

ESG表现对企业对外直接投资效率的影响研究

凡鑫 高泽理 郑彦帅

中央财经大学

DOI:10.32629/ej.v8i11.3112

[摘要] ESG(环境、社会与治理)标准的全球化扩散正深刻重塑着企业的跨国投资决策逻辑。本文以2009—2023年开展OFDI的中国A股上市公司为样本,实证检验企业ESG表现对OFDI效率的影响。研究发现,良好的ESG表现能显著提升OFDI效率,抑制过度投资与投资不足。该效应在非国有企业和绿地投资中更为突出。机制分析表明,ESG通过缓解融资约束与降低代理成本两条路径发挥作用,并存在“逆向ESG套利”机制,即东道国ESG水平越低,企业ESG优势的促进作用越强。经过一系列稳健性检验,结论依然成立。本研究为理解ESG在微观企业国际化中的价值提供了新证据,并具有重要的政策启示。

[关键词] ESG; 对外直接投资; 投资效率; 融资约束; 代理成本

中图分类号: F830.59 **文献标识码:** A

Research on the Impact of ESG Performance on the Efficiency of Corporate Foreign Direct Investment

Xin Fan Zeli Gao Yanshuai Zheng

Central University of Finance and Economics

[Abstract] The global diffusion of ESG (Environmental, Social, and Governance) standards is profoundly reshaping the logic of multinational corporate investment decisions. Using a sample of Chinese A-share listed companies that engaged in OFDI (Outward Foreign Direct Investment) from 2009 to 2023, this study empirically examines the impact of corporate ESG performance on OFDI efficiency. The findings reveal that strong ESG performance significantly enhances OFDI efficiency, mitigating both overinvestment and underinvestment. This effect is particularly pronounced in non-state-owned enterprises and greenfield investments. Mechanism analysis indicates that ESG operates through two pathways: alleviating financing constraints and reducing agency costs, with an additional "reverse ESG arbitrage" mechanism where lower ESG levels in the host country amplify the benefits of corporate ESG advantages. After a series of robustness tests, the conclusions remain valid. This research provides new evidence for understanding the value of ESG in corporate internationalization at the micro level and offers important policy implications.

[Key words] ESG; foreign direct investment; investment efficiency; financing constraints; agency costs

1 引言与文献综述

对外直接投资(OFDI)的理论体系历经数十年发展已较为成熟。学界普遍认为,制度环境、双边政治关系等宏观因素,以及融资约束、企业生产率等微观特征,共同构成了影响企业OFDI决策的关键变量。近年来,环境、社会和公司治理(ESG)作为一种综合性的企业非财务绩效评价标准迅速兴起,关于ESG如何影响企业OFDI行为的研究也逐渐成为新兴热点。

现有文献主要围绕ESG的三个维度展开探讨。在环境(E)维度,研究表明,高质量的环境信息披露和绿色工厂认定等实践,能够通过塑造企业的环境所有权优势、缓解融资约束等渠道,显著增强其国际竞争力,从而提升OFDI的倾向与规模(徐芳燕

等,2025;张兵兵等,2024)。在社会(S)维度,企业积极承担社会责任被视为传递正面声誉信号的行为,这不仅影响其OFDI模式的选择(如更倾向于天生全球化模式),还能通过提升创新能力和缓解外来者劣势来促进OFDI(杜晓君等,2024;Zhang et al.,2024)。在治理(G)维度,良好的公司治理结构,如合理的董事会构成与有效的管理层激励,被证实能够提升企业透明度和决策质量,进而影响其海外市场进入模式并降低跨国经营风险(吕萍和郭晨曦,2015)。

进一步地,当将ESG视为一个整体框架时,学者们发现其通过缓解融资约束、提升全要素生产率、增强企业声誉等多重路径,共同作用于企业的国际化进程(孟翠湖和张佳慧,2024;陈伟

雄和郝涵宇, 2024)。此外, ESG的效应在不同类型企业(如国有与非国有)和不同投资情境(如对“一带一路”沿线国家的投资)中呈现出显著的异质性。

尽管现有研究丰富了我们对于ESG与OFDI关系的理解, 但多数文献聚焦于OFDI的“事前”决策(是否投资、投资多少)与“事后”绩效(投资回报、企业价值), 而对于投资“事中”环节的效率问题——即企业的实际投资额是否偏离以及在多大程度上偏离最优水平——关注尚显不足。OFDI效率直接关乎资源配置的有效性和跨国经营的可持续性, 是连接决策与绩效的关键桥梁。因此, 本文旨在从微观视角切入, 深入探究ESG表现对OFDI效率的直接影响, 并系统剖析其背后的中介机制与调节效应, 以期填补现有研究的空白。

2 理论分析与研究假设

本文所指的对外直接投资效率, 是企业投资效率概念在跨国投资情境下的运用, 具体表现为企业OFDI的实际投资额与最优投资水平的偏离程度, 偏离越小则效率越高, 反之则效率越低。ESG实践作为企业重要的非市场战略, 能够通过多种渠道缓解跨国经营中的信息不对称与合法性不足问题, 从而提升投资效率。

2.1 ESG表现、融资约束与OFDI效率

融资约束是制约企业(尤其是新兴市场企业)进行国际化扩张的核心障碍之一。相较于国内投资, OFDI通常需要承担更高的市场进入成本、合规性支出和跨文化管理成本, 其资金需求规模大、回报周期长且不确定性高, 这显著推升了企业的外部融资溢价。中国贸促会研究院的数据显示, 高达70%的中国企业主要依赖内部资金支撑海外扩张, 仅16%能获得金融机构的充分融资支持, 这一结构性矛盾在民营企业中尤为突出, 直接导致了普遍的OFDI投资不足现象。

卓越的ESG表现能够有效缓解这一困境。首先, 它向外部投资者和债权人传递了关于企业长期可持续发展能力和风险管理水平的积极信号, 这有助于增强市场信心, 降低企业的融资成本。其次, 优异的ESG表现有助于塑造负责任的企业形象, 吸引长期价值投资者的关注, 从而拓宽外部融资渠道。因此, 本文推断, ESG表现通过缓解融资约束, 能够纠正因资金匮乏导致的投资不足, 进而提升OFDI效率。

2.2 ESG表现、代理成本与OFDI效率

现代企业制度中所有权与经营权的分离, 天然地引致了股东与管理层之间的委托代理问题。在OFDI决策中, 这一矛盾可能被放大: 管理层可能出于构建“企业帝国”、追求个人声望或职位晋升等自利动机, 倾向于利用企业自由现金流投资于那些风险较高但净现值为负的海外项目, 从而导致过度投资。此外, 跨国投资所面临的地理距离、制度与文化差异, 也加剧了总部对海外分支机构监督的难度, 抬高了代理成本。

良好的ESG表现则构成了对管理层机会主义行为的内在与外在约束。一方面, 高水平的ESG表现往往意味着更严格的内外部监督和更完善的公司治理结构, 这能够抑制管理层的非理性投资冲动。另一方面, ESG所倡导的长期主义与可持续发展理念,

有助于使管理层利益与股东长远价值趋于一致。因此, 本文推断, ESG表现通过降低代理成本, 能够抑制管理层的过度投资倾向, 进而提升OFDI效率。

基于上述分析, 本文提出核心假设:

H1: 企业ESG表现对OFDI效率具有正向促进作用。

2.3 逆向ESG套利机制

在全球化视野下, 企业的ESG优势可能在不同ESG发展水平的东道国产生差异化效应。作为一个负责任的大国, 中国对ESG的倡导和投入使其企业在与众多发展中国家相比时具备了一定的相对优势。当企业投资于ESG标准较低、监管相对宽松的东道国时, 其先进的ESG实践(如绿色技术、社区服务经验)会产生积极的外溢效应, 这不仅使企业在当地获得更强的议价能力和合法性认可, 也使其具备了利用这种制度落差获取“ESG租金”的动力(谢红军, 2024), 从而更有效地克服投资障碍, 提升投资效率。反之, 在投资于ESG标准更高的发达国家时, 企业卓越的ESG表现则成为其破除“外来者劣势”、获取当地利益相关者认可的重要“通行证”。因此, 东道国自身的ESG水平很可能调节着企业ESG表现与OFDI效率之间的关系。

基于此, 本文提出竞争性假设:

H2: 企业ESG表现对OFDI效率的促进作用在ESG欠发达国家中被放大。

3 研究设计

3.1 模型设定

为检验假设H1和H2, 本文构建如下固定效应模型:

$$Invest_{i,j,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t-1} + \alpha_2 \sum Controls_{i,t-1} + \alpha_3 \sum Country + \alpha_4 \sum Year + \epsilon_{i,j,t}$$

$$Invest_{i,j,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t-1} + \alpha_2 ESG_host_{j,t-1} + \alpha_3 ESG_{i,t-1} \times ESG_host_{j,t-1} + \alpha_4 \sum Controls_{i,t-1} + \alpha_5 \sum Country + \alpha_6 \sum Year + \epsilon_{i,j,t}$$

其中, $Invest_{i,j,t}$ 为公司 i 于 t 年对 j 国的投资效率; $ESG_{i,t-1}$ 为公司 i 于 $t-1$ 年的ESG评分; $ESG_host_{j,t-1}$ 为东道国 j 于 $t-1$ 年的ESG评分; $\sum Controls_{i,t-1}$ 为滞后一期的控制变量合集; $\sum Country$ 和 $\sum Year$ 分别表示东道国固定效应和时间固定效应; $\epsilon_{i,j,t}$ 为残差项。

3.2 变量定义

被解释变量: OFDI效率 ($\$Invest_{i,j,t}\$$)。参考衣长军(2024)的做法, 采用拓展后的Richardson模型进行估计, 以模型残差的绝对值来衡量投资无效率程度。该值越小, 代表投资效率越高。

解释变量: 企业ESG表现。采用华政ESG评级数据, 并将其九个等级(C-AAA)依次赋值为1至9。

调节变量: 东道国ESG水平。参考谢红军和吕雪(2024)的方法, 基于世界银行数据库, 选取环境、社会、治理三大维度的数十个指标, 利用熵值法合成东道国ESG综合得分。

控制变量: 参考既有文献, 控制了企业层面的营业收入增长率 ($\$Growth\$\$)、独立董事占比 ($\$Indep\$\$)、净资产收益率 ($\$ROE\$\$)、托宾Q值 ($\$TobinQ\$\$)、所有权性质 ($\$SOE\$\$) 和上市年龄 ($\$Age\$\$)。$$$$$$

3. 3数据来源与处理

本文选取2009-2023年中国A股市场中具有OFDI行为的上市公司作为初始研究样本,并进行了如下处理:(1)剔除投资目的地为避税天堂及中国港澳台地区的观测值;(2)剔除金融行业上市公司;(3)剔除ST、*ST公司;(4)剔除关键变量缺失的样本;(5)对连续变量进行上下1%的缩尾处理。企业财务与治理数据来自CSMAR数据库,ESG评级数据来自WIND数据库,OFDI数据来源于fdiMarkets(绿地投资)和Zephyr(跨国并购)数据库,东道国宏观数据来自世界银行。

4 实证结果分析

4.1 基准回归

基准回归结果(表略)显示,在逐步加入控制变量及固定效应后,ESG的系数始终在1%的水平上显著为负。这表明,企业ESG表现的提升能够显著降低非效率投资程度,即提升OFDI效率,假设H1得到了初步验证。

4.2 内生性与稳健性检验

为缓解潜在的内生性问题,本文进行了如下检验:

工具变量法(IV):采用“泛ESG主题基金持股市值”作为工具变量。第一阶段回归中,工具变量与ESG得分显著正相关,且识别不足和弱工具变量检验均通过。第二阶段回归结果中,ESG的系数依然显著为负,支持了基准结论。

Heckman两阶段模型:为纠正样本选择偏差,构建了“企业-年份-东道国”全样本,第一阶段Probit模型估计企业是否进行OFDI,并计算逆米尔斯比率(IMR)加入第二阶段回归。结果显示,在控制IMR后,ESG的负面影响依然显著。

稳健性检验:将核心解释变量替换为彭博ESG评级数据进行重新回归,核心结论保持不变。

4.3 异质性分析

所有权异质性:分组回归结果表明,虽然ESG在国有和非国有子样本中均能提升OFDI效率,但其促进作用在非国有企业中更为显著。这可能源于非国有企业面临更强的融资约束和更灵活的市场化决策机制,使得ESG的边际效应更大。

投资模式异质性:分组回归发现,ESG的促进作用在绿地投资样本中高度显著,而在跨国并购样本中不显著。这可能是因为绿地投资赋予企业从零开始嵌入ESG理念的完整控制权,其效率增益更易显现;而跨国并购的整合复杂性和标的公司固有问题的存在,可能暂时掩盖或削弱了ESG的积极影响。

4.4 机制检验与调节效应

融资约束机制:以WW指数衡量融资约束,将其对ESG进行回归,发现ESG系数显著为负,说明ESG确实能缓解融资约束。

代理成本机制:以管理费用率等衡量代理成本,回归发现ESG能显著降低代理成本。

逆向ESG套利机制:在模型中引入企业ESG与东道国ESG的交互项后,交互项系数显著为正,而ESG自身系数显著为负。这表明,

东道国ESG水平确实负向调节了企业ESG与OFDI效率的关系,即东道国ESG水平越低,企业自身ESG优势的促进作用越强,假设H2得到验证。

5 研究结论与政策建议

本文研究发现:第一,企业提升ESG表现能够显著提高OFDI效率,抑制过度投资与投资不足;第二,该促进作用在非国有企业与绿地投资中更为显著;第三,其作用机制主要通过缓解融资约束与降低代理成本实现;第四,存在“逆向ESG套利”效应,即对ESG水平较低东道国投资时,企业ESG优势的增效作用更为突出。

基于此,提出以下政策建议:政府应推动ESG理念深度融入对外投资政策体系,加快构建中国特色的ESG标准与信息披露制度,并在审批与服务中引入ESG考量,通过绿色信贷等工具精准支持高ESG表现企业。企业应将ESG视为提升国际竞争力的战略资产,将其全面纳入OFDI决策,非国有企业可借ESG突破资源约束,国有企业应强化治理以促进ESG效能转化,并依据投资模式差异实施针对性ESG策略。金融机构与第三方机构应创新ESG金融产品,加强数据服务与风险研究,共同构建支持企业高效、可持续对外投资的良性生态。

[参考文献]

- [1]谢红军,吕雪.负责的国际投资:ESG与中国OFDI[J].经济研究,2022,57(3):83-99.
- [2]衣长军,赵晓阳.海外投资效率测度方法研究及其应用[J].管理世界,2024,40(1):101-115.
- [3]王碧琚,高恺琳.融资约束与中国企业对外直接投资[J].世界经济,2023,46(5):123-145.
- [4]徐芳燕,张海峰,刘婷婷.环境信息披露与企业对外直接投资[J].中国工业经济,2025(2):156-174.
- [5]杜晓君,杨一帆,李娜.企业社会责任与天生全球化模式选择[J].管理工程学报,2024,38(1):45-58.
- [6]吕萍,郭晨曦.公司治理结构对企业海外市场进入模式的影响研究[J].管理科学,2015,28(3):99-110.
- [7]孟翠湖,张佳慧.ESG表现、融资约束与企业对外直接投资[J].金融研究,2024(4):118-136.
- [8]高杰英,褚冬晓,廉永辉,等.ESG表现能改善企业投资效率吗?[J].证券市场导报,2021(11):24-34.

作者简介:

凡鑫(2001--),男,汉族,安徽淮南人,硕士研究生,中央财经大学,专业研究方向:微观金融理论与实务。

高泽理(2000--),男,汉族,北京朝阳人,硕士研究生,中央财经大学,专业方向:微观金融理论与实务。

郑彦帅(2000--),男,汉族,河北邯郸人,研究生,中央财经大学金融学硕,专业研究方向:资本市场理论。