成全球趋势的背景下，我国对于上市公司 ESG 信息披露的监管要求也不断加强，国内行业协会、研究机构积极参与本土 ESG 标准、指南制定，为本土上市公司开展 ESG 工作、披露 ESG 信息、提升 ESG 能力提供专业参考。如表 3.2，我国上海证券交易所、深圳证券交易所、原中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国社会科学院等政府机构和组织都发布了相关企业履行社会责任的披露指引，逐步构建和完善了企业社会责任信息披露体系。

表 3.2 近年我国 ESG 信息披露相关政策指引文件

发布时间	发布主体	政策名称	ESG 相关影响
2015 年	国家发改委	《关于加强企业环境信用体系建设的指导意见》	首次提出环境信用体系
2016 年	人民银行等	《关于构建绿色金融体系的指导意见》	明确绿色金融体系建设
2017 年	人民银行等	《落实（关于构建绿色金融体系的指导意见）的分工方案》	ESG 投资相关
	证监会	《关于共同开展上市公司环境信息披露工作的合作协议》	完善了分层次的上市公司环境信息
2018 年	证监会	《上市公司治理准则》修订版	确立了环境、社会、公司治理信息披露的框架
	基金业协会	《绿色投资指引（试行）》、 《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》	强化基金业绿色投资脱虚向实



续表 3.2 近年我国 ESG 信息披露相关政策指引文件

2019 年	基金业协会	《对基金管理人绿色投资自评估报告框架的建议》、 《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》（二期成果）	强化基金业绿色投资自我监管
2020 年	国家主席	中国承诺力争 2030 年前达到二氧化碳排放峰值、 2060 年前实现碳中和	提出 3060 “双碳”目标
	国务院办公厅	《进一步提高上市公司质量的建议》	为推动上市公司 ESG 治理和信息披露工作提出指导方向
2021 年	十三届全国人大四次会议表决通过	《“十四五”规划和 2035 远景目标纲要》	将双碳工作列为年度重点任务
	国务院国资委	《关于推动中央企业高质量发展做好碳达峰碳中和工作的指导意见》	明确提出央企“双碳”目标
	国务院	《2030 年前碳达峰行动方案》	明确提出实现 2030 年前碳达峰目标
	生态环境部	《环境信息依法披露制度改革方案》	明确到 2025 年环境信息强制性披露制度基本形成
2022 年	国务院国资委	《中央企业合规管理办法》	明确 ESG 合规是央企合规重要方向
	证监会	《上市公司投资者关系管理工作指引》	首次纳入“公司的环境、社会和治理信息”
	银保监会	《银行业保险业绿色金融指引》	强化保险业绿色投资脱虚向实
2023 年	国务院国资委	《央企控股上市公司 ESG 专项报告编制研究》、 《央企控股上市公司 ESG 专项报告参考指标体系》	中央企业控股上市公司到 2023 年全部实现 ESG 信息披露
	证监会	《上市公司独立董事管理办法》	与 ESG 中 G 契合
		表示正在指导沪深证券交易所研究起草《上市公司可持续发展披露指引》	加快推进本土化 ESG 体系发展
	深交所	《深交所上市公司自律监管指引第 3 号、第 4 号——行业信息披露》修订版	强化 ESG 信披要求

资料来源：政府网站、网络新闻资料整理

随着 ESG 相关信息被越来越多的使用者关注，ESG 数据的可靠性就显得尤为重要，ESG 报告如果经过外部鉴证，可以提高数据的可信度，有利于报告使用者进行数据研究并做出决策。国际上比较权威的鉴证标准主要包括：AA1000、ISAE3000，如图 3.1，分别对 ESG 报告和利益相关者提出要求。在 2023 年 3 月，我国发布了由本土企业社会责任报告评级专家委员会主导编纂的《中国企业环境、社会及管治（ESG）报告评级标准（2023 版）》。据统计数据显示，2022 年内，总计有 187 份企业社会责任报告参与到评级流程中，其中有 15 份 ESG 报告经过抽选，由评级专家委员会指派的专业团队组成独立的评级小组，对该批报告进行了详尽的评估，并给出了针对性的改进建议。评级指

标包括完整性（25%）、过程性（15%）、实质性（20%）、可比性（15%）、可读性（10%）、平衡性（10%）及可及性（5%），评价结果采用星级制，共分为七个级别：五星佳（典范）、五星级（卓越）、四星半级（领先）、四星级（优秀）、三星级（良好）、二星级（发展）、一星级（起步）。

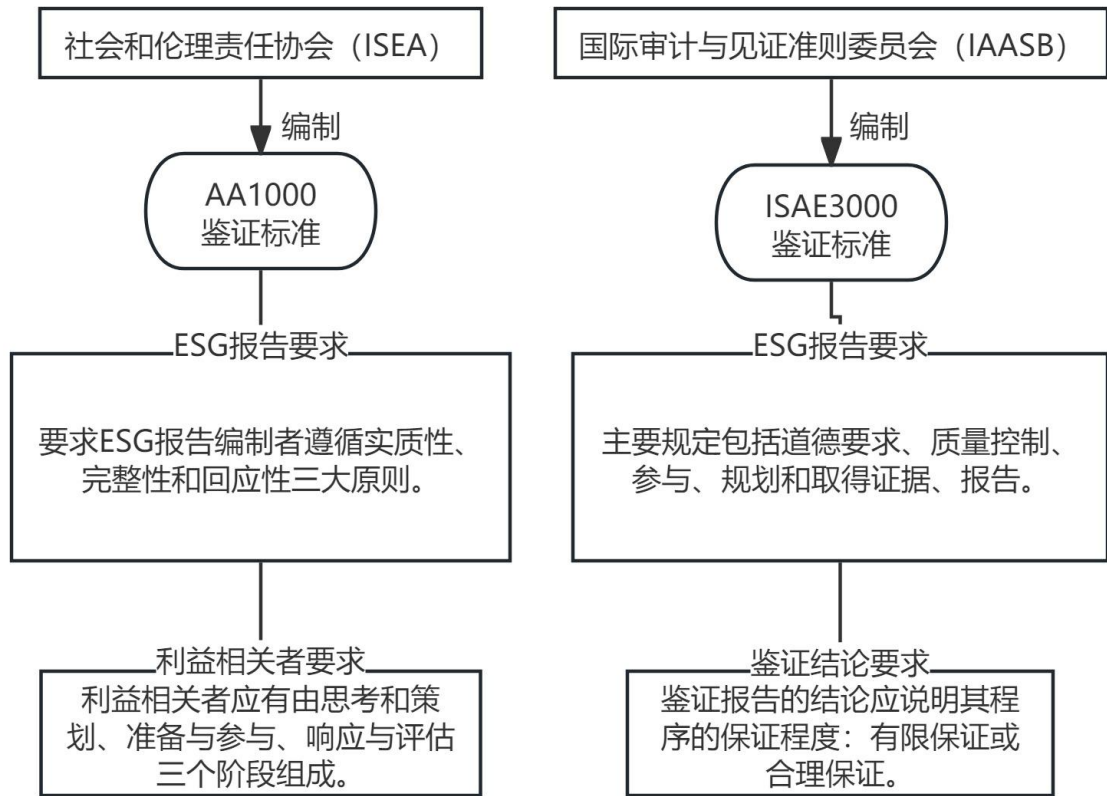


图 3.1 AA1000 和 ISAE3000 鉴证标准

### 3.2 我国上市公司 ESG 信息披露的情况

ESG 是企业用于企业沟通计划、投资者评估企业绩效和风险的一种外部投资框架，或一种指标。而 ESG 报告是企业对环境、社会和企业治理数据的披露，有效体现企业为实现环境社会治理目标做出的实际努力，报告包括遵循沪深交易所规则的社会责任报告、参考香港或国外标准的 ESG（环境、社会与治理）报告与可持续发展报告等。自 2006 年深圳证券交易所发布《上市公司社会责任指引》倡导上市公司积极履行社会责任至今，我国 A 股上市公司发布 CSR 报告已经有近 17 年历程。ESG 报告起步虽然较晚，但近年来，上市公司进行 ESG 信息披露的主动性逐年上升。在企业社会责任浪潮之下，上市公司日益加强 ESG 信息披露与意识，2021 年企业社会责任报告披露情况明显改善。根据上市公

司报告发布情况，截至 2022 年，发布 ESG 相关报告的上市公司达到了 1427 家，当年披露 ESG 相关报告 1513 份。近两年增速有所加快，2021 年新增 135 家，2022 年新增 285 家。

表 3.3 我国上市公司 ESG 信息披露情况

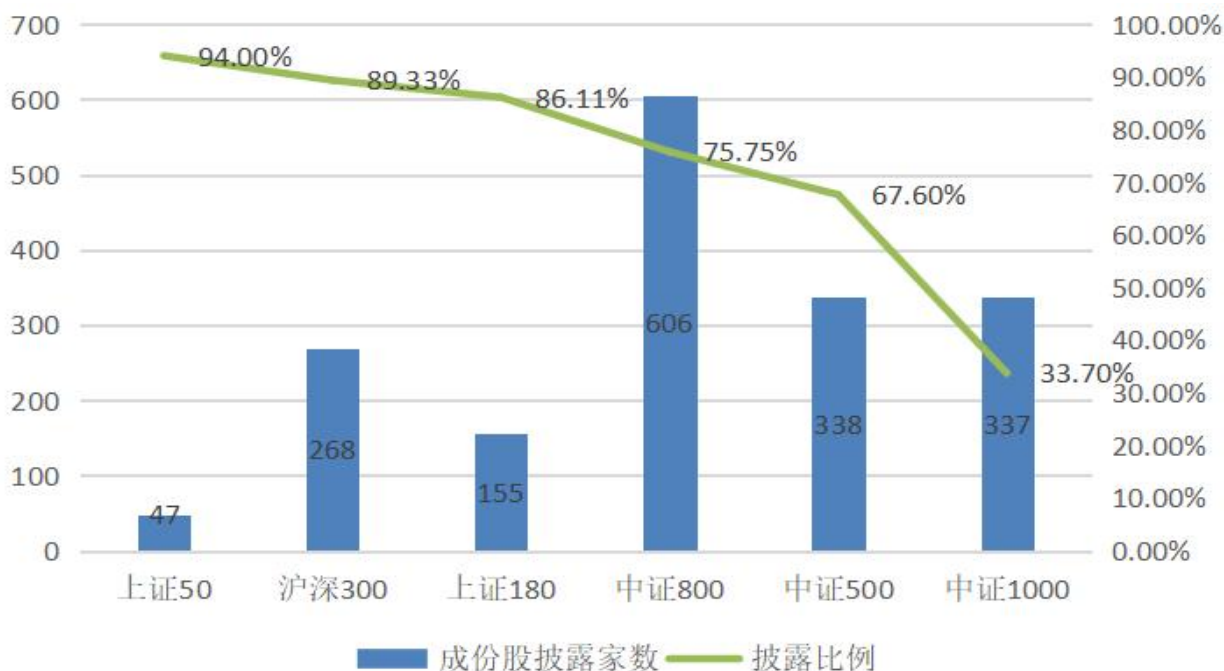


数据来源：《中央企业上市公司环境、社会及治理（ESG）蓝皮书（2023）》

从重要指数成份股披露情况（表 3.4）来看，上证 50、上证 180、沪深 300、中证 500、中证 800、中证 1000 披露比例分别为 94.00%、86.11%、89.33%、67.60%、75.75%、33.70%。

其中沪深 300 指数成份股披露比例已接近 90%，沪深 300 指数作为反映沪深两市整体走势的重要宽基指数，其成份股的高披露比例对于跨市场的投资者尤为重要，有助于提高市场效率和稳定性，减少信息不对称问题。而中证 1000 指数披露比例远低于其他指数，反映出小型上市公司的信息披露水平相对较低。可以看出不同指数成份股的披露比差异反映了中国股市在 ESG 信息披露上的层次性，大型蓝筹股普遍拥有更高的透明度，而中小型企业则存在较大的改善空间。

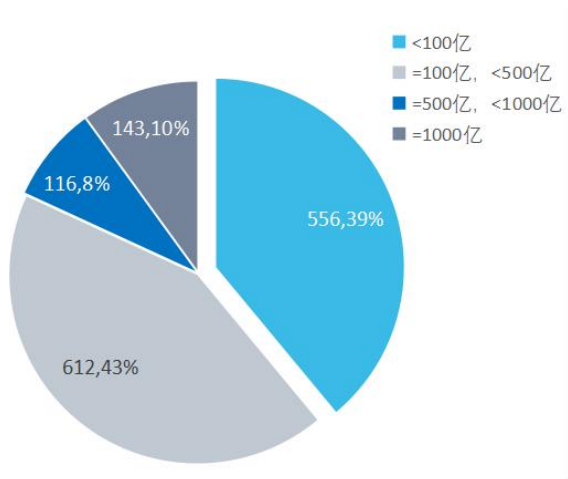
表 3.4 主要指数成份股 ESG 相关报告披露情况



数据来源：根据 wind 数据整理

从不同规模的、已发布 ESG 相关报告的公司（表 3.5）来看，百亿以下市值公司占比 39%，百亿到 500 亿市值规模的公司占比 43%，两者合计占比 82%。企业 ESG 信息披露状况与企业规模也呈现正相关关系。从企业市值分布来看，82%流通市值规模在 1000 亿以上的企业发布了 ESG 相关报告，流通市值规模在 100 亿-1000 亿的企业披露比例为 57%，百亿以下则降为 18%，企业信息披露情况与市值呈现显著正相关。

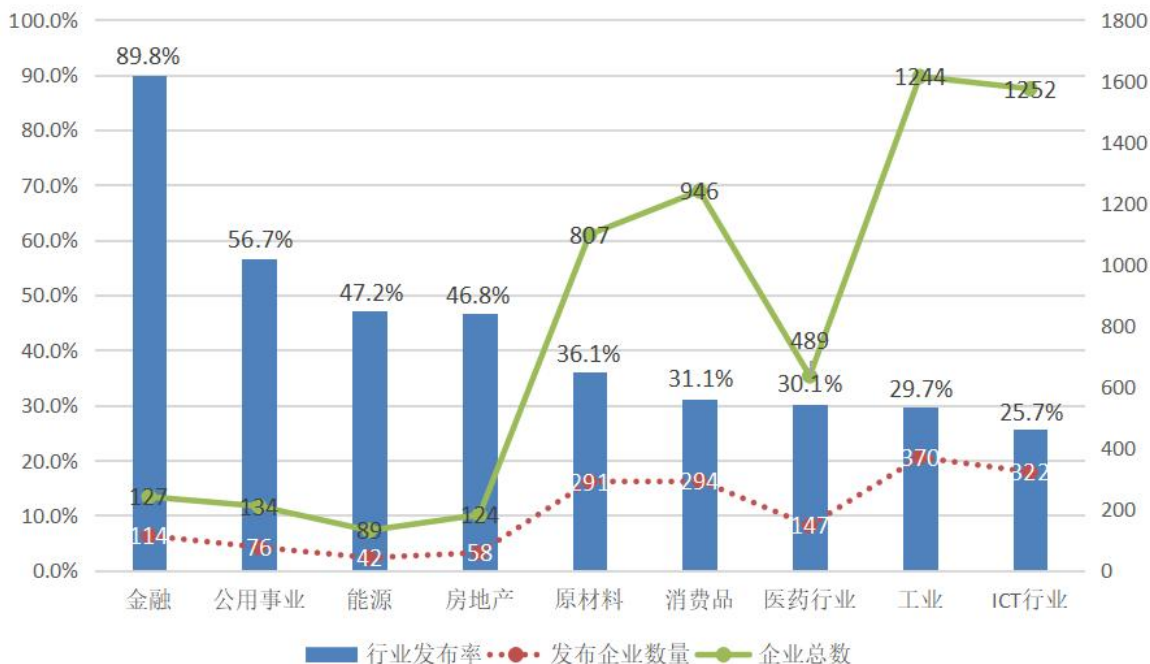
表 3.5 不同规模公司 ESG 相关报告披露情况



数据来源：根据 wind 数据整理

从行业分布（表 3.6）来看，ESG 信息披露存在显著行业差异，其中金融业 ESG 报告披露率位居首位，达到了 89.8%。公用事业、能源、房地产、原材料、消费品、医药行业 6 个行业的披露比例超过 30%，披露比例较低的是工业、ICT 行业，均低于 30%。

表 3.6 ESG 信息披露行业发布数量、发布比例情况



数据来源：根据 wind 数据整理

尽管目前我国上市公司在 ESG 信息披露在数量和披露率上逐渐增加，但客观来看，我国在 ESG 领域的发展起步较晚，与欧美发达国家和地区的上市公司相比，国内上市公司在 ESG 发展阶段和执行水平上普遍落后，仍然面临着不小的挑战。首先，我国上市公司披露 ESG 信息的比例相对较低。截至目前，公布 ESG 相关报告的上市公司仅占总数的约 36%，在缺乏 ESG 相关信息的情况下，对企业的 ESG 表现进行全面、公正的分析与评估变得极为困难。其次，披露的 ESG 信息报告质量不高，存在数据缺失的问题。在已发布的 ESG 报告中，《社会责任报告》约占 80%，而这些报告往往以定性描述为主，缺少精确的、数据支持的关键 ESG 绩效指标，关键的 ESG 绩效指标常常缺失或者模糊不清，使得外部利益相关方难以准确评估企业的环境、社会和治理表现。部分上市公司的 ESG 报告中，环境信息数据的缺失率较高，尤其是在碳排放、能源消耗等关键环境指标方面，很多企业未能主动披露完整的碳足迹数据，导致外界无法全面了解其环境影响的真实情况。第三，ESG 信息披露标准不统一。鉴于目前以自愿披露为主，

上市公司采用的参考标准不一致，如《企业环境信息依法披露管理办法》以及《企业 ESG 披露指南》团体标准，但各地及各行业对这些标准的理解和执行存在差异，没有形成统一的强制性披露框架，导致了信息标准化程度低，从而增加了 ESG 评级的难度和降低了评级的准确性。

总而言之，ESG 信息披露是一项基础工程，是 ESG 实践与 ESG 评级的基础。目前披露比例低、标准不统一，导致了数据缺失严重、标准化程度低、可比性差等问题，成为 ESG 评级的重要障碍。制定我国的 ESG 信息披露制度，统一上市公司 ESG 信息披露标准，加强信息披露管理，已成为迫在眉睫的任务。

### 3.3 我国上市公司 ESG 信息披露的评价

#### 3.3.1 ESG 信息披露制度评价

随着全球对可持续发展理念的日益关注，环境、社会及治理（ESG）信息披露已成为上市公司加强透明度、提升投资者信任的关键手段。我国作为全球经济的重要一员，近年来在 ESG 信息披露制度的建立与推进上展现出了积极的姿态，取得一定的进展：越来越多的上市公司开始重视 ESG 信息披露，将其作为提升品牌形象、吸引投资者的重要手段；监管部门也在不断加强 ESG 信息披露的监管力度，推动上市公司提高披露质量和透明度；投资者对 ESG 信息的关注度也在逐渐提升，为 ESG 信息披露制度的进一步完善提供了市场需求和社会基础。然而，与此同时，也暴露出了一些制度层面的不足和挑战。

首先，我国 ESG 信息披露制度在框架上已初步形成。目前，关于上市公司 ESG 信息披露的法律规范已有所涉及，但尚未形成一个完整、系统的 ESG 信息披露制度架构。这种零散的状态导致上市公司在实践中对 ESG 信息披露的重视程度和执行力度参差不齐，影响了信息的整体质量和透明度。

其次，我国在 ESG 信息披露的强制性方面仍有待加强。当前强制性披露主要局限于重点排污单位，而对于其他上市公司，则多采取自愿性或鼓励性的披露方式。这种模式下，非重点排污单位的上市公司在 ESG 信息披露上往往缺乏足够的动力和约束，导致信息披露不全面、不真实的问题较为突出。同时，由于缺乏明确的披露标准和指导，上市公司在披露 ESG 信息时也存在较大的主观性和随意性，使得投资者难以准确评估公司的真实状况和风险。

此外，我国 ESG 信息披露的质量有待提升。现行规定对 ESG 信息披露的具体内容和范围缺乏明确性和详细性，使得上市公司在披露时存在较大的自由度和模糊性。尽管《上市公司治理准则》（2018 修订版）已经设置“信息披露与透明度”章节，并对上市公司提出了依法披露信息的要求，但关于 ESG 信息披露的具体内容和范围，却缺乏详尽的规范与说明。这可能导致上市公司倾向于披露有利于自身形象的信息，而回避或掩盖不利信息，从而降低了披露信息的真实性和客观性。同时，由于缺乏统一的 ESG 信息披露标准和评估体系，第三方验证机制不健全，多数 ESG 报告未经独立审计或评估，进一步削弱了信息的可信度和报告质量。投资者在比较和分析不同公司的 ESG 表现时也存在较大的困难。

### 3.3.2 ESG 信息披露实践评价

随着 ESG 信息披露制度的完善、可持续发展理念的持续强化和监管的推动下，近年来我国上市公司 ESG 信息披露有较为显著快速发展，在我国的 ESG 信息披露实践中，体现出了一些优势：

第一，ESG 信息披露政策推动与规范化建设。中国政府高度重视 ESG 信息披露体系的建立和完善。随着我国经济社会可持续发展目标的确立，监管层面对 ESG 信息披露的要求日趋严格，法律法规和政策指导不断完善。例如，沪深证券交易所相继出台相关政策文件，鼓励和指导上市公司加强 ESG 信息披露的强制性和自愿性披露，并逐步将 ESG 纳入强制性披露范围。同时，我国还积极参与国际 ESG 信息披露规则制定，参照国际通行的 GRI 标准、ISSB 准则以及其他发达国家的实践经验，构建符合国情并与国际接轨的披露框架。这不仅有助于提高我国企业的国际竞争力，也有利于统一国内信息披露的标准，降低信息不对称，增进市场公平性和透明度。

第二，市场认识加深与参与度提升。近年来，我国企业尤其是上市公司对 ESG 信息披露的认识不断深化，越来越多的企业主动实施 ESG 报告编制，并将其作为展示自身可持续发展能力、塑造良好品牌形象以及吸引 ESG 投资的重要手段。数据显示，大型上市公司的 ESG 信息披露率较高，而中小企业的披露率也在逐步增长，反映出整个市场对 ESG 议题的关注度不断提高。在披露数量和比例方面，2022 年，我国上市公司披露 ESG 信息相关报告的有 1775 家，披露比例上升到 35.86%，相较于 2017 年提高近 10 个百分点。并且越来越多的公司提升了 ESG 信息披露意识，开始提供更全面具体的环境绩效、社会责任和公司治理等各个方面的数据和指标，大大提升了 ESG 信息披露的完整性。此外，

金融机构和投资者对 ESG 表现的重视程度也在加大，ESG 投资理念逐渐融入主流投资决策过程，这进一步激励企业提高 ESG 信息披露质量，以赢得资本市场的青睐和社会的认可。

同时，我国 ESG 信息披露在实践上需要不断地完善和优化。具体实施细则和适应我国国情的标准尚未确立，尤其在行业细分领域，差异化披露标准亟待建立。企业管理层对 ESG 的内涵理解局限，易将其视为附加的慈善活动，而非企业战略及竞争力的核心要素，导致披露时普遍存在选择性披露，仅突出正面成果而淡化负面效应，影响了投资者和公众对企业 ESG 全貌的准确评价。



## 4 上市公司 ESG 信息披露对融资成本影响的实证分析

### 4.1 样本选取与数据来源

本研究以 2018 年至 2022 年间沪深 A 股非金融类上市公司为研究对象,并使用 Excel 2016 进行必要的科学数据清洗和整理,样本筛选排除了金融保险业上市公司、被特别处理的上市公司以及数据缺失的上市公司,确保了研究样本的针对性和数据的完整可靠性,在实证回归步骤使用 Stata15.1 软件进行回归分析。企业的 ESG 评分数据来自彭博(Bloomberg)数据库,彭博资讯公司依托其全球领先的数据收集与分析能力,为评估对象提供了详尽而全面的环境绩效指标,包括但不限于企业在节能减排、环保投入、自然资源管理等方面的举措与成效;同时,该体系还严谨考量了企业在社会责任领域的实践与贡献,如劳工权益保护、社区参与、公平贸易等多个方面;此外,还包括了对公司治理结构、内部控制、风险管理、透明度披露等方面的深度剖析。媒体关注数据来自中国研究数据服务平台(CNRDS)数据库,其他数据来自国泰安系列研究数据库(CSMAR)。

### 4.2 变量选取与定义

表 4.1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
解释变量	ESG 信息披露	ESG	根据华证 ESG 评级数据,按照 1—9 对 CCC—AAA 九个等级进行赋值
	企业融资成本	WACC	权益融资成本*(1-资产负债率)+债务融资成本*资产负债率
被解释变量	权益融资成本	COE	$R_{peg} = \sqrt{(eps_2 - eps_1) / P_0}$
	债权融资成本	COD	利息支出/总体负债额度
中介变量	媒体关注	MEDIA_C	为正面媒体关注数量与负面媒体关注数量相抵后的净值,媒体关注数量为新闻媒体对该公司年度报道的次数加 1 后取自然对数
控制变量	成长能力	Growth	(营业收入本年本期金额-营业收入上年同期金额)/(营业收入上年同期金额)
	资产收益率	ROA	净利润/总资产平均余额
	股权集中度	GD	前十大股东持股比例
	企业规模	Size	公司员工总数取自然对数

### 4.2.1 解释变量

ESG 信息披露 (ESG) 参考项东等 (2022)、赵万东等 (2023) 的做法, 采用彭博社发布的中国内地上市公司的 ESG 评分进行衡量。该体系内嵌于彭博资讯服务体系中, 涵盖了企业在环境保护、社会责任履行及公司治理效能等多维度的信息公开评价, 并将最终评分范围标准化至 0 至 100 的连续数值区间内, 这一标准化分数可直观展现各公司在 ESG 信息披露实践上的详尽程度与实际状况。

### 4.2.2 中介变量

媒体关注 (MEDIA\_C) 参考才国伟等 (2015)、张琦等 (2016)、易志高等 (2017) 的思路, 借助于新闻舆情数据库中有关报刊报道的量化信息, 设定情感评分为正值的新新闻报道为积极报道类别。累计计数公司当年接收到的所有积极报道实例, 并在此基础上执行自然对数转换操作, 以此生成一个反映公司所受媒体积极关注程度的数量指标——媒体正面关注数量指数。媒体关注 (MEDIA\_C) 指标是通过计算媒体正面关注数量与媒体负面关注数量之间的差值来确定的, 它反映了媒体对公司的整体关注程度, 这样的定义和处理方式, 使得媒体关注 (MEDIA\_C) 能够更为准确、客观地反映媒体对公司的报道倾向。

### 4.2.3 被解释变量

#### (1) 企业融资成本 (WACC)

基于加权平均资本成本 (Weighted Average Cost of Capital, WACC) 原理, 企业融资成本的计算过程涉及对权益资本成本与债务资本成本的有效整合和均衡考虑, 这两种成本分别对应企业利用股东权益和债权融资所付出的成本代价。将权益融资成本和债务融资成本分别乘以各自占总资产的比重并加总求和, 即企业融资成本 =  $(1 - \text{资产负债率}) * \text{权益融资成本} + \text{资产负债率} * \text{债务融资成本}$ , 以此量化出企业为筹集和使用资本所需支付的综合成本, 真实反映其资本结构的经济后果

#### (2) 权益融资成本 (COE)

参考毛新述等 (2012) 的研究, 选取事前权益资本成本测度模型, 并采用 Easton (2004) 提出的 PEG 模型进行权益融资成本的估计。该指标衡量的是企业从股票市场融

资时提供给股东的最低报酬率，相较于剩余收益（GLS）模型，PEG 模型可以考虑各风险因素的影响，且能够解决不分发股利政策企业的股权融资成本衡量的问题。其具体计算公式如下：

$$COE_{PEG} = \sqrt{\frac{EPS_{t+2} - EPS_{t+1}}{P_t}} \quad (1)$$

其中  $P_t$  为企业在  $t$  期的股票收盘价， $EPS_{t+1}$  为企业在  $t+1$  期普通股的每股净收益预测值， $EPS_{t+2}$  为企业在  $t+2$  期普通股的每股净收益预测值。

### （3）债务融资成本（COD）

参考郑建明等（2021）的方法，债务融资成本的衡量应用利息支出与企业总负债之比这一比率，其中利息支出涵盖了财务报表中的利息开销部分，同时也包括已资本化的利息成分以及相关的租赁费用支出项目，记作债务融资成本（COD） = 利息支出 / 总体负债额度。

## 4.2.4 控制变量

不同企业间企业规模、成长能力、偿债能力及股权结构差异较大，对企业 ESG 信息披露会产生较大影响，通过借鉴已有文献，采用成长能力（Growth）、资产收益率（ROA）、股权集中度（GD）、企业规模（Size）作为控制变量，并在模型中加入个体和年份固定效应。

## 4.3 模型构建

为检验提出的假设，本文根据豪斯曼检验结果，采用固定效应模型进行回归。固定效应模型能够更好地控制个体异质性、处理遗漏变量问题、提高估计精确度等，从而捕捉研究对象的特性。

### 4.3.1 检验 ESG 信息披露与企业融资成本关系的模型

由 H1 假设，为研究 ESG 信息披露对企业综合融资成本、权益融资成本、债务融资成本的影响，建立模型如式（2）（3）（4）所示：

$$WACC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_2 Growth_{it} + \alpha_3 ROA_{it} + \alpha_4 GD_{it} + \alpha_5 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$COE_{it} = \mu_0 + \mu_1 ESG_{it} + \mu_2 Growth_{it} + \mu_3 GD_{it} + \mu_4 Size_{it} + \mu_5 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$COD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 ESG_{it} + \gamma_2 Growth_{it} + \gamma_3 GD_{it} + \gamma_4 ROA_{it} + \gamma_5 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

### 4.3.2 检验媒体关注的中介效应模型

由 H2 假设，为研究媒体关注在 ESG 信息披露对企业融资成本影响过程中是否起到中介作用，建立模型如式 (5)、(6) 所示：

$$MEDIA\_C_{it} = \delta_0 + \delta_1 ESG_{it} + \delta_2 Growth_{it} + \delta_3 GD_{it} + \delta_4 ROA_{it} + \delta_5 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$WACC_{it} = \eta_0 + \eta_1 MEDIA\_C_{it} + \eta_2 ESG_{it} + \eta_3 Growth_{it} + \eta_4 ROA_{it} + \eta_5 GD_{it} + \eta_6 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

## 4.4 数据统计描述与相关性分析

### 4.4.1 描述性统计

表 4.2 展示了变量的描述性统计结果。在被解释变量方面，样本企业的整体融资成本、权益融资成本和债务融资成本的平均值分别为 0.083、1.714、0.012，其标准偏差分别为 1.109、2.770、0.114，这一结果指出，尽管各企业之间的融资成本呈现出一定的差异性，这些差异均处于合理的区间内。在解释变量方面，ESG 评分的平均值为 3.891，标准偏差为 1.214，表明我国企业在 ESG 评分上总体表现较为低下；ESG 评分的范围从最低的 1 分到最高的 8 分，显示出企业在 ESG 信息披露方面的表现差异较大，且在整体上优秀的 ESG 表现的企业相对较少。

表 4.2 主要变量描述性统计

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
WACC	1,970	0.0836296	1.109803	-0.2580941	49.24453
COD	1,970	0.0129579	0.1149453	0	4.065957
COE	1,970	1.714062	2.770724	0.681195	106.1318
ESG	1,970	3.891878	1.214432	1	8

续表 4.2 主要变量描述性统计

media_c	1,970	0.4352377	0.6581849	-1.72165	3.068053
Growth	1,970	0.3055508	3.435605	-0.98501	102.6348
ROA	1,970	0.0228003	0.3621014	-9.116924	12.21107
GD	1,970	52.60014	14.43242	16.5	95.07
Size	1,970	18.5538071	1.4972226	16.48696	23.93153

控制变量的描述性统计结果与现有文献的研究发现基本符合。中介变量媒体关注 (MEDIA\_C) 的范围从最低的-1.721 到最高的 3.068, 反映了不同企业受媒体关注程度的差异较为显著。在控制变量中, 资产收益率 (ROA) 展现了企业的盈利能力, 其值范围从最低的-9.116 到最高的 12.211, 说明不同企业间的盈利能力差异显著。营业收入增长率 (Growth) 从-0.985 到 102.634 的变动范围, 揭示了企业成长能力的大幅波动, 并指出存在一部分企业经历了负增长。股权结构 (GQ) 从最低的 16.5 到最高的 95.07 的变化, 说明企业间的股权集中度差异较大。

#### 4.4.2 相关性分析

整个样本集的 Pearson 相关性分析结果如表 4.3 所示。分析发现, ESG 信息披露与融资成本在 1%的水平上显著负相关, 相关系数为-0.085。ESG 信息披露与融资成本在 1%的显著性水平下呈现出显著的负向关联性, 具体表现为相关系数达到-0.085。这一发现表明, 企业的 ESG 信息披露行为与其融资成本之间存在负向关联, 从而为假设 H1 提供了初步的证据。为了进一步支持这一结论, 研究中将考虑引入更多的控制变量进行验证。同时, 企业 ESG 信息披露与媒体关注度之间的相关系数为 0.279, 在 1%的显著性水平上呈现正相关, 这意味着企业的 ESG 信息披露表现越佳, 其受到的媒体关注也越高, 从而对假设 H2 进行了初步验证。在融资成本与企业成长能力、资产收益率、治理结构及产权性质方面, 这些变量之间也在 1%的显著性水平上表现出相关性。此外, 本研究进行了方差膨胀因子 (VIF) 测试, 未直接列出的变量之间的 VIF 值均小于 3, 指研究中不存在严重的多重共线性问题, 确保了控制变量选择的合理性。

表 4.3 相关性分析

	WACC	COD	COE	ESG	Media_c	Growth	ROA	GD	Size
WACC	1								
COD	0.122***	1							
COE	0.852***	0.102***	1						
ESG	-0.085***	-0.074***	-0.141***	1					
Media_c	-0.043*	-0.083***	-0.089***	0.279***	1				
Growth	-0.00900	-0.00800	0.00700	-0.040*	-0.056**	1			
ROA	-0.567***	-0.057**	-0.475***	0.070***	0.085***	0.369***	1		
GD	0.0140	0.0260	-0.045**	0.118***	0.00700	0.086***	0.0290	1	
Size	-0.0290	-0.040*	-0.090***	0.147***	0.080***	-0.00100	0.0100	0.130**	1

注：表中汇报的是 *Pearson* 相关系数；\*\*\*，\*\*，\*分别表示在 1%，5%和 10%的水平上显著。

## 4.5 实证检验

### 4.5.1 回归结果与分析

对模型（2）（3）（4）进行回归分析，回归结果列示在表 4.4 中。式（1）中变量 ESG 的系数值为-0.011，并在 1%的置信水平显著，说明 ESG 信息披露与企业融资成本呈显著负相关关系，并且式（2）（3）中 ESG 系数值均为-0.002、-0.022，在 5%的置信水平显著，假设 1 均得到证实，ESG 信息披露可以有效降低企业融资成本、企业权益融资成本和债务融资成本。

可以看到，式（3）中 ESG 系数值更大，因此 ESG 信息披露对于企业权益融资成本的负向影响更大。此外，通过深入探究各个控制变量的系数特征，可以揭示资产收益率（ROA）与企业融资成本（WACC）之间存在着显著的负相关性。这意味着投资者倾向于认同较高的资产收益率代表了企业的优良投资潜能，尤其是突出的净资产收益率，增强了投资者获取较高收益的可能性，从而导致融资成本的降低。

表 4.4 ESG 信息披露对企业融资成本影响的回归结果

变量	模型 (2)	模型 (3)	模型 (4)
	WACC	COD	COE
	(1)	(2)	(3)
ESG	-0.011*** (-2.09)	-0.002** (-2.10)	-0.022** (-1.75)
Growth	0.057*** (8.49)	0.000 (0.47)	0.106*** (7.09)
ROA	-2.005*** (-34.91)	-0.019** (-2.55)	-4.200*** (-32.67)
GD	0.000 (0.00)	-0.000 (-0.52)	0.007 (0.84)
Size	-0.050 (-0.16)	-0.002 (-0.04)	0.287 (0.42)
常数项	0.952** (2.00)	0.151** (2.39)	2.475** (2.32)
观测值	1,970	1,970	1,970
R <sup>2</sup>	0.450	0.012	0.424
公司数量	394	394	394
Year	控制	控制	控制
r2_a	0.309	0.241	0.276
F	142.6	2.151	128.0

注：括号内为 t 值，“\*、\*\*、\*\*\*”分别代表 10%、5%、1%显著性水平下显著，下同。

模型（5）（6）用于验证媒体关注的中介效应，表 4.5 列示了中介效应检验结果，模型（5）的回归结果表明 ESG 信息披露对媒体关注显著正相关，模型（6）的回归结果显示媒体关注（MEDIA\_C）对企业融资成本（WACC）显著负相关，说明了 ESG 信息披露对媒体关注有显著的正向促进作用，媒体关注对企业融资成本有显著的降低作用。整体比较模型（2）和模型（6），由于 ESG 信息披露（ESG）、媒体关注（MEDIA\_C）的回归检验均显著，且 ESG 信息披露（ESG）的回归系数绝对值有所降低，说明媒体关注的中介效应（假设 2）通过验证，媒体关注在 ESG 信息披露影响企业融资成本过程中，发挥了重要的部分传导作用。

表 4.5 媒体关注的中介效应

变量	模型(5)	模型(6)
	Media_c	WACC
	(4)	(5)
ESG	0.018*** (5.49)	-0.011** (-2.09)
media_c		-0.097** (-2.35)
Growth	-0.004 (-1.05)	0.057*** (8.56)
ROA	0.065* (1.84)	-2.011*** (-35.03)
GD	0.002 (0.86)	-0.000 (-0.05)



续表 4.5 媒体关注的中介效应

Size	0.030	-0.052
	(0.16)	(-0.17)
常数项	-0.971***	1.046**
	(-3.32)	(2.19)
观测值	1,970	1,970
R <sup>2</sup>	0.062	0.452
公司数量	394	394
Year	控制	控制
r <sup>2</sup> <sub>a</sub>	0.045	0.311
F	89.7	129.3

### 4.5.3 稳健性检验

为了确认上述论证研究结论的普适性和抗干扰性，本文将通过替换 ESG 衡量指标的方式，对基础模型进行重新估计。采用 Bloomberg ESG 指数（ESG2），相较于华证 ESG 评级体系，优点体现在不仅提供综合性 ESG 评分，还包含了环境、社会和治理三个维度的具体得分，提供了更丰富、细化的可持续性表现指标，有助于投资者进行深度分析和决策。此外，由于 Bloomberg 在全球金融市场的影响力和数据整合能力，其 ESG 指数可能拥有更广泛的国际认可度和数据来源的可靠性和全面性。

表 4.7 第（6）列数据中，揭示了 ESG 信息披露与融资成本在 5% 的水平下显著负相关，回归系数为 -0.046；在第（7）列呈现的中介效应分析中纳入了媒体关注度（MEDIA\_C）变量后，发现 ESG2 与企业加权平均资本成本（WACC）之间的回归系数下降至 -0.04，与此同时，MEDIA\_C 的回归系数为负值 -0.091，两者皆在 5% 的显著性水平上得到验证。这一系列回归结果与先前的发现保持了一致性，有力证明了本文所得结论具备较高的稳健性特征。

表 4.7 替换 ESG 衡量指标的回归结果

变量	模型 (2)	模型 (6)
	WACC	WACC
	(6)	(7)
ESG2	-0.046**	-0.040**
	(-2.70)	(-2.46)
media_c		-0.091**
		(-2.22)
Growth	0.057***	0.057***
	(8.54)	(8.61)
ROA	-2.009***	-2.016***
	(-35.01)	(-35.12)
GD	-0.000	-0.000
	(-0.02)	(-0.07)
Size	-0.046	-0.048
	(-0.15)	(-0.16)
常数项	0.285	0.279
	(0.98)	(0.96)
观测值	1,970	1,970
R <sup>2</sup>	0.449	0.451
公司数量	394	394
Year	控制	控制
r2_a	0.308	0.310

续表 4.7 替换 ESG 衡量指标的回归结果

F	142.2	128.8
---	-------	-------

#### 4.5.4 异质性分析

在企业产权性质方面，企业对 ESG 理念的战略融合及执行 ESG 信息披露政策的态度存在显著差异。与非国有企业相比，国有企业可能对来自媒体的 ESG 相关报道做出更快速的响应，本研究将样本划分为国有和非国有企业进行分组回归分析。结果显示，在国有企业分组中，ESG 信息披露对融资成本的影响不显著；在非国有企业分组中，在 1% 的显著性水平上 ESG 信息披露与融资成本显著负相关，ESG 信息披露与融资成本的回归系数为 -0.003，表明非国有企业的 ESG 信息披露能显著降低融资成本。

究其原因，一方面，非国有企业主要依赖市场化融资，良好的 ESG 信息披露可提升市场信心、减少信息不对称，进而吸引更多低成本资本；另一方面，国有企业因享有政府隐性信用支持和潜在救助预期，融资渠道相对多元化，市场对国有企业 ESG 信息披露的关注度和其对融资成本的影响相应减弱。此外，国有企业肩负的社会责任和公益目标可能导致市场在评估其融资成本时，不仅关注 ESG 表现，还会综合考虑政府支持、政策导向等因素，这也进一步弱化了国有企业中 ESG 信息披露与其融资成本间的直接关联。因此，在市场化环境下，非国有企业通过 ESG 信息披露有效降低融资成本的现象尤为突出。

表 4.8 异质性分析

变量	(1)	(2)
	国有企业	非国有企业
ESG	-0.002 (-1.58)	-0.003*** (-3.79)
media_c	-0.02*** (-3.94)	0.025*** (5.34)

Growth	0.002	0.013***
	(1.19)	(6.90)
ROA	0.067***	-0.003
	(3.04)	(-0.22)
GD	0.003	0.002
	(0.04)	(-0.20)
Size	-0.004	-0.019
	(-0.11)	(0.90)
常数项	4.168**	3.086**
	(17.81)	(11.81)
观测值	1,095	875
R <sup>2</sup>	0.452	0.476
公司数量	219	175
Year	控制	控制
r2_a	0.240	0.231
F	3.6	17.3

---

## 5 结论与建议

### 5.1 研究结论

本文基于企业声誉理论、利益相关者理论、信号传递理论、信息不对称理论等基础上，对想解决的三个主要问题展开研究，全面分析了 ESG 信息披露对企业融资成本的影响，强调了信息透明度、企业声誉和媒体关注在降低企业融资成本中的关键作用。其中包括了 1) ESG 信息披露对融资成本的影响及债务、权益融资成本的差异性影响对比；2) 媒体关注在 ESG 信息披露影响企业融资成本过程中发挥的作用检验；3) 基于产权性质下的异质性分析。本文选取沪深 A 股上市公司为研究样本，2018—2022 年作为研究区间，通过多元回归分析及稳健性检验，得到以下主要结论：

首先，ESG 信息披露对企业融资成本有显著降低作用，并且在企业债务融资成本和权益融资成本的比较中，ESG 信息披露更能降低权益成本。这表明 ESG 信息披露在企业融资过程中发挥重要作用，通过提升信息透明度、减少信息不对称，从而增强投资者信任，降低融资成本。股东作为资本提供者和长期价值评估者，对 ESG 信息的依赖度高于债权人，因此 ESG 信息披露对降低权益融资成本的影响更为显著。

其次，媒体关注在 ESG 信息披露和企业融资成本之间起到部分中介效应。媒体关注作为一种外部监督和传播机制，能够提高 ESG 信息披露的可见性和影响力。ESG 信息披露展示出公司的环境社会治理能力，并通过媒体关注传递到企业融资环节，有效降低了企业融资成本。最后，本文通过异质性分析揭示了 ESG 信息披露在不同产权性质企业中的作用差异。研究发现，ESG 信息披露更能降低非国有企业的融资成本。这表明在非国有企业中，提升 ESG 信息披露和降低融资成本更加有效。

### 5.2 政策建议

#### 5.2.1 企业转变思想，加快 ESG 信息披露

在生态文明建设背景下，企业首先应当转变思想，提升对 ESG 信息披露的认知，将 ESG 理念融入经营实践活动，坚持可持续发展的长期主义。企业须加大对 ESG 信息披露的关注，将 ESG 理念普及至企业管理层和员工，且按照相关规定严格执行 ESG 信息披露任务。通过利益相关者与信号传递理论，ESG 信息披露能够降低企业融资成本，在长期

来看可以提升企业运营效益，故企业应主动适应市场趋势，构建多元化且完备的 ESG 信息披露框架，提升 ESG 信息的有效性及其评分，积极建立与投资者的有效沟通渠道。ESG 信息披露除了官方网站发布之外，也可以通过第三方评级机构、证券交易所活监管部门等多渠道进行广泛披露，从而增加企业 ESG 信息的曝光度和关注度。此外，企业需要明确 ESG 信息披露方式，采取集中且规律的 ESG 信息披露方式能有效降低投资者整合信息的成本，促进与投资者的良性互动，进而降低企业的融资成本。

### 5.2.2 投资人适应趋势，深化 ESG 投资决策

在评估潜在投资机会时，投资者应适应 ESG 投资理念趋势，重视企业 ESG 信息披露实践，深化 ESG 投资决策。鉴于 ESG 信息披露对权益融资成本的影响高于对债务融资成本的影响，特别是在考虑股权投资策略时，企业的 ESG 绩效显得尤为关键。股东对公司的长期绩效尤为敏感，表现良好的 ESG 企业能吸引更多长期投资者，进而提升股票的市场稳定性和投资者信心。对寻求股权融资的公司而言，这是积极的信号，预示着可能会获得较低的融资成本和较高的企业估值。同时，投资者需要理解 ESG 信息披露的广度和复杂性。一个公司可能在环境方面表现出色，但在社会责任或公司治理方面表现不尽人意。因此，全面考量 ESG 的各个方面，而非单一维度，对深入了解公司的整体 ESG 表现至关重要。此外，投资者应关注公司 ESG 信息披露的透明度和一致性。持续更新和精细化的 ESG 报告能够为投资者提供精确的数据，支持他们做出更明智的投资选择。在实际操作中，投资者可以通过各种工具和资源评估公司的 ESG 表现，包括专业的 ESG 评级服务、可持续性报告等。值得注意的是，ESG 投资不仅有助于降低风险、提高长期回报，也与社会责任和可持续发展趋势相符。随着越来越多投资者和监管机构对 ESG 问题的关注，预计未来公司的 ESG 表现将在投资决策中扮演更重要角色。因此，作为具有前瞻性的投资者，应积极适应这一趋势，将 ESG 因素融入投资决策过程，实现长期、稳健及负责任的投资目标。

### 5.2.3 监管和政策制定部门优化 ESG 信息披露生态

对监管机构和政策制定者来说，加速完善我国环境、社会及治理（ESG）信息披露的制度框架，并推进 ESG 评估体系的完善，应成为 ESG 实践制度建设的下一步重点任务，旨在持续提升企业的 ESG 管理质量。在推动上市公司积极践行 ESG 信息披露的进程中，

应合理构建一套鼓励机制，对那些主动、自愿披露 ESG 信息的企业给予适当奖励，同时对故意隐瞒或伪造 ESG 信息的上市公司，需加大惩罚力度，以维护信息披露的真实性与公信力。在此基础上，逐步推行和完善强制性 ESG 信息披露制度，确保企业及时、全面地披露其在环境、社会及治理方面的表现与进展。值得关注的是，2018 年中国证监会对《上市公司治理准则》进行了修订，首次将 ESG 信息披露的要求纳入其中，为构筑严密的企业 ESG 信息披露监管制度提供了纲领性的指导。在此准则的引导下，各级监管部门、证券交易所以及相关行业协会等关键组织应积极响应，围绕准则的内容，进一步研发并细化一系列针对上市企业的具体 ESG 信息披露管理规定和执行规范。除了强调信息披露的数量达标，监管层还应着力提升 ESG 信息披露的质量内涵，推动我国企业 ESG 信息披露体系朝着科学化、规范化方向演进，塑造具有中国特色的 ESG 信息披露模式。为此，相关部门需紧密结合我国国情特点和当前企业 ESG 信息披露的实际水平，系统性地研究和设计包含定性与定量元素的披露指标体系，根据不同类型、不同规模、不同行业特性的企业需求设置相应的披露规则 and 标准，通过实施第三方审核、加强数据验证流程及提供详细的报告指导等手段来提高信息披露标准，确保信息的准确性、全面性及及时性，以实现企业 ESG 信息披露的高效推进和全面提升。同时，政府部门应发挥指导作用，引导资本市场支持有优秀 ESG 信息披露的企业和项目，通过教育宣传提升企业及公众对 ESG 重要性的认知，包括组织研讨会、发布指南和在线资源等。通过行业论坛、奖项设置或案例库建设等形式，鼓励企业分享其在 ESG 领域的成功案例和创新实践，促进行业内学习与合作，提升行业整体 ESG 绩效，引导资源向绿色产业倾斜。此外，政府部门应制定政策，加快国有企业的市场化改革，解决长期存在的“软预算约束”等问题，为不同产权性质的企业创造一个更公平、有效的融资竞争环境。

#### 5.2.4 第三方媒体打造公正透明的信息环境

在 ESG 信息披露日益受到关注的背景下，媒体关注的信息披露功能需要进一步发挥，积极向市场披露企业的 ESG 信息，形成有效的监督机制，助力提升企业 ESG 信息披露水平，对未来经营活动产生正向影响。媒体作为第三方，保持独立性和客观性十分必要，为利益相关者和投资者营造良好、健康的舆论环境，是扩大企业社会影响力的有效途径，同时也有助于发挥市场监督效能。媒体在这过程中发挥好治理效能的重要基础，就是具体的政策指导，以确保媒体对企业信息披露的准确性和企业的公信力。在此情况下，政府应出面加强对各媒体披露信息的监管和监督，制定更全面的规则和政策，确保公司披

露中媒体内容的准确性和完整性，加强对公司 ESG 评级的科学有效评价。媒体拥有市场监督和公信公开的职能，这对管理投资和促进市场发展具有重要作用。鉴于我国信息披露市场体系尚不完善，除了制定适当的监管政策外，还应加强媒体报道的公平性和客观性，具体举措在于充分给予媒体话语权与创作权，鼓励媒体创新报道方式和内容，提高标职业道德和行业要求，创造公正、透明、真实的媒体信息环境。

### 5.3 研究局限与展望

本文利用实证研究的方法研究了我国上市公司 ESG 信息披露对融资成本的影响关系，通过文献综述和理论机制分析提出假设，由实证检验结果验证了原假设，但本研究还存在一些不足之处。

由于本研究在实证环节利用彭博社 ESG 数据库及 2018-2022 年沪深 A 股上市公司的相关数据，因此可能存在一些问题，影响到研究结果，比如数据覆盖企业数量有限，限制了研究广度；数据采集时间跨度和样本基数偏小，降低了结果准确性；样本代表性不足，结论很难反映实际。但随着企业信息披露与媒体发展的不断进步，未来相关数据的可获取性将显著增强和持续丰富，从而为科学研究提供更多的材料支撑，深入探讨 ESG 信息披露与企业融资成本之间的相互关系、内在联系及其影响机制，为企业可持续发展与资本市场稳定提供一定支持。除此之外，受各国文化、价值观及市场需求的多样性影响，不同国家的媒体对企业所关注的侧重点各有不同，我国大部分媒体对企业的关注度往往受到诸多外部因素的影响，其中社会热点事件或突发事件尤为显著，导致媒体对企业的报道呈现出一种间歇性的集中报道现象，而非持续且均衡的稳定报道。因此在探究企业 ESG 相关媒体报道方面，媒体在 ESG 报道方面的专业素养有待提升，挖掘深度、拓宽广度，提供更深层次更高水平的报道，以更全面地反映企业的真实状况，引导社会舆论。

未来的研究将更加注重探究企业 ESG 信息披露的媒体关注度，开展专门的数据监测和研究，以此更进一步探讨媒体关注在 ESG 信息披露降低企业融资成本过程中的中介作用，以及媒体关注不同的衡量标准、发布平台、传播形式等可能引发的各类效应和影响，将是后续研究的重点。



## 参考文献

- [1] Bharath S T, Sunder, Sunder S V. Accounting Ouality and Debt Contracting[J]. The Accounting Review,2008,83(1):1-28.
- [2] Capelle-Blancard G,Crifo P, Diaye M A, et al. Sovereign Bond Yield Spreads and Sustainability:An Empirical Analysis of OECD Countries[J].Journal of Banking& Finance,2019,98:156-169.
- [3] Capelle-Blancard G,Petit A. Every Little Helps? ESG News and Stock Market Reaction[J]22Journal of Business Ethics,2019,157(2):43-65.
- [4] Chava S. Environmental Externalities and Cost of Capital[J]. Management science, 2014.60(9):23-47.
- [5] Dhaliwal D S,Li O Z,Tsang A, et al. Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital :The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting [J].The Accounting Review,2011,86(1):59-100.
- [6] Falck O, Heblich S. Corporate Social Responsibility: Doing Well by Doing Good [J]. Business Horizons,2007,50(3):47-54.
- [7] Fatemi A,Fooladi l, Tehranian H. Valuation Effects of Corporate Social Responsibility[J]. Journal ofBanking & Finance,2015,59 (oct.):182-192.
- [8] Feng Z,Wu Z. ESG Disclosure, REIT Debt Financing and Firm Value[J]. Journal of Geal EstateFinance and Economics,2021, 26(8):121-156.
- [9] Flammer C. Corporate Green Bonds[J]. Journal of Financial Economics,2021, 142(2):156-169.
- [10]Fu L, Boehe D M, Orlitzky M O. Broad or Narrow Stakeholder Management? A Signaling Theory Perspective[J]. Business & Society,2021,1(2):1-43.
- [11]Gao, Haoyu et al. “Media Coverage and the Cost of Debt.”[J] Journal of Financial and Quantitative Analysis 55 (2019): 429 - 471.
- [12]Guidry R P,Patten D M.Market Reactions to the First-time Issuance of Corporate Sustainability Reports:Evidence that Ouality Matters[J]. Sustainability Accounting, Management and Policy Journal, 2010,1(1):33-50.
- [13]Limkriangkrai M,Koh S K, Durand R B. Environmental, Social, and Governance (ESG)Profiles,Stock Returns, and Financial Policy: Australian Evidence[J]. International

- Review of Finance,2017,17(3): 61-71.
- [14]Peter D. Easton,Steven J.Monahan.An Evaluation of Accounting-Based Measures of ExpectedReturns[J]. The Accounting Review,2005,80(2):501-38.
- [15]Serafeim,G. Public Sentiment and the Price of Corporate Sustainability[J]. Financial AnalystsJournal,2021,76(2):26-46.
- [16]Shiller R J. Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends[J].American Economic Review,1981.71(3):421-436.
- [17]Wong W C, Batten J A, Mohamed-Arshad S B, et al. Does ESG Certification Add Firm Value[J]. Finance Research Letters,2021,1(3):13-31.
- [18]才国伟,邵志浩,徐信忠.企业和媒体存在合谋行为吗?——来自中国上市公司媒体报道的间接证据[J].管理世界,2015(07):158-169.
- [19]蔡海静,汪祥耀,谭超.绿色信贷政策、企业新增银行借款与环保效应[J].会计研究,2019(03):88-95.
- [20]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):95-111.
- [21]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.
- [22]陈舒曼.公司集团化经营、国有产权与银行信贷[J].财会月刊,2015(18): 33-35.
- [23]傅传锐,林爱贤,王焰辉.智力资本信息披露如何影响股价同步性?——来自我国高科技上市公司的经验证据[J].财贸研究,2020,31(11):77-96.
- [24]高杰英,褚冬晓,廉永辉等.ESG 表现能改善企业投资效率吗?[J]证券市场导报,2021(11):24-34+72.
- [25]韩乾,袁宇菲,吴博强.短期国际资本流动与我国上市企业融资成本[J].经济研究,2017(6):77-89.
- [26]黄容,邓金龙,程果.高管主动离职与企业债务融资成本[J]经济问题,2022(1):122-129.
- [27]蒋大兴.被忽略的债券制度史——中国(公司)债券市场的法律瓶颈[J].河南财经政法大学学报,2012,27(04):16-44.
- [28]蒋琐.权益成本、债务成本与公司治理:影响差异性研究[J].管理世界,2009(11):144-155.
- [29]李广子.债务融资成本与民营信贷歧视[J]金融研究,2009(12):137-150.
- [30]李井林,阳镇,陈劲,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(9):71-89.
- [31]李志斌,邵雨萌,李宗泽等.ESG 信息披露、媒体监督与企业融资约束[J].科学决策,2022,No.300(07):1-26.
- [32]李志军,王善平.货币政策、信息披露质量与公司债务融资[J].会计研究,2011(10):56-62+97.
- [33]刘全齐,李力.媒体报道、市场化进程与股权融资成本——来自中国重污染行业的证据[J].财经论丛,2017,(12):79-87.
- [34]罗宏,秦际栋.国有股权参股对家族企业创新投入的影响[J].中国工业经济,2019(7):174-192.
- [35]罗进辉,彭逸菲,陈一林.年报篇幅与公司的权益融资成本[J].管理评论,2020(1):235-245.
- [36]毛新述,叶康涛,张頔.上市公司权益资本成本的测度与评价——基于我国证券市场的经验检验[J].会计研究,2012,(11):12-22+94.
- [37]孟晓俊,肖作平,曲佳莉.企业社会责任信息披露与资本成本的互动关系——基于信息不对称视角的一个分析框架[J].会计研究,2010(09):25-29+96.
- [38]倪娟,孔令文.环境信息披露、银行信贷决策与债务融资成本——来自我国沪深两市 A 股重污染行业上市公司的经验证据[J].经济评论, 2016(01):147-156+160.
- [39]邱牧远,殷红.生态文明建设背景下企业 ESG 表现与融资成本[J].数量经济技术经济研究,2019(3):108-123.
- [40]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.
- [41]宋献中,李四海.社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析[J].金融研究,2017(4):161-175.
- [42]王爱萍,窦斌,胡海峰.企业社会责任与上市公司违规[J].南开经济研究,2022(2):138-156.
- [43]王波,杨茂佳.ESG 表现对企业价值的影响机制研究:来自我国 A 股上市公司的经验证据[J].软科学,2022(6):78-84.
- [44]王琳,廉永辉,董捷.ESG 表现对企业价值的影响机制研究[J].证券市场导报,2022(5):23-34.
- [45]王喜,武玲玲,邓晓兰.环境信息披露、媒体关注与债务融资成本——基于重污染行业

- 上市公司的分析[J].重庆大学学报(社会科学版),2022,28(02):67-78.
- [46]魏志华,李常青,曾爱民等.关联交易、管理层权力与公司违规——兼论审计监督的治理作用[J].审计研究,2017(5):87-95.
- [47]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,(05):614-620.
- [48]吴迪,刘斌.机构投资者如何缓解持股企业的融资约束?:重仓金融机构的信息渠道效应[J].世界经济文汇,2021(4):89-104.
- [49]吴雄剑,唐逸舟,孙立行,徐承志.ESG 信息披露对中资美元债发行定价的影响.证券市场导报,2022(9):49-58.
- [50]习近平.新发展阶段贯彻新发展理念必然要求构建新发展格局[J].环境与可持续发展,2022,47(05):4-14.
- [51]席龙胜,王岩.企业 ESG 信息披露与股价崩盘风险[J].经济问题,2022, No.516(08):57-64.
- [52]项东,魏荣建.ESG 信息披露、媒体关注与企业绿色创新[J].武汉金融,2022,(09):61-71.
- [53]晓芳,兰凤云,施雯,等.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.
- [54]徐莉萍,刘雅洁,张淑霞.企业社会责任及其缺失对债券融资成本的影响[J].华东经济管理,2020,34(01):101-112.
- [55]杨大楷,王劲松.我国企业债券发行条件非市场化实证研究[J].经济问题,2011(02):109-115.
- [56]袁利平.公司社会责任信息披露的软法构建研究.政法论丛,2020(2):149-160.
- [57]张晨,胡梦,曹雨清.新经济背景下碳信息披露对融资成本的影响[J].会计之友,2022(24):16-22.
- [58]张伟华,毛新述,刘凯璇.利率市场化改革降低了上市公司债务融资成本吗?[J].金融研究,2018(10):106-122.
- [59]张雪莹,王聪聪.控股股东股票质押会影响上市公司发债融资成本吗?[J].证券市场导报,2020(06):41-50.
- [60]赵良玉,阮心怡,刘芬芬.社会责任信息披露对企业融资成本的影响——基于我国上市公司的经验证据[J].贵州财经大学学报,2017(6):40-52.
- [61]郑建明,孙诗璐,李金甜.高管文化背景与企业债务成本:基于劳模文化的视角[J].会计研究,2021(3):137-145.

- [62]周方召,潘婉颖,付辉.上市公司 ESG 责任表现与机构投资者持股偏好——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J].科学决策,2020(11):15-41.
- [63]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.
- [64]周一虹,张鲜华,陈文文.实施绿色经济政策与企业环境信息披露问题探讨[J].生态经济,2009(04):98-100+138.
- [65]周志方,温康,曾辉祥.碳风险、媒体关注度与债务融资成本——来自中国 A 股高碳行业上市企业的经验证据[J].现代财经,2017,37(08):16-32.

## 后 记

在这个特别的时刻，我怀着别样的心情，在电脑前敲打出致谢文字。这些文字虽然简单，却承载着我过去三年美好时光的深情回忆和对所有关心帮助我的人深深的谢意。

首先，我要感谢我的母校——兰州财经大学。在这里，我不仅学到了专业知识，更体验到了西北独特的风土人情。22岁，一个充满憧憬和挑战的年纪，我在这里继续以一名学生的身份深入学习，翻阅书页，参与实习，静心思考。在这片充满活力的土地上，我得以在学术和个人成长的道路上不断探索和前进。我感谢这所学校提供的每一个学习机会，每一次实践经历，它们都是我宝贵的财富。

特别感谢我的父母，他们是我人生旅途中坚强的后盾。感谢他们对我的教育和生活上的全方位支持，是他们的无私奉献，让我能够无忧无虑地专注于学业。在我成长的道路上，他们始终给予我最温暖的关怀和最智慧的指导。他们教会了我如何独立，如何在复杂的世界中正确地行走和闯荡。父母的爱大声却无言，我身在其中不胜感激，只希望在未来的日子里，我能以更好的成绩和成长来回馈他们。

我还要特别感谢我的导师——刘志军教授。在我研究生学习期间，刘教授不仅在学术上给予我悉心的指导，更在生活上给予我无微不至的关怀。刘导师的教诲如和风细雨，不止局限于学术领域，更涵盖了人生的智慧。在我遇到迷茫和困难时，刘教授愿意分享其亲身经历，教育我勇敢尝试、坚持不懈、始终保持向上的进取心，是刘导师的鼓励和支持，使我能够勇敢地面对困难和挑战，并从中学习成长。她的教导和影响将伴随我一生，我为能成为她的学生而感到无比荣幸。

此外，我还要感谢我的好朋友们王金明、王珊珊、王欣雨、王梅。在兰州的这三年，是你们的陪伴和支持，让我的学习生活充满了乐趣和温暖。我们一起学习、讨论、合作，也一起爬上兰山山顶、踏至悠悠黄河边、走入临夏农民专业合作社、共同度过了许多难忘的时刻。你们的友谊是我在大学生活中最宝贵的收获，也是我今后人生旅程中最宝贵的财富。

最后，我要感谢所有在我的学术道路上给予我帮助和支持的每一位老师。你们的每一句话、每一次帮助都对我有着非凡的意义。在未来的日子里，我将不忘初心，继续努力，希望能够在学术和人生的道路上取得更大的成就，以回报大家的期望和支持。

感谢我的父母、我的老师、我的同学和所有关心我的人。是他们的支持和鼓励，让我在这个充满挑战的时代中成长为一个更加成熟和沉稳的人。我将怀着一颗感恩的心，

继续前进，迎接生命中的每一个挑战。