

ESG 评级分歧对企业融资影响的研究评述

翦思妮

(湖南师范大学, 湖南省长沙市, 410081)

摘要: 本文系统梳理了 ESG 评级分歧及其对企业融资影响的相关文献, 界定并测度 ESG 评级分歧, 分析其影响因素与经济后果, 梳理企业融资的决定因素, 重点探讨 ESG 评级分歧影响企业融资的作用机制与实证证据。研究发现, ESG 评级分歧主要通过信息不对称、融资约束、资本成本、债务期限结构、商业信用融资等渠道作用于企业融资, 在不同情境下兼具负面与部分正向效应。

关键词: ESG 评级分歧 企业融资 融资约束 资本成本 信息不对称

中图分类号: F272.3 **文献标识码:** A

1 ESG 评级分歧

1.1 ESG 评级分歧的定义及测定

ESG 评级分歧是指不同评级机构对同一企业环境 (Environmental)、社会 (Social)、治理 (Governance) 表现的非一致性评价 (冯钰婷等, 2024) [1]。现有研究主要通过离散程度和一致性指数来测度 ESG 评级分歧, 如采用“多家评级机构 ESG 评分的标准差”作为分歧度指标 (周泽将等, 2023) [2]; 使用“中外评级机构评分的绝对差”测度分歧 (马文杰等, 2023) [3]。在比较成就导向与风险导向的 ESG 评级时, 采用“评级结果的秩相关系数”衡量分歧 (李慧云等, 2024) [4]。

1.2 ESG 评级分歧的影响因素

首先, 企业 ESG 信息披露的不规范是导致 ESG 评级分歧的重要因素 (张云齐等, 2023; Wang & Liu, 2024) [5] [6], ESG 信息披露程度上升会加剧对非财务信息的主观解读差异; 并且 ESG 报告中积极语调或更多粘性单词会加剧评级分歧 (Kimbrough et al, 2024) [7]。其次, 各评级机构采用的指标体系、权重分配、数据整合的不同取向以及底层数据来源和覆盖范围的差异也是导致各 ESG 评级出现分歧的重要因素, 且成就导向与风险导向之间 ESG 评级之间存在干扰效应 (李慧云等, 2024) [4]。另外, 本土优势和企业所有制也会影响 ESG 评级分歧。评级分歧主要产生在国内与国外 ESG 评级机构之间 (冯钰婷等, 2024) [1], 而国内评级机构针对国有企业的评级偏高, 而针对非国有企业的评级偏低, 这一评级分歧的非对称性主要源于中外 ESG 评级机构对企业承担的稳定经济、保障就业等“隐性”社会责任以及是否按照国际标准进行信息披露的评价存在差异 (马文杰和余伯健, 2023) [3]。除此之外, 传统上因发行人付费模式而遭受利益冲突的信用评级机构正在通过收购 ESG 评级提供商扩展到 ESG 评级行业。这些收购可能会引起新的利益冲突: 信贷评级机构可能通过给予更高的 ESG 评级来迎合他们的信用评级客户 (Li et al, 2024) [8]。投资者-公司互动可以提高 ESG 披露质量, 促进 ESG 实践; 这将减少信息不对称, 从而缓解 ESG 评级差异 (Liu et al, 2024) [9]。

1.3 ESG 评级分歧的经济后果研究

现有研究对 ESG 评级分歧的经济后果的研究主要是在企业融资活动、投资活动、市场表现、审计等方面。

（1）对融资活动的影响

首先，当 ESG 评级分歧较大时，由于上市公司的可持续发展存在更高的不确定性，阻碍公司的外部融资渠道，使得上市公司更多选择内部融资，并且累计超额收益率和收益波动率会更高（Christensen et al, 2022）[10]。其次，ESG 评级分歧会通过降低分析师盈余预测准确性加剧企业的融资约束（周泽将等，2023）[2]，并且供应商 ESG 评级分歧会增加焦点企业的负面报道，加剧融资约束，引发供应链关系的不稳定，进而削弱了焦点企业的运营韧性（赵云辉等，2024）[12]。ESG 评级分歧通过降低企业经营风险和投资者与企业之间的信息不对称降低权益资本成本（Li et al, 2024）[13]。但也有研究发现 ESG 评级分歧会使得债务资本成本和权益融资成本同时增加，最后会导致企业债务融资比例不降反升（张云齐等，2023）[5]。另外，ESG 评级分歧会通过降低企业的抗风险能力、减少外部监督、削弱声誉效应和降低信息透明度等途径，抑制企业的商业信用融资（毕茜和孙艳，2025）[14]，还会进一步降低企业研发投入和固定资产投资，不利于企业“脱虚向实”、提高长期竞争力（李慧等，2024）[15]。

（2）对投资活动的影响

ESG 评级分歧会导致造血式扶贫投入降低，但输血式扶贫投入不变，导致企业在履行社会责任的过程中的机会主义行为（宋献中等，2025）[16]。ESG 评级的不确定性会导致更高的市场风险，降低投资者的投资意愿（Avramov et al, 2022；赵丽和路一帆，2024）[17][18]。ESG 评级差异能够缩短企业的债务期限，减少企业的长期贷款，从而加剧企业投融资期限错配程度，加剧债券违约风险（毕茜和孙艳，2024）[14]，不利于企业高质量发展（李晓艳等，2024）[20]。ESG 评级分歧对企业创新投入也有影响。ESG 评级分歧会抑制企业创新活动（董聪等，2024；Li, L. et al, 2024）[21][22]，如 ESG 评级不确定性导致企业绿色创新数量象征性提高，绿色创新质量实质性下降，进而使得绿色创新存在“泡沫”（李清和陈琳，2024；Geng et al, 2024）[23][24]。由于分歧而失去企业可持续性信号会导致不利的经济后果，从而降低绿色创新的动机。并且当企业面临较差的信息披露、较高的信息不对称和较大的信息不确定性时，其对创新的负面影响更为明显（Zhu et al, 2025）[25]。

（3）对企业表现的影响

首先，ESG 评级分歧提升了企业市场价值，导致企业拥有更高的市场发展能力（陈鹏程等，2024）[26]，但也有研究发现 ESG 评级分歧会显著抑制企业价值，存在价值减损效应（杨志豪和王茂斌，2025）[27]。其次，ESG 评级分歧还会影响企业股价表现。ESG 评级分歧会增加普通股同步收益波动，这种关系是由投资者的注意力和噪音交易驱动的（Liu et al, 2024）[28]，ESG 评级分歧可能导致投资者情绪下降，进而导致股票回报下降（Wang et al, 2024），但也有研究发现 ESG 评级分歧能提高股票收益（Zeng et al, 2025）[30]。ESG 评级分歧通过提升了企业经营风险（赵丽和路一帆，2024；于鹏等，2024）[18][31]，降低了市场正面预期，进而导致股票流动性下降（李晓艳等，2023）[20]；ESG 评级分歧还会提高

股价同步性（刘向强等，2023；陈宏韬等，2025；Wang et al, 2024；Hu et al, 2024）[33][34][35][36]。另外，ESG分歧会通过增加媒体关注导致股价崩盘风险降低（Dong et al, 2024）[37]。除此之外，ESG评级分歧通过加剧信息不对称与融资约束显著影响企业信用评级调整（黄晓薇等，2025）[38]，导致企业预测能力下降（Serafeim & Yoon, 2023）[39]。ESG评级分歧还会提升公司自愿性信息披露水平（李慧等，2024；于鹏等，2024）[15][31]。ESG评级分歧增加了管理者的市场压力，从而显著加剧了管理层基调操纵的程度，并且在ESG评级不一致的情况下，管理层基调操纵显著增加了上市公司股价崩盘的风险（Chen & Wang, 2025）[40]。ESG评级差异与数字化转型降低相关，其中技术创新和融资约束是两种机制（Guo et al, 2024）[41]。

（2）对审计的影响

ESG评级分歧越大，企业的审计风险溢价越高（周泽将等，2023）[11]，增加了审计师发布修改审计意见的概率，操作风险和重大错报风险在ESG评级分歧与审计意见之间起中介作用（Zhang, C. et al, 2024）[42]，导致审计费用的提高（徐素波等，2024）[43]。

2 企业融资的影响因素研究

（1）数字化转型

数字化审计技术可以降低融资成本，提升企业的融资能力，缓解了企业融资约束（何瑛等，2024；李晓溪等，2024；舒伟和陈颖，2024）[44][45][46]。企业数字化采购通过供应链效率提升促进商业信用融资规模（许江波等，2024）[47]。

（2）宏观环境与政策

煤炭价格冲击与新能源业务扩张叠加会加剧企业融资约束，尤其对传统能源行业形成双重压力（杜克锐等，2024）[48]。台风灾害等极端事件则通过改变银行风险行为，短期内收紧信贷供给（吕勇斌等，2024）[49]。汇率政策不确定性通过外币贷款风险溢价影响企业信贷融资规模（孟为和姜国华，2023）[50]。增值税留抵退税政策通过改善企业现金流缓解融资约束（岳树民和肖春明，2023）[51]。排污许可监管通过环境政策约束影响企业信贷融资可得性（俞中等，2025）[52]。分类监管政策通过地方融资平台绩效评估影响平台债务融资能力（方嘉宇和陆毅，2024）[53]。绿色信贷政策通过信贷资源配置导向影响企业债务融资规模与成本（郭俊杰和方颖，2023）[54]。债信政策不确定性通过市场预期波动影响公共性金融机构债券融资成本（王可第和徐佳君，2023）[55]。政府监管与环境治理力度通过绿色债券信用背书降低企业融资成本（张小茜和王志伟，2023）[56]。地方产业政策通过产业扶持与资源倾斜影响企业债券融资成本（刘若鸿和黄玖立，2023）[57]。同业监管强度通过抑制资金空转改善小微企业融资可得性（郭晔等，2023）[58]。

（3）金融市场与环境

信贷冲击通过融资约束传导加剧企业债务融资风险（荆中博等，2025）[59]。银行竞争与卖空机制通过市场竞争与监督效应缓解企业融资约束（徐枫等，2024）[60]。股票与债务市场跨市场联动通过中小股东监督机制影响企业债务融资成本（赵瑞瑞等，2023）[61]。

3 ESG 评级分歧对企业融资的影响研究

ESG 评级分歧会加剧投资者的有限关注约束程度,促使其更加集中于市场信息的获取导致市场信息恶化,加剧信息不对称程度,提高债券信用利差(王垒等,2024[62])。ESG 评级分歧通过降低企业经营风险和投资者与企业之间的信息不对称降低权益资本成本(Li et al, 2024) [13]。ESG 评级分歧较高的企业有着更高的债务资本成本,但尽管评级分歧使企业债务资本成本增加(Guo et al, 2024) [41],但由于该分歧同时增加了权益融资成本,故企业债务融资比例不降反升(张云齐等,2023) [5]。但也有研究发现 ESG 评级分歧通过倒逼企业提高 ESG 信息披露质量、绿色创新水平以及引起分析师关注度降低债务融资成本(陈鹏程等,2024) [26]。当 ESG 评级分歧较大时,由于上市公司的可持续发展存在更高的不确定性,阻碍公司的外部融资渠道,使得上市公司更多选择内部融资,并且累计超额收益率和收益波动率会更高(Christensen et al, 2022) [10]。另外,ESG 评级分歧会通过降低企业的抗风险能力、减少外部监督、削弱声誉效应和降低信息透明度等途径,抑制企业的商业信用融资(毕茜和孙艳,2025) [19],还会进一步降低企业研发投入和固定资产投资,不利于企业“脱虚向实”、提高长期竞争力(李慧等,2024) [15]。ESG 评级差异能够缩短企业的债务期限,减少企业的长期贷款,从而加剧企业投融资期限错配程度,加剧债券违约风险(毕茜和孙艳,2024) [19],不利于企业高质量发展(李晓艳等,2024) [32]。

参考文献

- [1]冯钰婷,郭雪萌,曾晓亮. ESG 信息披露与 ESG 评级分歧:众口一词还是莫衷一是?——兼论中国 ESG 的制度规范[J]. 会计研究, 2024, (01):4963.
- [2]周泽将,丁晓娟,伞子瑶. ESG 评级分歧与审计风险溢价[J]. 审计研究, 2023, (06):72-83.
- [3]马文杰,余伯健. 企业所有权属性与中外 ESG 评级分歧[J]. 财经研究, 2023, 49(06):124-136.
- [4]李慧云,刘倩颖,郑鸿锐,等. ESG 评级异曲同工吗?——基于成就导向与风险导向的 ESG 评级比较研究[J]. 会计研究, 2024, (05):66-82.
- [5]张云齐,杨溟宇,张笑语. ESG 评级分歧与债务资本成本[J]. 金融评论, 2023, 15(04):22-43+124.
- [6]Wang, X., & Liu, Q. (2024). Information disclosure and ESG rating disagreement: Evidence from green bond issuance in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 85, 102350.
- [7]Kimbrough, M. D., Wang, X., Wei, S., & Zhang, J. (2024). Does Voluntary ESG Reporting Resolve Disagreement among ESG Rating Agencies? *European Accounting Review*, 33(1), 15 - 47.
- [8]Li, X., Lou, Y., & Zhang, L. (2024). Do Commercial Ties Influence ESG Ratings? Evidence from Moody's and S&P. *Journal of Accounting Research*, 62(5), 1901-1940.
- [9]Liu X, Liu J, Liu J, Zhai Q. Can investor-firm interactions mitigate ESG rating divergence? Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*. 2024 Nov 1;96:103612.
- [10]Christensen, D. M., Serafeim, G., & Sikochi, A. (2022). Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings. *The Accounting Review*, 97(1), 147 - 175.
- [11]周泽将,谷文菁,伞子瑶. ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性 [J]. 中国软科学, 2023, (10):164-176.
- [12]赵云辉,孙源,冯泰文,等. 供应商 ESG 评级分歧何以影响企业运营韧性 [J]. 中国工业经济, 2024,

(11): 174-192.

[13] Li, Y., Zhao, Y., Ye, C., Li, X., & Tao, Y. (2024). ESG ratings and the cost of equity capital in China. *Energy Economics*, 136, 107685.

[14] 毕茜, 孙艳. ESG 评级差异与商业信用融资——基于我国 A 股上市公司的经验证据[J/OL]. 南方金融, 1-17[2025-01-10].

[15] 李慧, 陈科任, 庞宇. ESG 评级分歧与商业信用融资[J]. 南方金融, 2024, (02): 56-70.

[16] 宋献中, 李双怡, 潘婧. ESG 评级分歧对企业社会责任行为的影响: 来自精准扶贫的证据[J/OL]. 西安交通大学学报(社会科学版), 1-18[2025-01-10].

[17] Avramov, D., Cheng, S., Lioui, A., & Tarelli, A. (2022). Sustainable investing with ESG rating uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 145, 642-664.

[18] 赵丽, 路一帆. ESG 评级分歧与企业经营风险[J]. 技术经济, 2024, 43 (07): 98-109.

[19] 毕茜, 孙艳. ESG 评级差异与投融资期限错配[J]. 上海金融, 2024, (03): 68-79.

[20] 李晓艳, 梁日新, 吴秋生. ESG 评级如何影响企业投融资期限错配——基于 ESG 不确定性的视角 [J]. 南开管理评论, 2024, 27 (09): 173-184+196.

[21] 董聪, 董秀成, 蒋庆哲, 等. ESG 评级分歧对上市公司绿色创新的影响及作用机制[J]. 中国人口·资源与环境, 2024, 34 (08): 103-113.

[22] Li, L., Zhang, D., & Li, R. (2024). ESG rating disagreement and corporate innovation: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 62 (A), 105096.

[23] 李清, 陈琳. ESG 评级不确定性对企业绿色创新的影响研究[J]. 管理学报, 2024, 21 (12): 1820-1829.

[24] Geng Y, Chen J, Liu R. ESG rating disagreement and corporate green innovation bubbles: Evidence from Chinese A-share listed firms. *International Review of Financial Analysis*. 2024 Oct 1;95:103495.

[25] Zhu, Jialei, et al. "Does ESG rating disagreement impede corporate green innovation?." *Global Finance Journal* 64 (2025): 101068.

[26] 陈鹏程, 李智, 何奇龙. ESG 评级分歧一定带来负面影响吗?——基于债务融资成本的视角[J]. 技术经济, 2024, 43 (05): 117-136.

[27] 杨志豪, 王茂斌. ESG 评级分歧的企业价值减损效应——来自中国 A 股上市公司的证据[J/OL]. 南方金融, 1-14[2025-01-10].

[28] Liu X, Yang Q, Wei K, Dai PF. ESG rating disagreement and idiosyncratic return volatility: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*. 2024 Jun 1;70:102368.

[29] Wang J, Wang S, Dong M, Wang H. ESG rating disagreement and stock returns: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*. 2024 Jan 1;91:103043.

[30] Zeng Q, Xu Y, Hao M, Gao M. ESG rating disagreement, volatility, and stock returns. *Finance Research Letters*. 2025 Feb 1;72:106602.

[31] 于鹏, 樊益中, 李晓艳, 等. 企业 ESG 评级结果分歧与审计师风险应对——基于异常审计费用与审计团队变更的视角[J]. 当代财经, 2024, (06): 139-152.

[32] 李晓艳, 梁日新, 李英. ESG 影响股票流动性吗? ——基于 ESG 评级和评级分歧的双重视角[J]. 国际金融研究, 2023, (11): 75-86.

[33] 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, (08): 108-120.

[34] 陈宏韬, 殷海锋, 张天舒, 等. ESG 评级分歧影响资本市场定价效率吗? ——基于上市公司股价同步性的研究[J/OL]. 财经研究, 1-17[2025-01-10].

[35] Wang, J., Wang, S., Dong, M., & Wang, H. (2024). ESG rating disagreement and stock returns:

- Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 91.
- [36] Hu K, Li X, Li Z. Effect of ESG rating disagreement on stock price informativeness: Empirical evidence from China's capital market. *International Review of Financial Analysis*. 2024 Nov 1;96:103651.
- [37] Dong, M., Li, M., Wang, H., & Pang, Y. (2024). ESG Disagreement and Stock Price Crash Risk: Evidence from China. *Asia-Pacific Financial Markets*.
- [38] 黄晓薇, 安小雪, 吕文明. ESG 评级分歧影响了企业信用评级吗? [J/OL]. *金融经济学研究*, 1-17[2025-01-10].
- [39] Serafeim, G., & Yoon, A. (2023). Stock price reactions to ESG news: the role of ESG ratings and disagreement. *Review of Accounting Studies*, 28(4), 1500-1530.
- [40] Chen H, Wang Z. Does ESG rating disagreement affect management tone manipulation?. *International Review of Financial Analysis*. 2025 May 1;101:104039.
- [41] Guo K, Bian Y, Zhang D, Ji Q. ESG performance and corporate external financing in China: The role of rating disagreement. *Research in International Business and Finance*. 2024 Apr 1;69:102236.
- [42] Zhang, C., Zha, Q., Sun, X., & Chen, L. (2024). Does ESG rating disagreement affect audit opinions? *International Review of Economics and Finance*, 96, 103659.
- [43] 徐素波, 赵艳荣, 张弘. ESG 评级分歧对审计费用的影响研究[J]. *科学决策*, 2024, (10):55-75.
- [44] 何瑛, 陈丽丽, 杜亚光. 数据资产化能否缓解“专精特新”中小企业融资约束[J]. *中国工业经济*, 2024, (08):154-173.
- [45] 李晓溪, 钟勃儿, 杨国超. 商业银行数字化转型、信息成本与企业融资约束[J]. *会计研究*, 2024, (11):79-91.
- [46] 舒伟, 陈颖. 数字化转型与企业商业信用融资行为研究[J]. *会计研究*, 2024, (01):79-93.
- [47] 许江波, 武斌, 卿小权. 企业数字化采购如何影响商业信用融资[J]. *财贸经济*, 2024, 45(12):89-106.
- [48] 杜克锐, 李旻旻, 王思泉, 等. 煤炭价格冲击与新能源业务扩张叠加下的企业融资约束[J]. *经济研究*, 2024, 59(12):4-20.
- [49] 吕勇斌, 李志生, 郭懿晨. 逆风前行: 台风灾害与银行风险行为[J]. *金融研究*, 2024, (01):19-37.
- [50] 孟为, 姜国华. 汇率政策不确定性与企业信贷融资: 基于外币贷款视角[J]. *世界经济*, 2023, 46(03):31-62.
- [51] 岳树民, 肖春明. 增值税留抵退税能够缓解企业融资约束吗——基于现金-现金流敏感性的实证证据[J]. *财贸经济*, 2023, 44(01):51-67.
- [52] 俞中, 佟孟华, 赵江山. 排污许可监管、绿色金融创新与企业信贷融资[J/OL]. *世界经济*, 2025, (05):89-127[2025-05-30].
- [53] 方嘉宇, 陆毅. 分类监管政策与地方融资平台绩效——来自融资平台退出名单制管理系统的经验证据[J]. *金融研究*, 2024, (04):75-93.
- [54] 郭俊杰, 方颖. 绿色信贷政策、信贷歧视与企业债务融资[J]. *经济学(季刊)*, 2023, 23(06):2231-2246.
- [55] 王可第, 徐佳君. 债信政策不确定性何以影响公共性发展金融机构的债券融资?——来自中国国家开发银行的证据[J]. *经济学(季刊)*, 2023, 23(06):2437-2453.
- [56] 张小茜, 王志伟. 绿色债券有利于降低企业融资成本吗——来自政府监管和环境治理的视角[J]. *金融研究*, 2023, (09):94-111.
- [57] 刘若鸿, 黄玖立. 地方产业政策与债券融资成本[J]. *中国工业经济*, 2023, (06):118-136.
- [58] 郭晔, 姚若琪, 熊鹭. 同业监管、资金空转与小微企业融资[J]. *金融研究*, 2023, (04):74-91.
- [59] 荆中博, 齐立瑶, 刘志东. 信贷冲击、融资约束与企业风险: 基于金融摩擦理论的分析[J]. *世界经*

济, 2025, 48 (03) : 207-232.

[60] 徐枫, 吕纤, 郑耀东. 银行竞争、卖空机制与企业融资约束[J]. 金融研究, 2024, (06) : 132-150.

[61] 赵瑞瑞, 陈运森, 孙迎秋. 股票与债务市场的跨市场联动: 中小股东私人实施机制对企业债务融资的影响[J]. 财贸经济, 2023, 44 (12) : 48-64.

[62] 王垒, 刘青德, 李宽. ESG 评级分歧与公司债券定价: 信息挖掘还是信息恶化[J]. 国际金融研究, 2024, (03) : 87-96.

Research on the Impact of ESG Rating Disagreement on Corporate Financing

JianSini

(Author address, City / Province, Postal Code)

Abstract: This paper systematically reviews the literature on ESG rating disagreement and its impact on corporate financing. It defines and measures ESG rating disagreement, analyzes its influencing factors and economic consequences, sorts out the determinants of corporate financing, and focuses on the mechanism and empirical evidence of how ESG rating disagreement affects corporate financing. The review finds that ESG rating disagreement mainly affects corporate financing through information asymmetry, financing constraints, capital cost, debt maturity structure, and trade credit financing channels, with both negative and partially positive effects in different scenarios.

Keywords: ESG rating disagreement; corporate financing; financing constraints; cost of capital; information asymmetry