

企业ESG表现对债务融资成本的影响研究

黄雪雯

云南民族大学经济与管理学院(会计学院), 云南 昆明

收稿日期: 2026年7月21日; 录用日期: 2026年8月18日; 发布日期: 2026年8月27日

摘要

本文以2015~2024年A股上市公司为样本, 检验了企业ESG表现对债务融资成本的影响。研究发现, 企业ESG表现能显著降低债务融资成本。作用机制显示, ESG表现通过缓解融资约束、提高内部控制质量, 进而降低债务融资成本。此外在非国有企业、非高新企业和西部地区中, ESG表现对债务融资成本的降低作用更为显著。

关键词

ESG表现, 债务融资成本, 融资约束, 内部控制

Research on the Impact of Corporate ESG Performance on the Cost of Debt Financing

Xuewen Huang

School of Economics and Management School of Accounting, Yunnan Minzu University, Kunming Yunnan

Received: July 21, 2026; accepted: August 18, 2026; published: August 27, 2026

Abstract

This paper selects China's A-share listed companies from 2015 to 2024 as research samples to empirically test the effect and internal transmission channels of corporate ESG performance on the cost of debt financing. The empirical results show that sound corporate ESG performance can significantly reduce the cost of debt financing. Mechanism tests verify that ESG performance plays a mediating role in lowering the cost of debt financing through two channels: alleviating corporate financing constraints and improving internal control quality. Heterogeneity analysis suggests that compared with state-owned enterprises, high-tech enterprises and enterprises in eastern China, the cost-reduction effect of ESG performance is more pronounced among non-state-owned enterprises, non-high-tech enterprises and enterprises located in western China.

Keywords

ESG Performance, Cost of Debt Financing, Financing Constraints, Internal Control

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

在我国构建“双循环”新发展形式与推动经济高质量发展的时代背景下, ESG (环境、社会和治理) 理念已从企业社会责任的软性要求, 逐渐演变为衡量企业可持续发展能力与长期价值的核心评价体系。随着监管政策的不断完善与资本市场对非财务信息关注度的持续提升, ESG 表现不仅成为企业展现社会责任担当的重要窗口, 更深刻地影响着其在资本市场的融资活动。债务融资作为我国企业外源融资的主要渠道, 其成本高低直接关系到企业的资金使用效率、经营风险与长期发展。因此, 探究企业 ESG 表现与债务融资成本之间的内在关联, 对于引导企业践行 ESG 理念、优化融资环境、推动资本市场绿色转型具有重要的理论与现实意义。

现有文献多从信息不对称理论、利益相关者理论与信号传递理论出发, 探讨 ESG 表现对企业融资行为的影响, 但对于 ESG 表现如何作用于债务融资成本, 以及在不同产权性质、行业特征下该影响是否存在异质性, 仍有待进一步深入分析。基于此, 本文以我国 A 股上市公司为研究样本, 系统分析企业 ESG 表现对债务融资成本的影响及其作用路径, 突破现有研究单一中介的局限, 构建“ESG 表现 - 融资约束/内部控制 - 债务融资成本”的双中介分析框架, 探究融资约束与内部控制的协同传导机制, 丰富 ESG 表现影响债务融资成本的中介机制研究。

2. 文献回顾与研究假设

2.1. 文献回顾

ESG 表现作为评估企业可持续发展能力的关键指标, 包括环境、社会和治理三个维度, ESG 这一指标不同于以往的财务指标, 随着可持续发展观念的深化, ESG 表现得到社会各界的重视。研究表明 ESG 表现能够降低企业权益资本成本[1], 还能推动企业数字化转型和企业绿色创新, 从而促进企业高质量发展[2], 提高创新产出[3]。此外, 数字营商环境的优化降低交易成本、激励绿色创新以及缓解信息不对称的功能[4]、企业数据资产借助提高绿色技术创新水平与优化资源配置效率提升 ESG 表现[5]。

关于债务融资成本的研究, 可以从两个方面进行探讨。从企业内部来看, 企业创新信息披露会提高信息透明度, 增加分析师关注度来降低债务融资成本[6]; 从企业外部来看, 企业数字化转型通过提高媒体关注度降低了债务融资成本[7]。在绿色信贷政策下, 环境信息披露质量较高的信贷受限企业其债务融资成本将显著降低[8], 此外, 供应链持股能够发挥协同治理效应、抑制合谋舞弊风险, 从而降低债务融资成本[9], 产业链链长制会通过缓解债务违约风险, 降低企业的债务融资成本[10]。

关于 ESG 表现与债务融资成本的关系, 部分学者指出 ESG 表现通过提高企业声誉、缓解融资约束[11], 增加媒体关注度[12], 提高分析师和机构投资处关注度[13], 来降低债务融资成本; 此外, ESG 表现的债务融资成本降低效应在非国有企业、社会责任信息自愿性披露企业、低市场化程度地区企业[14]以

及非高新企业[12]中更为明显;还有研究指明财务重述会削弱 ESG 表现对债务融资成本的降低作用,ESG 评级分会强化 ESG 表现对债务融资成本的降低作用[15]。

综合上述文献梳理可知,现有研究已证实 ESG 表现能够降低企业债务融资成本,并初步识别出单一传导渠道与部分异质性特征,但现有文献大多仅单独检验融资约束或内部治理单一中介路径,未构建“融资约束、内部控制”并行的双中介协同分析框架,难以完整厘清 ESG 作用于债务融资成本的完整传导链条;异质性检验维度零散、不同文献结论存在分歧,理论层面多单独依托信息不对称、利益相关者、信号传递理论中的某一种展开解释,缺乏三大理论融合的统一逻辑,难以同时覆盖外部信号传递与内部治理优化双重路径。

2.2. 研究假设

ESG 表现综合衡量了企业环境、社会和治理三个方面,通过 ESG 表现也能够衡量和反映企业的可持续发展能力,ESG 表现成为投资者评估企业潜在风险和价值的重要因素。因此,ESG 表现良好的企业往往能够传递出可靠、可信赖的信号,增强债权人对企业的信心。利益相关者理论指出,企业制定决策时不仅重视股东利益,而且还应考虑利益相关者的需求,企业才能实现长期发展。ESG 实践本质上是一种协调多方利益诉求的工具手段。具备良好 ESG 表现的企业不仅能够有效降低负面事件对现金流的冲击,保障其偿债能力的稳定性,发挥风险缓释效应,而且还能强化利益相关者对企业未来发展的预期。通过释放非自利的积极信号,企业建立与债权人等资金供给方的信任机制,显著降低债务契约中的监督成本与违约风险补偿要求,进一步降低债务融资成本。这种基于 ESG 的良性互动机制能减少双方信息不对称程度,增加债权人等外部利益相关者的认同度,进而降低企业的债务融资成本。基于上述分析,本文提出假设:

H1: ESG 表现越好,债务融资成本越低。

信息不对称理论指出,企业与外部投资者之间存在信息差,外部投资者无法完全掌握企业真实经营状况与风险水平,为规避逆向选择与道德风险,往往会要求更高的风险补偿,由此加剧企业面临的融资约束,推高债务融资成本。一方面,ESG 表现良好的企业能够通过披露环境、社会与治理方面的非财务信息,向市场传递企业经营稳健、治理规范的信号,有效降低企业与外部投资者之间的信息不对称程度,减少投资者的逆向选择顾虑,缓解企业面临的融资约束;另一方面,良好的 ESG 表现能够提升企业的市场声誉与信用评级,拓宽企业的融资渠道,增强企业在信贷市场中的议价能力,进一步缓解融资约束压力。基于上述分析,本文提出假设:

H2: ESG 表现通过缓解融资约束来降低债务融资成本。

高质量的内部控制能够通过完善的治理结构与监督机制,有效约束管理层的机会主义行为,降低代理成本,进而降低债权人的风险补偿要求。ESG 表现良好的企业,往往建立了更为规范的公司治理体系,其在环境、社会责任与公司治理方面的实践,会推动企业完善内部流程管控、强化风险防范机制,从而提升内部控制质量。信号传递理论指出,企业的 ESG 实践是向市场传递积极信号的重要方式,良好的 ESG 表现能够传递企业重视合规经营、风险管控能力强的信号,而完善的内部控制是企业风险管控能力的重要体现。ESG 表现通过推动企业优化内部控制体系,提升财务信息质量与经营透明度,向债权人传递企业经营稳定、风险可控的信号,增强债权人对企业偿债能力的信心,进而降低债务融资成本。基于上述分析,本文提出假设:

H3: ESG 表现通过提高内部控制来降低债务融资成本。

3. 研究设计

3.1. 样本数据来源

本文研究数据主要来源为国泰安(CSMAR)数据库,其中 ESG 评级分别采用 Wind 数据库中的华证

ESG 评价体系与 Wind ESG 评价体系提供的评级结果。本文选择 2015~2024 年我国 A 股上市企业为样本，并依据惯例，按照以下标准剔除了部分观测值：1) ST、*ST、PT 上市企业；2) 金融行业上市公司；3) 数据缺失的样本。为控制极端值对实证结果的干扰，本文对所有连续变量进行了 1%和 99%分位的双向缩尾处理(Winsorize)。最终得到了包含 22,023 条观测值的样本数据。分析软件为 stata18.0。

3.2. 变量选择

1. 被解释变量

本文被解释变量是债务融资成本(Cost)，上市公司债务融资情况属于商业机密，所以公司不会披露所有的债务成本，因此借鉴郑军[16]等的研究，采用企业利息支出加上手续费支出和其他财务费用的总额占期末总负债的比重，计算债务融资成本，同时为了更好地观测数据，将所得比值乘以 100，数值越大表面融资成本越高。

2. 解释变量

本文解释变量为 ESG 表现(ESG)，采用华证 ESG 评级，华证 ESG 综合评级主要分为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C，共九个等级，将九个等级由高到低依次赋值，最高值为 9，最低值为 1，数值越大，表明 ESG 表现越好；数值越低，表明 ESG 表现越差。

3. 中介变量

(1) 融资约束(FC)

本文融资约束的指标选择，采用 SA 指数作为融资约束的衡量指标，由于 SA 是负数，SA 值越小，融资约束越大，为了方便理解取 SA 的绝对值，记作 FC，即 FC 越大，企业受到的融资约束就越大；FC 越小，表面企业受到的融资约束越小。

(2) 内部控制质量(IC)

本文内部控制质量的指标选择，用迪博·中国上市公司内部控制指数反映内部控制质量，该指数为千分制(0~1000)。为统一量纲、便于回归分析，将原始指数除以 100，取值范围为 0~10，数值越大表示内部控制质量越高；数值越小表示内部控制质量越低。

4. 控制变量

结合现有研究，选取以下控制变量，以控制其他因素对债务融资成本的影响：企业规模(Size)、资产负债率(Lev)、盈利能力(Roa)、现金流比率(Cflow)、成长性(Growth)、高管持股比例(Exesh)、两职合一(Dual)和产权性质(Soe)；此外为了避免不可观测、不随时间变化的变量等因素的影响，在模型中还加入了行业及年份固定效应。

3.3. 模型设计

本文聚焦企业债务融资成本核心被解释变量，选取企业 ESG 表现为核心解释变量，通过回归实证检验二者之间的内在关联效应，精准识别企业 ESG 发展水平对债务融资成本的边际影响作用，即检验假设 1：

$$\text{Cost}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ESG}_{i,t} + \sum \text{Controls}_{i,t} + \sum \text{Ind} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中， $\text{Cost}_{i,t}$ 为第 i 家企业第 t 年的债务融资成本， $\text{ESG}_{i,t}$ 为第 i 家企业第 t 年的 ESG 表现， $\text{Controls}_{i,t}$ 为控制变量集合， α_0 为常数项， α_1 、 α_2 为回归系数， $\sum \text{Ind}$ 为行业固定效应， $\sum \text{Year}$ 为年份固定效应， $\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差项。若 α_1 显著为负，则 H1 成立。

为检验中介效应，本文参考温忠麟[17]对中介效应检验机制的模型，在(1)的基础上分别建立两组模

型(2)和(3)、(4)和(5)，考察融资约束与内部控制质量对主效应的中介效应以验证 H2 和 H3：

$$FC_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 ESG_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \tag{2}$$

$$Cost_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 ESG_{i,t} + \theta_2 FC_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \tag{3}$$

$$IC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \tag{4}$$

$$Cost_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 ESG_{i,t} + \gamma_2 IC_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \tag{5}$$

FC、IC 为融资约束和内部控制质量， δ_1 、 θ_1 、 θ_2 、 β_1 、 γ_1 、 γ_2 为待估变量回归系数，若 δ_1 显著为负、 θ_1 显著为负且 θ_2 显著为正，则可证明假设 H2 成立；若 β_1 显著为正且 γ_1 、 γ_2 显著为负，则可证明假设 H3 成立。

4. 实证结果及分析

4.1. 描述性分析

表 1 展示了主要变量的描述性统计结果，根据结果可见债务融资成本(Cost)的均值为 1.782，最大值为 7.319，最小值为 0，标准差为 1.271，说明债务融资成本在各个企业之间存在较大的差异；ESG 表现(ESG)的均值为 4.188，最大值为 8，最小值为 1，标准差为 1.137，这表明样本企业 ESG 表现整体处于中等水平且变异度适中，不存在极端分化或系统性偏差；中介变量融资约束(FC)均值为 3.930、标准差仅为 0.255，意味着样本企业整体处于中等融资约束水平，避免了极端融资环境的干扰；另一中介变量内部控制质量(IC)均值为 6.399、标准差为 1.136，取值区间为 0 至 8.385，整体中高水平的分布既契合我国上市公司内控建设的现实状况。其他变量的统计结果均在合理范围内。

Table 1. Descriptive statistics
表 1. 描述性统计结果

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
Cost	22,023	1.782	1.271	0	7.319
ESG	22,023	4.188	1.137	1	8
FC	22,023	3.930	0.255	3.033	4.669
IC	22,023	6.399	1.136	0	8.385
Lev	22,023	0.431	0.187	0.0636	0.909
Exesh	22,023	13.80	18.72	0	69.05
Roa	22,023	0.0371	0.0583	-0.370	0.223
Cflow	22,023	0.0693	0.0497	0.000986	0.270
Size	22,023	22.53	1.270	20.12	26.60
Soe	22,023	0.318	0.466	0	1
Dual	22,023	0.303	0.460	0	1
Growth	22,023	0.137	0.350	-0.618	4.179

4.2. 相关性分析

表 2 展示了相关性分析结果，核心变量间的关系与理论预期一致，同时所有变量间的相关系数绝对

值均未超过 0.5。ESG 表现(ESG)与债务融资成本(Cost)在 1%的水平上显著负相关,初步说明企业 ESG 表现越好,债务融资成本越低,为后续检验提供了初步证据。进一步的多重共线性检验显示,所有变量的 VIF 值均远小于 10,平均 VIF 仅为 1.32,说明模型不存在严重的多重共线性问题,变量间的相关性未对后续回归结果造成干扰,保证了模型设定的合理性与估计结果的可靠性。

Table 2. Correlation analysis

表 2. 相关性分析结果

	Cost	ESG	FC	IC
Cost	1			
ESG	-0.172***	1		
FC	0.022***	-0.107***	1	
IC	-0.169***	0.222***	-0.084***	1

***、**和*分别为在 1%、5%和 10%的水平上显著。

4.3. 基准回归分析

表 3 基准回归结果显示,无论是否加入控制变量、行业与年份固定效应,ESG 表现对债务融资成本均在 1%的水平上呈显著负相关关系:列(1)未加入控制变量时,ESG 的回归系数为-0.1550,在 1%水平上显著为负;列(2)加入控制变量后,系数下降为-0.0815,仍在 1%水平上显著;列(3)控制年份固定效应后,系数为-0.1350,列(4)同时加入控制变量、行业与年份固定效应后,系数为-0.0826,均在 1%水平上显著为负,从经济意义上看,ESG 表现每提升一个单位,债务融资成本就会下降 8.26%,也就是说企业 ESG 表现越好,债务融资成本越低,且这一负向关系在控制企业特征、行业差异与时间趋势后依然稳健,假设 1 得到验证。

Table 3. Baseline regression results

表 3. 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Cost	Cost	Cost	Cost
ESG	-0.1550*** (-22.1802)	-0.0815*** (-11.4965)	-0.1350*** (-18.7923)	-0.0826*** (-11.8950)
Controls	No	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	No	Yes
Year	Yes	No	Yes	Yes
_cons	3.0686*** (25.2076)	1.9942*** (10.1475)	0.9142*** (5.6525)	1.9222*** (9.9789)
N	22,023	22,023	22,023	22,023
adj. R ²	0.187	0.277	0.217	0.314

***、**和*分别为在 1%、5%和 10%的水平上显著,括号内数值为 t 值。

4.4. 内生性分析与稳健性检验

1. 内生性分析

尽管本文试图控制可能影响 ESG 表现与债务融资成本的因素,但是实证结果仍可能受到一些不可观测因素的影响,这些遗漏变量可能导致估计系数偏差。为了减轻遗漏变量、测量误差等内生性问题,本文参考赵娜等[18]的做法,选取滞后一期 ESG 表现作为工具变量(L.ESG)进行内生性分析。因为企业 ESG 实践具有较强的时间连续性,上期的 ESG 表现会显著影响当期 ESG 水平,且滞后一期的 ESG 表现是已经发生的历史事实,当期被解释变量无法反向影响上一期的 ESG 水平,同时也不受当期模型误差项中遗漏变量的直接干扰,满足工具变量的外生性要求。为考察工具变量的有效性,对多个统计量进行检验,结果如表 4 所示。可以看出 Kleibergen-Paap rk Wald F 统计量远大于弱工具变量检验的临界值,表面不存在弱工具变量问题;其次 Kleibergen-Paap rk LM 的统计量为 1026.620, p 值为 0.000,拒绝了“工具变量识别不足”的原假设,说明本文使用的工具变量有效。在第一阶段中,工具变量 L.ESG 的回归系数 0.6392 在 1%的水平下显著,说明工具变量与 ESG 表现变量显著相关;第二阶段回归中,ESG 的回归系数-0.1348 仍然为负且在 1%水平下显著,说明在使用工具变量后,ESG 表现仍对债务融资成本存在显著的负向关系。

2. 稳健性检验

为进一步保证研究结论的可靠性,本文从以下两个方面进行稳健性检验:

(1) 替换被解释变量

为避免单一衡量方式对估计结果的干扰,更换债务融资成本的衡量方式,本文参考林钟高等[19]的做法,采用财务费用与期末总负债之比衡量债务融资成本(Cost1),回归结果见表 4 列(3),回归系数为-0.0013 且在 1%水平下显著,稳健性检验通过。

(2) 替换解释变量

考虑到当前学术界对企业 ESG 表现的衡量尚未形成统一标准,不同评级机构的指标体系与评分方法存在差异,为避免单一数据源的测量偏差对估计结果造成影响,本文将基准回归中使用的 ESG 指标替换为 Wind 数据库发布的企业 ESG 综合得分(ESG1),重新进行回归检验。结果见表 4 列(4)所示,ESG1 的回归系数为-0.0787,且在 1%的统计水平上显著为负,与基准回归的结论完全一致,表明本文的核心结论不受 ESG 指标选择的影响,具有较强的稳健性。

Table 4. Endogeneity analysis and robustness test
表 4. 内生性分析和稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	First stage	Second stage	Cost1	Cost
L.ESG	0.6392*** (79.53)	—	-0.0013*** (-6.5966)	—
ESG	—	-0.1348*** (-6.28)	—	—
ESG1	—	—	—	-0.0787*** (-7.0770)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind/Year	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	—	—	0.0078 (1.3479)	2.0589*** (9.0524)
N	15,378	15,378	17,568	17,568
adj. R ²			0.274	0.279

续表

Kleibergen-Paap rk LM	1026.620 (p 值 = 0.0000)	—	—
Kleibergen-Paap rk Wald F	6325.748	—	—

***、**和*分别为在 1%、5%和 10%的水平上显著，括号内数值为 t 值。

5. 进一步分析

5.1. 机制分析

1. 融资约束的中介作用

基于前文对信息不对称理论的分析，企业与外部资金供给方之间的信息不对称，是导致企业面临融资约束、推高债务融资成本的重要原因。一方面，ESG 表现良好的企业，能够通过披露更全面的非财务信息，向债权人传递企业经营稳健、合规性强、风险可控的信号，有效降低信息不对称程度，缓解逆向选择问题，从而减轻企业面临的融资约束；另一方面，融资约束较强的企业，在信贷市场中议价能力较弱，往往需要接受更高的利率水平才能获得资金，导致债务融资成本居高不下。所以对融资约束的中介路径进行检验，结果见表 5 列(1)和(2)，企业 ESG 表现与融资约束在 1%水平下负相关，ESG 表现负向影响融资约束，ESG 表现通过缓解融资约束程度，进而降低了债务融资成本，此外用 WW 指数对进行稳健性检验，检验结果如表 5 列(3)和列(4)所示，企业 ESG 表现可以显著降低债务融资成本。所以融资约束是 ESG 表现降低债务融资成本的中介渠道，假设 2 得以验证。

2. 内部控制质量的中介作用

基于前文对信号传递理论的分析，良好的 ESG 表现本身就是一种向市场传递企业高质量信号的方式，而内部控制质量则是企业内部治理水平与风险管控能力的直接体现。ESG 实践要求企业建立更完善的治理结构与风险管控体系，推动企业优化内部控制流程、提升信息披露质量，从而显著提高内部控制质量。表 5 列(5)和列(6)的回归结果显示，ESG 表现与内部控制在 1%水平下正相关，说明 ESG 表现通过提升内部控制质量，增强了债权人对企业的信任，降低了债务契约中的风险补偿要求，进而降低了企业的债务融资成本，内部控制质量在 ESG 表现与债务融资成本之间发挥了中介作用，假设 3 得以验证。

Table 5. Mediation test results of FC and IC

表 5. FC 和 IC 中介检验结果

变量	(1) FC	(2) Cost	(3) WW	(4) Cost	(5) IC	(6) Cost
ESG	-0.0163*** (-10.83)	-0.0799*** (-11.48)	-0.0021*** (-12.98)	-0.0733*** (-10.48)	0.1406*** (20.52)	-0.0732*** (-10.48)
FC	—	0.165*** (5.31)	—	4.3779*** (13.23)	—	—
IC	—	—	—	—	—	-0.067*** (-9.75)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

续表

_cons	4.6617*** (111.57)	1.1521*** (4.78)	0.0553*** (14.81)	0.9571*** (5.80)	2.9066*** (15.28)	2.1155*** (10.95)
N	22,023	22,023	22,021	22,021	22,023	22,023
adj. R ²	0.1994	0.3153	0.8771	0.3212	0.1633	0.317

***、**和*分别为在 1%、5%和 10%的水平上显著，括号内数值为 t 值。

5.2. 异质性分析

1. 产权性质

我国国有企业和非国有企业在 ESG 信息披露方面动机不同，由于政策的引导和监管，国有企业更主动地披露 ESG 信息是为了落实政策目标和履行社会责任；而非国有企业披露 ESG 信息是为了向社会公众传达企业信号，获得更高的经济效益。因此将企业分为国有和非国有企业进行回归，回归结果见表 6 列(1)和(2)。ESG 的系数在国有企业与非国有企业中均显著为负，表明 ESG 对债务融资成本的抑制作用在不同产权性质的企业中均存在。但非国有企业组的系数绝对值更大，说明 ESG 的改善效应在非国有企业中更为显著。说明国有企业 ESG 表现的边际改善效应较弱；非国有企业在信贷市场中面临更强的融资约束，ESG 表现作为一种积极信号，能更有效地降低债权人的风险评估，从而带来更显著的融资成本下降。

2. 行业特性

为进一步考察 ESG 表现对企业债务融资成本的影响是否存在行业特性层面的异质性，本文依据参考梅亚丽等[13]的做法，将全样本划分为高新技术企业组与非高新技术企业组，并分别进行回归检验。结果如表 6 列(3)、列(4)所示，在两组样本中，ESG 表现的回归系数均显著为负，表明无论是高新技术企业还是非高新技术企业，良好的 ESG 表现均能显著降低企业的债务融资成本，这一结论具有一定的普适性。高新企业组 ESG 系数为-0.0860，非高新企业组 ESG 系数为-0.0915，均在 1%水平上显著负相关，且组间系数差异显著，表明 ESG 对高新技术企业和非高新技术企业债务融资成本均能起到降低作用，但相比高新技术企业，非高新技术企业 ESG 表现成本降低作用更明显。

3. 地区分布

为探究地区异质性的对 ESG 表现与企业债务融资成本关系的影响，本文按照企业注册地将样本划分为东部、中部和西部地区三组并分别进行回归检验，结果如表 6 列(5)、列(6)和列(7)所示。回归结果显示，东部、中部和西部地区企业的 ESG 表现系数均在 1%的统计水平上显著为负，说明在不同地区的企业中，良好的 ESG 表现均能显著降低债务融资成本，这一结论具有全国范围内的普适性。进一步对比三组回归结果可以发现，西部地区企业的 ESG 系数绝对值最大，东部地区次之，中部地区企业的系数绝对值最小，表明 ESG 表现对债务融资成本的抑制效应在西部地区企业中最为显著，在中部地区企业中相对较弱。

这一结果的潜在原因在于，西部地区市场化程度相对较低，企业面临的融资约束更强、信息不对称程度更高，债权人对企业信用风险的评估更依赖于企业传递的积极信号，而 ESG 表现作为一种有效的信号传递机制，能够显著降低债权人的风险溢价要求，因此其对债务融资成本的边际改善效应最为突出。

6. 研究结论与政策启示

6.1. 研究结论

本文以 A 股上市公司为研究样本，实证检验了企业 ESG 表现对债务融资成本的影响及其作用机制。研究结果表明：良好的 ESG 表现能够显著降低企业债务融资成本；融资约束与内部控制质量在二者间发

挥部分中介作用，即 ESG 表现可通过缓解信息不对称、传递积极市场信号，减轻企业融资约束压力，同时推动企业完善内部治理体系、提升内控质量，最终实现债务融资成本的下降。

Table 6. Heterogeneity test results
表 6. 异质性检验结果

变量	(1) 国有企业	(2) 非国有企业	(3) 高新企业	(4) 非高新企业	(5) 东部地区	(6) 中部地区	(7) 西部地区
	Cost	Cost	Cost	Cost	Cost	Cost	Cost
ESG	-0.0797*** (-6.06)	-0.0847*** (-8.61)	-0.0860*** (-9.23)	-0.0915*** (-6.12)	-0.0821*** (-8.50)	-0.0703*** (-3.81)	-0.1204*** (-5.78)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind/Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	1.2661*** (3.97)	1.7918*** (5.76)	4.0327*** (3.42)	1.4972*** (4.10)	2.4320*** (8.67)	0.4934 (0.90)	1.4807*** (2.79)
N	7009	15,014	15,049	6968	15,899	2970	2735
adj. R ²	0.3394	0.2514	0.2844	0.2014	0.2426	0.3961	0.3557

***、**和*分别为在 1%、5%和 10%的水平上显著，括号内数值为 t 值。

从产权性质来看，非国有企业样本中 ESG 的降成本效果更强。国有企业依托政府隐性担保天然获得信贷倾斜，ESG 信号带来的边际信用增益有限；而非国有企业缺少政策信用背书，在信贷市场长期处于信息劣势，ESG 可作为核心信用佐证，能够更大幅度降低债权人风险预期。从行业属性来看，相较于高新技术企业，非高新技术企业 ESG 的融资优化作用更突出。高新企业凭借技术创新、政策补贴、高成长预期形成多重利好信号，ESG 仅作为信贷评估的辅助参考；非高新企业盈利稳定性与发展潜力偏弱，ESG 合规经营信号成为信贷定价的重要加分项，边际改善效果更明显。从区域分布来看，西部地区企业 ESG 降成本效应最强，东部地区次之，中部地区最弱。综合三组异质性结果可以发现，当企业自身信用禀赋不足、外部市场信息透明度较低、融资约束更强时，ESG 表现降低债务融资成本的作用会被显著放大。

6.2. 研究局限

本文尽可能完善样本筛选、变量设计与实证检验流程，但受数据可得性、研究方法与指标体系约束，研究仍存在若干局限有待后续改进。

第一，内生性处理手段存在一定短板。本文选取滞后一期 ESG 作为工具变量缓解双向因果与遗漏变量问题，虽通过弱工具变量、识别不足相关统计检验，但滞后一期 ESG 仅能缓解当期内生干扰，无法规避长期不变的隐性因素(如企业固有治理文化、管理层长期经营偏好)对 ESG 水平与融资成本的持续影响，仅能部分弱化内生偏差，难以实现完全因果识别。

第二，异质性分析维度较为有限，未开展交叉分组检验。本文仅从产权性质、高新行业属性、注册地区域三个维度分层回归，未结合市场化程度、重污染行业、企业规模、债务期限等特征进行交叉异质性分析，难以刻画多重企业特征叠加下 ESG 效应的复合边界条件。

6.3. 未来展望

针对本文存在的局限，后续研究可从以下方面进一步深化。

第一, 优化内生识别策略, 拓展外生冲击研究设计。后续可依托 ESG 强制披露政策、地区环保规制出台等准自然实验构建双重差分模型, 或选取行业平均 ESG 水平、城市环境处罚强度作为外生工具变量, 弥补滞后一期工具变量识别力度不足的缺陷, 更为严谨地厘清变量间因果关系。

第二, 拓展机制分析框架, 丰富异质性与调节效应研究。引入绿色信贷政策、机构投资者持股、信用评级、媒体监督等调节变量, 构建“中介 + 调节”综合模型; 增加市场化进程、重污染行业、股权质押等分层维度, 并开展多特征交叉分组, 全面界定 ESG 发挥融资优化效应的边界条件。

第三, 引入政策冲击与长期动态分析。以国内 ESG 披露政策、绿色金融政策落地为节点, 对比政策前后 ESG 融资效应的结构性差异; 采用动态面板模型, 识别 ESG 对债务融资成本的短期、中长期滞后影响, 刻画二者长期动态演化关系。

第四, 丰富传导渠道研究。在现有融资约束、内部控制双中介基础上, 新增信用评级、违约风险、机构投资者监督、信息披露质量等中介变量, 构建链式多中介模型, 完整拆解 ESG 作用于债务融资成本的多元传导路径。

6.4. 政策启示

本文的研究结论具有以下两方面的政策启示: 企业层面, 应主动将 ESG 理念纳入长期发展中, 完善内部控制制度, 规范 ESG 信息披露, 充分发挥 ESG 在降低融资成本中的价值; 金融机构层面, 应建立健全 ESG 信贷评估机制, 将 ESG 表现纳入信贷审批与定价流程, 优化信贷资源配置; 监管部门层面, 需进一步健全 ESG 信息披露制度, 统一披露标准, 加强对 ESG 评级市场的规范, 引导企业与金融机构形成良性互动, 助力资本市场可持续发展。

参考文献

- [1] 张轩栋, 李欣瑶, 马艺鸣, 等. ESG 评级对企业权益资本成本的影响——基于多时点双重差分法的验证[J/OL]. 工程管理科技前沿, 1-10. <https://link.cnki.net/urlid/34.1336.n.20260410.1810.004>, 2026-04-26.
- [2] 李姣姣, 张英. ESG 表现与企业高质量发展——基于新质生产力的视角[J]. 财会通讯, 2026(7): 74-79.
- [3] 方先明, 胡丁. 企业 ESG 表现与创新——来自 A 股上市公司的证据[J]. 经济研究, 2023, 58(2): 91-106.
- [4] 聂长飞, 王倚盟, 冯苑. 数字营商环境优化与企业 ESG 表现[J]. 经济纵横, 2026(4): 53-67.
- [5] 刘中燕, 钱雪婷. 数据资产对企业 ESG 表现的影响研究[J/OL]. 重庆交通大学学报(社会科学版), 1-16. <https://link.cnki.net/urlid/50.1191.C.20260329.1702.002>, 2026-04-26.
- [6] 张燕, 鄢志娟, 李浩楠. 企业创新信息披露对债务融资成本的影响研究[J]. 会计之友, 2026(1): 56-64.
- [7] 赵芳, 姚淑怡, 单吉堃. 数字化转型如何助力企业降低债务融资成本[J]. 学习与探索, 2025(12): 137-147.
- [8] 孟祥松, 阮一芯, 唐雨萱. 绿色信贷政策对企业债务融资成本的影响研究[J]. 会计之友, 2025(21): 92-99.
- [9] 韩忠雪, 朱晨雨. 供应链持股与企业债务融资成本: 协同治理抑或合谋舞弊[J]. 南方金融, 2025(5): 56-72.
- [10] 陈运森, 戴馨, 何玉润. 产业链链长制与企业债务融资成本[J]. 管理评论, 2025, 37(8): 167-180.
- [11] 邹洋, 孙禹馨. 企业 ESG 表现与债务融资成本[J]. 贵州财经大学学报, 2024(5): 59-68.
- [12] 吴青川, 邵玉清, 高铁昕. ESG 表现、媒体关注与债务融资成本[J]. 会计之友, 2025(1): 63-70.
- [13] 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(2): 51-63.
- [14] 李井林, 阳镇, 易俊玲. ESG 表现有助于降低企业债务融资成本吗?——来自上市公司的微观证据[J]. 企业经济, 2023, 42(2): 89-99.
- [15] 赵俊梅, 胡晓娟, 赵玉珍. ESG 表现对企业债务融资成本的影响研究[J]. 河北工程大学学报(社会科学版), 2025, 42(4): 12-23.
- [16] 郑军, 林钟高, 彭琳. 货币政策、内部控制质量与债务融资成本[J]. 当代财经, 2013(9): 118-129.
- [17] 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, 36(5): 614-620.

-
- [18] 赵娜, 何玉. ESG表现对流通企业债务融资成本的影响——基于市场竞争的调节效应[J]. 商业经济研究, 2025(6): 155-158.
- [19] 林钟高, 丁茂桓. 内部控制缺陷及其修复对企业债务融资成本的影响——基于内部控制监管制度变迁视角的实证研究[J]. 会计研究, 2017(4): 73-80.