

企业ESG表现对其债务融资成本的影响研究

范瑞丽

江西财经大学会计学院, 江西 南昌

收稿日期: 2026年8月7日; 录用日期: 2026年9月30日; 发布日期: 2026年10月12日

摘要

本文研究了企业环境、社会和治理(ESG)表现对债务融资成本的影响。研究基于2009~2024年中国A股上市公司的面板数据,采用实证分析方法检验了两者之间的关系。研究主要得出三个结论:(1)企业ESG表现的提升能显著降低其债务融资成本,该结论在经过一系列稳健性与内生性检验后依然成立。(2)ESG表现通过缓解企业的融资约束,进而降低了债务融资成本,即融资约束在其中扮演了中介角色。(3)ESG表现对债务融资成本的降低作用在2018年《上市公司治理准则》修订后以及在制造业企业中更为显著。最后,文章基于研究结果为企业、债权人和政府部门提供了相应的政策建议。

关键词

ESG, 债务融资成本, 融资约束

The Effect of Corporate ESG Performance on the Cost of Debt Financing

Ruili Fan

School of Accountancy, Jiangxi University of Finance and Economics, Nanchang Jiangxi

Received: August 7, 2026; accepted: September 30, 2026; published: October 12, 2026

Abstract

This paper investigates the impact of corporate environmental, social, and governance (ESG) performance on debt financing costs. Based on panel data of Chinese A-share listed companies from 2009 to 2024, this study employs empirical analysis to examine the relationship between the two. The main findings are as follows: (1) Improvements in corporate ESG performance significantly reduce debt financing costs, and this conclusion remains robust after a series of robustness and endogeneity tests. (2) ESG performance reduces debt financing costs by alleviating corporate financing constraints, with financing constraints playing a mediating role. (3) The cost-reducing effect of ESG

performance on debt financing is more pronounced after the 2018 revision of the Code of Corporate Governance for Listed Companies and among manufacturing firms. Finally, based on the research findings, this paper provides corresponding policy recommendations for firms, creditors, and government authorities.

Keywords

ESG, Cost of Debt Financing, Financing Constraints

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

在全球可持续发展浪潮与我国“双碳”目标深度推进的背景下，环境、社会和治理(ESG)已从企业可选的社会责任实践，转变为衡量企业综合价值与风险水平的核心指标，其在资本市场中的信号传递作用日益凸显。随着监管层对 ESG 信息披露要求的逐步强化，ESG 表现已成为投资者、债权人等利益相关者评估企业长期稳健性的重要依据。

债务融资作为企业外部资金的核心来源，其成本高低直接决定企业的财务负担、投资能力与市场竞争力。当前我国企业仍面临融资难、融资贵的现实困境，尤其在信贷资源配置过程中，债权人与企业间的信息不对称问题，往往导致企业需承担额外的风险溢价。ESG 表现作为关键的非财务信息，能够全面反映企业的风险管控能力、社会责任履行意愿与公司治理水平，为债权人提供财务数据之外的决策参考，进而可能影响企业的债务融资成本。

既有实践与研究已初步证实 ESG 表现与企业融资行为存在关联，但我国特殊的产权结构、区域发展差异以及政策导向，使得 ESG 表现对债务融资成本的影响机制更为复杂。在这一背景下，系统探究企业 ESG 表现如何影响债务融资成本，厘清二者之间的内在逻辑，不仅能丰富可持续发展与企业融资领域的研究体系，更能为企业通过优化 ESG 实践降低融资成本、监管部门完善 ESG 相关制度提供实践参考，具有重要的理论与现实意义。

2. 文献回顾与研究假说

2.1. 文献回顾

2.1.1. ESG 表现的经济后果研究

目前学术界关于 ESG 表现的经济后果的研究主要集中于财务绩效、股票市场、企业价值及企业风险等四个方面展开研究。

在企业绩效方面学术界有两种主要观点：一些学者认为，ESG 可能对企业财务绩效产生负向影响。Landi 与 Sciarelli (2019)的研究表明 ESG 投入需要企业承担额外成本，而资本市场未将 ESG 表现纳入定价，可能导致投入产出失衡，长期会侵蚀企业利润、削弱股东权益[1]。而 ESG 表现与财务绩效之间存在正相关关系是大多数学者的研究观点。DasGupta (2022)研究发现 ESG 表现优异企业在资本利用效率、资产运营效能及市场竞争力等关键财务指标上有显著优势[2]。陶小龙等研究发现绿色技术创新显著地调节了 ESG 表现对企业绩效的正向影响[3]。从股票市场来看，大部分学者认为良好的 ESG 表现对股票市场有着积极作用。王艳和王宇齐(2025)发现 ESG 评分高的公司股票价格具有较好的稳定性，ESG 评分高的

公司股票价格走势强于同期上证指数的走势[4]。同时,学者们还发现提高 ESG 表现能够抑制股价崩盘风险[5]和股价波动性[6]。但是,由于不同的评级机构采用不同的度量方式,评级分歧也会对股票市场产生影响。ESG 评级分歧显著提高了企业股价暴跌风险[7]及股价同步性,而过高的股价同步性会降低资本市场资源配置效率[8]。在企业价值方面,国内外学者的研究存在一些分歧。Singh 等(2022)指出当企业受到来自三个基本支柱压力的影响:监管、规范和认知时,企业会被动地进行 ESG 实践,从而损害企业价值[9]。而一些学者认为 ESG 表现通过积累社会资本[10]、提高财务绩效[11]、增大机构投资者持股比例[12]及促进企业绿色技术创新和提升绿色管理创新[13]等提升了企业价值。在企业风险方面,Ashwin 等(2016)认为企业 ESG 表现可以降低股价波动性,帮助企业减少因股价大幅波动带来的经营与投资相关风险[14]。但是,关于企业 ESG 表现与风险的关系也存在不同发现,史永东等(2023)认为企业 ESG 表现降低了股票未来收益率[15]。

2.1.2. 债务融资成本的影响因素研究

现有研究主要从企业内部因素及外部因素两个方面对企业债务融资成本的影响因素展开研究。在企业特征方面,非国有大股东参股对国有企业,通过降低可操纵性应计盈余,改善了会计信息质量,有效缓解了借贷双方的信息不对称,进而降低了国有企业债务融资成本[16];同样,外资股东的引入也能够有效降低债务融资成本,缩小同类企业成本差异[17]。从信息披露角度分析,学者们普遍肯定了信息披露会对债务成本产生影响。债权人会重点关注企业是否进行信息披露。鲍新中等(2023)发现高质量的知识产权自愿性信息披露会通过增加投资者信心来降低企业债务融资成本,且在非国有企业、高成长企业、融资需求高的企业中较为显著[18]。信息披露的质量也会影响债权人对企业的判断。王喜等(2022)研究发现,高质量的环境信息披露不仅突显了企业可持续发展的潜力,提升了企业口碑和投资者信心,而且有效减轻了投资者与企业之间的信息不对称问题,从而有助于企业降低债务融资成本[19]。

企业的生产经营无法忽视外部宏观环境带来的冲击,而外部宏观环境会受到法律因素、经济因素及社会文化因素的影响。Bae 和 Goyal(2009)认为,银行在评估债务人的还款能力时,会充分考虑其所在国家的法律环境。对于那些法律保护力较弱的国家,银行倾向于提供更高利率的短期贷款,以弥补潜在的风险溢价[20]。王彦超等(2020)研究发现《反垄断法》实施后,垄断程度高的企业增加的债务融资更少,主要体现在银行贷款和商业信用的减少及债务成本的上升[21]。曹越等(2021)研究发现“营改增”完善了我国税收制度,能够有效降低企业成本,增强企业的偿债能力,改善外部融资状况[22]。王孝钰等(2022)发现受商帮文化影响越大的企业获取的商业信用越多,从而缓解融资约束[23]。潘越等(2019)认为宗族文化能够形成更强的道德规范,强化了宗族成员之间的信贷支持,从而降低了企业融资成本[24]。外部的利益相关者也会企业的债务融资成本产生影响。Gul 等(2013)认为那些聘请大规模会计师事务所的企业,更容易获得银行贷款,债务融资成本更低[25]。涂国前和张家琪(2023)发现政府采购能够有效降低企业债务融资成本,且异地政府采购更能降低企业的债务融资成本[26]。

2.2. 理论分析与研究假设

2.2.1. ESG 表现与企业债务融资成本

基于信息不对称理论,债权人与企业之间的信息差异是导致融资成本上升的关键因素。ESG 表现作为一种综合性的非财务信息体系,能够有效弥补传统财务数据的局限性,提升企业信息透明度。从信号传递视角看,优异的 ESG 表现向市场传递出企业注重长期发展、经营稳健的积极信号,这不仅增强了债权人的信心,也使企业在债务谈判中处于更有利地位。利益相关者理论进一步揭示,ESG 表现良好的企业能够与员工、供应商、消费者及政府等关键利益相关者建立更稳固的信任关系,这种关系资本既提升了运营效率,也为企业赢得了更广泛的资源支持。同时,可持续发展理论强调,通过绿色技术创新和生

产流程优化,企业能够降低资源依赖、控制运营成本,从而增强盈利能力和偿债可靠性,尽管 ESG 实践需要前期投入,但长期来看有助于提升企业的运营效率和风险抵御能力。这些机制共同作用,使得 ESG 表现优异的企业在债务融资过程中被视为更低风险的投资对象,债权人更愿意提供利率优惠,最终实现债务融资成本的降低。基于此,本文提出假设:

H1: 良好的 ESG 表现能够降低企业债务融资成本。

2.2.2. ESG 表现、融资约束与企业债务融资成本

我国金融市场存在的不足使企业普遍面临融资约束,而融资约束会直接增加企业资金获取成本,导致其承受更高的债务融资成本。从作用机制看,信息不对称是融资约束产生的关键诱因,信息披露不完善会增加企业信息风险,而 ESG 表现可通过披露非财务信息,辅助外部利益相关者结合财务报表综合评估企业经营与风险状况,显著降低信息不对称程度。银行在进行贷款时会对企业进行风险评估,银行为 ESG 表现较好的企业提供信贷的意愿更大,从而很大程度上缓解了企业的融资约束[27]。同时,基于声誉理论,良好的 ESG 表现反映出企业对社会责任与可持续发展的承诺,不仅树立了企业的道德与声誉资本,也向市场传递其长期稳健经营的信号,从而增强金融机构的信贷意愿,拓宽融资渠道。此外,银保监会在 2020 年明确指出:“银行业金融机构要建立健全环境与社会风险管理体系,将环境、社会、治理要求纳入授信全流程”。当企业申请贷款时,如果能够更轻松地满足银行等金融机构的需求,那么企业所承受的融资限制就会更小。当融资约束得到缓解后,企业资金获取难度降低,投资者要求的风险溢价随之下降,最终实现债务融资成本的降低。基于此,本文提出假设:

H2: 融资约束在企业 ESG 表现对其债务融资成本的影响中发挥中介作用。

3. 研究设计

3.1. 样本选择与数据来源

本文选取 2009~2024 年我国 A 股上市企业作为样本。基于研究设计的科学性与数据的完整性,本文对样本进行了如下处理:(1)剔除金融行业上市企业;(2)剔除 ST、*ST、PT 上市企业;(3)删除数据缺失样本;(4)对连续型变量进行 1%分位数的双边缩尾处理。最终得到了 36,106 条观测值。本文 ESG 评价指标取自万得(Wind)数据库,财务数据源于国泰安(CSMAR)经济金融研究数据库。

3.2. 变量定义

3.2.1. 被解释变量

企业债务融资成本(Cost1),本文参考李广子和刘力(2009)的研究,采用企业财务费用占期末总负债比重来衡量[28]。

3.2.2. 解释变量

企业 ESG 表现(ESG_1):参考廉永辉等(2023)的研究[29],对华证 ESG 评级信息进行赋分。华证 ESG 评级体系将企业 ESG 表现划分为 C-AAA 九个等级,本文将 C-AAA 九个等级分别赋分为 1~9,因此得到变量 ESG。

3.2.3. 中介变量

融资约束(KZ):目前,学界常用的融资约束测度指标有 WW 指数、KZ 指数、SA 指数等。本文借鉴 Kaplan 和 Zingales [30]测量融资约束的做法,构建 KZ 指数来测量融资约束程度,该数值越大意味着融资约束越大。

3.2.4. 控制变量

考虑到企业债务融资成本会受到多方面因素的影响,本文的控制变量选取为总资产增长率(AGR)、营业收入增长率(Growth)、账面市值比(BM)、有形资产比率(Tang)、流动比率(CR)、股权集中度(Top1)、独立董事占比(Indep)、现金负债比(OCF)、两职合一(Dual)。具体定义见下表 1:

Table 1. Definitions of main variables
表 1. 主要变量说明

变量类型	名称	符号	定义
被解释变量	债务融资成本	Cost1	财务费用/期末总负债
解释变量	企业 ESG 表现	ESG_1	依华证评级赋值 1~9
中介变量	融资约束	KZ	KZ 指数
控制变量	总资产增长率	AGR	(资产总计本期期末值 - 资产总计上年同期期末值)/资产总计上年同期期末值
	营业收入增长率	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
	账面市值比	BM	资产总计/市值
	有形资产比率	Tang	有形资产总额/总资产; 有形资产总额 = 资产总额 - 无形资产净值 - 商誉净额
	流动比率	CR	流动资产/流动负债
	股权集中度	Top1	第一大股东持股比率
	独立董事占比	Indep	独立董事数量与董事规模之比
	现金负债比	OCF	经营活动产生的现金流量净额/总负债
	两职合一	Dual	董事长与总经理是否为同一人; 0: 否; 1: 是;
	年度	year	年度虚拟变量
	行业	industry	行业虚拟变量

3.3. 模型设计

为了检验企业 ESG 表现与债务融资成本之间的关系构建模型(1):

$$\text{Cost}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{ESG}_{i,t} + \sum \gamma \text{Control}_{i,t} + \text{year} + \text{industry} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

若 β_1 显著为负,表明企业 ESG 表现越好,债务融资成本越低,假设 H1 成立。

为验证中介效应,在模型(1)的基础上分别建立两组模型(2)和(3),考察融资约束对主效应的中介效应以验证 H2:

$$\text{KZ}_{i,t} = \alpha_1 + \beta_2 \text{ESG}_{i,t} + \sum \gamma \text{Control}_{i,t} + \text{year} + \text{industry} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\text{Cost}_{i,t} = \alpha_2 + \beta_3 \text{ESG}_{i,t} + \beta_4 \text{KZ}_{i,t} + \sum \gamma \text{Control}_{i,t} + \text{year} + \text{industry} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型中 $\text{Control}_{i,t}$ 代表所有控制变量的集合, γ 为各控制变量的系数; year 和 industry 分别为年度虚拟变量和行业虚拟变量; $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项; i 代表企业个体, t 代表年份。

4. 实证结果与分析

4.1. 描述性统计

由表 2 结果可知，债务融资成本(Cost1)的均值为 0.002，最大值 0.060，最小值-0.189，标准差 0.037，说明债务融资成本在各个企业之间存在明显差异。从 ESG 表现(ESG_1)来看，均值为 4.238，说明样本企业目前 ESG 评级介于 B 到 BB 之间，整体处于中等水平，标准差为 0.933，表明多数企业的 ESG 表现差异相对温和，行业内整体分化程度可控。融资约束(KZ)的均值为 1.120，中位数为 1.368，均为正值，表明我国 A 股上市企业普遍面临一定程度的融资约束；标准差为 2.370，显示不同企业的融资约束程度差异显著；取值范围为-6.580 至 6.073，最小值为负意味着少数企业资金充裕、几乎无融资约束，而最大值 6.073 则表明部分企业面临严重的融资困境。

Table 2. Descriptive statistics
表 2. 描述性统计

VarName	Obs	Mean	Median	SD	Min	Max
Cost1	36,106	0.002	0.008	0.037	-0.189	0.060
ESG_1	36,106	4.238	4.000	0.933	2.000	7.000
KZ	36,106	1.120	1.368	2.370	-6.580	6.073
AGR	36,106	0.195	0.094	0.359	-0.218	2.175
Growth	36,106	0.141	0.100	0.303	-0.484	1.566
BM	36,106	0.630	0.629	0.241	0.141	1.198
Tang	36,106	0.933	0.958	0.078	0.566	1.000
CR	36,106	2.747	1.820	2.756	0.373	17.300
TOP1	36,106	34.485	32.330	14.691	9.090	74.570
Indep	36,106	37.579	36.360	5.206	33.330	57.140
OCF	36,106	0.204	0.129	0.326	-0.461	1.698
Dual	36,106	0.318	0.000	0.466	0.000	1.000

4.2. 基准回归结果

表 3 回归结果中(1)~(3)列分别为直接回归、加入控制变量、加入控制变量及年份和行业固定效应。三列 ESG_1 回归系数均在 1%的水平上显著为负，以第三列为例，ESG_1 回归系数为-0.0016 在 1%的水平上显著为负，即如果一家企业在华证 ESG 评级提高了一档(例如由 B 档提高至 BB 档)，其债务融资成本将会降低，即企业 ESG 表现越好，债务融资成本越低，假设 H1 得到了验证。

4.3. 内生性检验

为防止在研究的过程中存在遗漏变量问题，所以本次研究采用以工具变量法为基础的二阶段最小二乘法(2SLS)来进行内生性检验。工具变量借鉴武鹏等[31]的做法，选取了同年份同行业同城市其他企业的 ESG 均值作为工具变量(TOOL)。由于同一地区的外部环境特征相同，公司的 ESG 表现会受到同一地区其他企业的影响，同一城市的企业也会存在竞争，地区均值与 ESG 表现有一定的相关性，因此符合工具变量选择要求。表 4 中列(1)为第一阶段回归，其中工具变量 TOOL 的回归系数 0.5409 在 1%的水平下显著，说明工具变量与 ESG_1 表现显著相关，列(2)为第二阶段回归，其中 ESG_1 的回归系数为-0.0014 且在 1%的水平下显著，可见使用工具变量后，本文的假设依然稳健。

Table 3. Baseline regression results**表 3.** 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)
	Cost1	Cost1	Cost1
ESG_1	-0.0045*** (-14.6634)	-0.0025*** (-12.3701)	-0.0016*** (-8.4803)
AGR		0.0068*** (8.5934)	0.0057*** (7.4079)
Growth		-0.0014** (-2.1351)	-0.0030*** (-4.9120)
BM		-0.0004 (-0.4154)	-0.0012 (-1.0480)
Tang		-0.0158*** (-5.7335)	-0.0129*** (-4.4072)
CR		-0.0085*** (-38.5469)	-0.0082*** (-37.4210)
TOP1		-0.0001*** (-5.5559)	-0.0001*** (-7.6572)
Indep		-0.0001* (-1.6616)	-0.0000 (-0.1141)
OCF		-0.0069*** (-5.7605)	-0.0090*** (-7.6538)
Dual		-0.0019*** (-3.5438)	-0.0008 (-1.5548)
_cons	0.0208*** (15.6086)	0.0582*** (18.9221)	0.0503*** (15.6839)
Controls	No	Yes	Yes
Industry/Year	No	No	Yes
N	36,106	36,106	36,106
r2_a	0.0129	0.4598	0.5060

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

Table 4. Results of instrumental variables estimation**表 4.** 工具变量法回归结果

	(1)	(2)
	第一阶段：ESG_1	第二阶段：Cost1
TOOL	0.5409*** (39.90)	
ESG_1		-0.0014*** (-3.01)

续表

AGR	0.0783*** (5.93)	0.0056*** (7.37)
Growth	-0.0266** (-1.69)	-0.0030*** (-4.88)
BM	0.2542*** (6.52)	-0.0012 (-1.10)
Tang	0.4575*** (4.39)	-0.0130*** (-4.41)
CR	-0.0041 (-1.43)	-0.0082*** (-37.43)
TOP1	0.0034*** (5.54)	-0.0001*** (-7.65)
Indep	0.0110*** (7.75)	-0.0000 (-0.18)
OCF	0.2635*** (12.37)	-0.0091*** (-7.66)
Dual	-0.0373** (-2.33)	-0.0008 (-1.53)
_cons	0.7854*** (6.43)	0.0496*** (14.33)
Controls	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes
N	36,106	36,106
r2	0.224	0.506
Kleibergen-Paap rk Wald F	1591.9133	

4.4. 稳健性检验

4.4.1. 更换解释变量

为了防止核心变量测量出现误差，在稳健性检验中，选择了更直接的赋值方式来评估企业 ESG 的表现。将 C-CCC 档的评级设定为 1，B-BBB 档的评级设定为 2，A-AAA 档的评级设定为 3。由此得到 ESG_2，回归结果如表 5 的列(1)所示。解释变量 ESG_2 与债务融资成本 Cost1 在 1%水平下的显著负相关，与主假设检验结果一致，说明本文的实证结论是稳健的：即 ESG 表现越好，企业债务融资成本越低。

4.4.2. 更换被解释变量

本文将被解释变量指标替换为 Cost2，采用企业利息支出占当年长短期负债平均值的比重来计算债务融资成本。其中，短期负债为资产负债表中的短期负债，长期负债包括一年内到期的长期借款、长期借款、应付债券、长期应付款及其他长期负债。回归结果如表 5 的列(2)所示，解释变量 ESG_1 与债务融资成本 Cost2 在 5%水平下的显著负相关，实证结果是稳健的，即企业的 ESG 表现越好，对于债务融资成本的降低作用越强。

4.4.3. 解释变量滞后一期

本文将解释变量 ESG_1 滞后一期以缓解双向因果问题。共得到 31,203 个样本, 再次进行回归, 得到结果如表 5 的列(3)所示, 将解释变量 ESG_1 滞后一期后, ESG 表现与企业债务融资成本仍然呈现显著的负相关关系, 表明基准回归的实证结果是稳健的, 即良好的 ESG 表现能够降低企业债务融资成本。

Table 5. Robustness test results with alternative variables and one-period lag

表 5. 替换变量及滞后一期稳健性检验结果

	(1)	(2)	(3)
	Cost1	Cost2	Cost1
	更换解释变量为 ESG_2	更换被解释变量为 Cost2	将解释变量滞后一期
ESG_1		-0.0006** (-2.3411)	
ESG_2	-0.0032*** (-8.5315)		
L.ESG_1			-0.0018*** (-7.7711)
AGR	0.0057*** (7.4114)	-0.0033*** (-5.6879)	-0.0022*** (-3.2575)
Growth	-0.0030*** (-4.8809)	0.0013** (2.0460)	-0.0002 (-0.3626)
BM	-0.0013 (-1.1850)	0.0107*** (7.1339)	-0.0029** (-2.5210)
Tang	-0.0132*** (-4.4883)	-0.0038 (-1.0005)	-0.0163*** (-5.3503)
CR	-0.0081*** (-37.3222)	-0.0009*** (-5.7818)	-0.0088*** (-34.8181)
TOP1	-0.0001*** (-7.7588)	-0.0001** (-2.0090)	-0.0001*** (-7.7844)
Indep	-0.0000 (-0.3595)	-0.0000 (-0.2220)	0.0000 (0.3318)
OCF	-0.0091*** (-7.7803)	-0.0020 (-1.6154)	-0.0100*** (-7.7639)
Dual	-0.0007 (-1.4396)	-0.0011* (-1.6705)	-0.0007 (-1.4019)
_cons	0.0502*** (15.6105)	0.0404*** (9.5485)	0.0567*** (17.2078)
Controls	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes
N	36,106	36,106	31,203
r2_a	0.5056	0.0685	0.5273

4.5. 机制分析

良好的 ESG 表现有助于企业与各利益相关方更有效地沟通, 减少了银行和企业之间的信息不对称。为企业赢得了银行、投资者等利益相关方的资金支持提供了坚实基础。在此基础上, 企业通过建立稳固的政企关系, 不仅能够显著提升企业的声誉, 还能吸引更多利益相关者的资金支持, 这对于缓解企业的融资约束问题以及降低企业债务融资成本具有显著作用。基于这一理论框架, 本文深入探讨了 ESG 表现是否通过有效缓解企业的融资约束来进一步降低其债务融资成本。结果如表 6 列(1)所示, ESG 表现对企业融资约束存在显著的负向影响效应, 即 ESG 表现越好, 企业融资约束越小。表 6 列(2)结果表明, 融资约束在 1%水平上正向影响企业债务融资成本, ESG_1 回归系数显著为负。因此, 可以得出融资约束在 ESG 表现与企业债务融资成本的关系中发挥了中介作用, 假设 H2 得到验证。

Table 6. The mediating effect of financing constraints

表 6. 融资约束的中介效应

	(1)	(2)
	KZ	Cost1
ESG_1	-0.1913*** (-14.5565)	-0.0011*** (-6.0302)
KZ		0.0025*** (14.2561)
AGR	-1.9018*** (-50.1495)	0.0105*** (12.7810)
Growth	0.2870*** (8.5673)	-0.0038*** (-6.1393)
BM	-1.1262*** (-15.1430)	0.0017 (1.5082)
Tang	-0.9571*** (-5.2127)	-0.0105*** (-3.6898)
CR	-0.1965*** (-23.7301)	-0.0077*** (-33.8927)
TOP1	-0.0104*** (-9.0824)	-0.0001*** (-6.3014)
Indep	0.0061** (2.2509)	-0.0000 (-0.4849)
OCF	-3.7192*** (-53.4762)	0.0004 (0.2819)
Dual	-0.1131*** (-3.6706)	-0.0005 (-1.0037)
_cons	5.3275*** (25.1641)	0.0368*** (11.2715)

续表

Controls	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes
N	36,106	36,106
r2_a	0.6458	0.5155

5. 异质性分析

5.1. 政策监管的异质性分析

2018 年，证监会发布了修订后的《上市公司治理准则》(以下简称为《准则》)¹，确立环境、社会责任和公司治理(ESG)信息披露的基本框架。此次修订使得企业更加意识到 ESG 表现及相关信息披露的重要性，对于深化企业与投资者的可持续发展理念以及提高 ESG 信息披露的有效性具有重要作用。从融资企业视角看，《准则》修订后，有助于引导企业按照 ESG 信息披露框架披露企业的相关信息，推动企业重视 ESG 管理，将可持续发展理念融入到日常生产和经营管理中去；从债权人视角看，《准则》修订后，企业 ESG 相关信息的披露在数量和质量上均有较大改进，这对于第三方评级机构合理评估企业，帮助投资者多维度、多视角发掘企业信息具有较大的促进作用。为了研究《准则》的政策影响，发现企业在政策实施后的 ESG 表现更加符合投资者的预期，从而优化了借款条件。本研究参考了李哲和王文翰(2021)[32]的政策影响研究方法，以《准则》的实施时间 2018 年为分界线，将样本划分为两组：2015~2018 年为实施前的年份，2019~2024 年为实施后的年份，并对其进行回归分析，结果如表 7 所示。

表 7 第(1)、(2)显示政策发布前后 ESG 表现对于 Cost1 的回归结果，ESG 表现在两个样本中与 Cost1 均为显著负相关，说明 ESG 表现对政策发布前后企业的债务融资成本都起到显著的降低作用，但是政策发布后的回归系数略大于政策发布前的回归系数，为确认组间系数差异是否显著，进行费舍尔(fisher)组合检验，经验 P 值为 0.000，说明 ESG 表现对于企业债务融资成本的影响在政策发布后更加明显。

Table 7. Heterogeneity analysis of policy regulation

表 7. 政策监管异质性分析

	(1)	(2)
	Cost1	Cost1
	政策实施前	政策实施后
ESG_1	-0.0010*** (-3.2860)	-0.0023*** (-11.0007)
AGR	0.0081*** (7.7562)	0.0044*** (4.1680)
Growth	-0.0055*** (-6.1762)	-0.0004 (-0.4793)
BM	-0.0036** (-1.9855)	0.0007 (0.6013)
Tang	-0.0028 (-0.7103)	-0.0262*** (-6.9933)

¹https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2018-12/31/content_5442732.htm

续表

CR	-0.0096*** (-34.3325)	-0.0068*** (-24.8555)
TOP1	-0.0001*** (-5.0979)	-0.0001*** (-7.1156)
Indep	-0.0001* (-1.7402)	0.0001* (1.6610)
OCF	-0.0075*** (-4.4668)	-0.0095*** (-6.4530)
Dual	-0.0018** (-2.1701)	-0.0000 (-0.0480)
_cons	0.0498*** (11.0489)	0.0554*** (14.1461)
Controls	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes
N	16,080	20,025
r2_a	0.5636	0.4601

5.2. 行业性质的异质性分析

根据表 8 的行业性质异质性分析结果,无论是制造业还是非制造业,企业 ESG 表现(ESG_1)均与债务融资成本(Cost1)在 1%的水平上显著负相关,这表明良好的 ESG 表现对不同行业企业的债务融资成本均具有显著的降低作用。具体而言,制造业企业的 ESG_1 回归系数为-0.0017,非制造业企业的回归系数为-0.0012,且制造业的系数绝对值大于非制造业。为进一步检验两组系数差异的统计显著性,本研究进行了费舍尔(Fisher)组合检验,经验 P 值为 0.040,表明 ESG 表现对债务融资成本的降低效应在制造业与非制造业之间存在显著的组间差异,且对制造业的降低效应更为明显。

Table 8. Heterogeneity analysis of industry nature

表 8. 行业性质异质性分析

	(1)	(2)
	Cost1	Cost1
	制造业	非制造业
ESG_1	-0.0017*** (-7.3817)	-0.0012*** (-4.0213)
AGR	0.0068*** (7.3255)	0.0035*** (2.6756)
Growth	-0.0040*** (-4.7812)	-0.0015* (-1.8326)
BM	-0.0023* (-1.6885)	0.0007 (0.3408)

续表

Tang	-0.0077* (-1.8444)	-0.0166*** (-3.9644)
CR	-0.0083*** (-33.6410)	-0.0080*** (-17.7644)
TOP1	-0.0001*** (-5.9044)	-0.0002*** (-5.2233)
Indep	-0.0000 (-0.1793)	0.0000 (0.1511)
OCF	-0.0081*** (-5.9834)	-0.0111*** (-5.0193)
Dual	-0.0010* (-1.7199)	-0.0001 (-0.0578)
_cons	0.0468*** (10.5308)	0.0506*** (10.7900)
Controls	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes
N	24,935	11,171
r2_a	0.4974	0.5505

6. 研究启示

第一，企业应该结合自身情况，将可持续发展战略和 ESG 投融资理念的具体要求等相关内容融入企业战略决策、利益相关方管理机制以及公司治理过程之中；强化 ESG 信息披露质量，主动公开环境合规、社会责任履行等实质性内容，借助第三方鉴证增强可信度，缓解与债权人的信息不对称，进而降低融资约束。第二，债权人应加强 ESG 投资理念，将企业 ESG 表现作为投资的参考因素。在我国上市公司的债务融资中，银行借款仍为主要的债务融资方式，银行等债权人应该树立长期主义意识，考虑将 ESG 理念嵌入放贷授信全流程，将 ESG 风险纳入金融机构风险评价体系，从而进一步强化债权人对公司的监督，实现银行与企业的双向促进。第三，政府部门应为企业 ESG 实践提供制度监督和政策激励。细化信息披露规范，建立奖惩机制。对 ESG 表现突出的企业给予绿色信贷支持、税收优惠等激励，对违规披露企业加强监管；同时推动 ESG 评级体系标准化，为市场主体提供清晰指引，强化 ESG 在融资市场的信号传递作用。

参考文献

- [1] Landi, G. and Sciarelli, M. (2019) Towards a More Ethical Market: The Impact of ESG Rating on Corporate Financial Performance. *Social Responsibility Journal*, **15**, 11-27. <https://doi.org/10.1108/srj-11-2017-0254>
- [2] DasGupta, R. (2022) Financial Performance Shortfall, ESG Controversies, and ESG Performance: Evidence from Firms around the World. *Finance Research Letters*, **46**, Article ID: 102487. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102487>
- [3] 陶小龙, 陈杨, 李丹, 等. ESG 表现、绿色技术创新与企业绩效关系[J]. *科技进步与对策*, 2025, 42(15): 87-97.
- [4] 王艳, 王宇齐. ESG 评分对 A 股上市公司股票价格相对于上证指数走势的影响[J]. *经济与管理评论*, 2025, 41(2): 96-108.

- [5] 张曾莲, 冯勇杰. 企业提高 ESG 表现能够降低股价崩盘风险吗? [J]. 海南大学学报(人文社会科学版), 2024, 42(4): 148-159.
- [6] 何诚颖, 吕越, 冯鲍. 企业 ESG 表现对股价波动的影响——基于市场参与者行为的分析[J]. 财贸经济, 2025, 46(2): 103-122.
- [7] 张子余, 耿林田, 王芳. ESG 评级分歧与股价暴跌风险[J]. 上海金融, 2024(11): 31-43.
- [8] 刘向强, 杨晴晴, 胡珺. ESG 评级分歧与股价同步性[J]. 中国软科学, 2023(8): 108-120.
- [9] Singh, A., Singh, P. and Shome, S. (2022) ESG-CFP Linkages: A Review of Its Antecedents and Scope for Future Research. *Indian Journal of Corporate Governance*, 15, 48-69. <https://doi.org/10.1177/09746862221089062>
- [10] Lins, K.V., Servaes, H. and Tamayo, A. (2017) Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis. *The Journal of Finance*, 72, 1785-1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>
- [11] Friede, G., Busch, T. and Bassen, A. (2015) ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5, 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- [12] 白雄, 朱一凡, 韩锦绵. ESG 表现、机构投资者偏好与企业价值[J]. 统计与信息论坛, 2022, 37(10): 117-128.
- [13] 冯乐乐, 马志强. ESG 实践与企业价值创造——基于绿色技术和绿色管理创新视角[J]. 商业研究, 2025(3): 132-141.
- [14] Ashwin Kumar, N.C., Smith, C., Badis, L., Wang, N., Ambrosy, P. and Tavares, R. (2016) ESG Factors and Risk-Adjusted Performance: A New Quantitative Model. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 6, 292-300. <https://doi.org/10.1080/20430795.2016.1234909>
- [15] 史永东, 王湜淼. 企业社会责任与公司价值——基于 ESG 风险溢价的视角[J]. 经济研究, 2023, 58(6): 67-83.
- [16] 狄灵瑜, 步丹璐. 非国有大股东与国有企业债务融资成本[J]. 财贸研究, 2022, 33(3): 94-109.
- [17] 蔡春, 梁子慧. 外资持股与企业债务融资成本差异[J]. 中国软科学, 2022(5): 159-168.
- [18] 鲍新中, 李佳航, 谢文静, 等. 知识产权自愿性信息披露、投资者信心与债务融资成本——来自创业板的文本信息证据[J]. 财务研究, 2023(4): 63-72.
- [19] 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(2): 67-78.
- [20] Bae, K.H. and Goyal, V.K. (2009) Creditor Rights, Enforcement, and Bank Loans. *The Journal of Finance*, 64, 823-860. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01450.x>
- [21] 王彦超, 郭小敏, 余应敏. 反垄断与债务市场竞争中性[J]. 会计研究, 2020(7): 144-166.
- [22] 曹越, 董怀丽, 彭可人, 等. “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.
- [23] 王孝钰, 高琪, 邹汝康, 等. 商帮文化对企业融资行为的影响研究[J]. 会计研究, 2022(4): 168-178.
- [24] 潘越, 宁博, 纪翔阁, 等. 民营资本的宗族烙印: 来自融资约束视角的证据[J]. 经济研究, 2019, 54(7): 94-110.
- [25] Gul, F.A., Zhou, G.S. and Zhu, X.K. (2013) Investor Protection, Firm Informational Problems, Big N Auditors, and Cost of Debt around the World. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 32, 1-30. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50462>
- [26] 涂国前, 张家琪. 政府采购能改善企业融资效率吗?——基于企业融资成本视角[J]. 财政科学, 2023(10): 65-80.
- [27] 王生年, 张佩. 企业 ESG 表现影响了商业信用融资吗? [J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2023, 43(12): 59-77.
- [28] 李广子, 刘力. 债务融资成本与民营信贷歧视[J]. 金融研究, 2009(12): 137-150.
- [29] 廉永辉, 何晓月, 张琳. 企业 ESG 表现与债务融资成本[J]. 财经论丛, 2023(1): 48-58.
- [30] Kaplan, S.N. and Zingales, L. (1997) Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112, 169-215. <https://doi.org/10.1162/003355397555163>
- [31] 武鹏, 杨科, 蒋峻松, 等. 企业 ESG 表现会影响盈余价值相关性吗? [J]. 财经研究, 2023, 49(6): 137-152, 169.
- [32] 李哲, 王文翰. “多言寡行”的环境责任表现能否影响银行信贷获取——基于“言”和“行”双维度的文本分析[J]. 金融研究, 2021(12): 116-132.