

中国企业 ESG 表现与外资持股

张越¹ 范从来¹ 高洁超²

(1. 南京大学 长江三角洲经济社会发展研究中心, 江苏 南京 210093;

2. 上海对外经贸大学 国际经贸学院, 上海 201620)

摘要: 如何增强境外投资者对中国资本市场的信心, 是推动高水平对外开放的关键议题。本文从 ESG 视角切入, 以 2012—2022 年中国沪深 A 股上市公司为样本, 考察企业 ESG 表现对外资持股的影响。研究发现, ESG 表现能够显著提高企业外资持股比例, 且主要通过缓解信息不对称、提升企业声誉、优化内部控制及提高投资回报四种作用机制实现。其中, 境外投资者尤为关注企业 ESG 表现与经营绩效的协同提升。异质性分析显示, ESG 对外资的吸引效应在非国有企业、重污染行业企业、对外开放程度较低地区的企业以及外部监督治理较弱的企业中更为明显。经济后果检验表明, 良好的 ESG 表现不仅直接促进了企业关键技术创新, 还通过增加外资持股间接提升了创新产出。本文揭示了 ESG 战略在吸引外资方面的积极作用, 为中国进一步完善 ESG 体系建设、促进利用外资提质增效、推动经济高质量发展提供政策启示。

关键词: ESG 表现; 外资持股; 吸引效应; 信息不对称; 技术创新

中图分类号: F271.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1003-5230(2025)03-0029-13

一、引言

在全球经济格局经历深刻变革的当下, 吸引和利用外资已然成为中国推进高水平对外开放的重要抓手。2024 年中央经济工作会议明确提出“扩大高水平对外开放, 稳外贸、稳外资”, 凸显了外资在推动中国经济高质量发展中的重要作用。作为改革开放进程中的参与者和贡献者, 外资不仅是中国经济发展的外部推动力, 更是构建新发展格局的有力支撑。然而, 尽管中国资本市场通过渐进式开放政策已经解决了全球金融资源“能不能”进入中国的问题, 但外资持股仍面临诸多挑战。据国家外汇管理局 2024 年 10 月 22 日数据, 外资在国内股市的占比仅为 3%~4%, 这表明外资的持股意愿仍有较大提升空间。因此, 在降低境外投资者“不能进”的准入门槛基础上, 如何进一步消除其“不愿进”的

收稿日期: 2024-08-11

基金项目: 国家社会科学基金重大项目“金融业制度型开放助推构建新发展格局的路径研究”(23&·ZD059); 国家社会科学基金一般项目“金融高质量发展背景下影子银行转型效果评估与双支柱调控优化研究”(24BJL054)

作者简介: 张越(1994—), 男, 河南南阳人, 南京大学长江三角洲经济社会发展研究中心博士生;

范从来(1962—), 男, 江苏海安人, 南京大学长江三角洲经济社会发展研究中心教授, 博士生导师;

高洁超(1989—), 男, 江苏南通人, 上海对外经贸大学国际经贸学院副教授, 博士, 本文通讯作者。

顾虑,探寻促进其“愿意进”的路径,从而有效提高外资持股比例,对增强中国资产对全球金融资源的吸引力、实现以高水平开放吸引和利用高质量外资至关重要。

在跨国投资决策过程中,外国投资者的目光不再仅仅局限于目标企业的财务信息,而是日益重视非财务信息的评估,以此确保投资安全并挖掘潜在回报^[1]。金融危机后,可持续投资理念逐渐兴起,催生了企业社会责任(CSR)与环境、社会和公司治理(ESG)两大实践范式^[2]。与侧重企业内部治理、强调社会责任履行的 CSR 相比,ESG 作为可持续发展的金融化表达,更加关注企业在资本市场中的表现,其涵盖财务风险管控、潜在回报评估以及构建利益相关者共赢格局等多个方面。已有研究表明,积极履行 CSR 的企业容易受到境外机构投资者的青睐^[3]。相较于 CSR 的“尽责行善”属性,ESG 的“义利并举”特征在理论上更契合资本市场投资者的价值取向。Wind 数据显示,2021 年 5 月 31 日至 2024 年 5 月 31 日,外资持股的 A 股上市公司数量从 2307 家增至 3411 家,这些公司的 Wind ESG 平均得分也从 4.83 分持续提升至 5.83 分,这一变化充分反映出境外投资者对中国上市企业 ESG 实践的高度认可。鉴于此,本文将深入分析两个核心问题:一是企业 ESG 表现能否突破传统引资要素的局限,成为连接中国境外资本的“良木”;二是 ESG 表现是否可以通过吸引外资持股,间接推动本土企业关键技术创新。对这些问题的研究,不仅有助于构建“ESG—资本流动—创新驱动”的良性循环,还将为吸引外资、促进优质外资与国内资源高效融合、提升金融资源配置效率提供经验证据与实践指导。

相比已有研究,本文的边际贡献如下。第一,从“引进来”的视角拓展了企业 ESG 表现的经济效应研究边界。现有文献大多集中于探讨 ESG 对企业对外直接投资(OFDI)^[4]和海外经营收入^[5]等“走出去”行为的影响,而对“引进来”这一对外开放的重要维度关注较少。本文通过分析企业 ESG 表现对外资持股的影响,为解决全球金融资源“愿不愿”进入这一关键问题提供了新的研究视角。第二,打开了 ESG 与外资关系的“黑箱”。不同于已有成果对投资风险作用机理的考察^[6],本文从信息不对称、企业声誉、内部控制及投资回报四个方面系统分析了 ESG 表现吸引外资持股的作用机制,并深入剖析了背后的财务战略动因。强调 ESG 建设不应仅是企业应对监管要求的表面文章,而要成为切实提升经营绩效、增强投资者信心的内生力量。第三,本文的研究结论具有重要现实意义。研究发现,ESG 的积极实践能够显著增强企业对外资的吸引力,并助力本土企业关键技术创新。这一结论为中国推进可持续发展战略和资本市场高水平开放提供了有益借鉴。具体而言,通过培育具有良好 ESG 实践的标杆企业,可以吸引更多国际资本参与中国资本市场,助力构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局,为中国经济的可持续发展注入强劲动力。

二、制度背景、典型事实与理论分析

(一)制度背景

ESG 概念的起源可以追溯到 20 世纪 60 年代的社会责任投资(SRI)理念,其核心要义在于引导企业在追求财务绩效的同时,从环境、社会及治理三个维度全面衡量自身价值。这一理念的提出使得企业社会责任的履行变得可量化、可比较,并推动其可持续改善。ESG 的推广与联合国的积极倡导密不可分:2004 年,联合国全球契约组织(UNGC)首次提出 ESG 理念及相应评价体系,标志着 ESG 开始进入国际视野;2006 年,联合国负责任投资原则组织(UNPRI)明确六项基本 ESG 投资原则,将 ESG 确立为衡量企业可持续发展的重要指标,弥补了传统财务分析方法的局限性。自此,ESG 因素逐步融入投资决策框架,成为全球投资策略中不可或缺的组成部分。

在中国,ESG 建设虽起步较晚,但近年来发展势头迅猛。随着 ESG 理念的深入普及,中国资本市场对 ESG 投资的关注度持续提升。为推动 ESG 在国内发展,相关部门陆续出台了一系列政策:2018 年 9 月,证监会修订《上市公司治理准则》,规定上市公司披露环境保护(E)、社会责任(S)和公司治理(G)方面的信息;2022 年 4 月,证监会发布《上市公司投资者关系管理工作指引》,将 ESG 信息纳入投资者沟通内容;2024 年 4 月,沪深北三大交易所正式发布《上市公司可持续发展报告指引》,要求

上证 180、科创 50、深证 100、创业板指数样本公司以及境内外同时上市的公司披露可持续发展报告或 ESG 报告,标志着中国正式迈入 ESG 强制披露时代。这一系列政策的接连出台,显著提升了中国上市公司 ESG 信息披露的规范性和透明度,为资本市场的可持续发展注入了强大动力。根据证监会相关报道,截至 2024 年 9 月底,已有超过 2200 家上市公司披露了 2023 年可持续发展报告或社会责任报告,近三年披露 ESG 的公司数量年均增长率达 20%,彰显了中国企业 ESG 信息披露的快速发展态势。

(二)典型事实

为验证中国企业 ESG 表现是否能够向国际资本市场传递积极信号,进而吸引更多境外投资者,本文从两个方面分析了 ESG 表现与外资持股之间的关系。首先,将企业 ESG 表现按数值大小进行 4 等分,并计算每等分样本的外资持股均值。如图 1 所示,随着 ESG 表现从最低四分位数提升至最高四分位数,外资持股比例呈现显著的单调上升趋势,这表明两者存在较强的正相关关系。进一步地,将样本按 ESG 表现分为两组进行对比分析^①,如图 2 所示,ESG 表现较好的企业,其外资持股水平明显更高。上述典型事实说明了 ESG 表现是吸引外资的重要因素。

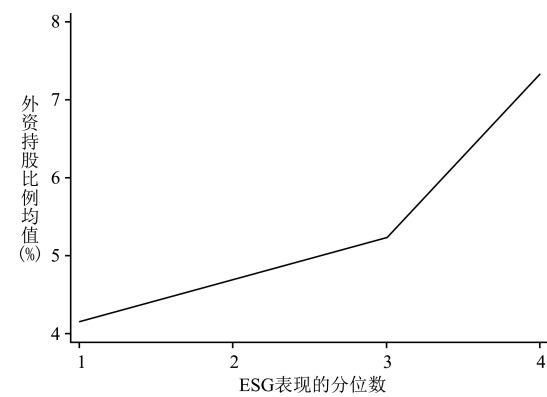


图 1 企业 ESG 表现与外资持股比例均值的关系

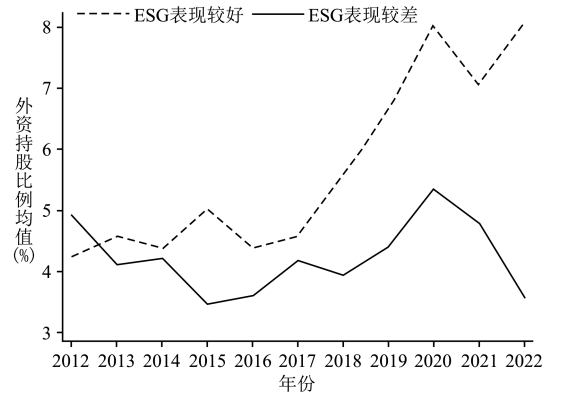


图 2 企业 ESG 表现差异与外资持股比例均值变动情况

(三)理论分析

随着中国经济不断转型,企业的角色与定位发生显著变化,资本市场投资者的关注点也随之转变。在此背景下,ESG 逐渐成为投资者评估企业长期可持续回报的重要参考。结合现有研究,本文认为企业 ESG 表现会吸引外资持股,下面将从缓解信息不对称、提升企业声誉、优化内部控制以及提高投资回报四个作用机制进行分析。

第一,企业 ESG 表现通过缓解信息不对称促进外资持股比例增加。一方面,信息不对称始终是外国投资者在国际市场投资时面临的主要障碍^[7]。由于语言、文化、地理位置、制度环境以及信息披露标准等方面的差异,投资者往往难以全面、准确地获取目标企业的详细信息,这无疑增加了投资的不确定性和成本,进而抑制其投资意愿。另一方面,ESG 作为企业非财务信息的重要补充,全面披露了企业在环境保护、社会责任及公司治理方面的实践情况,提高了企业的透明度,满足了投资者对投资企业的多元化信息需求^[8]。良好的 ESG 表现可以显著减少信息不对称程度,改善投资者的信息劣势地位,提高投资决策精准度,从而更好地吸引外资。因此,提升 ESG 表现既能打破本土企业与外国投资者之间的信息壁垒,又能增强外资吸引力,从而推动外资持股比例上升。

第二,企业 ESG 表现会提升企业声誉并增加外资持股比例。一方面,ESG 表现是企业声誉的重要组成部分。企业在环境保护、社会责任履行及公司治理方面的出色表现,不仅塑造了负责任的企业形象,还通过实际行动向利益相关者展示企业的承诺与努力,积累社会信任资本,建立良好的声誉^[9]。这种声誉作为一种宝贵的无形资产,对企业价值创造和维持行业竞争优势至关重要。另一方面,良好的企业声誉能够吸引外资。声誉交易理论认为,声誉是外界对企业能力、公众形象、市场地位和社会

责任等的综合评价。拥有良好声誉的企业能够向外国投资者传递稳健运营的积极信号,降低投资者的风险感知,稳定其投资回报预期。此外,它还能纠正投资者对当地投资环境的偏见,从而增强投资者信心^[10]。综上所述,企业 ESG 表现能够通过提升企业声誉吸引外资持股。

第三,企业 ESG 表现能够优化内部控制,从而提高外资持股水平。其一,ESG 表现的提升通过以下三个方面强化内部控制:在环境层面,企业通过环境信息披露应对监管要求,降低环境风险并增强合规性;在社会层面,社会责任实践可提升客户认同感,增强企业竞争优势,并推动内部控制体系的完善;在治理层面,高透明度的治理能抑制内部腐败,提升决策效率。其二,优化后的内部控制体系会吸引外资:一方面,通过缓解代理问题提高投资效率,强化投资者利益保护^[11];另一方面,借助合规经营规避意外风险,为投资收益提供安全保障。在这种情况下,企业 ESG 表现的提升通过优化内部控制体系,增强企业的抗风险能力和治理效能,为投资者提供更加可靠的投资环境,由此提升企业的外资吸引力。

第四,企业 ESG 表现通过提高投资回报促进外资持股。投资回报是吸引投资者的核心要素。外国投资者倾向于投资回报率稳定且高的企业^[12]。高投资回报率不仅体现了企业的盈利能力和市场认可度,更能直接为投资者带来可观的经济收益。而 ESG 表现优秀的企业往往展现出更高的股票回报率。据汤森路透《2023 年企业 ESG 报告》显示,过去五年 ESG 评分前 10% 的企业股票回报率较后 10% 的企业高出 2.5 倍,且超出全球平均水平 1.7 倍。这表明优异的 ESG 表现与高投资回报紧密相关。同时,企业开展 ESG 实践有助于建立与投资者之间的信任关系,这对企业的财务表现会产生积极影响^[13]。在金融危机时期,企业通过社会责任建立的社会资本可以有效弥补金融资本不足,提升债务融资能力并降低经营风险,从而取得更好的经营业绩和更高的股票回报率^[14]。然而,值得注意的是,或许那些高股票回报的优质企业本身就具备 ESG 优势,故不能完全排除该作用机制可能面临的内生性问题^②。鉴于此,这里仅尝试说明 ESG 表现优秀的企业在应对风险和提升业绩方面具有优势,能够带来更为稳健且较高的投资回报,进而增加外资对中国企业持股比例的可能性。

基于上述分析,本文提出如下研究假设:企业 ESG 表现的提升会促进外资持股比例的增加。

三、研究设计

(一)数据来源与样本选择

本文选取 2012—2022 年非金融行业、非资不抵债且处于正常上市状态的沪深 A 股上市企业作为研究对象。在数据筛选过程中,剔除了财务数据缺失的样本,最终获得 21193 个企业年度样本数据。为减少异常值的影响,本文对所有连续变量进行了上下各 1% 的缩尾处理。在数据来源方面,企业 ESG 数据采用华证 ESG 评级。该评级体系在充分借鉴国际 ESG 核心要义的基础上,结合中国国情与资本市场特点,构建了具有中国特色、全面覆盖、高时效性的 ESG 评级体系,且已获得业界投资者的广泛认可,并被学术界普遍采用^[15]。此外,其他数据均来源于 CSMAR 数据库。选择 2012 年作为研究起点,主要基于以下两点考虑:一是香港交易所于该年发布了《ESG 报告指引》,标志着 ESG 理念在中国资本市场的初步引入和推广,为 A 股市场的 ESG 建设和信息披露提供了重要参考;二是同年银监会制定并发布了《绿色信贷指引》,使 ESG 成为投资者和监管机构共同关注的焦点,为后续研究奠定了政策基础。

(二)模型设定及变量定义

为检验企业 ESG 表现对外资持股的影响,本文设定如下计量模型:

$$FS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \gamma X_{i,t} + u_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中,被解释变量 $FS_{i,t}$ 代表 i 企业在 t 年的外资持股比例。参考宋德勇等的做法^[16],以企业前十大股东中具有境外性质的股东持股比例之和表示。核心解释变量 $ESG_{i,t}$ 为 i 企业在 t 年的 ESG 表现。具体参考 Lin 等的方法^[17],采用华证 ESG 评级的大小进行衡量,将评级 C、CC、CCC、B、BB、BBB、A、AA、AAA 分别赋值为 1~9。系数 β_1 反映了 ESG 表现对外资持股的影响,若 β_1 显著为

正,则表明企业 ESG 表现的提升有助于提高外资持股比例,显示出吸引效应。

$X_{i,t}$ 表示一系列的控制变量。参考现有文献^{[9][18]},本文选取以下控制变量:企业规模(Size)、盈利能力(Roe)、资产负债率(Lev)、股权集中度(Top1)、企业成长能力(TobinQ)、现金流量(Cflow)、分析师关注度(Analyst)和所有制属性(Soe)。此外,本文还纳入了企业固定效应(u_i)和年份固定效应(λ_t),并采用企业层面聚类的标准误。表 1 为本文主要变量的定义及描述性统计。在样本期内,外资持股比例(FS)的均值为 4.846%,说明中国上市企业前十大股东中的外资持股比例整体偏低,存在进一步提升空间;标准差为 11.895,结合最小值和最大值的分布,表明不同企业间的外资持股状况存在较大差异,与既有文献结果基本一致^[19]。ESG 表现的均值为 4.305,对应评级体系中 B~BB 区间范围,反映大部分企业的 ESG 表现处于中等偏低水平,揭示中国上市企业 ESG 实践尚待加强。其余控制变量的描述性统计结果均落在合理区间内,在此不作赘述。

表 1 主要变量定义及描述性统计

变量	变量定义	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
FS	前十大股东中外资股东持股比例(%)	21193	4.846	11.895	0.000	0.000	92.360
ESG	上市企业的华证 ESG 评级得分	21193	4.305	1.035	1.000	4.000	8.000
Size	总资产的自然对数	21193	22.510	1.341	19.970	22.301	26.961
Roe	净利润/股东权益余额	21193	0.081	0.097	-0.709	0.083	0.416
Lev	负债总额/总资产	21193	0.413	0.197	0.035	0.406	0.869
Top1	第一大股东持股比例(%)	21193	35.041	15.019	8.370	33.080	76.680
TobinQ	市值/总资产	21193	2.069	1.333	0.792	1.649	11.479
Cflow	经营活动产生的现金流净额/总资产	21193	0.056	0.068	-0.196	0.054	0.281
Analyst	分析师人数的自然对数	21193	1.746	1.111	0.000	1.792	3.951
Soe	国有企业取值为 1,否则为 0	21193	0.337	0.473	0.000	0.000	1.000

四、实证回归结果与分析

(一)基准回归结果

表 2 汇报了本文的基准回归结果。列(1)仅引入核心解释变量并控制企业及年份固定效应;列(2)加入了控制变量;列(3)和列(4)进一步补充了行业与年份、城市与年份的交互固定效应,控制了来自行业、城市层面随年份变化且不可观测因素的影响。所有回归结果显示,ESG 回归系数均在 1%的水平上显著为正,表明企业通过提升 ESG 表现向资本市场传递了积极信号,有效吸引了更多境外投资者,从而提高了外资持股比例。这一发现证实了 ESG 对外资的吸引效应,支持了本文的研究假设。

表 2 企业 ESG 表现与外资持股

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
ESG	0.199 *** (4.15)	0.148 *** (3.27)	0.142 *** (3.27)	0.129 *** (2.83)
Controls	N	Y	Y	Y
企业固定效应	Y	Y	Y	Y
年份固定效应	Y	Y	N	N
行业×年份固定效应	N	N	Y	Y
城市×年份固定效应	N	N	N	Y
N	21193	21193	21193	21193
R ²	0.925	0.927	0.931	0.943

注:括号内为经企业层面聚类标准误计算的 t 值;***、** 和 * 分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。限于篇幅,控制变量的结果未展示,留存备案,下表同。

(二)内生性问题

1.工具变量

为解决模型中潜在的内生性问题,本文借鉴谢红军和吕雪的做法^[4],采用企业被“泛 ESG”基金

持股的市值规模作为 ESG 表现的工具变量。此方法的有效性在于,“泛 ESG”基金持股是机构投资者参与公司治理的重要方式,能够促进企业 ESG 表现改善^[20],满足工具变量的相关性条件。同时,由于“泛 ESG”基金设立规模和持股组合的变动均由基金公司自主决策,独立于企业外资持股状况,符合排他性要求。表 3 第(1)列的 IV 估计结果显示,Kleibergen-Paap rk LM 统计量为 35.400,在 1%的水平上拒绝了工具变量识别不足的原假设。此外,Kleibergen-Paap rk Wald F 统计量(17.840)超过 Stock-Yogo 检验在 10%水平上的临界值(16.38),排除了弱工具变量的风险。在这一基础上,ESG 的回归系数仍然在 1%的水平上显著为正,表明本文研究结论具有稳健性。

2.Heckman 两阶段

鉴于当前上市企业 ESG 信息披露的非强制性,可能存在部分企业虽实际开展了 ESG 实践活动却未公开的情况。这种数据缺失可能引发样本选择偏误,进而导致内生性问题。为此,本文参照李增福和陈嘉滢的研究^[21],采用 Heckman 两阶段法对模型进行重新估计。在第一阶段,以企业 ESG 评级是否为 AAA、AA、A 构建的虚拟变量作为被解释变量,对滞后一期的所有控制变量进行 Probit 回归。随后,在第二阶段,将第一阶段估计得到的逆米尔斯比率(IMR)作为额外的控制变量纳入基准模型中进行回归。表 3 第(2)列的结果显示,样本选择问题并未对企业 ESG 表现提高外资持股比例的研究结论造成实质性影响。

3.分组匹配检验

为降低 ESG 评级高低不同企业间的固有差异引发的内生性问题,本文参考 Yahia 等的做法^[18],采取倾向得分匹配(PSM)和熵平衡(EB)两种方法处理。匹配标准是基于同年份同行业企业 ESG 表现的中位数进行分组匹配。对匹配后的样本进行重新回归,表 3 第(3)(4)列的结果显示,企业 ESG 表现对外资持股的积极影响依然显著存在,本文研究结论未发生改变。

表 3内生性检验

变量	(1) IV	(2) Heckman	(3) PSM	(4) EB
ESG	7.264 *** (4.88)	0.104 ** (2.07)	0.143 *** (3.18)	0.176 *** (2.87)
IMR		- 0.440 ** (- 2.06)		
Controls	Y	Y	Y	Y
企业和年份固定效应	Y	Y	Y	Y
Kleibergen-Paap rk LM-P	35.400 (0.00)			
Kleibergen-Paap rk Wald F	17.840			
N	20568	15136	20554	21193
R ²	- 2.154	0.933	0.924	0.928

(三)稳健性检验

为确保研究结论的可靠性,本文还进行了如下多个维度的稳健性检验。

1.滞后解释变量。考虑到 ESG 表现对外资持股可能存在时滞效应,本文引入滞后一期的 ESG 表现(记为 L.ESG)作为新的解释变量,并重新进行基准回归(见表 4 第(1)列)。

2.替换核心解释变量。为避免使用单一 ESG 衡量指标可能带来的偏差,本文分别采用华证 ESG 综合得分(ESG_S)和彭博 ESG 评分(BloombergESG)作为替代指标进行回归(见表 4 第(2)列和第(3)列)。

3.增加控制变量。在原有控制变量的基础上,本文进一步增加与管理层特征相关的控制变量^③,包括董事会规模(Board)、独立董事占比(Independence)、总经理持股比例(Mhold)、董事长与总经理是否兼任(Dual)以及两权分离度(Sep),重新进行估计(见表 4 第(4)列)。

4.更换聚类方式。考虑到行业层面的扰动项可能存在相关性,本文将聚类标准误从企业层面调整至行业层面(见表 4 第(5)列)。

5.排除替代性解释。鉴于中国陆股通政策对外资投资 A 股市场的潜在影响,本文在模型中添加了企业进入陆股通的时间虚拟变量 did,以排除该政策对研究结果的干扰(见表 4 第(6)列)。

6.模型变换。针对外资持股数据的左侧截断问题,本文采用 Tobit 模型进行估计(见表 4 第(7)列)。

7.遗漏变量偏误检验。为评估未观测变量对研究结论的影响,本文采用 Oster 的方法检验系数的稳定性^[22]。分析结果显示,未观测变量至少需要产生 4.89 倍于已观测变量的影响才能使 $\beta=0$,表明遗漏变量对本文研究结论的影响有限。

8.安慰剂检验。本文对模型中每个样本的企业 ESG 表现与现有样本随机匹配,进行抽样重复 1000 次生成安慰剂变量,然后检验这些安慰剂变量对外资持股的影响。结果如图 3 所示,安慰剂变量的系数分布曲线在 0 附近,且远离基准回归中的 ESG 回归系数(0.148),表明 ESG 对外资持股的吸引效应并非随机或偶然事件。

上述稳健性检验与基准回归结果保持一致,本文研究结论不变。

表 4 稳健性检验							
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	ESG 滞后一期	ESG 综合得分	彭博 ESG 评分	增加控制变量	行业聚类	排除陆股通	Tobit 模型
L.ESG	0.109 ** (2.06)						
ESG_S		0.032 *** (3.40)					
BloombergESG			0.084 *** (3.58)				
ESG				0.129 *** (2.65)	0.148 ** (2.33)	0.144 *** (3.19)	0.114 ** (2.09)
did						0.290 ** (2.30)	
Controls	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
企业和年份固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
N	16950	21193	8793	18066	21193	21070	21193
R ² or Pseudo R ²	0.929	0.927	0.935	0.929	0.927	0.928	0.319

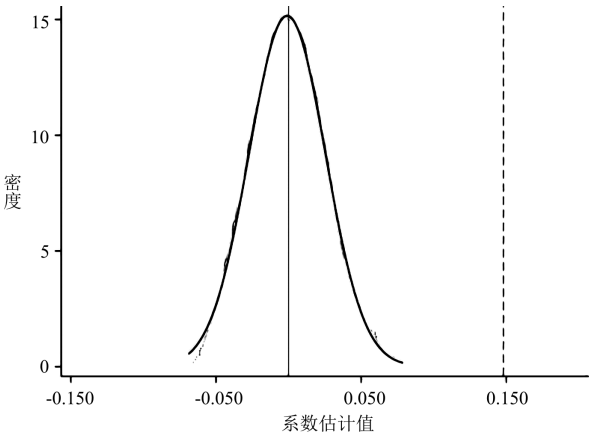


图 3 安慰剂检验

(四)机制检验

根据上文理论分析可知,缓解信息不对称、提升企业声誉、优化内部控制以及提高投资回报是企业 ESG 表现吸引外资持股的作用机制。为验证上述作用机制的存在,本文借鉴江艇的研究^[23],直接检验企业 ESG 表现对机制变量的影响。

机制变量包括信息不对称(ASY)、企业声誉(CR)、内部控制(IC)和投资回报(ROI)。信息不对称(ASY)的度量,参考于蔚等的做法^[24],通过主成分分析法构建信息不对称的代理指标。该指标值越大,信息不对称程度越严重。企业声誉(CR)的度量,借鉴谢红军等的研究^[25],以企业年度违规处罚次数作为企业声誉的代理变量。处罚次数越多,企业声誉越差。内部控制(IC),使用迪博中国上市公司内部控制指数除以 100 来度量。投资回报(ROI),采用每股综合收益度量,计算公式为当期综合收益总额除以股本。每股综合收益越高,说明企业盈利能力越强,为股东带来更高分红的可能性越大。

表 5 汇报了机制检验的结果。从第(1)(2)列可以看出,企业 ESG 表现对信息不对称(ASY)和企业声誉(CR)两组反向指标的影响显著为负,表明 ESG 表现不仅有助于改善资本市场信息环境,缓解本土企业与境外投资者之间的信息不对称程度,还能释放积极信号,提升企业声誉,进而促进外资持股。第(3)(4)列的结果显示,ESG 表现对内部控制(IC)和投资回报(ROI)的影响显著为正,说明随着企业 ESG 表现的提升,其内部控制体系得到优化,投资者的投资回报也随之提高,从而增强对外资的吸引力。因此,本文证明了上述四个作用机制的存在。

表 5 机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	ASY	CR	IC	ROI
ESG	- 0.014 *** (- 3.05)	- 0.034 *** (- 4.71)	0.113 *** (9.84)	0.023 *** (4.41)
Controls	Y	Y	Y	Y
企业和年份固定效应	Y	Y	Y	Y
N	21193	21193	21193	21193
R ²	0.799	0.417	0.444	0.811

(五)境外投资者投资行为的动机分析

在探讨吸引外资策略时,消除投资障碍以促进国际资本流动固然重要,但确保外资获得稳定的利润回报才是核心所在。虽然本文在理论分析中尝试阐释了 ESG 通过提高投资回报吸引外资持股的作用机制,但不可忽视内生性因素可能带来的影响,因此在研究中需要谨慎对待。鉴于投资者对投资收益的高度敏感性,从财务指标角度剖析 ESG 表现吸引外资的深层次财务战略因素尤为关键。本文在控制企业盈利能力(Roe)的条件下,发现 ESG 表现有助于提高外资持股比例。然而,若企业的 ESG 实践未直接转化为财务绩效提升,外资持股是否会受到影响? 对这一问题的探究有助于从侧面印证投资回报的逻辑关联。

为解答此问题,本文从以下两个维度进行实证检验。首先,借鉴白雄等的研究逻辑^[26],通过观察境外投资者的行为判断其 ESG 投资偏好动因。通过比较企业当期与上一期经营绩效,本文将企业经营绩效分为良好和欠佳,并相应地将外资持股比例变动归类为增持和减持。经营绩效表现良好时外资增持或欠佳时减持均属正常投资行为;反之则为异常投资行为。在财务指标方面,本文选取总资产收益率 ROA(评估企业资产运营效率和偿债能力)和净资产收益率 ROE(衡量企业盈利能力和投资价值)。通过计算当期与上一期资产收益率之差(CH_ROA 和 CH_ROE)以及外资持股比例变化(CH_FS),构建二元逻辑变量 Z。当 $CH_ROA(CH_ROE) \times CH_FS > 0$ 时,Z 赋值为 0,表示正常投资行为;反之,Z 赋值为 1,表示异常投资行为。采用 xtlogit 固定效应模型对 Z 与 ESG 进行回归,

结果见表 6 第(1)(2)列。ESG 的回归系数均显著为负,表明 ESG 表现会降低境外投资者异常投资行为发生的可能性,即 ESG 表现提升若未改善财务绩效,将对外资持股意愿造成负面影响。

然后,根据经营绩效变化,将样本分为表现良好和表现欠佳两组子样本,进行分组回归。表 6 第(3)~(6)列的结果显示,ESG 表现仅在经营绩效表现良好的样本中显著为正,而在表现欠佳样本中则无显著影响。这一发现证实了境外投资者的投资逻辑:不仅关注 ESG 报告评分,更看重 ESG 表现能否同步提升经营绩效。其原因可能包括:一是第三方 ESG 评级的分歧导致投资者评估时持谨慎态度;二是部分企业存在 ESG“漂绿”行为,影响投资者决策。因此,企业应摒弃 ESG“漂绿”的做法,专注于实质性的 ESG 建设,通过 ESG 赋能企业高质量发展和价值创造,在资本市场展现更强竞争力,切实提高投资者回报,从而增强境外投资者信心,吸引更多外资投入。

表 6		境外投资者投资行为的动机分析				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Z	Z	FS	FS	FS	FS
	ROA	ROE	CH_ROA>0	CH_ROA<0	CH_ROE>0	CH_ROE<0
ESG	-0.081 *** (-3.15)	-0.099 *** (-3.83)	0.224 *** (3.41)	0.102 (1.52)	0.257 *** (4.03)	0.084 (1.19)
Controls	Y	Y	Y	Y	Y	Y
企业和年份固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y
N	14752	14805	10116	11077	10571	10622
R ²			0.945	0.927	0.946	0.929

注:由于本文采用的是非平衡面板数据,xtlogit 回归会自动剔除在观测期组内个体因变量 Z 未发生变化的样本,因此样本量减少。

五、进一步研究

(一)异质性分析

为深化 ESG 对外资吸引效应的认识,厘清 ESG 表现对外资持股的非对称影响,本文从企业所有制属性、行业污染类型、地区对外开放程度和外部监督治理差异四个维度展开异质性分析。

1.企业所有制属性

企业所有制属性的不同是中国资本市场的典型特征。国有企业与非国有企业在经济目标和行为动机上存在显著差异。作为国家宏观调控的重要工具,国有企业更注重社会价值的实现,并且容易获得政府和金融市场的支持,资金依赖性相对较低^[27]。这降低了国有企业对资本市场波动的敏感性,导致其通过提升 ESG 表现向资本市场释放信号的意愿较弱。相比之下,非国有企业的股东财富与股价变化紧密相关,为争取境外投资者的资金支持,它们有强烈的动机向国际市场展示其 ESG 表现的积极成果。据此,本文推断 ESG 表现对外资持股的吸引效应主要存在于非国有企业。

为验证上述推断,本文根据上市企业实际控制人性质将样本划分为国有企业和非国有企业,以检验企业所有制属性对 ESG 表现与外资持股之间关系的异质性影响。回归结果如表 7 列(1)(2)所示,ESG 回归系数仅在非国有企业中显著为正,而在国有企业中不显著。上述结果表明,在非国有企业中,ESG 表现对外资持股的提升作用更明显。

2.行业污染类型

不同行业对环境的敏感性存在差异,投资者对处于不同行业的企业 ESG 表现也抱有不同期望^[28],导致不同行业企业 ESG 表现对外资持股的吸引力呈现差异化。随着 ESG 理念的广泛传播,重污染行业企业面临的环境规制日趋严格,环境风险的不确定性也在持续上升。相较于非重污染行业企业,重污染行业企业若能积极改善环境绩效、努力提升 ESG 表现,将有助于塑造负责任的社会形象,从而赢得国际资本的信任。因此,本文认为 ESG 表现对重污染行业企业外资持股的正向影响更

为突出。

为验证上述推断,本文根据 2008 年环保部发布的《上市公司环保核查行业分类管理名录》和 2012 年证监会修订的《上市公司行业分类指引》,将样本划分为重污染行业企业 and 非重污染行业企业。回归结果如表 7 列(3)(4)所示,在不同行业污染类型的子样本中,ESG 表现对外资持股均具有显著的促进作用,但根据组间系数差异检验可知,对于重污染行业企业,ESG 表现对外资持股的吸引效应更强。

3.地区对外开放程度

理论分析表明,ESG 是企业与利益相关者传递信息的重要桥梁,有助于降低企业与投资者之间的信息不对称程度。据此,本文推断,在信息不对称程度较为严重的样本中,ESG 能够更好地解决信息不对称问题,从而对外资持股产生更为显著的提升作用。

为验证上述推断,本文利用地区对外开放程度的差异进行检验,因为地区对外开放程度直接影响境外投资者对我国境内信息的了解程度。相较于高开放程度地区的企业,低开放程度地区的企业国际交流相对较少,与境外投资者的信息不对称问题更为突出。本文参考夏立军和陈信元的做法^[29],根据企业注册地将企业划分为高开放程度地区企业和低开放程度地区企业^①。回归结果如表 7 列(5)(6)所示,ESG 的回归系数在高开放程度地区的组别中并不显著,在低开放程度地区的组别中显著为正且系数更高。上述结果不仅表明 ESG 表现的外资吸引效应在地区对外开放程度低的组中更强,还进一步佐证了缓解信息不对称的作用机制。

4.外部监督治理

外部监督治理对于确保企业会计信息真实性和可靠性至关重要,有助于提高投资者对企业的了解程度。独立审计作为公司治理的一种重要外部监督机制,为投资者提供关于企业信息披露可靠性的第三方认定。四大会计师事务所因严格的审计程序和高度独立性而被认为是高质量审计的代表,经其审计的企业信息透明度更高^[30]。如果 ESG 能够充分考虑各利益相关者,提高公司治理能力,那么投资者获取信息将不再依赖于严格的外部监督^[31]。因此,本文认为,在外部监督治理较弱的环境中,ESG 表现能够对吸引外资产生更强的边际效应。

为验证上述推断,本文根据审计师是否来自国际四大会计师事务所将样本划分为两组,随后进行分组回归。回归结果如表 7 列(7)(8)所示,ESG 回归系数在审计师非“四大”的子样本中显著为正,而在“四大”的子样本中不显著。该结果表明,对于审计师非“四大”的企业而言,ESG 表现在更大程度上弥补了外部监督的盲区,提高了其外资吸引力。

表 7		异质性分析						
变量	企业所有制属性		行业污染类型		地区对外开放程度		外部监管治理	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	国有	非国有	重污染	非重污染	高开放	低开放	四大	非四大
ESG	0.034 (0.57)	0.175 *** (2.96)	0.197 *** (2.63)	0.100 * (1.86)	0.077 (0.97)	0.173 *** (3.15)	0.024 (0.12)	0.139 *** (3.05)
Controls	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
企业和年份固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
N	7144	14049	6180	15013	6358	14835	1665	19528
R ²	0.925	0.934	0.925	0.931	0.947	0.906	0.937	0.922
Diff P 值	0.000 ***		0.000 ***		0.000 ***		0.000 ***	

(二)经济后果分析

当前,世界经济处于低位复苏阶段,大国间的博弈与竞争加剧,地缘政治局势紧张,技术革命竞争愈演愈烈。在此背景下,攻克关键核心技术成为推动科技现代化与中国式现代化的关键。对外开放、吸收外资及引进技术是中国经济快速发展的宝贵经验。既有文献指出,外资持股可以通过外部监督

提升企业创新产出^[32]。上文已证实,企业 ESG 表现能提升外资持股比例。然而,吸引外资的关键在于高质量利用,以促进技术进步和产业升级^[33]。为此,本文从关键技术创新角度,考察企业 ESG 表现对创新的直接影响及通过外资持股的间接影响。借鉴王钰涵和步丹璐的做法^[34],本文以当期与未来一期上市企业独立及联合申请的发明数量进行对数化处理作为关键技术创新的衡量指标(Patent)。表 8 第(1)(2)列结果显示,ESG 和 FS 的回归系数均显著为正,表明 ESG 不仅直接促进企业创新活动,同时还通过提高外资持股比例间接推动关键技术创新。此外,第(3)(4)列结果显示,这种促进效应在时间维度上具有持续性,凸显外资持股在 ESG 表现与关键技术创新间的桥梁作用,为吸引并有效利用外资提供有益启示。

表 8 经济后果分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Patent	Patent	F.Patent	F.Patent
ESG	0.028 *** (3.22)	0.027 *** (3.10)	0.029 *** (3.09)	0.027 *** (2.96)
FS		0.007 *** (2.71)		0.009 *** (3.48)
Controls	Y	Y	Y	Y
企业和年份固定效应	Y	Y	Y	Y
N	21188	21188	19017	19017
R ²	0.827	0.827	0.835	0.835

注：Patent 和 F.Patent 分别表示当期和未来一期上市企业独立及联合申请的发明数量的自然对数值。

六、结论与政策启示

本文以 2012—2022 年中国沪深 A 股非金融类上市公司为研究样本,系统探究并阐明了企业 ESG 表现对外资持股的影响及作用机制,研究发现:首先,ESG 表现显著且稳健地提升了企业的外资持股比例,尤其对非国有企业、重污染行业企业、位于对外开放程度较低地区的企业和外部监督治理较弱的企业,这一效应更为突出;其次,缓解信息不对称、提升企业声誉、优化内部控制及提高投资回报是 ESG 表现吸引外资持股的作用机制,而境外投资者的核心投资逻辑在于 ESG 表现与企业经营绩效的协同提升;最后,ESG 表现不仅直接促进了企业的关键技术创新,还通过吸引和利用外资间接提升了企业创新产出,且该效果具有时间上的持续性。

本文的研究结论对全面理解以 ESG 为契机,增强中国资产对全球金融资源的吸引力具有重要意义,主要体现在以下四个方面。第一,企业 ESG 表现的提升能够增加外资持股比例,表明 ESG 已成为连接境外资本的有效桥梁,具有独特的引外资功能。因此,应积极借鉴国际最新且主流的 ESG 信息披露制度,加快构建既与国际接轨又具中国特色的 ESG 标准体系,这是提升国际资金进入中国市场意愿的关键举措。同时,监管部门需加强 ESG 市场监管,打击“漂绿”等不当行为,确保上市公司 ESG 信息真实可靠,为境外投资者营造透明规范的市场环境。第二,ESG 表现通过缓解信息不对称、提升企业声誉、优化内部控制以及提高投资回报等机制,促进外资持股比例增加。这一结论有助于深入理解 ESG 在资本市场开放与发展中的角色,为企业借助 ESG 提升市场竞争力,增强国际资本市场价值认同提供实践指导。第三,境外投资者高度关注企业 ESG 表现与经营绩效的协同提升。由此可见,企业应深刻认识到 ESG 建设的战略价值,将其视为提升竞争力的关键途径而非额外负担。通过 ESG 练好“内功”,提高绩效水平,才能吸引更多外资持股,实现可持续发展。第四,研究发现 ESG 通过吸引外资持股对企业关键技术创新产生间接促进效应。这为中国培育 ESG 表现优异的企业,拓展境内外金融市场的互联互通、吸引和利用高质量外资、以科技创新推进中国式现代化提供决策支持。

注释:

- ①划分标准为当年企业 ESG 表现的中位数,数据来自华证的 ESG 评级。
②感谢编辑部对此提出的客观意见。
③感谢审稿专家对此提出的中肯建议。
④将企业注册地位于深圳、珠海、汕头、厦门、海南、大连、秦皇岛、天津、烟台、青岛、连云港、南通、上海、宁波、温州、福州、广州、湛江、北海、营口这些经济特区或沿海开放城市的省市划分为高对外开放程度地区,其余的划分为低开放程度地区。

参考文献:

- [1] Yu, W., Zheng, Y. Does CSR Reporting Matter to Foreign Institutional Investors in China? [J]. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 2020, 40:100322.
- [2] MacNeil, I., Esser, I. M. From a Financial to An Entity Model of ESG[J]. *European Business Organization Law Review*, 2022, 23(1):9—45.
- [3] Marshall, A., Rao, S., Roy, P. P., et al. Mandatory Corporate Social Responsibility and Foreign Institutional Investor Preferences[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2022, 76:102261.
- [4] 谢红军, 吕雪. 负责任的国际投资: ESG 与中国 OFDI[J]. *经济研究*, 2022(3):83—99.
- [5] 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.
- [6] 安占然, 王帅, 班元浩. ESG 表现与境外投资者进入——来自外商投资股权变动的微观证据[J]. *经济经纬*, 2024(5):120—132.
- [7] Bell, R. G., Filatotchev, I., Rasheed, A. A. The Liability of Foreignness in Capital Markets: Sources and Remedies[J]. *Journal of International Business Studies*, 2012, 43:107—122.
- [8] Luo, C., Wei, D., He, F. Corporate ESG Performance and Trade Credit Financing-Evidence from China[J]. *International Review of Economics & Finance*, 2023, 85:337—351.
- [9] 汪建新. ESG 活动表现与企业升级[J]. *金融研究*, 2023(11):132—152.
- [10] Moeller, M., Harvey, M., Griffith, D., et al. The Impact of Country-of-Origin on the Acceptance of Foreign Subsidiaries in Host Countries: An Examination of the "Liability-of-Foreignness"[J]. *International Business Review*, 2013, 22(1):89—99.
- [11] 李万福, 林斌, 宋璐. 内部控制在公司投资中的角色: 效率促进还是抑制? [J]. *管理世界*, 2011(2):81—99.
- [12] Covrig, V., Lau, S. T., Ng, L. Do Domestic and Foreign Fund Managers Have Similar Preferences for Stock Characteristics? A Cross-Country Analysis[J]. *Journal of International Business Studies*, 2006, 37:407—429.
- [13] Capelle-Blancard, G., Petit, A. Every Little Helps? ESG News and Stock Market Reaction[J]. *Journal of Business Ethics*, 2019, 157:543—565.
- [14] Lins, K. V., Servaes, H., Tamayo, A. Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility During the Financial Crisis[J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72(4):1785—1824.
- [15] 李强, 王睿, 施征宇. “链主”企业 ESG 表现的溢出效应研究[J]. *中南财经政法大学学报*, 2024(5):138—149.
- [16] 宋德勇, 汪涌, 胡杨. 外资持股的供应链低碳化效应研究[J]. *中国工业经济*, 2023(11):155—173.
- [17] Lin, Y., Fu, X., Fu, X. Varieties in State Capitalism and Corporate Innovation: Evidence from an Emerging Economy[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 67:101919.
- [18] Yahia, N. B., Chalwati, A., Hmaied, D., et al. Do Foreign Institutions Avoid Investing in Poorly CSR-Performing Firms? [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2023, 157:107029.
- [19] 张浩, 谭雯倩, 韩永辉. 境外投资者持股缓解了控股股东掏空行为吗? [J]. *金融研究*, 2024(10):151—168.
- [20] Dimson, E., Karakas, O., Li, X. Active Ownership[J]. *The Review of Financial Studies*, 2015, 28(12):3225—3268.
- [21] 李增福, 陈嘉滢. 企业 ESG 表现与短债长用[J]. *数量经济技术经济研究*, 2023(12):152—171.
- [22] Oster, E. Unobservable Selection and Coefficient Stability: Theory and Evidence[J]. *Journal of Business & Economic Statistics*, 2019, 37(2):187—204.
- [23] 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.
- [24] 于蔚, 汪淼森, 金祥荣. 政治关联和融资约束: 信息效应与资源效应[J]. *经济研究*, 2012(9):125—139.
- [25] 谢红军, 蒋殿春, 包群. 官司、声誉与上市企业更名[J]. *经济研究*, 2017(1):165—180.
- [26] 白雄, 朱一凡, 韩绵绵. ESG 表现、机构投资者偏好与企业价值[J]. *统计与信息论坛*, 2022(10):117—128.
- [27] Leuz, C., Oberholzer-Gee, F. Political Relationships, Global Financing, and Corporate Transparency:

Evidence from Indonesia[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 81(2):411—439.

[28] 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.

[29] 夏立军,陈信元.市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定[J].经济研究,2007(7):82—95.

[30] DeAngelo, L.E. Auditor Size and Audit Quality[J]. Journal of Accounting and Economics, 1981, 3(3): 183—199.

[31] 郑贵华,朱兆阳,陈欧. ESG 表现会抑制企业财务舞弊吗? ——来自 A 股上市企业的经验证据[J].哈尔滨商业大学学报(社会科学版),2024(4):45—63.

[32] Bena, J., Ferreira, M.A., Matos, P., et al. Are Foreign Investors Locusts? The Long-Term Effects of Foreign Institutional Ownership[J]. Journal of Financial Economics, 2017, 126(1):122—146.

[33] 刘晓丹,苏二豆,衣长军. 对外直接投资与企业 ESG 表现——基于“一带一路”倡议的经验证据[J].中南财经政法大学学报,2024(3):124—135.

[34] 王钰涵,步丹璐.外资控股、设备进口与中国关键技术发展[J].会计研究,2023(9):134—148.

ESG Performance and Foreign Ownership of Chinese Companies

ZHANG Yue¹ FAN Conglai¹ GAO Jiechao²

(1. Yangtze River Delta Economics and Social Development Research Center, Nanjing University, Nanjing 210093, China; 2. School of International Business, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China)

Abstract: How to enhance the confidence of foreign investors in China's capital market is a key issue to promote high-level opening-up. From the perspective of ESG, this paper takes China's Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2012 to 2022 as a sample to examine the impact of ESG performance on foreign ownership. The study finds that ESG performance can significantly increase the proportion of foreign ownership of enterprises, and it is mainly achieved by reducing information asymmetry, improving corporate reputation, optimizing internal control, and improving investment returns. Among them, foreign investors are particularly concerned about the synergistic improvement of ESG performance and business performance. Heterogeneity analysis shows that the attraction effect of ESG on foreign capital is more pronounced for non-state-owned enterprises, enterprises in highly polluting industries, enterprises in regions with less openness to the outside world, and enterprises with weaker external supervision and governance. The economic impact test shows that good ESG performance not only directly promotes firms' core technological innovation, but also indirectly improves innovation performance by increasing foreign ownership. This paper demonstrates the positive role of ESG strategy in attracting foreign investment, and provides policy implications for China to further improve the construction of ESG system, promote the use of foreign capital to improve quality and efficiency, and promote high-quality economic development.

Key words: ESG Performance; Foreign Ownership; Attraction Effect; Information Asymmetry; Technological Innovation

(责任编辑:胡浩志)