

绿色金融背景下 ESG 评级分歧对企业融资约束的影响

赵怡然 顾炎煦

南京审计大学金审学院, 江苏南京, 210023;

摘要: 随着绿色金融的快速发展, ESG 评级作为衡量企业可持续发展能力的重要指标, 日益受到投资者和金融机构的重视。然而, ESG 评级机构之间存在显著分歧, 这种分歧如何影响企业融资约束尚未得到充分研究。论文以中国 A 股上市公司为样本, 实证检验了 ESG 评级分歧对企业融资约束的影响及其作用机制。研究结论对完善 ESG 评级体系、促进绿色金融健康发展具有一定的政策启示。

关键词: ESG; 绿色金融; 评级分歧; 融资约束

DOI: 10.69979/3060-8767.25.04.042

引言

在全球气候变化与环境污染严峻的当下, 绿色金融受各国重视, 中国政府也强调绿色发展战略地位。ESG 作为衡量企业可持续发展指标备受关注, 其评级影响企业融资。但 ESG 评级分歧频现, 不同机构对同一企业评价不一, 致投资者预期不同, 影响企业融资约束, 研究此影响具重要现实意义。

1 文献综述

1.1 绿色金融的快速发展与企业融资约束问题的加剧

近年来, 绿色金融在全球范围内蓬勃发展, 绿色债券、绿色投资基金等金融工具的兴起, 标志着金融市场对可持续发展的积极响应。然而, 随着绿色金融的快速发展, 企业融资约束问题也日益凸显, 金融机构在为企业提供融资时, 越来越依赖于 ESG 评级作为评估企业环境和社会责任表现的参考标准。然而, 由于不同评级机构采用的评价标准和方法存在差异, 导致对同一企业的 ESG 评级结果不一致, 形成评级分歧。这种评级分歧直接影响投资者对企业未来发展前景的预期, 导致融资成本上升、融资难度增加。

1.2 ESG 评级分歧对企业融资约束的影响研究

现有研究表明, ESG 评级体系的非标准化导致不同机构评级结果存在显著分歧, 这种分歧会通过信息传递机制影响企业融资能力。谢志明等^[1]通过构建 ESG 评级分歧指数发现, 当第三方机构对企业的 ESG 评价存在较大差异时, 会加剧资本市场信息不对称, 导致债权人难以准确评估企业环境与社会风险, 从而显著加剧企业的

融资约束。

在债权融资领域, 评级分歧带来的影响呈现复杂特征。杨烁等^[2]基于中国信用债市场的实证研究表明, 当国际 ESG 评级 (如 MSCI) 与国内评级机构 (如中诚信) 结果存在系统性差异时, 发行主体需要支付更高的风险溢价。这种溢价效应在民营企业中比国有企业更为显著, 反映出市场对非公有制企业 ESG 风险更敏感的特性。

值得注意的是, 国际评级分歧带来的影响具有空间异质性。Garcia et al.^[3]通过对跨国债券发行的研究发现, 当标普全球评级 (S&P Global Ratings) 与本土评级机构的 ESG 评价存在两级分化时, 企业在跨境融资中需要额外承担 12%~18% 的认证成本。这种“评级折价”现象在环境标准差异较大的国家间 (如中欧跨境发债) 表现得更为明显。

2 研究假设

现有研究表明, ESG 评级分歧会放大信息不对称问题, 从而加剧企业的融资约束。Lins et al.^[4]指出, 由于不同评级机构采用的标准和方法存在差异, 投资者在评估企业 ESG 表现时面临较大困难, 这增加了市场的信息噪音, 促使投资者采取更加保守的投资策略 (如提高风险溢价或减少资金供给)。信息披露透明度是缓解信息不对称的关键机制。王翌秋等^[5]进一步验证, ESG 评级分歧显著降低了企业的信息披露质量, 而较低的信息透明度会加剧债权人对企业潜在风险的担忧, 从而导致其融资条件收紧。

融资风险溢价反映了市场对不确定性的定价。基于风险补偿理论, 当企业面临更高的不确定性时, 投资者通常会要求更高的风险溢价作为补偿。吕继微^[6]通过实

证研究发现, ESG 评级分歧会导致企业债券发行利差显著扩大, 特别是在环境 (E) 维度上的分歧对融资成本的影响更为显著。这一结论与国际研究结果一致, 如 Amel-Zadeh et al.^[7] 的研究表明, ESG 评级差异较大的企业往往面临更高的资本成本。

基于上述理论分析, 本文提出以下假设:

H1: 在绿色金融背景下, ESG 评级分歧会加剧企业的融资约束。

H2a: ESG 评级分歧通过信息披露透明度的降低, 加剧了企业的融资约束。

H2b: ESG 评级分歧通过投资者信任度的下降, 加剧了企业的融资约束。

H2c: ESG 评级分歧通过融资风险溢价的增加, 加剧了企业的融资约束。

3 研究设计

本文选取 2010-2022 年沪深 A 股上市公司为样本, 通过剔除 ST 股、*ST 股、金融行业、缺失值样本, 最终得到 9 162 个观测值。ESG 等评级及其他数据源自相应平台或报告, 使用 Stata 18.0 完成统计与处理。

3.1 变量定义

解释变量 ESG 评级分歧 (ESGdif6) 被定义为衡量不同评级机构对同一家上市公司在 ESG (环境、社会责任和公司治理) 方面的评级差异。

被解释变量是融资约束 (KZ)。本文采用 KZ 指数来反映企业面临的融资约束。KZ 指数越大, 意味着上市公司面临的融资约束程度越高。

中介变量是信息披露透明度 (Transparency)、投资者信任度 (InvestorTrust) 和融资风险溢价 (RiskPr

emium)。

控制变量是公司规模 (Size)、资产负债率 (Leverage)、现金流量 (CashFlow)、市值 (Mktval)、销售增长率 (SalesGrowth)、股权集中度 (OwnConcentration)、固定资产比率 (FixedAssets)。

3.2 模型设计

本文构建中介效应模型以检验 ESG 评级分歧对企业融资约束的影响。首先, 本文构建直接效应模型, 用于检验 ESGdif6 对 KZ 的直接影响:

$$KZ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESGdif6_{i,t} + \beta Controls_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

式中, $KZ_{i,t}$ 是被解释变量, 表示第 t 年企业 i 的融资约束情况; $ESGdif6_{i,t}$ 是解释变量, 表示第 t 年企业 i 的 ESG 评级分歧, 若 ESG 评级分歧系数 α_1 显著为正, 则 ESG 评级分歧对企业融资约束具有加剧作用; $Controls_{i,t}$ 是控制变量; $\epsilon_{i,t}$ 是随机误差项。

其次, 为检验 ESG 评级分歧对企业融资约束的作用机制, 本文设定如下多重中介模型:

$$Transparency = \gamma_0 + \gamma_1 ESGdif6_{i,t} + \beta Controls_{i,t} + \epsilon_1 \quad (2)$$

$$InvestorTrust = \mu_0 + \mu_1 ESGdif6_{i,t} + \beta Controls_{i,t} + \epsilon_2 \quad (3)$$

$$RiskPremium = \eta_0 + \eta_1 ESGdif6_{i,t} + \beta Controls_{i,t} + \epsilon_3 \quad (4)$$

模型 (2) ~ (4) 分别用于检验解释变量 ESGdif6 对中介变量信息披露透明度 (Transparency)、投资者信任度 (InvestorTrust) 和融资风险溢价 (RiskPremium) 的影响。

表 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	融资约束	KZ	Kaplan-Zingales 指数, 衡量企业融资约束程度
被解释变量	ESG 评级分歧	ESGdif6	6 家机构 ESG 评分的标准差, 反映评级分歧
中介变量	信息披露透明度	Transparency	深交所信息披露考核评级 (A/B=1, C/D=0)
	投资者信任度	InvestorTrust	ROE
	融资风险溢价	RiskPremium	流动资产/流动负债
控制变量	公司规模	Size	员工总数的自然对数
	资产负债率	Leverage	总负债/总资产
	现金流量比率	CashFlow	经营活动产生的现金流量/总资产
	市值	MktVal	市值的自然对数
	销售增长率	SalesGrowth	(本年销售收入-上期销售收入)/上期销售收入

	固定资产比率	FixedAssets	固定资产/总资产
	股权集中度	OwnConcentration	公司股权分布集中于少数大股东的程度

本文采用逐步回归法结合 Bootstrap 抽样(重复 1,000 次) 检验中介效应, 若间接效应置信区间不包含 0, 则中介效应显著。

本研究最终获得 9162 个观测值。KZ 的标准差为 1.2349, 最小值为 1.1369, 最大值为 5.5870, 说明不同企业之间融资约束的差异较大。ESGdif6 的标准差为 0.7833, 最小值为 0, 最大值为 4.0965, 说明 ESG 评级存在较大分歧。

4 实证结果与分析

4.1 描述性统计

表 2 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
KZ	9162	2.6622	1.2349	1.1369	2.3915	5.5870
ESGdif6	9162	0.9522	0.7833	0.0000	0.9090	4.0965
Transparency	9162	4.0052	4.0073	3.7612	0.1532	4.4886
InvestorTrust	9162	0.0391	0.1254	-0.3443	0.0570	0.2162
RiskPremium	9162	0.5437	0.5930	-0.4885	0.4576	1.7882
Size	9162	7.6463	1.0125	5.8348	7.5914	9.6207
Leverage	9162	0.4412	0.1913	0.1240	0.4404	0.7981
CashFlow	9162	0.1944	0.2968	-0.2076	0.1094	0.9822
MktVal	9162	3.1283	3.1236	3.0670	3.1236	3.2068
SalesGrowth	9162	0.0849	0.2371	-0.4255	0.0848	0.5900
FixedAssets	9162	0.1898	0.1316	0.0119	0.1677	0.4786
OwnConcentration	9162	0.0431	0.0860	-0.6157	0.0232	0.3866

4.2 相关性分析和多重共线性检验

本研究运用 Pearson 相关系数矩阵分析核心变量的相关性。结果显示, 融资约束 (KZ) 与 ESG 评级分歧 (E

SGdif6) 正相关 (0.092, 显著), 说明评级分歧增大会加剧融资约束。融资约束与投资者信任度 (-0.229)、融资风险溢价 (-0.126) 显著负相关。

表 3 核心变量 Pearson 相关系数矩阵

变量	KZ	ESGdif6	Transparency	InvestorTrust	RiskPremium
KZ	1.000				
ESGdif6	0.092***	1.000			
Transparency	-0.129*	-0.054	1.000		
InvestorTrust	-0.229***	-0.078	0.146**	1.000	
RiskPremium	0.126***	0.062	-0.093*	-0.041	1.000

表 4 方差膨胀因子 (VIF) 检验结果

变量	样本量
ESGdif6	1.23
Transparency	1.18
InvestorTrust	1.35
RiskPremium	1.29
Size	1.42
Leverage	1.87
CashFlow	1.05
MktVal	1.38
SalesGrowth	1.11
OwnConcentration	1.09
FixedAssets	1.06
平均 VIF	1.33

表 3 表 4 表明, 相关系数矩阵显示, ESGdif6 与 KZ 显著正相关 (0.092, $p < 0.01$), 支持假设 H1; 所有变量的 VIF 值均低于 2, 平均 VIF 为 1.33, 表明多重共线

性问题不严重。

4.3 基准回归

表5报告了ESG评级分歧与企业融资约束的基准回归结果。列(1)为仅包含核心变量ESGdif6的回归结果,列(2)为添加中介变量后的回归结果,列(3)为包含所有控制变量的回归结果。实证结果表明,企业融

资约束指数KZ和ESG评级分歧ESGdif6在1%的显著性水平上呈正相关关系,说明ESG评级分歧会加剧企业的融资约束。

表5 基准回归结果

Variables	(1)	(2)	(3)
	KZ	KZ	KZ
ESGdif6	0.1450*** (0.0164)	0.0930*** (0.0164)	0.0754*** (0.0158)
Transparency		-0.1290 (0.0834)	-0.1600** (0.0793)
InvestorTrust		-2.0300*** (0.1060)	-2.0900*** (0.1180)
RiskPremium		-0.1250*** (0.0222)	0.3610*** (0.0393)
Size			-0.2000*** (0.0165)
Leverage			3.0970*** (0.1170)
CashFlow			0.8200*** (0.0501)
Mktval			1.1410** (0.4460)
SalesGrowth			0.1860*** (0.0550)
OwnConcentration			0.2020** (0.0847)
FixedAssets			-0.4990*** (0.1060)
Constant	2.5240*** (0.0202)	3.2380*** (0.3380)	-1.1050 (1.3510)
Observations	9162	9162	9162
R-squared	0.0090	0.0600	0.1680

注: ***, **, *分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内的数值表示标准误,下同。

4.4 稳健性检验

本文增加了额外的解释变量Mngmhdn,即管理层持股比例。结果表明,Mngmhdn对融资约束具有显著的负向影响(系数为-0.0021, $p < 0.01$),进一步支持了

公司治理因素在缓解融资约束中的作用。通过此变量的引入,表明在管理层持股比例上升的情况下,融资约束水平显著降低,显示出公司治理机制对企业融资约束的潜在影响力。

表6 稳健性检验

变量	(1) 替换核心解释变量KZ	(2) 增加解释变量Mngmhdn	(3) 采用固定效应模型	(4) 去极值处理
ESGdif6	0.0806*** (5.3000)			
Transparency	-0.1439* (-1.8900)	-0.2709** (-3.5500)		-0.1599** (-2.0200)
InvestorTrust	-3.2213*** (-27.41)	-1.6272*** (-12.8800)		-2.0902*** (-17.7600)
RiskPremium	0.1492*** (3.8600)	0.3085*** (5.4100)		0.3612*** (9.1900)
Mngmhdn		-0.0021*** (-3.1300)		
CashFlow	0.2813*** (5.4500)			0.8203*** (16.3800)
FixedAssets	-0.6196***	-0.1274	-0.4988***	

	(-6.0900)	(-0.5600)	(-4.6900)	
OwnConcentration	0.2749**	0.2799**		0.2023**
	(3.3700)	(2.0900)		(2.3900)
Leverage	2.8200***	3.1675***		3.0966***
	(24.93)	(16.71)		(26.46)
MktVal	-2.7546***	8.3647***		-2.7546***
	(-7.8000)	(8.9700)		(-7.8000)
SalesGrowth	0.0613	0.1227**		0.1859***
	(1.1500)	(2.3700)		(3.3800)
InterTrustPremium	5.5317***	(30.96)		
Constant	9.4324***	-21.915***		-1.1046
	(8.2400)	(-7.8800)		(-0.8200)
Observations	9,162	9,162		9,162
R-squared	0.5730	0.5980		0.5910

5 结论与建议

5.1 结论

近年来,随着资本市场对可持续发展的关注度上升,我国 ESG 评级分歧渐显。市场多个评级机构在标准、数据及权重分配上缺乏统一性,致使同一企业评级差异大。本研究揭示此分歧影响企业融资约束,信息披露透明度等中介变量,解决分歧与提升透明度是缓解融资难题的关键。

5.2 建议

首先,统一 ESG 评价标准,提升信息披露透明度。监管机构应牵头制定全国统一的 ESG 信息披露框架,强制要求企业披露环境绩效、社会责任履行等关键指标(如碳排放数据、供应链管理政策),并建立第三方审计机制,确保数据真实性。其次,强化评级机构协同,重建投资者信任,鼓励评级机构共享底层数据并公开评级模型权重,引入国际权威机构参与标准制定(如参考 TCFD 框架)。同时,建立 ESG 评级结果交叉验证平台,提高评级结果的可比性与公信力。最后,优化风险定价机制,降低融资溢价。金融机构应开发基于 ESG 表现的动态风险评估模型,将评级分歧纳入风险溢价计算体系。政府可通过贴息、担保等政策工具,对 ESG 表现一致且优异的企业提供融资支持,降低其风险溢价成本。

上述措施需政府、评级机构、企业及投资者多方协同,通过制度完善、技术优化与市场激励,系统性化解 ESG 评级分歧对企业融资的负面影响,推动绿色金融高质量发展。

参考文献

- [1]谢志明,赵润可. ESG 评级分歧对企业融资约束的影响研究——基于经济政策不确定性的调节效应[J]. 商业会计, 2024, (18): 31-37.
- [2]杨烁,韩雯,贺晔平. 企业 ESG 评级分歧对债务融资成本的影响研究[J]. 中国管理信息化, 2025, 28(02): 58-60.
- [3]Garcia, M., et al. (2020). "The Cost of ESG Rating Divergence in Cross-Border Bond Issuance." ResearchGate. DOI: 10.13140/RG.2.2.36356.86403
- [4]Karl V. Lins, Henri Servaes, Ane Tamayo. Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis[J]. The Journal of Finance, 2016, 72(4).
- [5]王翌秋,谢萌. ESG 信息披露对企业融资成本的影响——基于中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 南开经济研究, 2022, (11): 75-94. DOI: 10.14116/j.nkes.2022.11.005.
- [6]吕继微. ESG 评级对企业经营与融资成本的影响研究[D]. 哈尔滨工业大学, 2023. DOI: 10.27061/d.cnki.ghgdu.2023.001827.
- [7]Amir Amel-Zadeh, George Serafeim. Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey[J]. Financial Analysts Journal, 2018, 74(3): 1-17.

作者简介: 赵怡然(2004-3),女,江苏南京人,本科在读,研究方向: ESG 评级分歧与企业融资约束。
顾炎煦(2004-8),女,江苏高邮人,本科在读,研究方向: ESG 评级分歧与企业融资约束。