

ESG表现是否促进了中国企业的OFDI?

——基于2009~2022年A股上市公司的经验证据

张光斌

江苏大学财经学院, 江苏 镇江

收稿日期: 2024年12月19日; 录用日期: 2025年1月16日; 发布日期: 2025年2月25日

摘要

“逆全球化”趋势以及全球贸易摩擦的加剧对OFDI产生了深刻影响。环境、社会和治理(ESG)表现的提升可能成为企业开展对外直接投资的新型竞争优势。文章选取2009~2022年中国A股上市公司数据, 实证分析ESG对中国企业OFDI的影响及其作用机制。研究发现, 良好的ESG表现能够促进中国企业的OFDI; 机制分析表明, ESG表现通过缓解融资约束、促进绿色创新来推动企业的OFDI; 异质性分析表明, 非国有企业、重污染企业的ESG表现对OFDI的提升作用更大, 而这种促进作用在绿地投资模式更为显著。研究结果对推动中国企业积极践行ESG理念, 开展负责任的国际投资, 增强国际竞争能力具有重要意义。

关键词

ESG, OFDI, 融资约束, 绿色创新

Does ESG Performance Promote OFDI of Chinese Companies?

—Empirical Evidence Based on A-Share Listed Companies from 2009 to 2022

Guangbin Zhang

School of Finance and Economics, Jiangsu University, Zhenjiang Jiangsu

Received: Dec. 19th, 2024; accepted: Jan. 16th, 2025; published: Feb. 25th, 2025

Abstract

The “anti-globalization” trend and the intensification of global trade friction have had a profound

impact on OFDI. Improved environmental, social and governance (ESG) performance may become a new competitive advantage for companies conducting foreign direct investments. This article selects data from China's A-share listed companies from 2009 to 2022 to empirically analyze the impact of ESG on OFDI of Chinese companies and its mechanism. The study found that good ESG performance can promote OFDI of Chinese companies; mechanism analysis shows that ESG performance promotes OFDI of companies by easing financing constraints and promoting green innovation; The heterogeneity analysis indicates that the ESG performance of non-state-owned enterprises and heavily polluting enterprises exerts a greater enhancing effect on OFDI, and this promoting effect is more pronounced in the greenfield investment mode. The research results are of great significance in promoting Chinese enterprises to actively practice ESG concepts, carry out responsible international investments, and enhance international competitiveness.

Keywords

ESG, OFDI, Financing Constraints, Green Innovation

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

对外直接投资作为中国企业“走出去”获取更大发展机会的重要方式，为中国企业带来了众多发展机遇。《中国对外直接投资统计公报》显示，2023年中国对外直接投资流量达1772.9亿美元，连续12年列全球前三名，连续八年占全球份额超过一成。然而，随着“逆全球化”趋势以及全球贸易摩擦的加剧，中国投资遭受的非议也愈发严重。一些人认为，中国企业进行投资的目的是为了获取当地的自然资源、转移国内落后产能，对当地环境和社会造成了严重破坏。更有甚者将企业投资行为与国家政治安全等问题掺杂到一起，中国投资面临严重的合法性危机。与此同时，ESG理念的兴起为企业展示负责任的形象，创造国际竞争新优势提供了新的思路。E (Environment, 环境)、S (Social, 社会)和G (Governance, 治理)是指企业在经营过程中关注环境、社会 and 治理三方面因素，舍弃“利润至上”的传统理念，转而综合考虑企业的盈利、环境和社会责任，是衡量企业可持续发展的重要工具。2024年5月1日沪深北三大交易所正式实施《上市公司可持续发展报告指引》，5月27日财政部发布《企业可持续披露准则——基本准则(征求意见稿)》，标志着我国可持续披露准则体系建设迈入统一阶段。对于国际化企业来说，将ESG因素纳入到经营管理中，不仅是进军海外市场的“敲门砖”和“压舱石”，更是实现企业高质量发展的必然选择。为此，必须深刻认识ESG的紧迫性和重要性，提升自身ESG价值体系，为企业进行对外直接投资参与国际竞争培育新的可持续性竞争优势。

目前，学术界针对企业ESG表现所产生的经济后果的研究，主要聚焦于企业在国内的经济行为层面。大多数学者认为，ESG表现可以降低企业的融资成本[1][2]，促进企业创新[3]，降低企业的风险[4][5]，提升企业绩效和企业价值[6][7]。也有学者认为ESG表现会增加企业成本，难以带来资金回报，影响企业发展。综合现有文献可以发现，对于企业在国外的经济行为相关问题的研究依旧不足，部分学者研究得出，ESG表现可以帮助企业获得外部良好声誉[8]，提高供应链话语权[9]，提升企业的海外收益[10][11]，推动企业的“走出去”[12]。仅有个别文献直接论证了ESG表现与OFDI的关系[13]。此外，关于企业OFDI影响因素的研究也大多从企业生产率[14]、融资约束[15]等传统视角展开，鲜有学者从ESG视角探讨其对企

业 OFDI 的经济影响,更缺乏对其作用机制的深入论证。那么,ESG 表现与企业 OFDI 的关系究竟如何?如果有关系其作用机制又是什么?进一步地,当企业特质不同时,这种关系是否会发生变化?厘清这些问题对中国跨国企业适应新的竞争形势,践行 ESG 理念,促进对外直接投资,实现可持续发展具有重要意义。

鉴于此,本文重点分析 ESG 表现对企业 OFDI 的影响。同时,选取 2009~2022 年中国 A 股上市公司财务数据,选择华证 ESG 评级数据衡量企业 ESG 表现,将 FDI Markets 绿地投资数据库和 Zephyr 跨国并购数据库进行匹配获得企业完整的 OFDI 数据,实证研究 ESG 表现对企业 OFDI 的影响。进一步地,本文还从融资约束和绿色创新两个角度检验了潜在的作用机制。

本文的边际贡献在于:第一,将 ESG 表现与企业 OFDI 联系起来,丰富了 ESG 表现在国外的经济后果以及 OFDI 微观层面的影响因素研究。第二,通过匹配多个权威数据库得到的 OFDI 数据集,可以较为完整的刻画企业当年的 OFDI 活动,经验证据可信度较高。第三,从融资约束和绿色创新两个角度揭示了 ESG 表现对企业 OFDI 的影响机制,并且根据企业类型、投资模式进行异质性分析,探究 ESG 表现对不同类型企业的对外直接投资模式是否存在差异。研究结论对推动中国企业积极践行 ESG 理念,开展负责任的国际投资具有重要意义。

2. 理论分析与研究假说

(一) 企业 ESG 表现与 OFDI

过去,股东至上理论曾风靡一时,有学者主张企业唯一的社会责任就是增加私人利润[16],对于跨国公司而言,对外直接投资是其实现自身利润最大化的主要手段之一。然而,随着气候变化等诸多社会问题日益突出,以利润最大化为导向的企业投资饱受诘难。一方面,一些企业迫于母国的环保压力将污染性经营活动转移到东道国,给母国其他企业的投资形象造成严重冲击,加剧企业经营合法性难题。另一方面,随着责任投资观念的传播,东道国内部的社会责任诉求激增。越来越多的中国企业被建议应该加强环保、教育等方面的投资,帮助当地企业和社会的可持续发展等,而不负责任的企业将极有可能陷入经营困境。

ESG 是指企业在经营过程中舍弃“利润至上”的传统理念,转而综合考虑企业的盈利、环境和社会责任,满足股东、消费者、供应商、政府等利益相关者的诉求,实现可持续发展。ESG 的兴起为企业展示负责任的形象,创造国际竞争新优势提供了新的思路。其根源在于:第一,良好的 ESG 表现可以帮助企业构建新的资产格局。一方面,对可持续发展的需求日益影响公众的投资和消费决策,公众更愿意将资金投入 ESG 表现良好的企业[17],也会更倾向于购买其产品[4]。同时 ESG 优势可以通过良好的声誉进而减少信息不对称等提升金融机构提供长期贷款的意愿[18],缓解企业的融资约束。另一方面,ESG 优势可以使企业加大研发投入,促进绿色创新[19]。产品和工艺的绿色升级可以拓展企业的生产边界,促进出口[20],无论是政府的税收优惠还是市场的资源倾斜,其潜在的红利都会激励企业进行更多的绿色创新,从而提高对外直接投资的效率和规模,获得垄断利润。如果企业做出违反 ESG 的行为,其公信力就会大打折扣,从而使其很难在东道国立足。综上,本文提出以下假说:

假说 1: 良好的 ESG 表现可以促进企业的 OFDI。

(二) 企业 ESG 表现、融资约束与 OFDI

融资约束是企业 OFDI 的重要阻碍因素。相较于国内投资,对外直接投资所需资金量大、沉默成本高、回收周期长,投资的风险大且收益不确定性较高,时刻考验着企业资金的稳定性。同时由于企业与投资者之间的信息不对称问题,金融机构对企业的偿债能力表示担忧,进一步降低了其借贷意愿,严重限制了企业的资金来源。并且由于金融市场的不完善,这种限制作用会更大[15]。因此,如何缓解融资约

束,是企业 OFDI 必须考虑的问题。

既有研究已经发现,企业具有良好的 ESG 表现会吸引更多地债权人和金融机构的青睐,从而能够帮助企业缓解融资约束问题[2][18]。首先,企业 ESG 表现作为一种非财务范畴的信息披露形式,可以向债权人和金融机构展示负责任的企业形象,降低他们之间的信息不对称程度,从而使企业更方便获得外部融资[2][21]。其次,ESG 表现较好的企业受到的外部关注和监督更多,其产品、财务等信息披露的质量会更高,如果出现产品安全、财务造假等问题,该企业的业务和公信力会一落千丈,债权人也会考虑对其终止放贷。最后,具备 ESG 优势的企业会维护内外部利益相关者的合法性权益。一方面可以缓解企业内部委托代理问题,提升整体运营效率;另一方面还可以减少外部政府、银行等机构的信息搜寻和监督成本,降低潜在违约风险,从而全方位改善内外部融资环境。综上,本文提出以下假说:

假说 2:良好的 ESG 表现可以通过缓解融资约束推动企业的 OFDI。

(三) 企业 ESG 表现、绿色创新与 OFDI

绿色创新是指可以帮助改善环境的新的产品或服务、生产过程、营销方式、组织架构或制度安排等[22]。当企业遵循 ESG 理念将企业经营目标从利润最大化转移到实现所有者、管理者、员工、供应商、客户等之间的利益平衡,这实质上是重新整合企业的资源和关系网络,有助于提高企业的绿色创新水平[23]。在对外直接投资过程中,当跨国企业具备东道国企业所不具备的绿色创新能力时,就可以从中建立竞争优势,获得垄断收益。首先,具有 ESG 优势的企业通过加大绿色投入等促进产品和工艺的绿色创新,增强企业的绿色差异化竞争优势[19]。企业通过绿色创新可以满足日益增长的绿色产品和服务的需求,特别地,可以进入一些环保意识较强的国家,开辟新市场,从而有利于对外直接投资。其次,在环保压力日益增强的大环境下,企业通过绿色创新减少污染排放和能源消耗,提高企业整体运营效率,积极承担环保责任,可以取得外部环境规制的合法性和利益相关方的认可[24],进而有利于企业 OFDI 活动顺利进行。最后,通过绿色创新,企业可以树立负责任的企业形象,这将有助于获得债权人、银行、供应商、政府等利益相关者的关键性战略资源支持,无论是政府的政策支持还是市场的资源倾斜,其潜在的红利都将有助于提高 OFDI 的效率和规模。综上,本文提出以下假说:

假说 3:良好的 ESG 表现可以通过促进绿色创新推动企业的 OFDI。

3. 研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取 2009~2022 年中国 A 股上市公司为研究样本,数据来源包括 CSMAR 数据库、Wind 数据库、FDI Markets 绿地并购数据库、Zephyr 跨国并购数据库等。同时对数据进行如下处理:①剔除 ST、*ST 和关键变量缺失的公司;②剔除金融行业的公司;③对连续变量进行上下 1%的缩尾处理。

(二) 变量定义

1. 被解释变量

对外直接投资(LnOFDI)。对外直接投资数据包括绿地投资和跨国并购两部分。首先,将 FDI Markets 绿地投资数据库和 Zephyr 跨国并购数据库中的英文企业名称翻译成中文,然后与 CSMAR 数据库进行匹配,最后根据证券代码将绿地投资与跨国并购的数据归总,从而获得 2009~2022 年间企业完整的对外直接投资数据。

2. 核心解释变量

企业 ESG 表现(ESG)。借鉴现有文献的研究[13],采用华证 ESG 评级衡量企业的 ESG 表现,该评级已得到广泛认可和使用。将 ESG 评级 C-AAA 依次赋值 1~9,数值越大表示企业 ESG 表现越好。

3. 中介变量

融资约束(SA)。本文选取 SA 指数衡量企业的融资约束。在回归过程中,对 SA 指数取绝对值,即 SA 指数越大,融资约束越严重。

绿色创新(GI)。借鉴现有文献的研究[19],以企业绿色专利申请数加 1 的自然对数衡量的企业绿色创新。

4. 控制变量

参考现有文献[12][13],本文控制了企业规模(Size)、企业年龄(Age)、资产收益率(Roa)、资产负债率(Lev)、股权性质(SOE)、资本密集度(Capital)。

具体变量定义见表 1 所列。

Table 1. Variables and explanatory notes

表 1. 变量及解释性说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	对外直接投资	LnOFDI	根据 FDI Markets 绿地投资和 Zephyr 跨国并购数据库手工整理的数据 + 1 的自然对数
解释变量	ESG 表现	ESG	华证 ESG 评级数据
中介变量	融资约束	SA	SA 指数
	绿色创新	GI	Ln(1 + 企业绿色专利申请数)
控制变量	企业规模	Size	Ln(1 + 企业员工总数)
	企业年龄	Age	Ln(观测年度 - 企业成立年度 + 1)
	资产收益率	Roa	企业当年净利润/总资产
	资产负债率	Lev	企业当年负债总值/资产总值
	股权性质	SOE	国有企业赋值为 1, 反之为 0
	资本密集度	Capital	企业总资产/营业收入

(三) 模型设定

由于对外直接投资金额非负且左侧零值堆积,因此,本文选择左侧受限点为零的 Tobit 模型检验 ESG 表现对企业 OFDI 的影响。实证模型如下:

$$\text{Ln}(\text{OFDI}+1)_{it} = \begin{cases} 0, & y^* = 0 \\ \beta_0 + \beta_1 \text{ESG}_{it} + \beta_2 C_{it} + \lambda_t + \lambda_{\text{ind}} + \varepsilon_{it}, & y^* > 0 \end{cases}$$

其中, i 、 t 、 ind 分表代表企业、年份、行业。 $\text{Ln}(\text{OFDI}+1)_{it}$ 表示企业 i 在第 t 年的 OFDI 总额 + 1 的对数值, ESG_{it} 为企业 i 在第 t 年的 ESG 得分, C_{it} 为控制变量集, λ_t 和 λ_{ind} 分别是年份和行业固定效应, ε_{it} 为误差项, 并汇报企业层面的聚类稳健标准误。

(四) 描述性统计

表 2 报告了变量的描述性统计结果。全样本总量为 36632 个, 对外直接投资样本有 1370 个, 说明左侧零值堆积较多。ESG 的平均值约为 4, 接近 B 级, 说明 ESG 已受到企业重视。投资样本的 ESG 均值(4.457)高于全样本的 ESG 均值(4.143), 初步判断 ESG 与 OFDI 之间可能存在一定的正相关关系。

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

变量	全样本				对外直接投资企业样本			
	观测数	均值	标准差	中位数	观测数	均值	标准差	中位数
LnOFDI	36,632	0.120	0.710	0	1370	3.208	1.889	3.125
ESG	36,632	4.143	1.065	4	1370	4.457	1.096	5
SA	36,632	3.818	0.264	3.818	1370	3.720	0.300	3.752
GI	36,632	0.105	0.402	0	1370	0.312	0.722	0
Size	36,632	7.644	1.250	7.555	1370	8.961	1.437	8.961
Age	36,632	2.835	0.368	2.890	1370	2.811	0.366	2.862
Roa	36,632	0.0390	0.0618	0.0391	1370	0.0456	0.0539	0.0393
Lev	36,632	0.417	0.209	0.407	1370	0.507	0.184	0.530
SOE	36,632	0.357	0.479	0	1370	0.392	0.488	0
Capital	36,632	2.468	1.978	1.909	1370	1.931	1.424	1.565

4. 实证结果与分析

(一) 基准回归结果

表 3 汇报了基准回归结果。其中,列(1)为不加控制变量和固定效应的回归,ESG 系数为 0.955,在 1%水平上显著为正,初步证实 ESG 表现与企业 OFDI 的正相关关系。列(2)加入控制变量,回归系数仍然显著。(3)(4)列依次加入年份和行业固定效应,ESG 系数均在 1%水平上显著为正。以上结果表明,良好的 ESG 表现可以显著促进企业的 OFDI,假说 1 得到验证。

Table 3. Benchmark regression results
表 3. 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	LnOFDI	LnOFDI	LnOFDI	LnOFDI
ESG	0.955*** (0.135)	0.262** (0.112)	0.308*** (0.110)	0.306*** (0.111)
控制变量	否	是	是	是
年份固定效应	否	否	是	是
行业固定效应	否	否	否	是
<i>N</i>	36,632	36,632	36,632	36,632
pseudo <i>R</i> ²	0.007	0.091	0.101	0.134

注:***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著;括号内为企业层面的聚类稳健标准误。下表同。

(二) 内生性检验

1. 解释变量滞后一期

ESG 表现促进了企业的 OFDI,但进行 OFDI 的企业往往可以获取更多的经验和资源,运用到自身的 ESG 建设中,从而会影响对其的 ESG 评分。因此为缓解内生性干扰,本文将解释变量滞后一期重新进行

回归。表 4 列(1)结果显示, ESG_lag1 系数在 1%水平上显著为正。这表明, 在将解释变量滞后一期后, 良好的 ESG 表现仍然能显著促进企业的 OFDI, 假说 1 得到验证。

2. 工具变量检验

为进一步控制内生性干扰, 本文借鉴已有研究[13], 将企业被泛 ESG 基金持有的家数(FQ)和持股市值(FV)作为企业 ESG 表现的工具变量。回归过程中对 FQ 和 FV 均滞后一期, 并且将 FV 取对数值。表 4 (2)(3)列报告了工具变量第一阶段回归结果, 结果显示两个工具变量均显著为正, 满足了工具变量的相关性要求。而且其他检验也显示工具变量不存在不可识别问题和弱工具变量问题。表 4 (4)(5)列报告了工具变量第二阶段回归结果, ESG 系数均在 1%的水平上显著为正。因此可以得出, 良好的 ESG 表现可以促进企业的 OFDI, 假说 1 得到验证。

Table 4. Endogeneity test

表 4. 内生性检验

变量	解释变量滞后一期	工具变量第一阶段		工具变量第二阶段	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	LnOFDI	ESG	ESG	LnOFDI	LnOFDI
ESG_lag1	0.305*** (0.115)				
FQ_lag1		0.000*** (0.000)			
lnFV_lag1			0.013*** (0.001)		
ESG				5.298*** (0.745)	5.133*** (0.961)
控制变量	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是
LM 统计量		175.143			
CD-F 统计量		201.132			
KP-F 统计量		101.876			
N	31,441	28,512	28,512	28,512	28,512
pseudo R ²	0.132	0.060	0.062		

(三) 稳健性检验

1. 替换核心解释变量

不同评级机构可能因为评判标准不同出现评分结果偏差, 因此本文利用 WindESG 评级数据和商道融绿 ESG 评级数据重新进行回归, 结果见表 5 列(1)(2)。系数显著性没有改变, 验证了研究结论的稳健性。

2. 剔除特殊样本

首先, 考虑到投资目的地的干扰, 将位于“避税天堂”的投资样本剔除。其次, 为避免高污染行业的

影响,又将归属采矿业的企业剔除。最后,考虑到突发公共卫生事件对企业 OFDI 的影响,将 2020~2021 年的样本剔除。重新回归结果见表 5 列(3) (4) (5),再次证明了研究结论的稳健性。

3. 调整固定效应

针对可能存在的模型设定偏误,本文加入了省份层面的固定效应。回归结果见表 5 列(6),检验结果依然证明了研究结论的稳健性。

Table 5. Robustness test

表 5. 稳健性检验

变量	替换 WindESG	替换商道融绿 ESG	剔除避税天堂	剔除采矿业	剔除 2020 和 2021 年	调整固定效应
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	LnOFDI	LnOFDI	LnOFDI	LnOFDI	LnOFDI	LnOFDI
WindESG	0.460*** (0.126)					
商道融绿 ESG		0.577*** (0.156)				
ESG			0.342*** (0.112)	0.285** (0.112)	0.317** (0.126)	0.257** (0.105)
控制变量	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
省份固定效应	否	否	否	否	否	是
N	18,428	8,541	36,584	35,783	28,994	36,632
pseudo R ²	0.149	0.199	0.135	0.130	0.132	0.142

5. 进一步分析

(一) 中介效应检验

前文理论分析表明,ESG 表现可以缓解融资约束和促进绿色创新,进而促进企业的 OFDI。本文采用现有文献[25]的建议,重点关注 ESG 表现对这两条路径的影响,并建立中介效应模型如下进行作用机制检验:

$$M_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 C_{it} + \lambda_{ind,t} + \varepsilon_{it}$$

其中 M_{it} 表示中介变量,包括融资约束(FC)和绿色创新(GI)。ESG_{it} 为企业 i 在第 t 年的 ESG 总得分, C_{it} 为控制变量集, $\lambda_{ind,t}$ 为行业、时间固定效应, ε_{it} 为误差项,并汇报企业层面的聚类稳健标准误。

1. 融资约束

ESG 表现出色的企业可以通过降低与外部投资者之间的信息不对称程度,减少监管成本,改善内外部融资环境,进而缓解企业的融资约束,为企业 OFDI 提供资金支持。表 6 列(1)检验结果发现 ESG 系数显著为负,表示良好的 ESG 表现可以显著缓解企业的融资约束。因此可以证实,良好的 ESG 表现可以

通过缓解融资约束促进企业的 OFDI，假说 2 得到验证。

2. 绿色创新

ESG 表现通过促进绿色创新，构筑绿色竞争优势，获得外部环境规制合法性认可，进而可以保障企业对外直接投资活动的顺利进行。表 6 列(2)报告了相应估计结果，可以发现 ESG 系数在 1%的水平上显著为正。通过绿色创新，企业可以满足绿色产品和服务的需求，不断巩固现有市场竞争优势，并可以进入一些环保意识较强的国家，开辟新市场，获得新资源，进而推动企业的 OFDI。综上，良好的 ESG 表现可以通过促进绿色创新推动企业的 OFDI，假说 3 得到验证。

Table 6. Test on the mechanism of action

表 6. 作用机制检验

变量	机制 1 融资约束	机制 2 绿色创新
	(1)	(2)
	SA	GI
ESG	-0.011*** (0.002)	0.027*** (0.003)
控制变量	是	是
时间固定效应	是	是
行业固定效应	是	是
<i>N</i>	36,632	36,632
pseudo <i>R</i> ²	7.565	0.118

(二) 异质性分析

1. 基于企业类型的异质性分析

为了考察 ESG 对不同企业的影响，本文根据产权性质将企业分为国有和非国有企业，根据企业所属行业分为重污染和非重污染企业。分组回归结果见表 7，其中，第(1)(2)列比较了国有和非国有企业，可以发现只有在非国有企业组中，ESG 表现才会显著促进 OFDI。究其原因可能是，国有企业因其特殊的地位及所有权优势，更易获得资金及政策支持，对 ESG 作用的需求并不强烈。相反，对于非国有企业而言，ESG 的独特优势可以帮助企业获取更多地资源和成长空间，从而更好的推动企业的对外直接投资活动。第(3)(4)列比较了重污染和非重污染企业，可以发现 ESG 表现对重污染企业 OFDI 的促进效果更佳。对此不难理解，重污染企业受到更严格的环保关注，ESG 的提高可以帮助企业符合东道国环境规制要求，降低环保敏感度，进而可以保障 OFDI 的顺利进行。

2. 基于投资模式的异质性分析

绿地投资和跨国并购是企业进行 OFDI 的两种不同模式。根据表 7 列(5)(6)回归结果可以发现，绿地投资的 ESG 系数显著为正，而跨国并购的系数不显著，说明良好的 ESG 表现会使企业倾向于选择绿地投资模式。原因可能是，在跨国并购中，由于整合过程不确定性较高，并购方可能会继承被并购企业的一些潜在 ESG 风险，给企业带来额外的成本的合法性难题。相比之下，绿地投资可以充分发挥企业内部协同效应，将负责任的形象传递给利益相关者，从而帮助企业获得当地合法性支持，提高市场认可度。

Table 7. Heterogeneity analysis
表 7. 异质性分析

变量	国有企业	非国有企业	重污染企业	非重污染企业	绿地投资	跨国并购
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	LnOFDI	LnOFDI	LnOFDI	LnOFDI	绿地	并购
ESG	0.276 (0.213)	0.363*** (0.110)	0.520** (0.212)	0.245* (0.126)	0.074*** (0.020)	0.001 (0.026)
控制变量	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	13,066	23,566	10,734	25,898	35,487	33,744
pseudo <i>R</i> ²	0.178	0.121	0.122	0.140	0.229	0.093

6. 结论与启示

近年来，随着绿色发展观念在世界范围内的广泛传播，负责任的投资已引起各界的关注，以 ESG 理念为核心的新型竞争优势对企业的 OFDI 显得愈发重要。本文选取 2009~2022 年中国 A 股上市公司为研究样本，实证检验了 ESG 表现对企业 OFDI 的影响。研究表明：① 良好的 ESG 表现能够促进中国企业的 OFDI。② 机制分析表明，ESG 表现通过缓解融资约束、促进绿色创新来推动企业的 OFDI。③ 异质性分析表明，非国有企业、重污染企业的 ESG 表现对 OFDI 的提升作用更大，而这种促进作用在绿地投资模式更为显著。研究结果对推动中国企业积极践行 ESG 理念，开展负责任的国际投资，增强国际竞争能力具有重要意义。

基于上述研究论文，本文提出以下政策启示：

第一，企业应该重视 ESG 的作用，培育 ESG 优势，为对外直接投资创造有利条件。通过高质量的信息披露，向外界传递负责任的企业形象，聚集支撑对外直接投资活动的关键资源，缓解资金紧张。高污染企业不断增强绿色创新能力，开发绿色产品和服务，跨过绿色壁垒，实现经济效益和社会效益的平衡。积极承担社会责任，维护东道国利益相关者合法性权益，克服来源国劣势带来的投资难题，拓展海外市场，树立国际竞争新优势。

第二，政府及监管机构应该加强支持和引导，帮助企业 ESG 实践。与国际 ESG 实践接轨，引进先进方法和人才，制定统一的信息披露标准，出台相关政策法规，加大企业“漂绿”惩罚力度。同时，对 ESG 表现良好的企业提供补贴和税收优惠等，激励企业提升 ESG 表现。通过内外部环境的引导，促进中国 ESG 实践的发展，提升国家投资者形象，突破发展瓶颈。

第三，金融机构等投资者应将可持续发展因素纳入投资决策中，关注企业的 ESG 等非财务数据表现。在政策引导下不断完善金融制度，提高金融效率，为 ESG 表现出色的企业提供低息贷款等，为其出海保驾护航。同时，加强 ESG 基金的统筹管理，监管资金落实到实处，防止与企业“漂绿”行为勾结，为社会绿色可持续发展提供助力。

参考文献

- [1] Ng, A.C. and Rezaee, Z. (2015) Business Sustainability Performance and Cost of Equity Capital. *Journal of Corporate Finance*, 34, 128-149. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.003>
- [2] 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.

- [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] Albuquerque, R., Koskinen, Y. and Zhang, C. (2019) Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence. *Management Science*, **65**, 4451-4469. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043>
- [5] Yuan, X., Li, Z., Xu, J. and Shang, L. (2022) ESG Disclosure and Corporate Financial Irregularities—Evidence from Chinese Listed Firms. *Journal of Cleaner Production*, **332**, Article ID: 129992. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.129992>
- [6] 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>
- [7] 王波, 杨茂佳. ESG 表现对企业价值的影响机制研究——来自我国 A 股上市公司的经验证据[J]. 软科学, 2022, 36(6): 78-84.
- [8] 孙慧, 祝树森, 张贤峰. ESG 表现、公司透明度与企业声誉[J]. 软科学, 2023, 37(12): 115-121.
- [9] 李颖, 吴彦辰, 田祥宇. 企业 ESG 表现与供应链话语权[J]. 财经研究, 2023, 49(8): 153-168.
- [10] 刘江涛, 张翼, 谭琳. 负责的国际化: ESG 优势与中国企业海外经营[J]. 世界经济研究, 2023(11): 60-77, 136.
- [11] 苏莉, 魏浩. ESG 表现对中国企业海外收益影响的机制与效应研究[J]. 世界经济研究, 2024(5): 92-108, 136.
- [12] 陈伟雄, 郝涵宇. ESG 表现与企业“走出去”: 路径机制与实证考察[J]. 世界经济研究, 2024(3): 19-33, 89, 135.
- [13] 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.
- [14] Helpman, E., Melitz, M.J. and Yeaple, S.R. (2004) Export versus FDI with Heterogeneous Firms. *American Economic Review*, **94**, 300-316. <https://doi.org/10.1257/000282804322970814>
- [15] 刘莉亚, 何彦林, 王照飞, 等. 融资约束会影响中国企业对外直接投资吗?——基于微观视角的理论和实证分析[J]. 金融研究, 2015(8): 124-140.
- [16] Friedman, M. (1970) A Friedman Doctrine: The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*, **13**, 32-33.
- [17] Riedl, A. and Smeets, P. (2017) Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds? *The Journal of Finance*, **72**, 2505-2550. <https://doi.org/10.1111/jofi.12547>
- [18] 王翌秋, 谢萌, 郭冲. 企业 ESG 表现影响银行信贷决策吗——基于中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 金融经济研究, 2023, 38(5): 97-114.
- [19] 李井林, 阳镇, 陈劲. ESG 表现如何赋能企业绿色技术创新?——来自中国上市公司的微观证据[J]. 管理工程学报, 2024, 38(5): 1-17.
- [20] 安然, 陈艺毛. 企业 ESG 表现、研发投入与出口绩效提升[J]. 经济纵横, 2023(8): 98-106.
- [21] Goss, A. and Roberts, G.S. (2011) The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans. *Journal of Banking & Finance*, **35**, 1794-1810. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.002>
- [22] Policy Brief-OECD Observer (2009) Sustainable Manufacturing and Eco-Innovation: Towards a Green Economy.
- [23] Donaldson, T. and Preston, L.E. (1995) The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *The Academy of Management Review*, **20**, 65-91. <https://doi.org/10.2307/258887>
- [24] 解学梅, 朱琪玮. 合规性与战略性绿色创新对企业绿色形象影响机制研究: 基于最优区分理论视角[J]. 研究与发展管理, 2021, 33(4): 2-14.
- [25] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济, 2022(5): 100-120.