

# 制度创新能否改善企业 ESG 表现

## ——基于自由贸易试验区设立的准自然实验

张欣<sup>1</sup> 夏宇<sup>2</sup>

(1.青岛大学 商学院,山东 青岛 266071;2.吉林大学 经济学院,吉林 长春 130012)

**摘要:**本文以 2009—2022 年中国 A 股上市公司为样本,实证检验自贸区设立对企业 ESG 表现的影响。研究发现,设立自贸区有助于改善所在城市企业的 ESG 表现。作用机制研究表明,自贸区设立通过意愿、资源和行动三个层面作用于企业 ESG 表现,意愿层面表现为外资持股增加带来了 ESG 转型的压力,资源层面表现为融资约束缓解带来了开展 ESG 活动的资金,行动层面表现为企业环保投资水平和绿色创新水平的提升。结合企业内外部环境研究发现,在公司治理水平和地区金融发展水平越低的企业中,自贸区设立对企业 ESG 表现的正向影响越显著,再次印证了自贸区设立在影响企业 ESG 表现中发挥了治理效应和资源效应。异质性分析表明,在低层级城市和非国有企业中,自贸区设立对企业 ESG 表现的促进效应更大。本文的研究不仅加深了对自贸区设立的认识,也为促进 ESG 发展提供了实践启示。

**关键词:**自由贸易试验区;ESG;治理效应;资源效应

**中图分类号:**F272 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2025)01-0003-13

### 一、引言

改革开放以来,依靠人口红利和资源投入,我国经济快速增长,经济总量跃居世界第二位。然而,多年来的高速增长也带来了环境污染、资源浪费、社会责任缺失等问题,这种负外部性使得过去的经济发展道路难以为继,未来需要走可持续发展之路。可持续发展要求企业践行环境、社会和治理原则。ESG(Environmental, Social and Governance,简称 ESG)是一种兼顾经济效益、环境效益、社会效益和治理效益的可持续发展价值观。自 2004 年正式提出以来,ESG 在欧美等发达国家得到积极实践。我国企业 ESG 建设起步较晚,大部分上市公司是近年才开始披露 ESG 信息,但仍有部分企业

**收稿日期:**2024-04-01

**基金项目:**山东省社会科学规划研究项目“基础设施公募 REITs 赋能企业高质量发展的机制、效应与政策优化研究”(24DGLJ05);山东省自然科学基金青年项目“税负粘性对企业创新的影响研究——兼论减税降费政策的实施效果”(ZR2023QG085);青岛市社会科学规划研究项目“青岛自贸片区赋能企业绿色创新的效应、机制及政策优化研究”(QDSKL2401076)

**作者简介:**张欣(1994—),女,山东临沂人,青岛大学商学院副教授,博士;

夏宇(1994—),男,山东聊城人,吉林大学经济学院博士生,本文通讯作者。

将 ESG 作为未来的计划事项,企业 ESG 表现有待改善。

为适应经济全球化和区域经济一体化的迫切需要,实现经济高质量发展目标,2013年9月27日,我国首个自由贸易试验区(以下简称自贸区)在上海成立。截至2024年8月,广东、福建、天津等22个自贸区获国务院批准设立。作为国家改革开放的“试验田”,自贸区的核心目标不仅仅是促进贸易和投资,更重要的是进行制度创新。已有研究表明,依靠释放的制度创新红利,自贸区在驱动创新<sup>[1][2]</sup>、强化知识溢出效应<sup>[3]</sup>、加速资本自由化<sup>[4]</sup>、吸引外资<sup>[5][6]</sup>和推进高质量出口<sup>[7]</sup>等方面发挥了重要作用。自贸区是我国推进经济高质量发展的重要开放区域,商务部、生态环境部等部门出台了多项引导自贸区可持续发展的制度创新举措<sup>①</sup>。例如,2021年,天津自贸区为提升企业 ESG 管理水平发布了《企业 ESG 评价指南(试行版)》,鼓励各类创新在天津自贸区先行先试。那么,自贸区政策能否影响所在城市企业的 ESG 表现呢?若影响,其影响机制是什么?这些问题的答案仍未可知。鉴于此,本文以2009—2022年中国 A 股上市公司为样本,通过实证研究对上述问题进行解答。探讨这些问题对于切实贯彻新发展理念具有重要意义。

本文可能的边际贡献主要有以下几点。第一,从企业可持续发展的角度丰富了自贸区政策的经济效应研究。已有文献主要探讨了自贸区设立对技术创新<sup>[1]</sup>、知识溢出效应<sup>[3]</sup>、资本自由化<sup>[4]</sup>、数字化转型<sup>[8]</sup>等方面的影响。基于自贸区的可持续发展理念和制度创新红利,本文系统地检验了自贸区设立对企业 ESG 表现的影响,拓展了自贸区政策经济效应的研究范畴。第二,立足于区域对外开放政策,补充了企业 ESG 表现的影响因素研究。既有研究大多聚焦于宏观层面的环境治理政策<sup>[9]</sup>或微观层面的投资者关注<sup>[10]</sup>和共同机构投资者<sup>[11]</sup>等治理机制如何驱动企业改善 ESG 表现,本文发现自贸区设立这一对外开放政策也能够提升企业 ESG 表现。因此,本研究既补充了企业 ESG 表现影响因素的相关文献,也为理解我国建设高水平开放型经济新体制对促进可持续发展的作用提供了经验证据。

## 二、制度背景、理论分析与研究假设

### (一)制度背景

自2001年加入世界贸易组织以来,对外开放为我国经济的快速增长做出了重要贡献。近年来,“逆全球化”浪潮和贸易保护主义逐渐抬头,为了构建面向全球、互利共赢、更加开放的贸易网络,2013年9月27日,我国首个自贸区在上海成立。截至2024年8月,已分7批共设立22个自贸区,覆盖4个直辖市、17个省及1个自治区。自此,自贸区建设实现了从点到线、从线到面的深度发展,形成东西南北中皆有,沿海成片、内陆连线的格局,推动形成了我国对外开放的新格局。自贸区肩负着我国在新时期加快政府职能转变、积极探索管理模式创新、促进贸易和投资便利化,为全面深化改革和扩大开放探索新途径、积累新经验的重要使命。

通过对各地区自贸区建设方案的梳理,我们可以将自贸区的主要任务和措施总结为四点:一是加快政府职能转变,包括深化行政管理体制改革、打造一流营商环境等;二是深化投资领域改革,包括深入推进投资自由和便利化、强化投资促进和保护、提高对外投资合作水平等;三是推动贸易高质量发展,包括提升贸易便利化水平、培育贸易新业态新模式、持续优化贸易结构等;四是深化金融领域开放创新,包括加快金融制度创新、增强金融服务功能等。另外,根据各自自贸区的地理区位和发展差异,政府部门在推动创新驱动发展和产业优化升级、服务国家重大战略等方面也出台了多项政策措施。自贸区释放的制度创新红利,加快了我国在贸易、投资、金融等方面的开放进程,有助于构建更高水平的开放型经济。

### (二)理论分析与研究假设

在绿色低碳发展日益受重视的背景下,自贸区实施了一系列符合可持续发展理念的制度法规,如2015年商务部发布的《商务部关于支持自由贸易试验区创新发展的意见》和2021年生态环境部等八部门制定的《关于加强自由贸易试验区生态环境保护推动高质量发展的指导意见》等。具体到企业

ESG 发展方面,2021 年 12 月,天津自贸区发布《企业 ESG 评价指南(试行版)》,鼓励各类企业利用该评价指南开展 ESG 信息披露和评价,更好地满足引导性或强制性信息披露要求;2023 年 5 月,上海自贸区所在区域发布中证浦东新区绿色 50ESG 指数,选取 ESG 评级较高的企业作为指数样本,鼓励企业自愿履行环境领域的社会责任。由此可见,自贸区在推动经济高质量发展的同时,坚持推进 ESG 发展。区域性政策在一定空间范围内具有很强的辐射带动作用,自贸区建设释放的制度创新红利具有本地化效应,在所在城市内产生了明显的溢出效果<sup>[2][8]</sup>。因此,本文认为,设立自贸区能够改善所在城市企业的 ESG 表现。具体来看,自贸区设立能够从意愿、资源和行动三个层面提升企业 ESG 表现。

从意愿层面来看,设立自贸区能够吸引更多外资进入所在城市,通过增加外资持股为企业带来 ESG 转型的压力,提高企业开展 ESG 活动的意愿。自贸区的设立通过两个方面有效改善了所在城市的区位条件,进而提高了对外资的吸引力<sup>[5][6]</sup>。第一,自贸区通过实施投资准入前国民待遇制度和负面清单制度取消了大部分外商投资准入限制。准入前国民待遇制度为外商投资创造了一个公平的市场准入环境<sup>[12]</sup>,负面清单较之前的正面清单扩大了外商投资范围<sup>[4]</sup>。自贸区更宽松的政策环境简化了外资的进入门槛和手续,从而有效吸引了外资进入<sup>[12][13]</sup>。第二,自贸区通过实施“放管服”等行政体制改革减少了政府干预,并出台了一系列保护投资者权益的政策法规,法治环境得到优化,从而降低了外商投资的风险和不确定性,吸引了越来越多的外资进入<sup>[14]</sup>。基于此,自贸区的设立在扩大外资进入范围的同时,也有效降低了外资进入的风险,从而成为地区吸引外资的重要平台。这不仅有助于促进外资对自贸区内企业的持股,在溢出效应的影响下,也会带动外资对自贸区所在城市其他企业的持股。外资持股为企业带来了更加成熟的国际化发展规则,督促企业重视对利益相关者负责,积极推动 ESG 发展<sup>[15]</sup>。相对来说,我国 ESG 建设起步较晚。外资持股可以带来优质的 ESG 理念和 ESG 实践经验,提高企业对 ESG 的重视程度,进而改善企业 ESG 表现。

从资源层面来看,设立自贸区能够改善企业所在城市的融资环境,通过降低融资约束为企业开展 ESG 活动提供资源保障。推动金融服务实体经济是自贸区深化改革创新的重要举措之一,具体来看,设立自贸区主要通过加强金融集聚和优化金融服务改善了企业的融资环境。第一,在金融集聚方面,自贸区实施了建立国际金融市场、开展人民币跨境业务、加快资本项目可兑换、设立自由贸易账户等一系列金融体制改革创新举措,提高了金融市场的开放程度<sup>[16]</sup>,从而吸引了越来越多的国内外金融机构在自贸区集聚。即使不在自贸区实施范围内,同一城市企业也可以受益于金融集聚效应,获取多元化融资解决方案,拓宽融资渠道。第二,在金融服务方面,金融集聚提高了自贸区所在城市金融市场的竞争程度,为提高金融服务效率提供了外部激励<sup>[17]</sup>,有助于缓解金融抑制程度,增加当地资金供给,降低企业融资难度。资金是企业开展 ESG 活动的重要资源基础。企业的资金总量是有限的,ESG 投入增加意味着会挤出对主营业务的投资。根据冗余资源理论,资金越充裕的企业,在 ESG 项目中投入的闲置资源越多<sup>[18]</sup>。因此,设立自贸区通过缓解融资约束为企业提升 ESG 表现提供了重要的资源保障。

从行动层面来看,设立自贸区能够通过提高企业环保投资水平改善 ESG 表现。一方面,在自贸区建设过程中,为加强自贸区生态环境保护,生态环境部等八部门发布了《关于加强自由贸易试验区生态环境保护促进高质量发展的指导意见》等政策文件,要求自贸区创新生态环境管理模式和制度,打造绿色贸易、绿色供应链、绿色制造业与绿色服务业等。在这些政策的影响下,所在城市积极落实绿色发展方针,进一步提升生态环境监督执法效能,加强排污监管和环境污染治理,强化企业主体责任,从而有助于引导企业将更多的资源配置到环境投资中,推动企业提高环保投资水平<sup>[19]</sup>。另一方面,自贸区建设伴随着金融体系的改革和完善,同时推动了绿色金融发展。例如,上海自贸区鼓励金融机构发行挂钩绿色指数的理财、资管产品,推动银行信贷资源与绿色产业项目有效对接;福建自贸区鼓励金融机构发行绿色债券,支持环保产业发展。绿色金融的发展提高了金融机构对企业环保投资的支持力度,使得自贸区所在城市的企业更愿意将现有资源配置到环保投资

中<sup>[19]</sup>。环保投资水平的提高有助于增强企业对污染排放的清洁处理能力,从而改善企业 ESG 表现<sup>[20]</sup>。因此,设立自贸区有助于促使企业改变对现有资源的配置策略,通过增加环保投资提升企业 ESG 表现。

从行动层面来看,设立自贸区还能通过提高企业绿色创新水平改善 ESG 表现。一方面,为践行绿色发展理念,推动绿色低碳发展,自贸区加强了对绿色科技创新能力的要求<sup>[21]</sup>。自贸区的制度创新带来了开放的投资环境,能够吸引大量企业在自贸区内集聚。崔日明和陈永胜(2022)研究发现,自贸区内企业集聚通过知识与信息共享、创新合作等方式,产生了知识溢出效应,进而能够促进所在城市技术创新能力的提升<sup>[22]</sup>。与此同时,自贸区所在城市的企业也肩负着充分利用自贸区平台“走出去”的战略使命,这些企业需要根据目标国家的环保要求调整技术标准,提高绿色创新能力,从而达到目标国家的要求<sup>[19]</sup>。另一方面,资金和人才是绿色创新不可或缺的重要因素。自贸区所在城市的企业受益于制度创新带来的金融集聚效应和金融服务优化,拓展了外部资金来源,为企业绿色创新提供了资金保障<sup>[1][23]</sup>。自贸区所在城市为吸引人才出台了一系列的奖励政策,地区内交通、通信等基础设施的完善促进了人才流动,进而吸引大量高素质人才流入所在城市,通过优化人力资本结构促进企业绿色创新<sup>[21]</sup>。绿色创新是一种关注并实现环境可持续发展的创新模式,主要体现在企业生产运营过程中的绿色工艺改进,绿色创新水平的提升能够直接改善企业 ESG 表现。

基于以上分析,本文提出如下研究假设:设立自贸区能够显著提升所在城市企业的 ESG 表现。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文以 2009—2022 年中国 A 股上市公司为样本,根据研究需要,对样本进行了如下筛选:(1)剔除金融行业的样本;(2)剔除 ST 或 PT 的样本;(3)剔除上市时间不足一年的样本;(4)剔除主要研究变量或控制变量数据缺失的样本。为了避免极端值的影响,对所有的连续变量进行了 1%和 99%分位数的缩尾处理。经过上述处理,本文获得了 28357 个公司年度非平衡面板数据。自贸区数据来源于中央人民政府门户网站,其余研究数据主要来源于 WIND 数据库和 CSMAR 数据库。

#### (二)变量的定义与度量

##### 1.自贸区设立

本文手工整理各自贸区设立方案中涉及的城市,将上市公司注册地所在城市与自贸区城市进行匹配,若上市公司  $i$  所在城市第  $t$  年设立自贸区,则自贸区设立虚拟变量 (FTZ) 当年及以后年份取值为 1,否则取值为 0。

##### 2.企业 ESG

目前,华证、商道融绿、彭博、万得等多个机构均对上市公司的 ESG 表现进行评级,彭博 ESG 和商道融绿 ESG 每年度更新一次,华证 ESG、万得 ESG 每季度更新一次。本文选择使用最为广泛的华证 ESG 评级作为企业 ESG 表现的度量指标,华证 ESG 评级具有贴近中国市场、时效性强、覆盖范围广等特点,该评级指标包括 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C 共 9 个等级,将其分别从高到低赋值为 9~1。本文采用企业年末的 ESG 评级 (ESG) 和全年四个季度 ESG 评级的平均值 (ESGMean) 作为被解释变量。

##### 3.控制变量

参考现有的相关研究,本文选取总资产收益率 (Roa)、企业规模 (Size)、企业年龄 (Age)、第一大股东持股比例 (First)、营业收入增长率 (Growth)、资产负债率 (Lev)、管理层持股比例 (Mhold)、固定资产占比 (Fixed)、董事会规模 (Board)、独立董事比例 (Ind)、机构投资者持股比例 (Insti)、现金流 (Cfo)、所有权性质 (Soe) 作为模型的控制变量,并加入公司固定效应、时间固定效应、地区固定效应以及地区一时间联合固定效应。各变量定义和度量方法如表 1 所示。

表 1

变量定义及度量

变量名称	变量符号	变量定义
自贸区设立	FTZ	若上市公司 $i$ 所在城市第 $t$ 年设立自贸区,则当年及以后年份取值为 1,否则取值为 0
企业 ESG	ESG	年末华证 ESG 评级
	ESGMean	当年四个季度华证 ESG 评级的均值
总资产收益率	Roa	净利润与总资产之比
企业规模	Size	总资产的自然对数
企业年龄	Age	$\ln(1 + \text{上市年限})$
第一大股东持股比例	First	持股最多股东的持股数量与总股数之比
营业收入增长率	Growth	营业收入增长额与上年营业收入总额之比
资产负债率	Lev	总负债与总资产之比
管理层持股比例	Mhold	管理层持股数量与总股数之比
固定资产占比	Fixed	固定资产净额与总资产之比
董事会规模	Board	董事会人数
独立董事比例	Ind	独立董事人数与董事会人数之比
机构投资者持股比例	Insti	机构投资者持股数量与总股数之比
现金流	Cfo	经营活动现金流量净额与总资产之比
所有权性质	Soe	国有企业取值为 1,非国有企业取值为 0

### (三)模型构建

为检验自贸区设立对企业 ESG 表现的影响,本文构建如下多期 DID 模型:

$$ESG_{i,t+1} (ESGMean_{i,t+1}) = \alpha_0 + \alpha_1 FTZ_{i,t} + \sum \alpha_k Control_{i,t} + Firm + Year + Province + Province - Year + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

式(1)中,下标  $i$  代表公司, $t$  代表年份。考虑到政策效应可能存在一定的滞后性,对解释变量和控制变量进行滞后一期处理。 $ESG_{i,t+1}$  和  $ESGMean_{i,t+1}$  为公司  $i$  第  $t+1$  年的 ESG 评级, $FTZ_{i,t}$  为公司  $i$  所在城市第  $t$  年是否设立自贸区的虚拟变量, $Control_{i,t}$  为控制变量, $Firm$  表示公司固定效应, $Year$  表示时间固定效应, $Province$  表示地区固定效应, $Province - Year$  表示地区—时间联合固定效应, $\epsilon_{i,t}$  为随机误差项。

## 四、实证结果与分析

### (一)主要变量的描述性统计

表 2 列示了本文主要变量的描述性统计结果。ESG 和 ESGMean 的均值分别为 4.062 和 4.078,略大于中位数 4,小于 75%分位数 5,表明半数样本企业的 ESG 评级相对较低;最小值均为 1,说明有部分企业的 ESG 评级仅为 CCC;最大值分别为 6 和 6.25,表明仅有少部分企业的 ESG 评级达到 A;标准差分别为 1.117 和 1.046,结合最大值和最小值的分布,说明不同企业的 ESG 评级存在较大差异。FTZ 的均值为 0.254,这意味着 25.4%的样本企业处于设立自贸区的城市,最大值和最小值分别为 1 和 0,标准差为 0.435。控制变量的描述性统计结果与以往研究大致相同,不再赘述。

### (二)基准模型回归结果

表 3 报告了设立自贸区对企业 ESG 表现的回归结果。列(1)和列(3)中,未纳入控制变量时,FTZ 对 ESG 和 ESGMean 的回归系数均在 1%的水平上显著为正。加入控制变量后,列(2)中,FTZ 对 ESG 的回归系数为 0.129,在 1%的水平上显著;列(4)中,FTZ 对 ESGMean 的回归系数为 0.090,也在 1%的水平上显著。以上研究结果表明,设立自贸区有助于提高所在城市企业的 ESG 表现。就经济显著性水平而言,在自贸区设立后,位于自贸区所在城市的企业年末 ESG 评级和全年平均 ESG 评级分别提高了 12.9%和 9%,研究假设得到支持。自贸区作为我国推进经济高质量发展的重要开放区域,显著提升了所在城市企业的 ESG 表现,这种提升效应不仅具有统计意义上的显著性,还具有明显的经济效应。

表 2

主要变量的描述性统计

变量名	观测值	均值	标准差	25%分位数	中位数	75%分位数	最小值	最大值
ESG	28357	4.062	1.117	3.000	4.000	5.000	1.000	6.000
ESGMean	28357	4.078	1.046	3.500	4.000	5.000	1.000	6.250
FTZ	28357	0.254	0.435	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000
Roa	28357	0.036	0.064	0.014	0.036	0.065	-0.328	0.206
Size	28357	22.191	1.305	21.271	22.006	22.915	19.511	27.435
Age	28357	2.191	0.760	1.609	2.303	2.833	0.693	3.332
First	28357	0.347	0.147	0.231	0.324	0.447	0.084	0.746
Growth	28357	0.180	0.456	-0.025	0.107	0.271	-0.608	3.303
Lev	28357	0.434	0.207	0.269	0.428	0.587	0.056	0.970
Mhold	28357	0.123	0.190	0.000	0.002	0.216	0.000	0.672
Fixed	28357	0.217	0.162	0.091	0.185	0.310	0.001	0.702
Board	28357	8.611	1.702	7.000	9.000	9.000	5.000	15.000
Ind	28357	0.375	0.053	0.333	0.333	0.429	0.333	0.571
Insti	28357	0.459	0.250	0.264	0.475	0.656	0.004	0.958
Cfo	28357	0.047	0.071	0.008	0.046	0.088	-0.195	0.252
Soe	28357	0.385	0.486	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000

表 3

自贸区设立对企业 ESG 表现的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ESG <sub>i,t+1</sub>	ESG <sub>i,t+1</sub>	ESGMean <sub>i,t+1</sub>	ESGMean <sub>i,t+1</sub>
FTZ <sub>i,t</sub>	0.118 *** (4.063)	0.129 *** (4.623)	0.084 *** (3.431)	0.090 *** (3.844)
Control	NO	YES	NO	YES
Observations	28357	28357	28357	28357
Adjusted R <sup>2</sup>	0.506	0.543	0.594	0.630
Firm FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Province FE	YES	YES	YES	YES
Province-Year FE	YES	YES	YES	YES

注:括号内为 t 值,\*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著,下表同。

### (三)稳健性检验<sup>②</sup>

#### 1.平行趋势检验

本文采用事件研究法进行平行趋势检验。回归结果表明,在设立自贸区前,各期的回归系数均未通过显著性水平检验,设立自贸区后,当被解释变量为 ESG 和 ESGMean 时,回归系数分别在设立后的第一期和第二期开始显著,研究样本的平行趋势假设得到验证。这也说明自贸区设立对企业 ESG 表现的提升效应存在一定的滞后性,本文将解释变量设置为滞后一期是合理的。

#### 2.安慰剂检验

为排除时间变化的干扰,本文将自贸区设立时间分别提前 2 年、3 年、4 年和 5 年,构建虚拟变量 FTZF2、FTZF3、FTZF4 和 FTZF5。回归结果表明,FTZF2、FTZF3、FTZF4 和 FTZF5 的回归系数均未通过显著性水平检验,这意味着本文的研究结论并不是由时间变化导致的,安慰剂检验结果提高了本文研究结论的可靠性。

#### 3.PSM-DID

为控制样本自选择偏差对研究结果造成的影响,本文使用倾向得分匹配法对研究样本进行匹配。以所在城市获批设立自贸区的企业为实验组,以所在城市从未获批设立自贸区的企业为对照组,选择

样本企业所在城市获批设立自贸区前一年的特征变量作为匹配协变量,特征变量为上文中的控制变量,通过 Logit 回归计算倾向得分,进行 1:1 最近邻有放回匹配。利用匹配后的样本进行检验。结果发现,本文研究结论保持不变。PSM-DID 的估计结果进一步支持了本文的研究结论。

#### 4. 替换被解释变量

本文另外采用商道融绿 ESG 评级(ESGR)作为企业 ESG 表现的度量指标。更换被解释变量的度量方法后,设立自贸区仍然对企业 ESG 表现具有显著的促进效应。

#### 5. 延长观测窗口

本文进一步延长观测窗口,检验设立自贸区对未来两期企业 ESG 表现的影响。结果显示,设立自贸区对未来两期企业 ESG 表现的影响均显著为正,表明设立自贸区对企业 ESG 表现的影响具有一定的滞后性和持续性<sup>③</sup>。

#### 6. 剔除位于北上广深的样本企业

北上广深一线城市在推动 ESG 发展方面处于领先地位,为避免样本自选择问题的影响,本文剔除位于北上广深的样本企业后,重新进行检验。结果表明,设立自贸区对企业 ESG 表现仍然具有显著的正向影响,研究结论不变。

### 五、进一步研究

#### (一) 作用机制检验

##### 1. 意愿层面:吸引外资持股

本部分从意愿层面考察吸引外资持股是否是自贸区设立影响企业 ESG 表现的作用机制。本文从外资持股行为(FSB)和外资持股比例(FSR)两个维度来度量外资持股。如果企业前十大股东中存在外资股东,则 FSB 取值为 1,否则为 0。FSR 定义为上市公司前十大股东中外资股东持股比例之和。表 4 报告了以 FSB 和 FSR 为中介变量的估计结果。列(1)和列(4)中,FTZ 对 FSB 和 FSR 的回归系数分别为 0.020 和 0.431,且均显著,表明设立自贸区不仅能够吸引外资持股,还有助于提高外资持股比例。列(2)~(3)中,FTZ 和 FSB 的回归系数均显著为正,说明设立自贸区和外资持股均能够提高企业 ESG 表现,并且企业所在城市设立自贸区有助于通过吸引外资持股进而改善企业 ESG 表现。列(5)~(6)中,FTZ 和 FSR 的回归系数也均显著为正,这意味着提高外资持股比例也是自贸区设立影响企业 ESG 表现的作用机制,设立自贸区能够通过提高外资持股比例提升企业 ESG 表现。因此,从意愿层面来看,吸引外资持股是自贸区设立影响企业 ESG 表现的作用机制,设立自贸区通过吸引外资持股提高了企业进行 ESG 实践的意愿。

表 4 吸引外资持股的作用机制检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	FSB <sub>i,t</sub>	ESG <sub>i,t+1</sub>	ESGMean <sub>i,t+1</sub>	FSR <sub>i,t</sub>	ESG <sub>i,t+1</sub>	ESGMean <sub>i,t+1</sub>
FTZ <sub>i,t</sub>	0.020*	0.127***	0.089***	0.431***	0.127***	0.088***
	(1.754)	(4.578)	(3.798)	(3.391)	(4.546)	(3.757)
FSB <sub>i,t</sub>		0.067***	0.056***			
		(4.154)	(4.121)			
FSR <sub>i,t</sub>					0.005***	0.005***
					(3.541)	(3.969)
Control	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	28357	28357	28357	28357	28357	28357
Adjusted R <sup>2</sup>	0.558	0.544	0.630	0.903	0.543	0.630
Firm FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Province FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Province-Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES



## 2.资源层面:缓解融资约束

本部分从资源层面考察缓解融资约束是否是自贸区设立影响企业 ESG 表现的作用机制。本文采用 SA 指数绝对值的自然对数(SA)作为融资约束的度量指标。以 SA 为中介变量的估计结果报告于表 5 的列(1)~(3)中。列(1)中,FTZ 对 SA 的回归系数为-0.001,且在 1%的水平上显著,说明企业所在城市设立自贸区有助于集聚金融资源,降低融资约束。列(2)~(3)中,无论被解释变量是 ESG 还是 ESGMean,FTZ 的回归系数均显著为正,SA 的回归系数均显著为负,表明融资约束会负向影响企业 ESG 表现,企业所在城市设立自贸区能够通过降低融资约束进而改善企业 ESG 表现。以上研究结果表明,缓解融资约束是自贸区设立影响企业 ESG 表现的作用机制。因此,从资源层面来看,设立自贸区通过缓解所在城市企业融资约束,为其改善 ESG 表现提供了资源保障。

## 3.行动层面:促进环保投资和绿色创新

(1)促进环保投资。本部分从行动层面考察促进环保投资是否是自贸区设立影响企业 ESG 表现的作用机制。本文将上市公司年报在建工程科目中与环保直接相关的支出进行加总,并采用总资产进行标准化处理,得到环保投资的度量指标(GI)。估计结果列示于表 5 的列(4)~(6)中。列(4)中,FTZ 对 GI 的回归系数为 0.012,且在 1%的水平上显著,表明企业所在城市设立自贸区有助于提高其环保投资水平。列(5)~(6)中,无论被解释变量是 ESG 还是 ESGMean,FTZ 和 GI 的回归系数均在 1%的水平上显著为正,说明设立自贸区和环保投资均有助于提高企业 ESG 表现,并且,设立自贸区能够通过提高企业环保投资水平进而改善其 ESG 表现。因此,从行动层面来看,设立自贸区促进了所在城市企业进行环保投资,进而提升了企业 ESG 表现。

表 5 缓解融资约束和促进环保投资的作用机制检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	SA <sub>i,t</sub>	ESG <sub>i,t+1</sub>	ESGMean <sub>i,t+1</sub>	GI <sub>i,t</sub>	ESG <sub>i,t+1</sub>	ESGMean <sub>i,t+1</sub>
FTZ <sub>i,t</sub>	-0.001*** (-2.626)	0.125*** (4.493)	0.086*** (3.686)	0.012*** (2.832)	0.127*** (4.559)	0.088*** (3.766)
SA <sub>i,t</sub>		-2.657*** (-8.032)	-2.727*** (-9.782)			
GI <sub>i,t</sub>					0.149*** (3.553)	0.152*** (4.309)
Control	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	28357	28357	28357	28357	28357	28357
Adjusted R <sup>2</sup>	0.957	0.544	0.631	0.315	0.543	0.630
Firm FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Province FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Province-Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES

(2)促进绿色创新。本部分考察促进绿色创新是否是自贸区设立影响企业 ESG 表现的作用机制。本文采用企业当年独立申请的绿色发明数量和当年独立获得的绿色发明数量作为绿色创新的度量指标,将其分别加 1 取自然对数,得到 GPA 和 GPG,估计结果列示于表 6 中。列(1)~(3)中,FTZ 对 GPA 的回归系数为 0.017,且在 5%的水平上显著,表明设立自贸区有助于提高所在城市企业绿色发明专利的申请数量;FTZ 和 GPA 对被解释变量 ESG 和 ESGMean 的回归系数均在 1%的水平上显著为正,这意味着设立自贸区和进行绿色创新均有助于提高企业 ESG 表现,并且企业所在城市设立自贸区能够通过促进企业绿色创新进而提高其 ESG 表现。列(4)~(6)中,当以 GPG 为中介变量时,研究结果与 GPA 类似。以上检验结果表明,在行动层面,设立自贸区有助于促进所在城市企业进行绿色创新,从行动上直接提高企业 ESG 表现。



表 6

促进绿色创新的作用机制检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	GPA <sub>i,t</sub>	ESG <sub>i,t+1</sub>	ESGMean <sub>i,t+1</sub>	GPG <sub>i,t</sub>	ESG <sub>i,t+1</sub>	ESGMean <sub>i,t+1</sub>
FTZ <sub>i,t</sub>	0.017 ** (2.367)	0.127 *** (4.556)	0.088 *** (3.762)	0.013 * (1.749)	0.127 *** (4.573)	0.089 *** (3.790)
GPA <sub>i,t</sub>		0.111 *** (4.503)	0.113 *** (5.464)			
GPG <sub>i,t</sub>					0.112 *** (4.586)	0.101 *** (4.918)
Control	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	28357	28357	28357	28357	28357	28357
Adjusted R <sup>2</sup>	0.526	0.544	0.630	0.491	0.544	0.630
Firm FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Province FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Province-Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES

## (二)内外部环境的影响

内外部环境会影响企业决策。对企业来说,参与 ESG 活动与利润最大化的目标并不相容,企业进行 ESG 实践是相对被动的。在这种情况下,企业 ESG 表现受到各种因素和压力的影响。从设立自贸区影响企业 ESG 表现的作用机制来看,自贸区政策从意愿、资源和行动三个层面促进企业改善其 ESG 表现,意愿是行动的动力,资源是行动的保障。因此,外资持股带来的治理效应和融资约束缓解带来的资源效应是自贸区设立影响企业 ESG 表现的根源所在。在本部分,我们将探讨在不同公司治理水平和地区金融发展水平的企业中,自贸区设立对企业 ESG 表现的影响差异,从而进一步印证自贸区设立发挥的治理效应和资源效应。

### 1.内部公司治理水平

公司治理机制能够发挥治理效应,从而监督企业将 ESG 整合到公司运营中<sup>[11]</sup>。已有研究表明,企业社会责任实践受到公司内部治理机制质量的影响,公司治理较好的企业更倾向于开展社会责任活动<sup>[24]</sup>。Harjoto 和 Jo(2011)研究发现,企业社会责任选择与董事会独立性、机构投资者持股比例等治理特征正相关<sup>[25]</sup>。因此,公司治理水平的提高有助于促使企业开展 ESG 实践。如果设立自贸区通过治理效应影响了企业 ESG 表现,那么自贸区设立和公司治理机制会产生互补效应,在公司治理水平越低的企业中,设立自贸区对企业 ESG 表现的正向影响可能越大。

为检验上述推论,本文参考周茜等(2020)的研究<sup>[26]</sup>,从激励、决策和监督等维度构建了一个综合性公司治理水平指标(Gov)。然后,采用交乘项回归的方法,将 Gov 与 FTZ 交乘,在基准模型(1)中加入 Gov 和交乘项 FTZ×Gov 后进行回归,回归结果报告于表 7 的列(1)~(2)中。回归结果显示,FTZ×Gov 的回归系数分别为-0.056 和-0.066,且均在 1%的水平上显著,说明公司治理水平越低,自贸区设立对企业 ESG 表现的正向影响越大。以上研究结果表明,在影响企业 ESG 表现的因素中,设立自贸区是公司治理水平的补充机制,公司的治理水平越低,开展 ESG 实践的意愿越弱,设立自贸区通过吸引外资为企业带来了更加成熟的可持续发展理念,从而促进企业积极改善 ESG 表现,印证了自贸区设立的治理效应。

### 2.外部金融发展水平

企业开展 ESG 活动需要投入大量资金,融资约束会在一定程度上阻碍企业的 ESG 实践<sup>[10]</sup>。如果设立自贸区通过缓解融资约束产生的资源效应改善了企业 ESG 表现,那么,在地区金融发展水平不同的企业中,设立自贸区对企业 ESG 表现的影响会存在显著差异。在金融发展水平较低的地区,企业融资的难度高,设立自贸区通过缓解融资约束提升企业 ESG 表现的边际效应更强;而在金融发

展水平较高的地区,企业的融资渠道多元,受融资约束的影响较小,设立自贸区发挥的边际效应也就相对较弱。因此,相较于地区金融发展水平较高的企业,处于地区金融发展水平较低的企业,设立自贸区对企业 ESG 表现的正向影响可能更大。

为检验上述推论,本文采用地区金融机构年末存贷款余额与 GDP 之比作为金融发展水平的度量指标(Fin)。然后,将 Fin 与 FTZ 交乘,在基准模型中加入  $FTZ \times Fin$  后进行回归<sup>④</sup>,回归结果报告于表 7 的列(3)~(4)中。结果显示, $FTZ \times Fin$  的估计系数为-0.090 和-0.099,且分别在 5%和 1%的水平上显著。以上研究结果表明,金融发展水平越低,设立自贸区对所在城市企业 ESG 表现的促进效应越大。原因在于,地区金融发展水平越低,企业获取资金的难度越高,而设立自贸区能够通过金融集聚效应和优化金融服务降低所在城市企业的融资约束程度,印证了自贸区的设立在影响企业 ESG 表现中发挥的资源效应。

表 7 内外部环境对自贸区设立与企业 ESG 表现之间关系的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ESG <sub>i,t+1</sub>	ESGMean <sub>i,t+1</sub>	ESG <sub>i,t+1</sub>	ESGMean <sub>i,t+1</sub>
FTZ <sub>i,t</sub>	0.124 *** (4.427)	0.084 *** (3.562)	0.439 *** (3.479)	0.431 *** (4.061)
FTZ <sub>i,t</sub> × Gov <sub>i,t</sub>	-0.056 *** (-3.837)	-0.066 *** (-5.336)		
FTZ <sub>i,t</sub> × Fin <sub>i,t</sub>			-0.090 ** (-2.520)	-0.099 *** (-3.294)
Control	YES	YES	YES	YES
Observations	28357	28357	28226	28226
Adjusted R <sup>2</sup>	0.544	0.631	0.543	0.630
Firm FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Province FE	YES	YES	YES	YES
Province-Year FE	YES	YES	YES	YES

### (三)异质性分析

#### 1.城市层级

我国城市行政区划由直辖市、副省级省会城市、非副省级省会城市和普通地级市组成,城市层级越高,资源配置越多。与行政层级较低的城市相比,行政层级较高的城市在人力和财政等资源配置方面具有优先权,践行 ESG 理念的程度也更高。在这种情况下,行政层级较低的城市更受益于自贸区设立带来的制度创新红利<sup>[17]</sup>。因此,城市层级越低,设立自贸区对企业 ESG 表现的边际效应可能越大。

为验证上述推论,本文将城市按照层级进行分类,普通地级市为低层级城市,直辖市、副省级省会城市和非副省级省会城市为高层级城市,将位于低层级城市的企业作为一组,位于高层级城市的企业作为另一组,分别检验当企业位于低层级城市和高层级城市时,设立自贸区对企业 ESG 表现的影响,回归结果报告于表 8 的列(1)~(4)中。列(1)和列(3)中,当样本为位于低层级城市的企业时,FTZ 对 ESG 和 ESGMean 的回归系数分别为 0.071 和 0.060,且均在 5%的水平上显著。而在列(2)和列(4)中,当样本为位于高层级城市的企业时,FTZ 的估计系数虽为正但均不显著。以上研究结果表明,相较于高层级城市,在低层级城市设立自贸区更有助于提高企业 ESG 表现。低层级城市在制度环境、要素配置等方面存在较多不足,设立自贸区为低层级城市带来了更多的制度创新红利,从而对低层级城市企业 ESG 表现产生了更大的促进效应<sup>⑤</sup>。

#### 2.所有权性质

国有企业具有政治主体和市场主体的双重身份,将社会影响视为企业经营的重要目标,而非国有企业的主要目的是获得更高的经济回报。目前,在国家大力倡导可持续发展的背景下,来自政府的压

力促使国有企业具有更强烈的意愿开展 ESG 活动。另外,国有企业由中央政府或地方政府运营,预算软约束使得国有企业面临的融资约束程度通常低于非国有企业。因此,相较于国有企业,非国有企业开展 ESG 实践的意愿较低、资源较为有限,设立自贸区对非国有企业 ESG 表现的正向影响可能更显著。

为验证上述推论,本文按照企业的所有权性质,将样本分为国有企业和非国有企业两组,分别检验设立自贸区对国有企业和非国有企业 ESG 表现的影响。表 8 的列(5)~(8)报告了相应的估计结果。列(5)和列(7)中,当样本为国有企业时,FTZ 的回归系数分别为 0.037 和 0.002,但均未通过显著性水平检验,表明自贸区设立未显著影响国有企业的 ESG 表现。列(6)和列(8)中,当样本为非国有企业时,FTZ 的回归系数分别为 0.133 和 0.086,且均在 1%的水平上显著,说明设立自贸区能够有效改善非国有企业的 ESG 表现。以上研究结果表明,相较于国有企业,非国有企业积极承担 ESG 责任的意愿较低,获取开展 ESG 实践所需资源的难度也较高。因此,设立自贸区对所在城市内非国有企业 ESG 表现的促进效应更大。

表 8 基于城市层级和所有权性质的异质性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	低层级城市	高层级城市	低层级城市	高层级城市	国有企业	非国有企业	国有企业	非国有企业
	ESG <sub>i,t+1</sub>	ESG <sub>i,t+1</sub>	ESGMean <sub>i,t+1</sub>	ESGMean <sub>i,t+1</sub>	ESG <sub>i,t+1</sub>	ESG <sub>i,t+1</sub>	ESGMean <sub>i,t+1</sub>	ESGMean <sub>i,t+1</sub>
FTZ <sub>i,t</sub>	0.071 ** (2.163)	0.022 (0.881)	0.060 ** (2.165)	0.008 (0.387)	0.037 (0.776)	0.133 *** (3.759)	0.002 (0.060)	0.086 *** (2.891)
Control	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	15043	13314	15043	13314	10904	17453	10904	17453
Adjusted R <sup>2</sup>	0.528	0.553	0.613	0.643	0.563	0.536	0.650	0.627
Firm FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Province FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Province-Year FE	NO	NO	NO	NO	YES	YES	YES	YES

#### (四)辐射效应与虹吸效应

根据城市经济学和新经济地理学理论,自贸区作为新一轮对外开放的试点探索区,通过城市之间的经济和贸易往来,可能会对周边城市产生一定程度的政策影响。从已有研究来看,设立自贸区的城市可以通过两种不同的方式影响其他城市企业的 ESG 表现。一方面,中心城市可能会产生向周边地区扩散资源的辐射效应,从而促进其他城市企业 ESG 发展;另一方面,自贸区设立可能会产生虹吸效应,吸收周边地区的资源,从而制约其他城市企业 ESG 发展。那么,自贸区的设立能否对周边城市产生空间溢出效应呢?如果空间溢出效应存在,是辐射效应还是虹吸效应呢?为了探讨这些问题,本文检验了自贸区设立对毗邻城市和本省其他城市企业 ESG 表现的影响。

由于自贸区的划分以省级行政区为单位,本文将毗邻城市样本设定为本省内与自贸区城市接壤的城市企业样本,检验自贸区设立是否会影响毗邻城市企业的 ESG 表现,回归结果报告于表 9 的列(1)~(2)中。为检验自贸区设立是否对本省企业的 ESG 表现具有显著影响,本文定义虚拟变量 FTZP,当省份有城市被设立为自贸区时,FTZP 取值为 1,否则为 0,回归结果列示于表 9 的列(3)~(4)中。进一步地,本文将位于自贸区城市的企业和无自贸区省份的企业剔除,检验自贸区设立是否会显著影响本省无自贸区城市企业的 ESG 表现,表 9 的列(5)~(6)报告了相应的回归结果。回归结果表明,自贸区设立对毗邻城市和本省其他城市企业的 ESG 表现不具有显著的辐射效应或虹吸效应。结合基准回归结果可以看出,自贸区产生的溢出效应存在有效范围,同一城市内的企业受自贸区辐射效应的影响显著改善了其 ESG 表现,但设立自贸区并未对毗邻城市和本省其他城市企业 ESG 表现产生空间溢出效应<sup>⑥</sup>。

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ESG <sub>i,t+1</sub>	ESGMean <sub>i,t+1</sub>	ESG <sub>i,t+1</sub>	ESGMean <sub>i,t+1</sub>	ESG <sub>i,t+1</sub>	ESGMean <sub>i,t+1</sub>
FTZ <sub>i,t</sub>	0.004 (0.078)	-0.017 (-0.346)				
FTZP <sub>i,t</sub>			0.002 (0.146)	0.007 (0.492)	-0.010 (-0.297)	0.013 (0.430)
Control	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	9664	9664	28357	28357	8799	8799
Adjusted R <sup>2</sup>	0.541	0.620	0.538	0.625	0.528	0.608
Firm FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Province FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Province-Year FE	YES	YES	NO	NO	NO	NO

## 六、结论与启示

本文以 2009—2022 年 A 股上市公司为样本,探讨了自贸区设立对所在城市企业 ESG 表现的影响。研究发现,当企业所在城市设立自贸区后,其 ESG 表现显著提高。经过一系列稳健性检验后,该研究结论不变。作用机制研究表明,设立自贸区能够从意愿、资源和行动三个层面影响企业 ESG 表现,意愿层面表现为外资持股增加带来的 ESG 转型压力,资源层面表现为融资约束缓解带来了开展 ESG 实践的资源保障,行动层面表现为提高了企业环保投资水平和绿色创新水平。结合企业内外部环境的研究表明,在公司治理水平和地区金融发展水平越低的企业中,自贸区设立对企业 ESG 表现的正向影响越显著,这说明自贸区设立在影响企业 ESG 表现中发挥了有效的治理效应和资源效应。最后,异质性分析表明,在低层级城市和非国有企业中,自贸区设立对企业 ESG 表现的正向影响更显著。

本研究具有重要的现实启示和政策意义。第一,本文的研究结果表明,自贸区的设立不仅加快了贸易、投资、金融等方面的开放进程,还能显著改善企业 ESG 表现,推动可持续发展。因此,一方面,未来可进一步加快自贸区建设,坚持推进高水平对外开放;另一方面,要将绿色可持续发展理念渗透到自贸区建设的全过程,在将自贸区打造成为绿色区域的同时,积极推动所在地企业的可持续发展。第二,近年来,社会各界对企业 ESG 的认识日益提高。企业在实现自身利润最大化的同时,也要积极践行 ESG 理念,促进社会可持续发展。位于自贸区所在城市的企业要抓住开放政策带来的制度创新红利,改善企业 ESG 表现,从追求利润最大化的单一发展目标转向兼顾长期可持续发展的 ESG 目标,特别是治理水平较差的企业和非国有企业,更要借助于自贸区设立带来的治理效应和资源效应,积极践行 ESG 理念。第三,金融发展水平低的地区融资环境相对较差,低层级城市资源配置效率较低,在这些地区中设立自贸区对企业 ESG 表现的边际效应更大。因此,未来应进一步优化区域自贸区建设,提高金融发展水平较低的城市和低层级城市的开放水平,借助自贸区建设释放的制度创新红利,推动所在地企业 ESG 发展。

### 注释:

① 2015 年,商务部发布《商务部关于支持自由贸易试验区创新发展的意见》,该意见提出要不断探索建立绿色供应链管理体系,鼓励发展绿色贸易。2021 年,生态环境部等八部门发布的《关于加强自由贸易试验区生态环境保护推动高质量发展的指导意见》强调,要探索自贸区生态环境相关制度创新,让绿色成为自贸区发展的底色。

② 限于篇幅,结果未展示,留存备案。

③ 本文检验了以 ESG<sub>i,t+2</sub> 和 ESGMean<sub>i,t+2</sub> 为被解释变量的回归结果,与基准研究结论一致。限于篇幅,未报告详细的回归结果,留存备案。

④ Fin 单独项的效应已被吸收,因此在模型中未加入 Fin 单独项。另外,Fin 存在部分缺失值,此处样本量有所减少。当被解释变量为 ESG<sub>i,t+2</sub> 时,交乘项 FTZ<sub>i,t</sub> × Fin<sub>i,t</sub> 的回归系数虽为负但不显著,表明从长期来看,地区金融发展水平对自贸区设立与未来两期企业 ESG 表现之间关系的影响有限。

⑤ 基于城市层级进行异质性分析时,为避免 FTZ 单独项的效应被地区一时间固定效应所吸收,在模型中未加入地区一时间固定效应。此外,当观测窗口延长为未来两期的企业 ESG 表现时,自贸区设立对位于低层级城市和高层级城市的企业 ESG 表现均具有显著的促进效应,再次说明了自贸区设立政策效应的滞后性。

⑥以 FTZP 为被解释变量时,为避免 FTZP 单独项的效应被地区一时间固定效应所吸收,在模型中未加入地区一时间固定效应。

## 参考文献:

- [1] 谭建华,严丽娜. 自由贸易试验区设立与企业技术创新[J]. 中南财经政法大学学报, 2020(2): 48—56.
- [2] 李鑫,叶永卫. 自由贸易试验区建设与企业研发投资——基于契约执行环境改善的视角[J]. 国际贸易问题, 2023(1): 142—157.
- [3] Seyoum, B., Ramirez, J. Foreign Trade Zones in the United States; A Study with Special Emphasis on the Proposal for Trade Agreement Parity[J]. Journal of Economic Studies, 2012, 39(1): 13—30.
- [4] Yao, D., Whalley, J. The China(Shanghai)Pilot Free Trade Zone: Background, Developments and Preliminary Assessment of Initial Impacts[J]. The World Economy, 2016, 39(1): 2—15.
- [5] Hendrawan, B. The Small Medium-Sized Enterprise's Characteristic in Batam Free Trade Zone that Able to Acquire Debt[J]. Procedia Economics and Finance, 2012(4): 76—85.
- [6] Waugh, M. E., Ravikumar, B. Measuring Openness to Trade[J]. Journal of Economic Dynamics and Control, 2016(72): 29—41.
- [7] 周文慧,钞小静. 自由贸易试验区建设推进中国高质量出口了吗? [J]. 经济评论, 2023(2): 92—106.
- [8] 任晓怡,苏雪莎,常曦,等. 中国自由贸易试验区与企业数字化转型[J]. 中国软科学, 2022(9): 130—140.
- [9] 王禹,王浩宇,薛爽. 税制绿色化与企业 ESG 表现——基于《环境保护税法》的准自然实验[J]. 财经研究, 2022(9): 47—62.
- [10] 陈晓珊,刘洪铨. 投资者关注影响上市公司 ESG 表现吗——来自网络搜索量的经验证据[J]. 中南财经政法大学学报, 2023(2): 15—27.
- [11] 何青,庄朋涛. 共同机构投资者如何影响企业 ESG 表现? [J]. 证券市场导报, 2023(3): 3—12.
- [12] Chen, H., Yuan, B., Cui, Q. Does the Pilot Free Trade Zone Policy Attract the Entering of Foreign-Invested Enterprises? The Evidence from China[J]. Applied Economics Letters, 2021, 28(14): 1162—1168.
- [13] Wan, Z., Zhang, Y., Wang, X., et al. Policy and Politics behind Shanghai's Free Trade Zone Program[J]. Journal of Transport Geography, 2014(34): 1—6.
- [14] 司春晓,孙诗怡,罗长远. 自贸区的外资创造和外资转移效应:基于倾向得分匹配—双重差分法(PSM-DID)的研究[J]. 世界经济研究, 2021(5): 9—23.
- [15] 宋献中,潘婧,韩杰. 资本市场国际化的鞭策效应:A股纳入 MSCI 指数与企业 ESG 表现[J]. 数量经济技术经济研究, 2024(4): 153—172.
- [16] 巴曙松,柴宏蕊,方云龙,等. 自由贸易试验区设立提高了金融服务实体经济效率吗?:来自沪津粤闽四大自贸区的经验证据[J]. 世界经济研究, 2021(12): 3—21.
- [17] 许江波,董启琛,卿小权. 自贸区政策如何影响企业价值? ——“双循环”视角下的分析与检验[J]. 会计研究, 2022(10): 85—98.
- [18] Anthony, C., Zabiollah, R. Business Sustainability Performance and Cost of Equity Capital[J]. Journal of Corporate Finance, 2015(34): 128—149.
- [19] Li, X., Xu, Q., Wang, H. Environmental Effects of the Establishment of Pilot Free Trade Zones: Evidence from Chinese ResourceBased Enterprises [J]. Environmental Science and Pollution Research, 2023 (30): 21384—21403.
- [20] 潘玉坤,郭萌萌. 空气污染压力下的企业 ESG 表现[J]. 数量经济技术经济研究, 2023(7): 112—132.
- [21] Bi, S., Shao, L., Tu, C., et al. Achieving Carbon Neutrality: The Effect of China Pilot Free Trade Zone Policy on Green Technology Innovation[J]. Environmental Science and Pollution Research, 2023(30): 50234—50247.
- [22] 崔日明,陈永胜. 自贸区设立、经济集聚与城市创新[J]. 经济理论与经济管理, 2022(11): 97—112.
- [23] 方云龙,刘佳鑫. 自由贸易试验区设立能促进企业创新吗? ——来自创业板上市公司的经验证据[J]. 国际金融研究, 2021(9): 25—33.
- [24] Cai, Y., Jo, H., Pan, C. Doing Well While Doing Bad? CSR in Controversial Industry Sectors[J]. Journal of Business Ethics, 2012, 108(4): 467—480.
- [25] Harjoto, M. A., Jo, H. Corporate Governance and CSR Nexus[J]. Journal of Business Ethics, 2011, 100(1): 45—67.
- [26] 周茜,许晓芳,陆正飞. 去杠杆,究竟谁更积极与稳妥[J]. 管理世界, 2020(8): 127—148.

(下转第 41 页)