

摘 要

ESG 作为一种新兴概念，目的是从环境、社会和公司治理三个维度来综合评估一家公司在业绩、结构、商业模式等方面是否与可持续发展目标相一致。随着我国企业国际化经营不断深入，ESG 这一新理念在上市公司国际化进程中发挥着何种作用值得关注。在全球范围经济低迷的大背景下，我国上市公司能否通过提升 ESG 表现来减小开拓海外市场的阻力？如果答案是肯定的，ESG 表现具体又是如何发挥作用？这是本文关注的核心问题。本文拟通过研究 ESG 表现和上市公司国际化经营表现之间的关系，尝试拓展 ESG 在跨国公司经营管理方面的理论及实践边界。

本研究主要聚焦三个问题：（1）ESG 表现对我国上市公司国际化经营的整体影响方向。（2）ESG 表现对上市公司国际化经营的影响机制，融资约束及研发创新是否起到中介作用。（3）ESG 表现对上市公司国际化经营的影响是否会受个体层面的异质性影响，文中以股权和行业异质性为例。根据既有文献，在众多理论中选择可持续发展理论、利益相关者理论、委托代理理论、信号传递理论作为本文研究的理论基础。

本文通过计量回归模型来实证检验 ESG 表现对我国上市公司国际化经营的影响。其中研究样本为 2015-2022 年 A 股上市公司，用来衡量被解释变量国际化经营表现的指标为上市公司海外业务收入的自然对数值，而解释变量通过商道融绿 ESG 评级体系下的 ESG 评级进行赋分获得。根据实证结果，ESG 表现确实能够促进上市公司国际化经营表现。在进行一系列稳健性检验后回归结果仍然成立。本文还对 ESG 表现对上市公司国际化经营表现的影响机制进行了进一步研究，并基于股权和行业的异质性进行检验。

根据本文的实证研究结果得出以下结论。第一，提升 ESG 表现能够帮助上市公司提升其国际化经营的表现。第二，将融资约束和研发创新作为中介变量加入模型时，机制检验结果表明 ESG 表现可以弱化融资约束、促进研发创新，从而对公司国际化经营表现产生促进效果。第三，上市公司在个体特征上的差异，例如股权和行业的异质性，也会使得 ESG 表现对其国际化经营的影响程度有所变化。ESG 表现对国际化经营表现的影响在国有企业和非重污染行业公司中更为明显。根据研究结果提出以下建议。第一，应当持续重视 ESG 表现在我国上市公司国际化经营中发挥的作用。第二，加强 ESG 信息披露建设，构建中国特色 ESG 评价指标体系。第三，多方助力上市公司提升融资能力和研发创新能力。第四，根据上市公司性质的不同制定适宜的 ESG 合规标准来激励其提升 ESG 表现。

关键词：ESG；国际化经营；融资约束；研发创新

Abstract

As a new concept, ESG aims to comprehensively assess whether a company's performance, structure, business model and other aspects are consistent with sustainable development goals from three dimensions: environment, society and corporate governance. With the deepening of the internationalization of Chinese enterprises, it is worth paying attention to what role the new concept of ESG plays in the internationalization of listed companies. In the context of the global economic downturn, can Chinese listed companies reduce the resistance to exploring overseas markets by improving their ESG performance? If so, how exactly does ESG performance play a role? This is the core issue of this thesis. By studying the relationship between ESG performance and international business performance of listed companies, this thesis attempts to expand the theoretical and practical boundaries of ESG in the management of multinational companies.

This study mainly focuses on three questions: (1) the overall impact of ESG performance on the international operation of listed companies in China. (2) The influence mechanism of ESG performance on the international operation of listed companies, and whether financing constraints and R&D innovation play an intermediary role. (3) Whether the impact of ESG performance on the international operation of listed companies is affected by the heterogeneity at the individual level, this thesis takes the heterogeneity of equity ownership and industry as an example. According to the existing literature, the following theories are selected as the theoretical basis of this study: sustainable development theory, stakeholder theory, principal-agent theory and signal transmission theory.

This thesis empirically examines the impact of ESG performance on the international operation of listed companies in China through the econometric regression model. The research sample is A-share listed companies from 2015 to 2022. The index used to measure the international business performance of the explained variable is the natural logarithm of the listed company's overseas business income, and the explanatory variable is obtained by scoring the ESG rating under the ESG rating system of SynTao Green Finance. According to the empirical results, ESG performance can indeed promote the international business performance of listed companies. The regression results are still valid after a series of robustness tests. This thesis also further studies the impact mechanism of ESG performance on the international business performance of listed companies, and tests it based on the heterogeneity of equity and industry.

According to the empirical research results of this thesis, the following conclusions are drawn. First, improving ESG performance can help listed companies improve their international operation performance. Second, when financing constraints and R&D innovation are added to the model as intermediary variables, the mechanism test results show that ESG performance can weaken financing constraints and promote R&D innovation, thus promoting the company's international business performance. Third, the differences in individual characteristics of listed companies, such as the heterogeneity of equity ownership and industry, will also change the impact of ESG performance on their international operations. The impact of ESG performance on international business performance is more obvious in state-owned enterprises and companies in non-heavy polluting industries. Based on the research results, the following suggestions are made. First, we should continue to pay attention to the role of ESG performance in the international operation of Chinese listed company. Second, strengthen the construction of ESG information disclosure and build an ESG evaluation index system with Chinese characteristics. Third, multiple parties help listed companies to improve their financing capacity and research and innovation capacity. Fourthly, appropriate ESG compliance standards should be formulated according to the different nature of listed companies to encourage them to improve their ESG performance.

Key Words:ESG; international operation; financing constraints; R&D innovation

目 录

1	绪论	1
1.1	研究背景与意义	1
1.1.1	研究背景	1
1.1.2	理论意义	2
1.1.3	现实意义	2
1.2	研究思路与研究方法	3
1.2.1	研究思路	3
1.2.2	研究方法	3
1.3	主要创新点	4
2	文献综述	6
2.1	我国 ESG 发展现状	6
2.2	ESG 经济后果相关研究	8
2.2.1	ESG 与公司价值	8
2.2.2	ESG 与公司绩效	9
2.2.3	ESG 与公司创新	10
2.3	公司国际化经营相关研究	10
2.4	ESG 与公司国际化经营相关研究	11
2.5	文献评述	12
3	理论基础与研究假设	14
3.1	理论基础	14
3.1.1	可持续发展理论	14
3.1.2	利益相关者理论	15
3.1.3	委托代理理论	15
3.1.4	信号传递理论	16
3.2	研究假设	17
3.2.1	ESG 表现对国际化经营的影响	17
3.2.2	ESG 表现对融资约束和国际化经营的影响	18
3.2.3	ESG 表现对研发创新和国际化经营的影响	19
3.2.4	ESG 表现影响国际化经营中的异质性	19
4	实证研究	21
4.1	模型构建	21
4.2	变量选取与数据来源	21
4.2.1	被解释变量	22

4.2.2	解释变量	22
4.2.3	控制变量	22
4.3	描述性统计	23
4.4	相关性分析	24
4.5	回归分析	26
4.6	稳健性检验	29
4.6.1	内生性问题	29
4.6.2	替换解释变量	31
4.6.3	替换被解释变量	31
4.6.4	个体固定效应	31
5	进一步研究	33
5.1	基于中介效应模型的机制检验	33
5.1.1	中介变量选取与模型设定	33
5.1.2	中介效应检验结果	35
5.2	异质性分析	35
5.2.1	基于公司股权性质的异质性分析	35
5.2.2	基于公司行业性质的异质性分析	37
6	研究结论与建议	40
6.1	研究结论	40
6.2	研究建议	40
6.3	局限性和展望	42
参 考 文 献	43
致 谢	49

表目录

表 4.1 ESG 评级赋分	22
表 4.2 变量定义	23
表 4.3 主要变量的描述性统计	24
表 4.4 主要变量的相关性分析	25
表 4.5 多重共线性检验	26
表 4.6 基准线性回归结果	28
表 4.7 2SLS 工具变量回归结果	30
表 4.8 稳健性检验回归结果	32
表 5.1 中介效应回归结果	34
表 5.2 股权性质异质性分析	36
表 5.3 行业性质异质性分析	38

1 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

早在 19 世纪中期，就已经有了企业社会责任（CSR）的概念，并随着时代发展不断完善。20 世纪 70 年代，Moskowitz（1972）提出社会责任投资可能会获得财务上的收益。而经济学中占据主导地位的“利己主义”概念也被 Coleman（1988）提出了质疑，他在价值衡量中引入了社会资本的概念。2004 年，联合国发布的《Who cares wins》报告首次提出 ESG 概念，该报告认为资本市场纳入环境、社会和公司治理因素是有经济意义的。随着可持续发展理念的深入人心，披露 ESG 相关信息的重要性也被国际社会所认识，例如未按时提交 ESG 表现相关报告的公司成员会被联合国全球契约组织标记为不交流，且该项要求是强制性的（Amer，2018）。就国内而言，虽然 ESG 建设起步更晚，但发展速度却非常迅速。我国环境保护部（现生态环境部）与证监会于 2017 年 6 月签署了《关于共同开展上市公司环境信息披露工作的合作协议》，又在 2018 年 9 月修订了《上市公司治理准则》，增加了“利益相关者、环境保护与社会责任”章节，其中规定：上市公司应当依照法律法规和有关部门要求披露环境信息（E）、履行扶贫等社会责任（S）以及公司治理相关信息（G）（操群和许骞，2019）。2024 年 2 月 8 日，在中国证监会的统一指导下，上证所、深交所和北交所分别发布《上市公司自律监管指引——可持续发展报告（试行）（征求意见稿）》（下称“指引”），面向社会公开征求意见。该征求意见稿的发布，标志着 A 股 ESG 信息披露迎来新的里程碑式跨越。得益于国内监管要求力度加大，上市公司的披露意识普遍加强，2022 年上市公司 ESG 相关报告发布率达到了 90%。随着统一信披标准的不断完善，报告的整体质量也在不断提升。

在发达国家，ESG 概念已深入人心，上市公司的 ESG 表现对其经济活动的影响也相应变得更为明显。ESG 评级体系的出现使得可持续发展理念中的环境、社会影响等各类指标得以量化，而上市公司的 ESG 表现则会被视为公司信用品质的衡量标准，良好的 ESG 表现从而获得较高的 ESG 评级将为上市公司国际化发展提供新机遇。根据既有研究可知，公司的声誉资本会受到 ESG 表现的直接影响（Reber 等，2022），在提升融资能力和控制经营风险方面，ESG 表现也能发挥作用（邱牧远和殷红，2019；Lee 等，2021），好的 ESG 表现还具有提高市场价值等更为直接的影响（王波和杨茂佳，2022）。

特别是在全球范围经济低迷的大背景下，各种逆全球化思潮抬头，令我国企业开拓

海外市场面临的阻力进一步增加。即便如此，也依然有一批具有较强竞争力的企业成功出海，获得良好的跨国经营成效。那么，其中是否有 ESG 表现的功劳？具体影响程度有多大？这是本文要研究的核心问题。

1.1.2 理论意义

在新发展格局背景及以国内大循环为主体的前提下，如何更好地实现国内国际双循环，我国上市公司越多越好地采用国际化经营战略将是关键。国际化经营可以帮助上市公司获得更多的市场资源和交易机会，从而提升公司的核心竞争力（吴先明和苏志文，2014）。很多管理和财务特征会对公司的国际化经营产生影响，如 CEO 国际化背景、会计信息质量、高技术行业属性等（董临萍和宋渊洋，2017；连立帅和陈超，2017；郑小碧，2019）。ESG 评级指标的综合性和这些单一指标相比，可以向外界传递更多信息，也能在一定程度上避免失真的问题。在克服外来者劣势、应对各类非财务性问题时也能更加游刃有余，因为公司通过 ESG 表现所展示出的环境、社会和公司治理等多维度的信息，可以让外界了解到一个更加全面的公司形象（谢红军和吕雪，2022）。正是因为鲜有文献将 ESG 表现与国际化经营联系起来进行研究，而上市公司的 ESG 表现应该会助力其国际化经营，其影响机制值得探讨，这也成为本文研究的初衷。

与既有文献相比，本文在理论方面可能具有的贡献主要为：（1）目前关于 ESG 的既有文献多将公司内部的财务指标等作为被解释变量来研究两者之间的关系，很少研究公司对外经营所会涉及的相关指标，本文从国际化经营的角度出发，以上市公司为样本，丰富了关于 ESG 表现带来的经济后果等相关研究。（2）上市公司国际化经营的影响因素有很多，CEO 的海外经历等单一指标是既有研究中常被考虑的解释变量，本文引入 ESG 表现作为解释变量为上市公司国际化经营的影响因素研究提供了新的角度。（3）本文在基准回归的基础上，引入了融资约束和研发创新作为中介变量，从而为具体研究 ESG 表现对上市公司国际化经营的影响机制提供一定的思路。

1.1.3 现实意义

本文研究的现实意义在于通过提倡大力发展 ESG，助力我国企业获得更好的跨国经营成效。在国内国际双循环的大时代背景下，ESG 概念可谓生逢其时，区别在于不同国家的标准体系、监管政策及披露要求等还存在一定差异。对中国企业而言，无论是进入发达国家市场还是发展中国家市场，亦或是基于提升自身治理水平等考虑，都有必要提升 ESG 表现。明确上市公司 ESG 表现对国际化经营的影响，有助于我国企业更好地制定调整 ESG 战略，也有利于政府部门更好地制定完善监管机制。

1.2 研究思路与研究方法

1.2.1 研究思路

本文通过收集整理 ESG 和国际化经营相关的既有研究文献，根据 ESG 的三个维度分别确认了可持续发展理论、利益相关者理论和委托代理理论为理论基础，引入中介变量的机制分析则选择信号传递理论作为理论基础。在这些理论基础上提出了相应的研究假设，并通过固定效应模型进行实证检验来验证研究假设是否成立。在基准回归结果符合假设的前提下，进行了一系列的稳健性检验来提升结果的稳健性。此外，在进一步研究中引入融资约束和研发创新这两个中介变量，就 ESG 表现对我国上市公司国际化经营的影响机制进行检验，实证结果与研究假设相符。在此基础上再通过分组回归的方式探讨个体层面的差异是否会对回归结果产生影响，实证结果表明股权和行业的异质性会使得 ESG 表现对国际化经营的影响效果出现差异。本文的整体框架如下。

第一部分：绪论。根据选题的研究背景和意义，提出可行的研究思路和研究方法，并列出了本文主要的创新点。

第二部分：文献综述。分别总结归纳了 ESG 和公司国际化经营的相关文献，内容涵盖国内外学者的经典文献和最新研究。

第三部分：理论基础与研究假设。通过总结既有的 ESG 相关文献确定要采用的理论基础，在此基础上进行了机制分析，在假设的依据部分也将各个理论融入 ESG 表现对国际化经营表现的影响路径中。

第四部分：实证研究。本文在众多 ESG 评级机构中选择商道融绿评级作为依据，具体样本则选择 2015-2022 年 A 股上市公司的数据，解释变量为 ESG 评级对应的赋分，被解释变量为对应公司的海外业务收入的自然对数作为国际化经营表现的指标，建立固定效应模型进行基准回归，并在此基础上进行稳健性检验。

第五部分：进一步研究。在基准回归的模型基础上，通过引入融资约束和研发创新作为中介变量来研究 ESG 表现对国际化经营表现的影响机制，并根据个体层面的异质性进行分组回归来检验结果是否会因为股权和行业的异质性发生变化。

第六部分：研究结论与建议。根据基准回归、稳健性检验、机制检验以及分组回归的结果总结归纳出本文的研究结论，并根据研究结论提出关于我国上市公司 ESG 表现和国际化经营等方面的建议。

1.2.2 研究方法

本文主要使用的研究方法可以概括为文献研究法和实证研究法两个方面。

文献研究法。通过收集和整理有关 ESG 表现和国际化经营的既有文献，挑选出其

中的优质文献，对其研究内容和方法上的差异进行比对，可以归纳出相关领域的发展脉络，以往有哪些已经较为成熟的研究热点，而目前研究前沿又重点关注哪些方向。在此基础上结合本文的研究思路，整理出进行本研究需要重点借鉴的文献并提出自己新的见解。通过研究既有文献也整理出了所需的理论，根据 ESG 的三个维度分别确认了可持续发展理论、利益相关者理论和委托代理理论为理论基础，引入中介变量的机制分析则选择信号传递理论作为理论基础，进而提出研究假设。而在实证分析部分，也借鉴和参照了既有研究中比较经典的模型和实证方法。

实证研究法。基于 ESG 相关的既有文献，大部分学者都采用实证研究的方式来验证其提出的研究假设，本文也采用了相同的方式来验证本文提出的多个假设。本文在众多 ESG 评级机构中选择商道融绿评级作为依据，具体样本则选择 2015-2022 年 A 股上市公司的数据，由于金融业的特殊性将其剔除，再将严重缺失的数据剔除后，进行缩尾处理。解释变量为 ESG 评级对应的赋分，被解释变量则用对应公司的海外业务收入的自然对数作为国际化经营表现的指标，建立固定效应模型进行基准回归，再通过多重共线性检验来确认模型的有效性，并在此基础上进行了更换衡量指标、更改固定效应层面、工具变量法等类型的稳健性检验。在验证了基础假设后通过进一步研究，引入中介变量的机制分析假设，即 ESG 表现能够缓解融资约束和激励研发创新从而提升上市公司国际化经营表现，和基于股权和行业异质性的假设，即国有企业和非重污染行业公司 ESG 表现更能提升国际化经营表现，也都得到了验证。

1.3 主要创新点

整体而言，本文有以下两个主要创新点。

研究视角的创新。目前国内 ESG 概念本身虽然炙手可热，但与 ESG 的经济后果相关的研究还处于初探阶段，文献较少，且关于 ESG 的研究主要集中在公司内部指标，例如公司融资成本等财务指标，较少研究公司外部相关的拓展，鲜有文献关注到 ESG 表现对公司国际化经营存在何种作用。本文将 ESG 研究拓宽到国际商务领域，通过引入上市公司的国际化经营作为 ESG 表现所带来的经济后果，对该角度的研究提供了新的思路。以往有关公司国际化经营影响因素的研究多为对 CEO 的海外背景等单一指标进行研究，本文以综合指标 ESG 表现作为评价标准，通过研究 ESG 表现与我国上市公司国际化经营之间的关系，既从理论上拓展了驱动上市公司海外经营的竞争优势，也对全球化中 ESG 的经济后果提供了重要的文献补充。

研究内容的创新。本文在基准回归的基础上，通过引入融资约束和研发创新作为中介变量来探讨 ESG 表现对国际化经营表现的影响机制，并提出了 ESG 表现可以缓解融资约束和激励研发创新从而提升上市公司国际化经营表现的研究假设。在此基础上，本

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/858042064072007006>