

企业ESG表现对信贷融资的影响研究

周 媛

北方工业大学经济管理学院, 北京

收稿日期: 2025年5月22日; 录用日期: 2025年6月16日; 发布日期: 2025年6月24日

摘 要

随着我国经济社会发展不断深入, 生态文明建设被纳入了中国特色社会主义事业总体布局, 中国人民银行也陆续发布了各种绿色金融政策。从ESG行为视角研究企业的信贷融资问题, 有助于企业作出合理的经济决策, 所以本文以Wind金融数据库中2020~2022年A股制造业上市公司为样本, 使用线性回归方法研究企业ESG表现对信贷融资的影响。研究结果表明, 制造业ESG表现对信贷融资起到正向促进作用, 该结论在一系列稳健性检验后依然成立。且进一步发现, 东部地区企业与西部地区企业之间、重污染企业与绿色企业之间、国有企业以及非国有企业之间这种影响存在差异性。通过本次实证研究, 一方面希望能够丰富我国在ESG方面的研究分析, 另一方面也希望为解决企业融资困境建言献策。

关键词

ESG, 信贷融资, 异质性检验

Research on the Impact of Enterprise ESG Performance on Credit Financing

Yuan Zhou

School of Economics and Management, North China University of Technology, Beijing

Received: May 22nd, 2025; accepted: Jun. 16th, 2025; published: Jun. 24th, 2025

Abstract

With the deepening of China's economic and social development, the construction of ecological civilization has been incorporated into the overall layout of the cause of socialism with Chinese characteristics, and the People's Bank of China has also successively issued various green finance policies. Studying the credit financing problems of enterprises from the perspective of ESG behavior will help enterprises make reasonable economic decisions. Therefore, this article takes A-share manufacturing listed companies in the Wind Financial Database from 2020 to 2022 as samples, and uses linear regression

method to study the impact of corporate ESG performance on credit financing. The research results indicate that the ESG performance of manufacturing enterprises has a positive promoting effect on credit financing, and this conclusion still holds after a series of robustness tests. And it is further found that there are differences in this impact between enterprises in the eastern and western regions, between heavily polluting enterprises and green enterprises, and between state-owned and non-state-owned enterprises. Through this empirical study, on the one hand, we hope to enrich China's research and analysis on ESG, and on the other hand, we also hope to provide certain reference suggestions for listed companies in financing issues.

Keywords

ESG, Credit Financing, Heterogeneity Test

Copyright © 2025 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

自生态文明建设被纳入我国“五位一体”布局后，中国人民银行便陆续发布包括绿色信贷政策以及绿色债券支持政策在内的各种绿色金融政策(陈国进等, 2021) [1]。根据华夏基金 2022 年中国 ESG 发展创新白皮书数据，国内上市公司 ESG 披露率 29.45%，相较于国际水平有着极大的提升空间。与此同时，“融资难，融资贵”一直是困扰我国企业发展的难题(余静文等, 2021) [2]，有文献研究指出，企业 ESG 行为能够显著降低企业的融资成本，从而为企业发展注入活力(李增福等, 2022) [3]。因此，从 ESG 行为视角研究企业信贷融资问题，有助于帮助企业作出合理化的经济行为。本文以 A 股制造业上市公司为研究对象，通过实证研究方式探索 ESG 表现对信贷融资的影响，为解决企业融资困境建言献策。

目前国外学者对 ESG 的研究主要集中于以下三个方面：一是关于企业 ESG 表现对企业代理成本的研究。如 Tang (2022) [4]、Atz 等(2022) [5]研究认为，企业 ESG 表现可以有效降低代理成本、减少信息不对称，从而缓解融资约束。二是企业 ESG 表现对财务成本的研究。如 Chang 等(2021) [6]研究认为，企业 ESG 支出能有效降低总财务成本，提升企业的成本效益。三是 ESG 表现与财务绩效相关关系的研究。如 Hamdi 等(2022) [7]认为，ESG 和企业财务绩效显著正相关。Kalia 和 Aggarwal (2022) [8]认为，ESG 对企业财务绩效的影响在发达国家更为显著。信贷融资方面的研究重点主要集中在信贷配给理论、交易成本理论、信息不对称理论、逆向选择与道德风险理论等经济学领域展开。如 Choudhary 和 Jain (2022) [9]研究了地区经济程度、受教育程度、季节表现等因素对信贷配给的影响，Kwon (2021) [10]研究了风险和抵押品价值如何影响信贷配给；Hennart (2022) [11]研究了市场进入模式选择与交易成本理论的关系；Quah 等(2020) [12]研究了信息不对称、融资约束与投资效率的关系。由此可知，国外对于 ESG 表现与信贷融资的研究较多集中于 ESG 经济后果及信贷融资的经济学理论层面，关于 ESG 表现对信贷融资的影响研究还较少。

ESG 理念自 2008 年正式进入中国，随着 2016 年“绿色金融”和 2020 年“双碳”政策的提出和推进，ESG 相关研究开始爆发。近年来，学术界开始将 ESG 表现作为一个整体研究其对企业财务绩效的影响。主要形成了两种观点：一部分学者认为 ESG 表现与企业绩效正相关。如陈婉(2018) [13]、Zhang 等(2020) [14]认为，ESG 表现好的企业能够以较低的财务成本获得资金，周方召(2020) [15]等认为可增强企

业风险应对能力,从而提高投资回报率。另一部分学者认为与企业财务绩效负相关。如陈若鸿等(2022) [16]认为,由于承担 ESG 责任需要长期投入,风险较高,ESG 表现越好反而会降低企业的财务绩效。目前学者的观点尚未达成一致。产生差异的主要原因:一是 ESG 表现和企业绩效评价方法不同,在一定程度上导致分析结果的差异。二是 ESG 表现与企业绩效的关系可能受其他因素的影响。已有研究如李井林等(2021) [17]从企业创新、媒体关注、机构投资者等方面探讨了 ESG 表现对企业绩效的影响,但鲜有文献关注融资约束对二者关系的影响。信贷融资层面,国内学者仍然基于国外对于信贷融资经济学理论层面的相关研究加以演化,并基于中国国情加以发展和演进。如吴灵丽(2021) [18]基于信贷配给理论研究了数字普惠金融对中小企业融资约束的影响,李泉(2021) [19]基于融资约束视角研究了信贷供给对企业研发投入的影响;汪娇(2022) [20]研究了信息不对称对融资约束的影响,谭露(2020) [21]基于信息不对称视角研究了高铁开通与融资约束的关系。从国内的研究来看,学者们较少从信贷融资角度以实证研究方式对企业 ESG 表现进行相关的研究分析。

一方面,目前针对 ESG 的已有研究不够丰富,在数据选取及处理方面也有局限性,所使用的 ESG 评级数据多为自行构建的细分维度评级指标,数据权威性不足,且实证研究少、对企业异质性影响的探讨不足。本文借用上市公司数据进行实证分析,以丰富国内 ESG 领域相关研究;另一方面,融资困境成为企业发展过程中的重大阻力,严重影响企业健康向好发展。通过实证研究企业 ESG 行为对信贷融资的影响,帮助企业对 ESG 行为对信贷融资的影响有一个更加清晰的认知,从而助力企业健康发展。

2. 理论基础与研究假设

2.1. 融资理论

根据信息不对称理论,企业在进行外部融资时,投资者处于劣势地位,所以投资者会由于不确定性要求更高的风险报酬率,这导致融资成本增高且融资难度变大。根据委托代理理论,由于代理冲突的存在,投资者会要求更高的风险溢价来应对风险,进而导致融资变得更加困难,企业 ESG 表现是外界评价企业实际表现的重要参考之一。

首先,企业 ESG 表现可以通过发挥信号效应降低融资成本。企业披露其 ESG 表现向外界传递了很多关于企业的非财务信息,资金持有者能更加了解企业在环境保护、社会责任以及公司治理方面的信息,缓解信息不对称,提升投资者的信心,进而缓解企业的融资约束。其次,企业 ESG 表现可以通过发挥治理效应降低代理成本,从而缓解融资约束。披露 ESG 表现能够对企业的治理结构和内部控制形成一定的约束力,提高企业治理水平,约束管理层的投机行为,缓解代理冲突。企业披露 ESG 表现还能提高企业信息透明度,有效降低企业投资者获取信息的成本,也有利于外部投资者实现外部监督,缓解代理冲突,进而缓解融资约束。综上,企业 ESG 表现能披露企业的相关信息,帮助资金持有者更好地了解和监督企业,从而降低企业的融资成本,缓解融资约束。

2.2. 研究假设

我国绿色发展理念以及中央相关政策引导如《关于加快构建绿色金融体系的指导意见》等文件的出台,说明政府对企业绿色转型给予了高度重视。因此,从政策角度看,企业 ESG 表现与其信贷融资之间存在着千丝万缕的联系,符合政策引导方向以及配合政府进行绿色转型的企业更容易获得政府支持,从而更有可能从银行取得贷款,降低企业的融资成本;另一方面,ESG 表现好的企业由于政策的扶持获得了更好的发展机会,这种信号传递至资本市场也会导致投资者更加看好该企业的发展前景,从而对该企业进行投资,这会导致 ESG 表现较好的企业往往也能够提升其在资本市场上的融资能力。

基于投资者角度，企业进行 ESG 的披露能够很大程度上进行信息的透明化，降低了代理成本和信息不对称性，此举能够增强投资者对企业的了解和信心，从而缓解企业的融资约束。因此，无论是基于政策还是投资者角度，ESG 的披露理论上能够促进企业融资水平。为此，本文提出假设 H1：ESG 表现提升了企业信贷融资水平。

进一步地，由于东西部地区的经济发展差异、政策执行差异以及市场化程度差异等各种差异，企业所处地区也会导致企业 ESG 表现对企业信贷融资水平的影响不一样。从政策上看，东部地区经济发展较为先进的城市诸如北上广深等城市对优质企业的支持力度更大、政策与配套激励措施的出台更为完善，因而一方面会通过相关政策的实施鼓励企业进行着眼于长远发展的投资，另一方面又能给相关绿色企业提供更多优质的融资方式。东部地区绿色投资企业相对于中西部地区在此背景下更有可能获得政府政策上的扶持，从而得以以更低的成本获取资金或是得以获取更多的资金。为此，本文提出假设 H2：企业 ESG 表现对东部地区企业的信贷融资水平影响更大。

根据行业性质，重污染企业相对于环境保护型企业在政府调控的过程中，可能更容易受到政府的“惩罚”，所以会更加重视绿色政策的执行。而公众对非重污染企业的关注度相对较低，所以非重污染企业在绿色政策执行方面更加松懈。为此，本文提出假设 H3：企业 ESG 表现对非重污染企业的信贷融资水平影响更大。

国有企业在国家战略发展规划中起着示范性作用，因而国有企业往往被动附带有更多的政府任务，更多地是为了响应国家号召而执行绿色政策。国有企业由于存在政府的隐形保护和担保，其违约风险或破产风险较低，更容易获得信贷资金，具有天生的债务融资优势；而非国有企业由于经营风险较大，往往面临比较严重的融资约束。在国家鼓励企业绿色健康发展时，国企往往会进行率先表率，因而本文提出假设 H4：非国有企业 ESG 表现与信贷融资的相关性更大。

3. 研究设计

3.1. 样本选择与数据获取

本文以 Wind 金融数据库中 2020 年至 2022 年 A 股制造业上市公司为研究样本。为确保研究结果的可靠性，剔除了 ST 企业、财务指标缺失较为严重的企业、融资成本为负等明显不合理情况的企业以及金融业企业，进行缩尾处理后的数据采用 Stata 16.0 软件进行回归分析，以探究企业 ESG 表现与信贷融资之间的关系。

3.2. 变量定义

本文变量定义如表 1 所示，由于信贷融资能力包括融资成本以及融资能力两个方面的内容，因此本文被解释变量的选取借鉴邱牧远等[22]、韩乾等[23]的做法，采用融资成本及融资能力作为企业信贷融资的两个代理变量。

解释变量的选取方面，最具代表性的大致分为两类，一类以邱牧远等[22]为代表的将 ESG 拆分为环境、社会、治理三个要素，并按披露与否、披露质量将解释变量用六个多维度因素变量进行表征，这种方法能够更加清楚地发现具体的 ESG 表现的哪一个方面对企业融资产生了何种影响，但其缺点在于数据来源于 IPE 网站、CSMAR、Bloomberg 等网站，这就导致了数据的获取和整理均十分困难；另一类学者如谢红军等[24]，采用 Wind 数据库中的华证 ESG 评级数据作为衡量指标，该指标也得到了 Lins 等[25]的认可，由于该评级由专业投资机构采用特定评级方式计算得出，因此本身具有一定权威性，因此本文参考第二种做法，直接利用 Wind 数据库中的华证 ESG 评级作为解释变量的衡量标准。

Table 1. Definition of variables**表 1.** 变量定义

变量类型	变量代码	变量名称	变量说明
被解释变量	fc1	债务融资成本	债务利息比 = (企业净资本支出 - 利息收入)/(短期债务 + 长期债务)
	fc2	企业市场估值	托宾 Q 值 = 市价/(总资产 - 商誉 - 无形资产净额)
解释变量	ESG	ESG 表现	根据 Wind 数据库中的 ESG 评级赋值取对数得出
控制变量	age	企业年龄	企业成立时长(年)的对数
	ROA	资产回报率	$ROA = 100 \times (\text{税后净利润} / \text{总资产})$
	pro	所有权性质	国有企业定义为 1, 否则为 0
	IND	行业性质	重污染企业定义为 1, 否则为 0
	size	企业规模	Wind 数据库中的大型企业定义为 1, 否则为 0
	region	地区	东部沿海城市定义为 1, 否则为 0
	Lev	资产负债率	$Lev = 100 \times (\text{总负债} / \text{总资产})$

注：短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款；长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 专项应付款；企业净资本支出 = 资本性支出 - 折旧；市价：市值。根据 2008 年颁布的《上市公司环保核查行业分类管理名录》，将“火电、钢铁、水泥、电解铝、煤炭、冶金、建材、采矿、化工、石化、制药、轻工、纺织、制革”16 类行业确认为重污染。

3.3. 模型设计

对于企业 ESG 对信贷融资的影响，以往的文献如王丽青等[26]多采用线性回归模型，但其研究采用的是单因变量，仅仅只研究了融资成本一个方面，为此本文同时参考邱牧远等[22]的做法，将融资约束设置为融资成本和融资能力两个代理变量的方式，使得研究更为全面科学，由此得到本文线性回归模型如下：

$$fc_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t} + \alpha_2 age_{i,t} + \alpha_3 ROA_{i,t} + \alpha_4 pro_{i,t} + \alpha_5 IND_{i,t} + \alpha_6 size_{i,t} + \alpha_7 region_{i,t} + \alpha_8 Lev_{i,t}$$

4. 实证结果与分析

4.1. 描述性统计

样本的描述性统计结果如表 2 所示。由该表可知，在选取的样本中，windESG 评级的最大值为 2.398，最小值为 0，标准差为 0.926，均值为 1.427。ESG 评级中，最大值为 2.197，最小值为 0，标准差为 0.785，均值为 1.209，样本公司的 ESG 评分差异很大，表明当前我国上市公司尚未形成标准完善的内部信息披露体系，并且有部分企业并未披露相关信息。企业融资能力最大值为 19.72，最小值为 0，标准差为 1.304，均值为 0.997，说明样本企业的融资能力存在一定的提升空间。

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

变量	N	mean	sd	min	max
code	7898	2.254	1.458	1	5.161
year	7898	2.021	0.757	2.020	2.022
IND	7898	0.175	0.38	0	1
pro	7898	0.245	0.43	0	1
size	7898	0.691	0.462	0	1
age	7898	3.013	0.336	1.386	4.205
region	7898	0.721	0.449	0	1
Lev	7898	0.412	0.185	0.0143	1.957
windESG	7898	1.427	0.926	0	2.398
ESG	7898	1.209	0.758	0	2.197

续表

ROA	7898	6.443	8.773	-89.44	121.7
fc1	7898	3.25	1.659	0.00171	14.84
fc2	7898	0.997	1.304	0	19.72

4.2. 相关性分析

本研究利用 Stata 16.0 对各个变量进行了相关性检验，结果如表 3 所示。由表 3 可以观察到，除 ESG 与 windESG 之间相关性系数较大，为 0.850 之外，本研究中各变量之间系数值均小于 0.7，而本研究中 windESG 变量作为 ESG 的替换变量来进行稳健性检验，因此并不会影响回归结果，所以可以初步判断数据变量之间不存在多重共线性的问题。

为了使结果更加可信与准确，本文对回归进行了方差膨胀因子检验，如表 4 所示。从表中可知，结果中未出现大于 10 的 VIF，说明本文不存在多重共线性问题。

Table 3. Correlation analysis

表 3. 相关性分析

	code	year	IND	pro	size	age	region	Lev	windESG	ESG	ROA	fc1	fc2
code	1												
year	-0.267	1											
IND	-0.0693	0.0219	1										
pro	-0.0427	0.0572	-0.0048	1									
size	0.0253	0.0422	-0.0815	0.214	1								
age	0.0305	0.0121	0.0456	0.268	0.216	1							
region	0.0308	-0.02	-0.0715	-0.118	0.0018	-0.0175	1						
Lev	0.142	-0.023	-0.108	0.253	0.311	0.148	-0.033	1					
windESG	0.0374	0.19	0.0472	0.29	0.378	0.404	-0.0135	0.202	1				
ESG	0.043	0.148	0.0332	0.278	0.375	0.355	0.0132	0.16	0.85	1			
ROA	-0.257	-0.0632	0.0419	-0.141	-0.136	-0.13	-0.0063	-0.316	-0.277	-0.252	1		
fc1	-0.121	0.0309	0.0276	-0.203	-0.222	-0.204	0.0411	-0.535	-0.237	-0.186	0.272	1	
fc2	-0.0556	0.155	0.0169	0.0424	0.0931	0.17	-0.0209	-0.16	0.438	0.397	-0.0109	0.0866	1

Table 4. Variance inflation factor test

表 4. 方差膨胀因子检验

Variable	VIF	1/VIF
ESG	1.37	0.728340
size	1.28	0.782418
Lev	1.26	0.792142
age	1.20	0.834062
pro	1.19	0.836880
ROA	1.17	0.856258
IND	1.03	0.971472
region	1.02	0.977716
Mean VIF	1.19	

4.3. 多元回归分析

本研究的回归结果如表 5 所示。企业 ESG 表现与企业债务融资成本的回归系数为-0.078，在 1%的水平上显著，说明企业良好的 ESG 表现能够有效地降低企业债务融资成本；企业 ESG 表现与企业市场估值的回归系数为 0.739，在 1%的水平上显著，说明企业良好的 ESG 表现能够有效地提高企业的市场估

值，假设 1 得到验证。

这一实证结果说明企业可以通过企业自身的 ESG 表现向外界资金持有者传递企业在环境、社会和公司治理方面的积极信号，树立一个良好的企业形象，获得社会的认可和信赖，企业 ESG 表现作为一种非强制性的信息，它改善了企业内外部信息不对称的情况，从而吸引更多的外源融资，降低企业自身的债务融资成本，提高企业融资能力。

Table 5. Benchmark regression results
表 5. 基准回归结果

	N	Coef.		t-value		p-value	
		fc1	fc2	fc1	fc2	fc1	fc2
ESG	7898	-0.078***	0.739***	-3.25	36.78	0.001	0.000
Lev	7898	-4.238***	-1.566***	-45.22	-19.84	0.000	0.000
region	7898	0.075**	-0.114***	2.14	-3.89	0.032	0.000
age	7898	-0.472***	0.256***	-9.38	6.05	0.000	0.000
size	7898	-0.087**	-0.009	-2.3	-0.27	0.022	0.789
pro	7898	-0.102***	-0.117***	-2.61	-3.53	0.009	0.000
IND	7898	-0.1**	-0.1***	-2.42	-2.87	0.016	0.004
ROA	7898	0.018***	0.005***	9.45	2.87	0.000	0.004
Constant	7898	6.443***	0.081	42.67	0.63	0.000	0.526

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

4.4. 稳健性检验

本研究通过实证检验发现企业 ESG 表现提升了企业信贷融资水平，为保证结果的稳健性，通过替换解释变量进行稳健性检验，因为对企业 ESG 的评级方式很可能影响实证结果，因此这里将 ESG 变量替换为 windESG 变量重新进行回归估计。

回归结果如表 6 所示。通过表 6 可知，windESG 与企业债务融资成本的回归系数为-0.126，在 1%的水平上显著，说明 windESG 评级越高，企业的债务融资成本越低，即企业良好的 ESG 表现会有效地降低债务融资成本；windESG 与企业的市场估值的回归系数为 0.722，在 1%的水平上显著，说明 windESG 评级越高，企业的市场估值越高，即企业良好的 ESG 表现会有效地提高企业的市场估值。结果表明，企业良好的 ESG 表现对信贷融资起到正向的促进作用，该结果依然支持假设 1。

Table 6. Robustness test
表 6. 稳健性检验

	N	Coef.		t-value		p-value	
		fc1	fc2	fc1	fc2	fc1	fc2
windESG	7898	-0.126***	0.722***	-6.28	44.07	0.000	0.000
Lev	7898	-4.228***	-1.682***	-45.27	-22.02	0.000	0.000
region	7898	0.073**	-0.085***	2.09	-3	0.036	0.003
age	7898	-0.415***	0.086**	-8.13	2.06	0.000	0.040
size	7898	-0.055	-0.05	-1.47	-1.62	0.141	0.104
pro	7898	-0.086**	-0.136***	-2.2	-4.24	0.028	0.000
IND	7898	-0.088**	-0.138***	-2.13	-4.09	0.033	0.000

续表

ROA	7898	0.017***	0.008***	8.74	4.91	0.000	0.000
Constant	7898	6.336***	0.504***	41.68	4.06	0.000	0.000

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

5. 进一步分析

5.1. 地区异质性

由于东西部地区的经济社会发展差异、政策差异、市场化程度差异等各种差异，企业所处地区也会导致企业 ESG 表现对企业信贷融资水平的影响不一样，所以本研究进行了地区异质性检验，回归结果如表 7 所示。由表 7 可知，在东部地区，ESG 与企业债务融资成本的回归系数为-0.09，在 1%的水平上显著，而西部地区的回归系数为-0.046，结果不显著，说明东部地区的企业良好的 ESG 表现更能有效地降低企业的债务融资成本。其次，在东部地区，ESG 与企业的市场估值的回归系数为 0.737，在 1%的水平上显著，西部地区的回归系数为 0.733，在 1%的水平上显著，说明不论是东部地区的企业，还是西部地区的企业，良好的 ESG 表现均能有效提高企业的市场估值。综合上述结果可知，对于东部地区，企业的 ESG 表现更能提高企业的信贷融资水平，即东部地区企业 ESG 表现对企业信贷融资的影响更显著。

Table 7. Regional heterogeneity
表 7. 地区异质性

	N	Coef.				t-value				p-value			
		fc1		fc2		fc1		fc2		fc1		fc2	
		东部	西部	东部	西部	东部	西部	东部	西部	东部	西部	东部	西部
ESG	7898	-0.09***	-0.046	0.737***	0.733***	-3.25	-0.97	32.100	17.740	0.001	0.332	0.000	0.000
Lev	7898	-4.201***	-4.323***	-1.531***	-1.666***	-38.13	-24.19	-16.690	-10.790	0.000	0.000	0.000	0.000
age	7898	-0.483***	-0.434***	0.185***	0.467***	-8.32	-4.27	3.830	5.320	0.000	0.000	0.000	0.000
size	7898	-0.088**	-0.085	0.039	-0.118*	-1.98	-1.18	1.060	-1.900	0.048	0.240	0.288	0.058
pro	7898	-0.061	-0.189***	-0.169***	-0.023	-1.28	-2.72	-4.250	-0.380	0.200	0.007	0.000	0.702
IND	7898	-0.091*	-0.124*	-0.051	-0.208***	-1.81	-1.71	-1.220	-3.330	0.071	0.087	0.223	0.001
ROA	7898	0.018***	0.019***	0.005***	0.004	7.96	5.1	2.720	1.190	0.000	0.000	0.006	0.234
Constant	7898	6.545***	6.353***	0.137	-0.435*	38.05	21.3	0.950	-1.690	0.000	0.000	0.340	0.092

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

5.2. 行业异质性

根据行业性质的不同，重污染企业相对于环境保护型企业在政府调控的过程中，可能更容易受到政府的“惩罚”，从而难以进行融资，所以本文进行行业异质性检验，验证假设 3，回归结果如表 8 所示。由表 8 可知，对于重污染企业，ESG 与企业债务融资成本的回归系数为-0.063，结果不显著，说明良好的 ESG 表现不能有效地降低企业的债务融资成本；而对于非重污染企业，ESG 与企业债务融资成本的回归系数为-0.079，在 1%的水平上显著，这说明良好的 ESG 表现能有效地降低企业的债务融资成本。其次，对于重污染企业，ESG 与企业市场估值的回归系数为 0.747，在 1%的水平上显著，说明重污染企业良好的 ESG 表现能有效提高企业的市场估值，从而提高企业的融资能力；对于非重污染企业，ESG 与企业市场估值的回归系数为 0.738，在 1%的水平上显著，说明非重污染企业良好的 ESG 表现也会有效地提高企业的市场估值。综合上述分析可知，企业 ESG 表现对非重污染企业的融资水平影响更大，所以假设

3 成立。

Table 8. Industry heterogeneity
表 8. 行业异质性

	N	Coef.				t-value				p-value			
		fc1		fc2		fc1		fc2		fc1		fc2	
		重污染	非重污染	重污染	非重污染	重污染	非重污染	重污染	非重污染	重污染	非重污染	重污染	非重污染
ESG	7898	-0.063	-0.079***	0.747***	0.738***	-1.14	-2.98	14.780	33.690	0.254	0.003	0.000	0.000
Lev	7898	-3.936***	-4.288***	-1.094***	-1.651***	-17.67	-41.49	-5.320	-19.320	0.000	0.000	0.000	0.000
region	7898	0.082	0.069*	-0.026	-0.14***	1.14	1.75	-0.390	-4.280	0.254	0.079	0.694	0.000
age	7898	-0.429***	-0.466***	0.246**	0.273***	-3.56	-8.38	2.210	5.950	0.000	0.000	0.027	0.000
size	7898	-0.316***	-0.032	-0.218***	0.044	-3.96	-0.75	-2.950	1.240	0.000	0.451	0.003	0.216
pro	7898	-0.053	-0.11**	-0.117	-0.114***	-0.63	-2.49	-1.500	-3.120	0.530	0.013	0.135	0.002
ROA	7898	0.01**	0.02***	-0.002	0.006***	2.44	9.26	-0.450	3.520	0.015	0.000	0.654	0.000
Constant	7898	6.263***	6.404***	-0.055	0.037	17.28	38.37	-0.170	0.270	0.000	0.000	0.869	0.788

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

5.3. 产权异质性

已有研究普遍认为，中国企业的信贷政策存在“所有制歧视”的现象。国有企业由于存在政府的隐形保护和担保，其违约风险或破产风险较低，更容易获得信贷资金，具有天生的债务融资优势；而非国有企业由于经营风险较大，往往面临比较严重的融资约束，因此本文进行了所有权性质异质性检验。由表 9 可知，对于国有企业，ESG 与债务融资成本的回归系数为-0.063，结果不显著，而非国有企业的 ESG 与债务融资成本的回归系数为-0.081，在 1%的水平上显著，说明非国有企业良好的 ESG 表现更能有效地降低企业的债务融资成本。国企与非国企的 ESG 表现均对企业的融资水平存在显著的提高效应，但非国企的 ESG 表现对企业融资水平的提高效应更为明显，所以假设 4 成立。

Table 9. Heterogeneity of property rights
表 9. 产权异质性

	N	Coef.				t-value				p-value			
		fc1		fc2		fc1		fc2		fc1		fc2	
		国企	非国企	国企	非国企	国企	非国企	国企	非国企	国企	非国企	国企	非国企
ESG	7898	-0.063	-0.081***	0.38***	0.765***	-0.85	-3.21	6.040	36.480	0.397	0.001	0.000	0.000
Lev	7898	-3.82***	-4.39***	-2.588***	-1.144***	-21.07	-39.73	-16.830	-12.530	0.000	0.000	0.000	0.000
region	7898	0.167**	0.04	-0.198***	-0.068**	2.58	0.97	-3.610	-1.990	0.010	0.330	0.000	0.046
age	7898	-0.367***	-0.497***	0.231**	0.245***	-3.27	-8.83	2.430	5.260	0.001	0.000	0.015	0.000
size	7898	-0.321***	-0.036	-0.453***	0.042	-3.36	-0.88	-5.600	1.230	0.001	0.378	0.000	0.220
IND	7898	-0.051	-0.109**	-0.243***	-0.066*	-0.61	-2.31	-3.410	-1.690	0.543	0.021	0.001	0.090
ROA	7898	0.022***	0.017***	0.007*	0.005***	4.6	8.36	1.670	2.810	0.000	0.000	0.095	0.005
Constant	7898	5.897***	6.583***	1.568***	-0.152	15.97	39.12	5.010	-1.090	0.000	0.000	0.000	0.276

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

6. 研究结论与政策建议

本文以 Wind 金融数据库中 2020~2022 年 A 股制造业上市公司为研究样本，使用线性回归方法研究企业 ESG 表现对信贷融资的影响。研究结果表明：第一，企业 ESG 表现能够推动企业以较低成本获得

股权融资和债务融资，即企业 ESG 表现对信贷融资起到正向促进作用；第二，在进一步分析中发现企业 ESG 表现对信贷融资的正向促进作用在东部地区企业、非重污染企业和非国有企业更加显著。

基于上述结论，给出以下三点建议：

1) 在企业层面，企业应该建立与完善 ESG 治理架构，将 ESG 治理理念深入企业，提高企业自身的 ESG 表现，以此向外界传递企业在环境、社会与公司治理方面积极的信号，缓解企业内外信息不对称的情况，吸引更多资金持有者，以推动企业以较低成本获得融资，提高融资能力。

2) 在政府方面，政府应该建立健全更加完善的监督机构，完善 ESG 披露制度，保证披露信息的可信度，并且出台相应政策去引导企业主动提高自身 ESG 表现。对于西部地区的企业，可以完善当地的市场化程度，提高经济发展水平，规范法制环境等；对于重污染企业，应当提高企业的绿色发展理念，将绿色发展战略纳入企业长远的发展战略中；对于国有企业，中央政府和地方政府应当配合起来，从上到下地贯彻绿色发展理念。

3) 在公众层面，公众应当提高对企业 ESG 的关注度，多加关注企业的信息以及企业所披露的信息，对企业起到监督的作用。同时，公众对企业信息关注度的提高也可以促进公众对企业的了解，缓解企业内外部信息差的问题。

参考文献

- [1] 陈国进, 丁赛杰, 赵向琴, 等. 中国绿色金融政策、融资成本与企业绿色转型——基于央行担保品政策视角[J]. 金融研究, 2021(12): 75-95.
- [2] 余静文, 李媛媛, 李濛西. 《物权法》实施对企业商业信用的影响——基于供应链上下游机制视角[J]. 金融经济研究, 2021, 36(3): 76-90.
- [3] 李增福, 冯柳华. 企业 ESG 表现与商业信用获取[J]. 财经研究, 2022, 48(12): 151-165.
- [4] Tang, H. (2022) The Effect of ESG Performance on Corporate Innovation in China: The Mediating Role of Financial Constraints and Agency Cost. *Sustainability*, **14**, Article 3769. <https://doi.org/10.3390/su14073769>
- [5] Atz, U., Van Holt, T., Liu, Z.Z. and Bruno, C.C. (2022) Does Sustainability Generate Better Financial Performance? Review, Meta-Analysis, and Propositions. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, **13**, 802-825. <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2106934>
- [6] Chang, H., Liang, L. and Liu, Y. (2021) Using Environmental, Social, Governance (ESG) and Financial Indicators to Measure Bank Cost Efficiency in Asia. *Sustainability*, **13**, Article 11139. <https://doi.org/10.3390/su132011139>
- [7] Hamdi, K., Guenich, H. and Ben Saada, M. (2022) Does Corporate Financial Performance Promote ESG: Evidence from US Firms. *Cogent Business & Management*, **9**, Article ID: 2154053. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2154053>
- [8] Kalia, D. and Aggarwal, D. (2022) Examining Impact of ESG Score on Financial Performance of Healthcare Companies. *Journal of Global Responsibility*, **14**, 155-176. <https://doi.org/10.1108/jgr-05-2022-0045>
- [9] Choudhary, M.A. and Jain, A. (2022) Finance and Inequality: The Distributional Impacts of Bank Credit Rationing. *Journal of Financial Intermediation*, **52**, Article ID: 100997. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2022.100997>
- [10] Kwon, S. (2021) A Credit Rationing Model of the Medium Risk Borrowers with Low Valued Collateral. *Applied Economics Letters*, **29**, 1970-1974. <https://doi.org/10.1080/13504851.2021.1967271>
- [11] Hennart, J. (2022) How Much Is New in Brouthers *et al.*'s New Foreign Entry Modes, and Do They Challenge the Transaction Cost Theory of Entry Mode Choice? *Journal of International Business Studies*, **53**, 2116-2132. <https://doi.org/10.1057/s41267-022-00523-9>
- [12] Quah, H., Haman, J. and Naidu, D. (2020) The Effect of Stock Liquidity on Investment Efficiency under Financing Constraints and Asymmetric Information: Evidence from the United States. *Accounting & Finance*, **61**, 2109-2150. <https://doi.org/10.1111/acfi.12656>
- [13] 陈婉. 上市公司 ESG 水平越高, 企业债券违约概率越低: 基于绿色和 ESG 评估体系的设计与实证[J]. 环境经济, 2018, 12(3): 46-49.
- [14] Zhang, F., Qin, X. and Liu, L. (2020) The Interaction Effect between ESG and Green Innovation and Its Impact on Firm Value from the Perspective of Information Disclosure. *Sustainability*, **12**, Article 1866. <https://doi.org/10.3390/su12051866>

-
- [15] 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.
- [16] 陈若鸿, 赵雪延, 金华. 企业 ESG 表现对其融资成本的影响[J]. 科学决策, 2022(11): 24-40.
- [17] 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, 42(9): 71-89.
- [18] 吴灵丽. 数字普惠金融对中小企业融资约束的影响[D]: [硕士学位论文]. 贵阳: 贵州大学, 2021.
- [19] 李泉. 信贷供给对企业研发投入的影响[D]: [硕士学位论文]. 上海: 华东师范大学, 2021.
- [20] 汪娇. 业绩承诺、信息不对称与融资约束[D]: [硕士学位论文]. 成都: 西南财经大学, 2022.
- [21] 谭露. 高铁开通与融资约束[D]: [硕士学位论文]. 海口: 海南大学, 2020.
- [22] 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(3): 108-123.
- [23] 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, 52(6): 77-89.
- [24] 谢红军, 吕雪. 负责任的国际投资: ESG 与中国 OFDI [J]. 经济研究, 2022, 57(3): 83-99.
- [25] 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>
- [26] 王丽青, 杨晓峰. ESG 表现与企业融资成本的相关性研究[J]. 中国注册会计师, 2022(9): 47-53.