

ESG 信息披露对上市公司融资的影响研究

迟远英¹ 武政勋¹ 陈亚会^{1*}

¹ 北京工业大学经济与管理学院, 北京, 100124

摘要: 本文采用华证指数发布的 ESG 评级数据, 以 2009—2021 年 A 股上市公司为样本, 从公司的短期融资、长期融资以及信用融资三方面探究 ESG 信息披露水平对于公司融资的影响。研究表明: ESG 信息披露水平对企业短期融资有负面影响, 对长期融资以及信用融资有正面的影响。研究还发现, 这些影响在规模比较大的企业中更显著。异质性研究结果显示, 不同企业所有制下 ESG 信息披露水平与企业融资的关系也有所不同, 其主要表现在信用融资方面, 在非国企中, ESG 信息披露水平对信用融资产生负向影响。此外, 东部地区 ESG 信息披露水平与信用融资之间关系不显著, 中部地区短期融资与 ESG 为正相关, 而长期融资与 ESG 为负相关, 而西部地区则并没有产生影响。本研究还通过了稳健性检验, 均表明 ESG 信息披露水平确实会影响上市公司融资状况。

关键词: ESG ; 长短期融资 ; 信用融资

作者信息:

迟远英, 女, 1968.01, 教授, 博士研究生导师, 主要研究方向为能源经济学。

武政勋, 男, 2001.04, 硕士研究生, 主要研究方向为公司金融。

陈亚会, 女, 1992.11, 讲师, 主要研究方向为宏观经济学, 绿色金融。

*通讯地址: 北京市朝阳区平乐园路 100 号北京工业大学经济与管理学院

*联系电话: 15927578300

*电子邮箱: chenyahui@bjut.edu.cn

项目基金:

国家自然科学基金重大专项项目, 项目编号: 72140001, 项目名称: 面向碳中和的中国经济转型模式构建研究;

说明:

本投稿论文为非公开发表的原创论文。

ESG 信息披露对上市公司融资的影响研究

摘要

本文采用华证指数发布的 ESG 评级数据，以 2009—2021 年 A 股上市公司为样本，从公司的短期融资、长期融资以及信用融资三方面探究 ESG 信息披露水平对于公司融资的影响。研究表明：ESG 信息披露水平对企业短期融资有负面影响，对长期融资以及信用融资有正面的影响。研究还发现，这些影响在规模比较大的企业中更显著。异质性研究结果显示，不同企业所有制下 ESG 信息披露水平与企业融资的关系也有所不同，其主要表现在信用融资方面，在非国企中，ESG 信息披露水平对信用融资产生负向影响。此外，东部地区 ESG 信息披露水平与信用融资之间关系不显著，中部地区短期融资与 ESG 为正相关，而长期融资与 ESG 为负相关，而西部地区则并没有产生影响。本研究还通过了稳健性检验，均表明 ESG 信息披露水平确实会影响上市公司融资状况。

关键词：ESG；长短期融资；信用融资

一、引言

随着工业化进程的不断推进以及人类生产经营活动对环境的破坏，目前人类赖以生存的环境已然面临巨大威胁。1992 年，联合国环境规划署在里约热内卢的地球峰会上成立了金融倡议，希望金融机构能把环境、社会和公司治理因素纳入决策过程，发挥金融投资的力量促进可持续发展。而 ESG(Environment, Social and Governance)在 2004 年一份题为“谁在乎胜利”的报告中被使用，该报告是金融机构应联合国邀请提出的联合倡议。并在近些年 ESG 发展成为全球关注的焦点。

因此气候变化、社会责任以及公司治理问题成为影响工业化发展路径的最大因素，在新的国际格局和工业革命的环境下，绿色发展才是工业发展的必由之路(史丹, 2018)。党的十八大以来，中国大力推进生态文明建设，推进生态文明体制改革。在此前提下，环境、社会和公司治理整体表现作为政策制定者、监管者、企业管理者等利益相关者评估企业环境可持续性、社会价值与治理能力的重要考量(梅亚丽和张倩, 2023)。

中国在近些年重点关注并频繁更新发布对于 ESG 相关要求以及政策。早在 2007 就由环境生态部公布了《环境信息公开办法(试行)》，鼓励企业自愿公布环境报告。2008 年，国家环保总局在《关于加强上市公司环境保护监督管理工作的指导意见》中指出应与证监会一起积极探索上市公司环境披露机制并分为强制公开和自愿公开两种。2018 年证监会发布修订《上市公司治理准则》并增加关于 ESG 相关要求并规定上市公司按照要求披露有关 ESG 信息。2021 年中国证监会发布修订后的上市公司年度报告和半年度报告格式准则，整合环境与社会的相关要求，并鼓励企业披露有关环境以及社会的相关内容。2022 年证监会在《上市公司投资者关系管理工作指引》要求上市公司逐步提升 ESG 信息披露水平，提升信息透明度，促进我国资本市场的可持续发展，加强公司社会责任感，进一步加强规范公司治理；同年，国务院国资委制定印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》，对提高央企控股上市公司作出要求。

企业披露 ESG 信息可以降低信息不对称，帮助投资者从除财务指标之外的其他视角判断公司经营情况，能让投资者发现企业的可持续发展能力(王琳璘等, 2022)，为投资者提供更丰富的信息，整体提升市场信誉。随着公司和投资者认识到可持续发展业务潜在的长期收益，将 ESG 纳入公司融资变得越来越重要，投资者正在越来越多的关注超越传统的财务指标来评估与公司有关的长期风险和机会。目前港交所已经开始逐渐就 ESG 信息披露进行强制化，而 A 股在企业注册制的背景下对于上市公司 ESG 信息披露的要求也逐渐加强，目前要求部分企业需强制披露 ESG 信息。

ESG 评级是对企业 ESG 表现的评估，目前我国正处在经济结构和发展方式转型的关键阶段，如需让在市场环境中的企业落实环境友好理念及政策，则需要发挥市场对于投融资的配置作用。如果证明 ESG 信息披露水平对公司融资以及发展起到积极作用，公司将会为了获得更好的融资水平而更加关注

并加强 ESG 建设，对 ESG 信息披露体系建设有着推动作用。而目前对于 ESG 信息披露水平与公司融资水平方面定量分析的研究较少，ESG 评价体系及相关数据近些年才开始逐渐完善，因此本文将重点聚焦 ESG 信息披露与上市公司融资的影响研究。

二、文献综述与研究假设

(1) 基准假设

ESG 信息披露水平代表着企业在环境、社会以及公司治理层面所作出的贡献，ESG 所包含的多项指标可以为投资者提供公司综合发展情况，有助于投资者了解企业的绿色发展、社会贡献以及公司治理合规以及透明等非财务指标。

目前有关 ESG 与企业的研究文献主要集中在对于投资者的回报方面。在企业价值方面研究表明 ESG 表现与企业价值呈正相关且从长期来看，ESG 表现越好对的企业具有更高的价值，能够给投资者带来更高的收益（张琳和赵海涛，2019）；A 股上市公司 ESG 水平越好的公司投资效率越高（高杰英等，2021）；并主要从融资约束、投资效率、财务风险等方面的改善使其提升价值（王琳璘等，2022）。在企业绩效方面，ESG 对企业的绩效有着积极的作用，而媒体的关注度在这一作用中有着积极的促进作用效呈正相关（袁业虎和熊笑涵，2021）；ESG 水平越高，相对应其企业价值越高。同时 ESG 因素对公司盈利能力有积极影响，尤其是对大型公司的影响更为明显，且公司治理因素的影响最大，特别是对治理薄弱的公司（Kim 和 Li 2021）。

而对于 ESG 与企业融资方面的研究主要集中在 ESG 信息披露与融资成本以及融资约束方面。在融资成本方面，ESG 三方面因素中，环境和公司治理因素对于公司对融资成本影响相对更多，尤其是环境因素，可以帮助公司脱离负面环境影响（邱牧远和殷红，2019）在融资约束方面，较好的 ESG 表现能够缓解企业融资约束问题（张允萌，2021）是因为融资约束在 ESG 表现对企业价值的正向影响中发挥了中介效应（仝佳，2021）。同时，研究普遍认为 ESG 水平越高，公司融资成本相对越低（Raimo, et al, 2021）；而 ESG 评级较差的公司被认为风险更大，因为它们面临与环境、社会和公司因素相关的责任，这些因素最终会增加其违约概率（Apergis, et al, 2022）。针对公司 ESG 水平与企业融资进一步研究发现企业 ESG 水平越好，其权益融资成本越低，债务与融资成本越高（赵雪延，2021）。同时大多数模型都得出结论，绿色公司的资本成本会更低（Gillan, et al, 2021）。在环境层面严格的要求使得中国的高污染企业的融资能力大幅下降，特别是在监管强度较高的地区。此外，自新《环境保护法》制定以来，中国污染严重的企业的过度投资受到严重抑制，融资能力的下降起到了中介作用（Liu, et al, 2018）。而对于 ESG 信息披露水平与公司融资能力以及具体从短期融资、长期融资以及商业融资与 ESG 信息披露水平之间的关系还没有太多相关的研究以及定论。而融资能力是企业发展的重要一环。因此本文将从 ESG 信息披露水平与分别与公司短期融资能力、长期融资能力以及商业信用融资能力影响的角度进行实证分析。

根据前人研究，可持续发展理论、利益相关者理论、信息不对称理论等为本文研究提供的理论基础以及市场情况进行以下分析并得出假设：

短期融资以及流动资产在应对外部融资的短期波动方面发挥着重要的作用（Taggart, 1977）。ESG 在中国目前依旧属于新兴概念，企业想在短期内提高自身 ESG 水平需要大量的进行投资建设，因此可能会影响到企业短期流动性以及增加成本从而减低收益率。投资人投资的原因是因为投资会给他们带来更多的经济效益。因此对于短期投资者来说较大的资金波动会对公司财务数据造成较大影响，因此可能会导致短期融资的减少。因此对于流动性负债来讲，其主要来源于短期融资产品，例如应付账款，短期借款等。而这类投资者更加注重短期的回报，并不会太关注其未来长期发展以及长期政策导向。反而，过高的 ESG 评级可能会使得企业短期成本升高，短期投资者收益可能会下降，存在撤资风险。因此提出假设 H1: 企业 ESG 评级越高，短期融资能力越差。

但另一方面，ESG 看似与资本市场投资者的目标所冲突，但其可以使投资者充分了解公司的 ESG

表现,使投资者了解其积极的 ESG 信息披露,根据信息不对称理论可以使投资者认为其长期发展目标符合相关政策以及有良好的长期发展目标。ESG 披露和买卖价利差之间存在统计学上显著的减少了市场信息不对称性 (Siew, et al, 2016)。对于信息不透明的借款人来说,自愿披露和贷款利差之间存在显著和消极的关系且更高的碳排放对贷款利差有积极和显著的影响 (Kleimeier& Viehs, 2018)。而对于社会责任的承担能为企业带来良好的声誉从而能给其带来经营方面的正面影响,有着长期投资偏好的投资者会更加关注企业的成长能力,尤其是在目前可持续发展的大环境下,企业 ESG 信息披露水平越高,则说明企业有较好的社会责任感,未来肯定会有更好的发展前景和广阔的市场,从而给予长期投资者更加长期、稳定的回报。因此提出假设 H2: 企业 ESG 评级越高,长期融资能力越强。

商业信用融资是指因滞后付款或者预收账款等所产生的信贷。投资人来讲,ESG 评级是除了企业财务指标之外的重要评价指标,尤其是对于高增长型企业来讲,其发展与政策的导向、企业声誉、社会责任感等都是非常重要的指标。企业社会责任实践与中小企业声誉有着明确的显著联系 (Bahta, et al, 2021),因此同时由于拥有高 ESG 水平的企业普遍有着更长期的发展计划以及更好的发展前景,其更会在乎自己企业的信誉。因此提出假设 H3: 企业 ESG 评级越高,商业信用融资能力越强。

(2)异质性分析

对于公司来讲,公司所承担相应的社会责任会因其未来发展走向规划以及现状和市场环境等因素决定,企业 ESG 信息披露水平对于企业融资能力的影响可能与很多其他的因素有关。因此提出对于不同公司规模、企业所有制以及不同地区的异质性分析。

在企业融资时,投资者需要对企业提供的信息做出区分,尤其对于中小企业做出区分的成本更高。而这会导致银行对于中小企业的借款申请更为慎重,所要求的利率更高。同时,小微企业所面临的道德风险以及违约成本较小 (胡乃武和罗丹阳, 2006)。因此关于公司规模方面需要考虑到大型企业会更加在意公司形象以及声誉等,在 ESG 方面会有较大投入,会被投资者长期看好,更容易获得长期融资,而由于 ESG 方面的投入可能会对公司短期财务指标造成负面影响,因此对于短期融资来讲可能是负相关关系,同时大型公司普遍信誉较好,因此可能与信用融资呈正相关。对于中型企业来讲,长期融资不能像大型公司一样充足,大多选择信用融资为渠道进行融资。因此信用融资作为主要融资方式之一,可能与 ESG 水平关系并不显著,而短期融资和长期融资相关性可能与大型公司相同。而小微企业可能完全相反,小微企业规模小,知名度低,对于政策的落实程度以及 ESG 的重视程度偏低,因此在信用融资和短期融资当中,主要被关注的是企业的财务指标情况,因此可能短期融资和信用融资呈负相关关系,长期融资因需要看公司未来成长能力,可能与 ESG 水平呈正相关关系。

关于企业性质方面,首先,产权性质影响利益相关者对企业的信任程度。非国有企业主要提升 ESG 的动机是为了获取经济回报;相比之下,国有企业拥有国家干预和市场参与者双重身份,其 ESG 实践首先考虑的是制度、政策因素和社会反响,而非经济利益 (王琳璘等, 2022)。国有企业有政府信用做背书相较于非国有企业更容易获得政府、银行等利益相关者支持。国有企业,即便没有很好的 ESG 表现也比非国有企业更容易获得外部资金支持 (梅亚丽和张倩, 2023)。同时国有企业相对来讲整体体量较大,对于国家政策的解读、实施会更加到位,占据主流影响地位,因此判断 ESG 与公司融资方向与原假设一致,而非国有企业一般会以公司效益为主。且银行对国有工业企业发放的数额更多、期限较长的贷款比重更高,国有企业相比非国有企业所具有的信息成本优势和违约风险的优势,而导致民营企业更多的依赖成本更高的融资渠道 (方军雄, 2007)。因此在公司商业信用融资方面会与 ESG 信息披露水平呈负相关关系,其他与原假设一致。

关于不同地区 ESG 信息披露水平对公司融资的影响方面,东部地区经济相对发达且市场化程度较高,因此商业信用融资可能与企业效益关系更大,因此商业信用融资可能 ESG 信息披露水平呈负相关关系;而中部地区推测传统企业较多,因此与公司融资与 ESG 信息披露水平关系与原假设方向相反;西部地区更加注重整体开发,推测公司融资关系与原假设方向相同。

三、模型设计与变量说明

本文选取 2008 年-2021 年的 A 股上市公司作为研究对象，对公司披露的季报、中报、年报数据进行研究、分析及计算。所有相关数据均来自于 Wind 数据库。使用华证 ESG 评级作为解释变量，被解释变量以及控制变量均根据公司财务数据计算得出。同时，为了使数据更为规范，按照以下程序或原则对数据样本进行进一步筛选：剔除所有 ST 以及*ST 的公司样本，剔除相关数据缺失的公司样本，剔除数据数量级异常、偏离正常值比例过大的公司样本。

基于以上的假设，考虑到选取的变量较多，本文选择采用面板回归模型来分析 ESG 信息披露对上市公司融资的影响。以下是实证研究的模型：

构建模型（1）以验证假设 H1：

$$SF_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 RGR_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 FAR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

构建模型（2）以验证假设 H2：

$$LF_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 RGR_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 FAR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

构建模型（3）以验证假设 H3：

$$CF_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 RGR_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 FAR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型中 SF 为短期融资（即流动性负债合计/总资产）、LF 为长期融资（即非流动性负债合计/总资产）、CF 为信用融资（即(应付账款+应付票据+预收账款-应收账款-应收票据-预付款项)/总资产），ESG 为公司 ESG 华证评级，LEV 表示公司资产负债率，RGR 表示公司营收增长率，Size 表示公司规模（即总资产的对数），CFO 表示公司现金流量比的对数，FAR 表示公司固定资产占总资产的比重，i 表示 A 股中的单个公司，t 为 2008 年-2021 年的研究季度期数。 α 为截距， β 为回归系数， ε 为随机误差项。

本文根据研究情况选取 ESG 评级为解释变量，并借鉴现有文献（聂艳明和夏梁省，2022；陈琪，2019；苏冬蔚和连莉莉，2019）

考虑到其他的 ESG 评级指数不够全面，本文还选取 Wind 数据库中 Wind 的 ESG 评级指数进行稳健性检验。

表 3.1 变量选取

变量分类	变量符号	变量名称	计算方法
解释变量	ESG	ESG 评级	将 C 级—AAA 级评级使用数字 1—9 来代替，即 C 级为 1，CC 级为 2，以此类推，最高 AAA 级为 9
被解释变量	SF	短期融资	流动性负债合计/总资产
	LF	长期融资	非流动性负债合计/总资产
	CF	信用融资	(应付账款+应付票据+预收账款-应收账款-应收票据-预付款项)/总资产
控制变量	Size	公司规模	Ln（总资产）
	LEV	资产负债率	
	CFR	现金流量比	
	CFO	现金流量比的对数	CFO=ln(CFR)

FAR	固定资产比重	固定资产/总资产
RGR	营收增长率	

四、实证结果及分析

4.1 描述性统计

从表 4.1 中可以看出目前整体 A 股上市公司 ESG 水平需要进一步提升，而且个体情况差异较大。长期融资的均值和中位数相对短期融资均较小，说明短期融资所占融资比例较大，而长期融资标准差为 0.5，整体差异较小，符合长期融资实际情况；短期融资由于需求变化较大，标准差相对较大。而信用融资的均值、中位数、最大值和最小值均明显大幅低于长期融资和短期融资，判断信用融资在企业融资规模上占比较小。资产负债率的标准差较大，且最大值和最小值相差较大，说明样本企业财务风险参差不齐且差距较大。营收增长率的标准差很大，且平均值明显高于中位数，说明少部分企业有着高营收增长率。公司规模数据较为平均且标准差较小，说明样本公司规模分布平均。现金流量比平均值略高于中位数，但标准差非常高，说明样本企业之间差异较大。固定资产比重数据较为稳定，样本企业之间差异较小。

表 4.1 描述性统计

variable	N	mean	p50	sd	min	max
esg	137970	4.112	4	1.117	1	8
LF	147755	0.0930	0.0440	0.500	-0.0930	85.15
SF	156911	0.363	0.324	1.265	-0.684	276.3
CF	83723	-0.0260	-0.0220	0.124	-0.729	0.884
LEV	160685	45.87	42	139.7	-68	27633
RGR	156144	67.93	12	4331	-159	1.122e+06
Size	161367	21.94	21.75	1.651	10.85	31.20
CFO	99299	4.696	4.673	1.527	0	14.37
FAR	156504	0.210	0.177	0.163	-0.0770	1.070

4.2 ESG 对公司融资影响的回归分析

对于 ESG 对公司融资产生影响结果如表 4.2 所示。

短期融资与 ESG 水平在 1% 的显著水平下呈负相关关系，相关系数为 -0.0216，即公司 ESG 评级水平越高，其短期融资能力越低，也就是说过高的 ESG 评级水平可能意味着公司短期成本升高、效益下降、流动性下降、偿债能力降低，这可能会导致短期投资者撤资，使得公司的短期融资能力降低，这与先前假设 H1 相符，因此接受该假设。此外，资产负债率在 1% 的显著水平下与 ESG 评级呈正相关，相关系数为 0.00233，这表示 ESG 评级水平越高的公司，其资产负债率越高。营收增长率并不显著，表示两者无明显的相关关系。而公司规模和现金流量比在 1% 的显著水平下系数为 0.0229 和 0.0108，均与 ESG 水平呈正相关关系，ESG 评级水平越高的公司，其公司规模和现金流量比越大。而固定资产比重在 1% 的显著水平下与 ESG 评级呈负相关，相关系数为 -0.117，这表示 ESG 评级水平越高的公司，其固定资产比重越低。

长期融资与 ESG 评级在 1% 的显著水平下呈正相关关系，相关系数为 0.0257，说明公司 ESG 水平越高，其长期融资能力越强，也就是说高的 ESG 评级水平可能意味着公司长期融资成本反而降低、公司声誉提升，信用提升，带来更好的成长能力，符合国家相应的发展政策、遵守相应法规，这会引来长期投资者的喜好，给其带来长期稳定的高收益，可以使得公司的长期融资能力升高，这与先前假设 H2

相符，因此接受假设。同时资产负债率、固定资产规模与长期融资呈正相关关系以外，公司规模和现金流量比与公司长期融资能力呈负相关。

商业信用融资与 ESG 水平在 5% 的显著水平下成正相关关系，相关系数为 0.000989，说明公司 ESG 水平越高，其信用融资能力越强，也就是说高的 ESG 评级水平可能意味着公司商业信用融资成本反而降低、公司声誉提升，信用提升，带来更好的成长能力，符合国家相应的发展政策、遵守相应法规，这会增加公司信用，信用融资能力增强，给其带来更加好的信誉担保其还款能力，因此导致公司的商业信用融资能力升高，与先前假设 H3 相符，因此接受假设。此外，资产负债率、营收增长率、公司规模以及固定资产比重的系数在 1% 的显著水平下为正，说明其指标越高，公司信用融资能力越强，而现金流量比则相反。

表 4.2 ESG 与企业融资回归结果

	短期融资	长期融资	信用融资
esg	-0.0261*** (-38.16)	0.0257*** (37.86)	0.000989** (2.00)
LEV	0.00233*** (192.98)	0.00779*** (655.78)	0.00185*** (68.53)
RGR	-4.87E-08 (-0.16)	0.000000115 (0.39)	0.000000416** (2.36)
Size	0.0229*** (40.55)	-0.0241*** (-42.81)	0.0149*** (33.83)
CFO	0.0108*** (21.81)	-0.0102*** (-20.61)	-0.00239*** (-6.79)
FAR	-0.117*** (-25.18)	0.121*** (26.24)	0.120*** (34.47)
_cons	-0.177*** (-14.78)	0.196*** (16.41)	-0.461*** (-51.28)
N	77058	74210	43792
YEAR	YES	YES	YES
R2	0.366	0.854	0.219

t statistics in parentheses

* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

4.3 稳健性检验

为证明结果的有效性，需进行稳健性检验。首先，因为 ESG 评级公布后可能并不一定立即会对当期的企业融资产生影响，因此采取一期滞后处理，并对结果进行对比后发现，其结果带来的整体趋势与结论大体一致，H1、H2、H3 假设均接受，只是系数发生了略微的变化。短期融资能力仍与 ESG 水平呈负相关，长期融资与信用融资能力与其呈正相关。说明本文的研究结果可靠，所选取的变量有效，与前文回归结果基本一致。如表 4.3 所示

表 4.3 ESG 与公司融资回归结果的一期滞后

滞后一期	短期融资	长期融资	信用融资
Esg_1	-0.0114*** (-27.50)	0.0116*** (27.50)	0.00110*** (3.32)

LEV	0.00246*** (212.32)	0.00767*** (667.57)	0.00186*** (69.95)
RGR	8.99e-08 (0.36)	9.63e-08 (0.33)	0.000000422** (2.31)
Size	0.0195*** (38.33)	-0.0210*** (-41.01)	0.0165*** (39.04)
CFO	0.0120*** (27.22)	-0.0113*** (-25.35)	-0.00295*** (-8.68)
FAR	-0.113*** (-26.97)	0.117*** (27.72)	0.128*** (37.50)
_cons	-0.175*** (-16.66)	0.200*** (18.70)	-0.496*** (-58.24)
N	89316	84762	49003
YEAR	YES	YES	YES
R2	0.365	0.841	0.220

T statistics in parentheses

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

其次，因为不同机构 ESG 评级之间虽然存在评价标准、权重方面有所不同，但在大量数据的支撑下，数据趋势应该是相同的，因此使用 Wind 数据再次进行稳健性检验。并对结果进行对比后发现，其结果带来的整体趋势与结论大体一致，H1、H2、H3 假设均接受，只是系数发生了略微的变化。短期融资能力仍与 ESG 水平呈负相关，长期融资与信用融资能力与其呈正相关。说明本文的研究结果可靠，所选取的变量有效，与前文回归结果基本一致。如表 4.4 所示

表 4.4 使用 Wind ESG 评级的 ESG 与公司融资回归结果

Wind ESG	短期融资	长期融资	信用融资
esg	-0.00121*** (-3.18)	0.00112*** (2.88)	0.00277*** (3.74)
LEV	0.00783*** (352.92)	0.00219*** (97.31)	0.00185*** (33.28)
RGR	-0.000000447 (-0.81)	0.000000446 (0.81)	0.00000601 (1.38)
Size	-0.0158*** (-41.96)	0.0155*** (40.50)	0.0162*** (20.99)
CFO	0.00240*** (7.73)	-0.00240*** (-7.65)	-0.00212*** (-3.46)
FAR	-0.132*** (-43.15)	0.131*** (42.53)	0.129*** (20.30)
_cons	0.380*** (49.13)	-0.373*** (-47.42)	-0.500*** (-32.24)
N	31733	31203	15535
YEAR	YES	YES	YES
R2	0.822	0.400	0.199

t statistics in parentheses

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

4.4 ESG 对企业融资的异质性分析

4.4.1 不同公司规模下企业 ESG 信息披露水平对企业融资的影响

表 4.5 是大型企业 ESG 信息披露水平对企业融资的影响。大型企业的回归结果与前文得出的结果方向基本一致，在 1% 的显著水平下，ESG 水平与短期融资呈负相关，与长期融资呈正相关，与信用融资水平呈正相关。大型企业较为注重未来发展前景，信息披露以及管理制度较为完善，因体量较大，会积极落实相关政策，同时受到关注较多，而相对于中小型，大型企业更容易获得长期融资。因此与前文实证结果基本一致，且显著水平更高。

表 4.5 大型企业 ESG 与公司融资回归结果

大型企业	短期融资	长期融资	信用融资
esg	-0.0246*** (-34.24)	0.0243*** (34.50)	0.00185*** (3.48)
LEV	0.00263*** (191.88)	0.00752*** (560.79)	0.00197*** (63.85)
RGR	-0.000000126 (-0.42)	0.000000161 (0.55)	0.000000401** (2.30)
Size	0.0184*** (31.04)	-0.0199*** (-34.09)	0.0131*** (27.13)
CFO	0.0110*** (21.43)	-0.0104*** (-20.49)	-0.00233*** (-6.22)
FAR	-0.149*** (-31.30)	0.154*** (32.88)	0.114*** (31.17)
_cons	-0.0831*** (-6.55)	0.107*** (8.53)	-0.426*** (-43.17)
N	63148	61081	37694
YEAR	YES	YES	YES
R2	0.405	0.839	0.208

t statistics in parentheses

* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

表 4.6 为中型企业 ESG 信息披露水平对企业融资的影响。对于中型企业来讲，ESG 水平仍与短期融资呈负相关，与长期融资呈正相关，而信用融资水平却不显著。可能对于中型企业来讲，长期融资不能像大型公司一样充足，大多选择信用融资为渠道进行融资。因此信用融资作为主要融资方式之一，与 ESG 水平关系并不显著。

表 4.6 中型企业 ESG 与公司融资回归结果

中型企业	短期融资	长期融资	信用融资
esg	-0.00219*** (-3.28)	0.00183*** (2.63)	0.000398 (0.28)
LEV	0.00852*** (291.40)	0.00149*** (49.37)	0.00181*** (21.58)
RGR	-0.000000157 (-0.32)	0.000000117 (0.23)	-0.000000150 (-0.01)
Size	-0.0392***	0.0389***	0.0199***

	(-44.78)	(42.71)	(9.58)
CFO	0.00170***	-0.00135***	-0.00335***
	(3.51)	(-2.66)	(-3.32)
FAR	-0.124***	0.128***	0.157***
	(-24.95)	(24.76)	(13.37)
_cons	0.841***	-0.835***	-0.572***
	(46.16)	(-43.94)	(-13.30)
N	12653	11975	5649
YEAR	YES	YES	YES
R2	0.880	0.361	0.175

t statistics in parentheses

* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

表 4.7 是 ESG 信息披露水平与小微企业的融资关系，除了信用融资水平与 ESG 水平为负相关外，短期融资和长期融资与 ESG 关系仍与前文一致。判断是小微企业主要以利润为主，因其体量小，知名度低，且在政策落实方面达到专业程度较为困难，因此在信用融资和短期融资当中，落实 ESG 会影响其利润及资金流动，从而造成 ESG 水平与其为负相关关系，且小微企业风险抵御能力较差，同样的 ESG 支出资金会占其资金份额更大，对其有更大的影响。小微企业的长期融资一般更看重其成长能力，小微企业未来成长空间更大，而只要在风口把握好政策，其未来成长能力可能更高，因此长期融资依旧呈正相关。

表 4.7 小微企业 ESG 与公司融资回归结果

小微企业	短期融资	长期融资	信用融资
esg	-0.0786***	0.0772***	-0.0439***
	(-6.52)	(5.99)	(-7.02)
LEV	0.000896***	0.00911***	0.000979***
	(15.77)	(154.22)	(9.35)
RGR	4.02e-08	0.00000113	-0.0000211
	(0.01)	(0.27)	(-0.49)
Size	-0.00176	-0.00245	0.0319***
	(-0.17)	(-0.21)	(5.13)
CFO	0.0172*	-0.0204*	-0.00596
	(1.74)	(-1.91)	(-1.12)
FAR	0.406***	-0.412***	0.287***
	(5.03)	(-4.80)	(6.41)
_cons	0.462**	-0.356	-0.631***
	(2.10)	(-1.47)	(-4.84)
N	1257	1154	449
YEAR	YES	YES	YES
R2	0.266	0.959	0.409

t statistics in parentheses

* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

4.4.2 不同企业所有制下企业 ESG 信息披露水平对融资的影响

中国近些年的经济快速腾飞很大程度上归功于企业所有制带来的便利，所有制性质差异是中国经济

环境中的重要差异，一方面，国企背靠政府信用，在融资等方面更有优势；另一方面，国有企业具有政策前瞻性，在对国家相关政策落实上、以及发展条件上都有着较为宽厚的条件，而相应的企业会承担起很大一部分社会责任。而非国有企业大多以自身效益为主，不同企业所有制带来的企业发展路径不同，且对于 ESG 的重视程度不同，因而 ESG 信息披露水平可能会存在一定的差异，因此需要考察不同企业所有制下 ESG 信息披露水平对该企业融资的影响。

本文根据企业所有制类型，将企业分为国有企业和非国有企业 2 种类型。表 4.8 报告了国有企业回归结果。结果发现，国有企业在 1% 的显著水平下，短期融资均与 ESG 水平呈负相关，而长期融资和信用融资则呈正相关，与前文结果基本一致。

表 4.8 国有企业 ESG 与公司融资回归结果

国有企业	短期融资	长期融资	信用融资
esg	-0.00479*** (-8.69)	0.00491*** (8.80)	0.00431*** (5.71)
LEV	0.00793*** (337.69)	0.00212*** (88.40)	0.00220*** (52.25)
RGR	-0.000000893*** (-5.60)	0.000000886*** (5.54)	0.000000345** (1.99)
Size	-0.0207*** (-47.46)	0.0197*** (44.44)	0.0113*** (18.23)
CFO	0.00241*** (6.19)	-0.00238*** (-6.02)	-0.00249*** (-4.66)
FAR	-0.188*** (-61.23)	0.191*** (61.25)	0.0744*** (16.16)
_cons	0.512*** (57.03)	-0.492*** (-53.86)	-0.395*** (-31.22)
N	31349	30645	18735
YEAR	YES	YES	YES
R2	0.799	0.374	0.217

t statistics in parentheses

* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

表 4.9 报告了非国有企业回归结果。结果发现，国有企业在 1% 的显著水平下，短期融资和信用融资均与 ESG 水平呈负相关，而长期融资则呈正相关。判断是因为非国企更加注重企业的绩效，信用融资一般以企业的财务状况、经营状况等来判断，因此营收增长率等指标与其呈正相关关系，而 ESG 方面的投入会从负面影响公司财务方面的数据，因此商业信用融资与 ESG 呈负相关关系。

表 4.9 非国有企业 ESG 与公司融资回归结果

非国有企业	短期融资	长期融资	信用融资
esg	-0.0275*** (-29.27)	0.0270*** (29.13)	-0.00147** (-2.26)
LEV	0.00193*** (142.74)	0.00818*** (620.81)	0.00157*** (44.03)
RGR	0.000000469	-4.69e-08	0.00000474

	(0.54)	(-0.05)	(1.30)
Size	0.0327***	-0.0346***	0.0180***
	(35.77)	(-38.14)	(26.48)
CFO	0.0126***	-0.0116***	-0.00233***
	(18.39)	(-17.10)	(-5.04)
FAR	0.0165**	-0.0176**	0.181***
	(2.16)	(-2.32)	(34.02)
_cons	-0.412***	0.447***	-0.521***
	(-21.00)	(22.92)	(-36.84)
N	45709	43565	25057
YEAR	YES	YES	YES
R2	0.349	0.899	0.191

t statistics in parentheses

* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

国有企业在融资方面相对非国有企业更有优势，相比而言其体量更大，同时其信用融资因有政府担保，因此信用较好，通常可以获得更好的融资水平。

4.4.3 不同地区公司 ESG 信息披露水平对融资的影响

由于不同上市公司所处的地理位置不同，当地的经济发展水平以及地理人文文化情况会带来不同的影响，同时当地的企业整体发展水平都有差异，而这种差异对 ESG 对企业融资产生影响，使得 ESG 水平对企业融资的影响效果可能会因不同地区而展现不同的效果程度。本文根据 Wind 数据库中企业所在省份，根据国家统计局地区划分标准，本文按照东部、中部、西部将样本企业分为三组，分别进行回归分析，并与原结果进行比对，结果如下：

东部地区经济相对发达，其多为沿海地区，为改革试点一线，经济相对发达。其中东部地区与短期融资和长期融资与 ESG 的关系依旧显著，且与短期融资呈负相关，而长期融资呈正相关，与前文结果基本相同，而信用融资方面则并不显著，其他控制变量结果虽有差异，但大体相一致。东部地区数据结果具体见表 4.10:

表 4.10 东部地区 ESG 与公司融资回归结果

东部地区	短期融资	长期融资	信用融资
esg	-0.00348***	0.00339***	-0.000190
	(-10.25)	(9.68)	(-0.32)
LEV	0.00809***	0.00196***	0.00167***
	(493.70)	(115.54)	(51.38)
RGR	-0.000000364	0.000000361	0.00000196
	(-1.04)	(1.02)	(0.53)
Size	-0.0190***	0.0184***	0.0156***
	(-63.38)	(59.35)	(30.02)
CFO	0.00315***	-0.00315***	-0.00304***
	(13.00)	(-12.55)	(-7.18)
FAR	-0.115***	0.117***	0.114***
	(-47.25)	(46.54)	(25.51)

_cons	0.444*** (72.81)	-0.431*** (-68.25)	-0.461*** (-43.74)
N	51894	49722	29054
YEAR	YES	YES	YES
R2	0.845	0.383	0.199

t statistics in parentheses

* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

表 4.11 是中部地区（因相关地区经济发展情况，因此将东北地区归为中部地区）所有数据结果均在 1%的情况下显著，但结果与前文得出结果不同，其中短期融资与 ESG 为正相关，而长期融资为负相关，信用融资依旧为正相关。中部地区的企业一般为传统企业居多，风险相对较低，其高质量的 ESG 更容易吸引到短期融资。

表 4.11 中部地区 ESG 与公司融资回归结果

中部地区	短期融资	长期融资	信用融资
esg	0.00249*** (3.37)	-0.00175** (-2.36)	0.00431*** (3.79)
LEV	0.00906*** (429.26)	0.00110*** (48.00)	0.00215*** (33.14)
RGR	-0.00000164** (-2.49)	0.00000167** (2.46)	0.0000166*** (4.91)
Size	-0.0272*** (-42.20)	0.0254*** (38.88)	0.0145*** (13.03)
CFO	0.00249*** (4.67)	-0.00244*** (-4.53)	0.0000779 (0.10)
FAR	-0.163*** (-34.36)	0.160*** (33.29)	0.0928*** (12.09)
_cons	0.570*** (42.05)	-0.540*** (-39.28)	-0.473*** (-20.93)
N	14453	14098	8933
YEAR	YES	YES	YES
R2	0.930	0.331	0.240

t statistics in parentheses

* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

表 4.12 是西部地区企业融资关于 ESG 的关系，其结果基本与前文一致，即在 1%的显著水平下，短期融资水平与 ESG 信息披露水平为负相关，长期融资与信用融资水平呈正相关，说明 ESG 水平越高，短期融资能力越差，长期融资与信用融资能力越强。西部地区由于环境的原因更容易受到 ESG 方面的关注，因此信用融资水平也更加显著。

表 4.12 西部地区 ESG 与公司融资回归结果

西部地区	短期融资	长期融资	信用融资
esg	-0.0313*** (-14.22)	0.0311*** (13.89)	0.00367** (2.56)
LEV	0.00114*** (71.29)	0.00886*** (552.09)	0.00227*** (29.58)

RGR	3.88e-08 (0.10)	1.63e-08 (0.04)	0.000000329* (1.78)
Size	0.0164*** (8.93)	-0.0180*** (-9.58)	0.0147*** (11.53)
CFO	0.0130*** (8.22)	-0.0121*** (-7.50)	-0.00203** (-2.01)
FAR	-0.111*** (-8.41)	0.120*** (8.80)	0.141*** (15.46)
_cons	0.0430 (1.10)	-0.0111 (-0.28)	-0.495*** (-18.83)
N	10711	10390	5805
YEAR	YES	YES	YES
R2	0.342	0.967	0.260

t statistics in parentheses

* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

五、研究结论与政策建议

5.1 研究结论

本文发现 ESG 信息披露水平与短期融资呈负相关关系，与长期融资与信用融资呈正相关关系。因此，对于 A 股上市公司来讲 ESG 信息披露水平越高，短期融资能力越差，而长期融资和信用融资水平却越高。同时使用一期滞后以及 Wind ESG 数据进行了稳健性检验，发现，其结果带来的整体趋势与结论一致。

本文还进一步具体分析了公司规模、公司性质和公司所在地对于其可能产生的影响，研究发现：站在公司规模的角度来讲，大型公司其结果与前文得出的结果方向基本一致，且显著水平更高，ESG 水平与短期融资呈负相关，与长期融资呈正相关，与信用融资水平呈正相关。中型公司 ESG 水平仍与短期融资呈负相关，与长期融资呈正相关，而信用融资水平却不显著。小微公司的融资关系除了信用融资水平与 ESG 水平为负相关外，短期融资和长期融资与 ESG 关系仍与前文一致，但系数的绝对值明显变大。

公司性质不会对 ESG 与公司短期融资和长期融资之间的相关性方向造成影响，且非国企对于这两项的影响水平更加明显，而对于公司商业信用融资来讲则相反，对于国企来讲，ESG 水平与信用融资呈正相关关系，而非国企则呈负相关关系，同时国企对于商业信用融资的作用更加明显。

对于公司所在地来讲，东部地区短期融资呈负相关，而长期融资呈正相关，与前文结果基本相同，而信用融资方面则并不显著；而中部地区短期融资与 ESG 为正相关，而长期融资为负相关，信用融资依旧为正相关；对于西部地区公司来说，公司融资关于 ESG 的关系，其结果基本与前文一致，短期融资为负相关、长期融资、信用融资为正相关关系。

最后，防止当期的 ESG 并不能有足够的时间对公司融资产生影响，因此将其做了滞后一期的稳健性检验，结果除信用融资外，结果依旧稳健。可能是因信用融资中包含变量过多导致。

5.2 政策建议

从政府角度，目前我国资本市场虽处于稳健发展的阶段，但在监管方面仍有不到位、政策落实不全面的情况，同时 ESG 体系刚刚有较为明确的规范，监管措施以及制度体系仍需进一步发展。从监管角度而言，加强 ESG 信息披露能够督促上市公司积极践行可持续发展理念。我国在 ESG 信息披露制度建设方面取得了一定的进展，但目前仍处于以公司自愿披露为主的阶段。监管机构开始逐步完善和统一 ESG 信息披露框架，在双碳背景下形成了较为细致的环境信息披露指引。行业协会等也积极推动国内 ESG 投资研究体系建设，践行并支持开展以 ESG 为核心的上市公司可持续发展评价，进一步推动企业

树立社会责任和绿色发展意识。相关部门可以通过借鉴发展起步较早的国家，推进我国 ESG 体系建设，对于信息质量，提出进一步要求。政府部门应进一步完善 ESG 信息披露制度，明确信息披露目的，对于企业尤其是高污染企业通过税收、贷款利率等方面对其进行政策引导，使其加大对于 ESG 建设的重视程度以及成本的投入。在研究过程中发现，对于 ESG 水平并没有统一的评价标准，这一部分也源于企业对于 ESG 信息披露参差不齐，因此制定细化标准，综合考量并建立一套 ESG 信息披露框架以及监管体系可以作为下一步的工作。同时，在 ESG 方面争取获得国际主导地位，对具体的概念以及实施细则等争取给予其公认的定义，增强 ESG 报告国际认可度，使得中国市场能与国际接轨，进一步向世界展现中国经济金融体系风貌。

从公司角度，目前上市公司 ESG 评级平均值较低，方差较大，说明大部分公司维持在中等偏下的 ESG 水平，因此从公司角度来讲下一步仍需加深对 ESG 的认识，同时根据自身情况加强在 ESG 方面的建设，自觉真实地披露 ESG 相关信息。同时在制定公司发展战略时，高污染公司应注重转型，加强社会责任感，维护自身品牌形象，提升品牌效应，提升除财务指标外公司综合水准。当然实现这一目标需要一个长期的发展过程，而不是简单地做做面子工程，切忌只追求指标的完美。

从投资者角度，ESG 概念在我国资本市场已经深入人心，投资者也需加强对于 ESG 的研究与理解。对于机构投资角度而言，ESG 全球投资规模的高速增长会吸引上市公司高质量转型，步入 ESG 概念池。ESG 投资理念在企业端和投资端发挥作用。从投资端来看，全球可持续投资基金数量不断快速增长，于 2021 年第三季度达到历史最高水平，合计 7486 只基金，较第二季度涨了近一倍。另外，我们发布的《2021 年度中国资管行业 ESG 投资报告》中的问卷调研显示，绝大多数机构认可践行 ESG 理念有利于改善自身投资和上市公司的长期绩效。因此，ESG 理念在监管政策、行业推动和各利益相关方的关注下，其接受度在不断加强。研究还表明，新兴市场和北美是 ESG 信息有效性相对最高的两个市场。学术界的相关研究与该调查结论一致。由此可见，ESG 投资理念可以促进上市公司的高质量转型。目前来讲，高 ESG 水平的公司会有更强的抗风险能力、公司会注重未来长期发展。在目前的市场环境下，投资者应有自己的判断，在投资时选取具有良好发展前景与公司社会责任感的公司，不仅要考虑财务指标，更要综合研判，形成良好的投资风气，支持国家相应政策，扶持朝阳产业，将更多优质公司的潜力发挥出来，实现长期投资的回报。

参考文献

- [1] Apergis, Nicholas, Thomas Poufinas, and Alexandros Antonopoulos. "ESG scores and cost of debt." *Energy Economics* 112 (2022): 106186.
- [2] Bahta, D., Yun, J., Islam, M.R. and Bikanyi, K.J., 2021. How does CSR enhance the financial performance of SMEs? The mediating role of firm reputation. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 34(1), pp.1428-1451.
- [3] Gillan, Stuart L., Andrew Koch, and Laura T. Starks. "Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance." *Journal of Corporate Finance* 66 (2021): 101889.
- [4] Kim, S., & Li, Z. (2021). Understanding the impact of ESG practices in corporate finance. *Sustainability*, 13(7), 3746.
- [5] Kleimeier, S. and Viehs, M., 2018. Carbon disclosure, emission levels, and the cost of debt. *Emission Levels, and the Cost of Debt (January 7, 2018)*.
- [6] Liu, Xinghe, Enxian Wang, and Danting Cai. "Environmental regulation and corporate financing—quasi-natural experiment evidence from China." *Sustainability* 10.11 (2018): 4028.
- [7] Raimo, Nicola, et al. "Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing." *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 28.4 (2021): 1412-1421.
- [8] Siew, Renard YJ, Maria CA Balatbat, and David G. Carmichael. "The impact of ESG disclosures and

- institutional ownership on market information asymmetry." *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics* 23.4 (2016): 432-448.
- [9] Taggart, Robert A. "A model of corporate financing decisions." *The Journal of Finance* 32.5 (1977): 1467-1484.
- [10] 陈琪.中国绿色信贷政策落实了吗——基于“两高一剩”企业贷款规模和成本的分析[J].当代财经,2019(03):118-129.
- [11] 方军雄.所有制、制度环境与信贷资金配置[J].经济研究,2007(12):82-92.
- [12] 高杰英,褚冬晓,廉永辉,郑君.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.
- [13] 胡乃武,罗丹阳.对中小企业融资约束的重新解释[J].经济与管理研究,2006(10):41-47.
- [14] 梅亚丽,张倩.ESG表现对企业债务融资成本的影响[J].金融与经济,2023,(02):51-63.
- [15] 聂艳明,夏梁省.绿色金融政策影响企业融资吗? ——来自重污染企业的经验证据[J].新经济,2022(01):77-82.
- [16] 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,2019,36(03):108-123.
- [17] 史丹.绿色发展与全球工业化的新阶段:中国的进展与比较[J].中国工业经济,2018,(10):5-18.
- [18] 苏冬蔚,连莉莉.绿色信贷是否影响重污染企业的投融资行为?[J].金融研究,2018(12):123-137.
- [19] 仝佳.ESG表现、融资约束与企业价值分析[J].商讯,2021(29):89-91.
- [20] 王琳璘,廉永辉,董捷.ESG表现对企业价值的影响机制研究[J/OL].证券市场导报:1-12[2022-05-07].<http://kns.cnki.net/kcms/detail/44.1343.F.20220227.1215.002.html>
- [21] 王琳璘,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(05):23-34.
- [22] 袁业虎,熊笑涵.上市公司 ESG 表现与企业绩效关系研究——基于媒体关注的调节作用[J].江西社会科学,2021,41(10):68-77.
- [23] 张琳,赵海涛.企业环境、社会和公司治理(ESG)表现影响企业价值吗? ——基于 A 股上市公司的实证研究[J].武汉金融,2019,(10):36-43.
- [24] 张允萌.企业 ESG 表现、融资约束与绿色技术创新[J].商业会计,2021(11):33-39.

Research on the impact of ESG information disclosure on the financing of listed companies

Abstract

Based on the ESG rating data released by The China Securities Exchange Index, this thesis takes A-share listed enterprises from 2009 to 2021 as samples and adopts the panel time fixed effect model to conduct theoretical and empirical research. From the enterprise of short-term financing and long-term financing and credit financing three aspects analyzes the ESG disclosure level respectively for the influence of corporate financing. The results of this thesis show that the level of ESG information disclosure has a negative impact on short-term financing and a positive impact on long-term financing and credit financing. Different corporate ownership has a certain impact on the relationship between ESG information disclosure level and corporate financing, which is mainly reflected in credit financing. In non-state-owned enterprises, there is a negative correlation between credit financing and ESG rating. Regionally, the study also found that these effects were more pronounced in larger firms. Heterogeneity research results show that different corporate ownership also has a certain impact on the relationship between ESG information disclosure level and corporate financing, which is mainly reflected in credit financing. In non-state-owned enterprises, there is a negative correlation between credit financing and ESG rating. In addition, there is a negative correlation between short-term

financing and ESG rating in the eastern region, a positive correlation between short-term financing and ESG rating, and a negative correlation between long-term financing and ESG rating in the central region, while there is no influence on the western region. In the robust test, it is found that the direction of the test is consistent with the original result after one stage lag is adopted, so it can prove that the result is robust. It also proves that the information disclosure level of ESG is helpful for investors to measure and analyze enterprises and make more favorable capital decisions.

Keywords: ESG; Long and short term financing; Credit financing