ESG 信息披露对中国企业对外直接投资的影响研究

王晓娟[1]，郭欢尹[2]，张议匀[3]，刘轶芳[4]

（1. 西安财经大学经济学院，西安 710100；2. 武汉大学经济与管理学院，武汉 430072；
3. 四川大学经济学院，成都 610065；4. 中央财经大学经济学院，北京 100081）

摘要：企业 ESG 信息披露已成为增强跨国竞争优势的重要战略工具。基于 2017—2023 年中国 A 股数据，实证检验 ESG 信息披露对企业对外直接投资（OFDI）的影响。研究发现，ESG 披露显著促进 OFDI，且环境与治理维度的带动作用强于社会维度，并具有门槛特征。异质性分析显示，该效应对非国有及技术密集型企业更显著。机制检验表明，ESG 披露通过提升信息透明度与声誉资本驱动投资，且自主披露的效果优于外部评级。据此提出完善披露框架、实施差异化激励建议。

关键词：ESG 信息披露；对外直接投资；企业国际化；信号传递

中图分类号：F125.4；F272 **文献标志码**：A **文章编号**：1671－1807(2026)12－0099－09

随着经济持续增长和综合国力不断提升，对外直接投资（outward foreign direct investment，OFDI）已成为中国推动高水平对外开放、优化全球资源配置、服务“双循环”新发展格局的重要支撑。中共二十届三中全会提出，完善促进和保障对外投资体制机制，健全对外投资管理服务体系。2025 年政府工作报告进一步强调“引导对外投资健康有序发展”。2024 年，中国对外非金融类直接投资规模达 1 438.5 亿美元，带动中国货物进出口 2 731 亿美元，实现销售收入 3.5 万亿美元。中国企业通过跨国并购、资源获取与市场拓展，实现了技术逆向溢出与全球资源整合的协同效应。例如，吉利收购沃尔沃后，通过专利共享与联合研发，在新能源汽车关键技术领域实现突破；中资企业在哈萨克斯坦、刚果（金）等资源富集国家的战略布局，有效支撑了新能源产业链的安全稳定。然而，对外投资的“健康有序”不仅依赖宏观体制机制的完善，更需要企业自身跨国经营合规能力的系统性提升。

当前，衡量这一能力的核心维度已突破传统的资本结构与财务信息要求，延伸至以环境、社会与治理（environmental，social and governance，ESG）为核心的可持续发展领域。近年来，ESG 议题持续升温，ESG 信息披露正由企业的自愿行为转变为东道国监管体系中的制度性要求，中国企业对外直接投资所面临的合规压力显著上升。中国对外投资主要目的地普遍强化了 ESG 相关监管制度，对外资企业提出更为细致且强制性的披露要求。例如，印度尼西亚自 2021 年起实施《可持续金融实施路线图（2021—2025 年）》，将 ESG 信息纳入金融监管体系；越南出台《企业可持续发展报告指南》，推动企业系统披露环境管理与社会责任状况；荷兰作为欧盟成员国全面执行《企业可持续报告指令（CSRD）》，对在荷兰设立控股平台或大型子公司的中国企业提出碳排放核算及人权尽责调查等合规义务。2021 年设立的国际可持续准则理事会（International Sustainability Standards Board，ISSB）于 2023 年发布了国际财务报告准则（International Financial Reporting Standards，IFRS）S1 与 S2 两项核心准则，截至 2024 年 9 月，已有 30 个国家和地区宣布将 ISSB 准则纳入本国监管体系，覆盖全球约 57％的 GDP。ESG 信息披露已成为企业获取市场准入、维护融资通道及控制声誉风险的核心合规内容。然而，随着东道国监管体系和国际资本市场对 ESG 信息披露要求的持续提高，部分中国“走出去”企业在披露覆盖范围、量化程度和国际准则兼容性方面仍存在不足，导致企业披露能力与外部合规要求之间形成明显落差，并逐渐成为制约对外投资“健康有序”推进的现实障碍。基于此，如何将 ESG

收稿日期：2026-04-15

作者简介：王晓娟（1998—），女，甘肃武威人，博士，讲师，研究方向为环境经济、农业经济；郭欢尹（2005—），女，江苏张家港人，研究方向为绿色金融；张议匀（2005—），女，山西吕梁人，研究方向为环境经济；刘轶芳（1981—），女，黑龙江大庆人，博士，教授，研究方向为环境经济、可持续发展。

信息披露从被动合规行为转化为提升国际信任、缓解制度摩擦和增强跨国竞争力的战略工具，成为本文研究的重要现实出发点。

然而，现有研究主要通过引入ESG评级数据，探讨企业ESG表现（performance）对OFDI的影响，忽视了ESG信息披露（disclosure）的独立作用。例如，陈伟雄和郝涵宇[1]采用华证ESG评级指数发现，ESG表现显著促进了中国企业的海外投资。Cheng和Su[2]进一步指出，ESG表现通过缓解融资约束、降低运营风险、优化区位选择与提升企业声誉等路径，提升了企业OFDI能力。谢红军和吕雪[3]基于中国上市公司数据，发现ESG表现对中国OFDI具有显著正向影响。上述研究为理解企业可持续发展能力与国际化行为之间的关系提供了重要基础，但其关注重点主要是企业“做得如何”，对企业“是否及如何向外部主体披露相关信息”的讨论仍相对不足。

ESG“表现”与“披露”对企业OFDI的决策逻辑存在本质区别。ESG表现侧重企业在环境、社会和治理领域的实际运营结果，通常需要经过评级机构的指标选择、权重设定和综合评价[4]；ESG披露侧重企业是否将相关信息及时、完整、规范地传递给外部利益相关者，其核心功能在于提高企业可持续经营信息的可见性、可比性和可核验性。在跨国投资过程中，东道国政府、金融机构、合作伙伴和其他利益相关方往往难以直接观察企业真实的ESG实践，因而更依赖企业披露的信息来判断其合规能力、风险水平和治理透明度。因此，即便企业实际ESG表现较好，如果相关信息没有被充分披露，其可持续发展能力也难以转化为外部主体能够识别和信任的合规信号。进一步看，直接使用ESG评级衡量企业可持续发展能力，可能难以充分识别信息披露行为本身的独立作用。一方面，ESG评级通常建立在企业已披露信息的基础之上，评级结果在一定程度上同时包含了企业实际表现和信息披露程度；另一方面，部分评级体系虽然会将披露充分性纳入评价过程，但其通常只是综合评分中的组成因素，难以单独刻画披露行为对OFDI的边际影响。以环境维度为例，ESG表现更关注企业碳排放强度、能源使用效率等实际结果，而ESG披露更关注企业是否公开披露相关指标、披露内容是否具有量化性和可核验性。前者反映企业的实际环境绩效，后者反映企业向外部主体传递信息的充分程度，二者不能简单等同。

从现实背景看，截至2024年，中国A股上市公司ESG报告披露率为41.86%，虽有所提升，但仍显著低于全球N100（N100，指各国营收前100名企业的汇总样本）企业79%的平均水平。这一差距不仅说明中国企业ESG披露水平相对不足，更反映其在国际投资环境中的信息可见性短板。当全球主要投资目的地的监管机构、金融机构和市场参与者逐渐将ESG信息作为评估企业合规能力和长期风险的重要依据时，披露不足可能使中国企业在海外融资、投资谈判、监管沟通和合作伙伴筛选中面临更高的信息摩擦。由此，ESG披露并非ESG表现的简单附属变量，而是影响企业OFDI的重要信息机制。

鉴于此，本文从ESG信息披露视角切入，系统探讨其对企业OFDI的影响效应与作用机制，突破现有研究中“重ESG表现、轻信息披露”的理论局限。本文的边际贡献在于：基于中国A股上市公司的微观数据，构建企业ESG披露率指标，实证检验其对OFDI的驱动效应，并识别其通过信息透明度提升与声誉资本积累发挥作用的内在逻辑；创新性区分并对比了ESG信息披露与实际表现对OFDI的差异化影响，在统一分析框架下揭示了二者在功能属性与战略价值上的差异，凸显了ESG披露作为“通行证”在对外投资中的战略价值。

1 理论分析与研究假说

1.1 ESG信息披露与OFDI

在全球可持续发展议程持续推进的背景下，企业ESG信息披露逐步成为提升OFDI能力的关键路径。根据Dunning[5]提出的国际生产折中理论（OLI范式），企业开展OFDI需同时具备所有权优势、内部化优势与区位优势。近年来，ESG实践所带来的可持续优势可视为新型的所有权优势，有助于增强企业的资源整合与制度适应能力，从而提升其跨国经营水平[3]。具体而言，环境维度（E）的信息披露有助于企业满足东道国的环保标准，降低“外来者劣势”[6]；治理维度（G）的披露有助于提升企业透明度与合法性，减少制度摩擦与政策不确定性[7]。相比之下，社会维度（S）主要关注劳工关系、社区建设等软性因素，虽有利于提升企业长期可持续发展能力，但其在短期内对OFDI的边际促进作用相对有限。

进一步来看，ESG信息披露对OFDI的影响呈非线性特征。当披露水平较低时，ESG披露所释放的正向信号尚不足以显著影响外部认知与资源配

置;而一旦ESG披露水平突破一定阈值,企业可持续形象会获得利益相关者的广泛认可,显著提升其国际市场进入能力[2]。即ESG披露一旦实现从量变到质变的跃迁,便可能成为企业国际化路径中的战略性推动因子。基于此,提出以下假说。

H1:企业ESG信息披露水平与OFDI正相关,其中环境(E)与治理(G)维度的促进作用强于社会(S)维度,且该促进效应存在显著的阈值特征。

1.2 ESG信息披露影响OFDI的作用机制

在制度不确定性较高、信息不对称普遍存在的国际投资环境下,企业能否建立可信任的外部认知是其对外直接投资能否顺利推进的关键。ESG信息披露通过强化企业对外传递的环境责任、社会与治理价值透明度,有助于缓解企业与东道国之间的信息不对称,降低逆向选择与道德风险[8]。具体而言,高水平的ESG信息披露能够使外部投资者和海外合作方更全面地了解企业的治理水平、风险管理能力与可持续发展战略,从而降低海外投资的制度摩擦与进入成本。同时,高透明度有助于抑制内部寻租行为,提升治理效率[9]。

此外,企业通过ESG信息披露积累的声誉资本已成为其全球市场竞争中的战略性无形资产。声誉资本有助于在并购整合、公共谈判等非市场行为中降低摩擦成本,同时还可强化企业在全球价值链重构背景下的议价能力与合作机会[10-11]。良好的企业声誉有助于提升企业在东道国政府、投资者与消费者中的制度认同与外部支持,从而降低文化摩擦与制度壁垒,获取“合法性溢价”[12]。基于此,提出以下假说。

H2:企业ESG信息披露通过提升信息透明度与声誉资本,显著促进其OFDI水平。

2 研究设计

2.1 数据来源与样本选择

基于2017—2023年中国A股上市公司的年度数据,实证分析企业可持续信息披露对其对外直接投资行为的影响。OFDI数据来源于Wind数据库,ESG信息披露指标基于中债ESG数据库手工整理得到,控制变量来自国泰安数据库。

为提高样本的代表性与估计结果的可靠性,对原始样本进行如下筛选处理:剔除金融类企业,因其在业务模式、财务结构及监管环境等方面存在较大异质性;剔除注册资本低于10万元的企业及ST、*ST等被实施特别处理的样本;为确保OFDI行为具备实质性控制权,排除持股比例低于10%的观测值;剔除注册地位于开曼群岛、百慕大等典型离岸金融中心的企业;为确保研究聚焦于实际发生OFDI的企业,剔除未开展对外直接投资的样本。经上述筛选后,最终保留6 023个有效观测值。为缓解极端值对回归结果的影响,对所有连续型变量在1%和99%分位数处进行Winsorize处理,并进行z-score标准化处理。

2.2 实证模型

为检验企业ESG披露水平对其对外直接投资行为的影响,构建如下固定效应面板回归模型:

$$OFDI_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \boldsymbol{A}'CONTROLS_{it} + \gamma_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

式中:i为企业;t为年份;α_0为截距项;α_1为ESG披露率的估计系数;$\boldsymbol{A}'$为控制变量对应的系数向量;γ_i为企业固定效应;δ_t为年份固定效应;ε_{it}为随机扰动项。

被解释变量(OFDI):参照刘莉亚等[14]的方法,根据上市公司年报中披露的关联交易信息进行识别与测算。具体而言,若企业披露的关联交易中存在境外注册的关联方,且该关联方被列为“子公司”“合营企业”或“联营企业”,同时企业对其持股比例超过10%,则认定该企业在该年度存在实质性对外直接投资行为。在此基础上,依据各境外关联方的注册资本与上市公司持股比例的乘积,计算每家企业在各关联方中的具体投资额,并对各年度境外投资额进行加总,得到企业年度OFDI总量。

解释变量(ESG):依据中债ESG评价体系提供的底层指标数据库,构建企业ESG信息披露率指标。中债ESG评价体系采用分行业评价框架,针对不同行业设置差异化的指标体系。对于特定行业而言,该评价体系所列指标可以视为企业ESG信息披露的参照集合。基于此,将企业在样本年度内实际披露的ESG指标数量,除以中债评价体系中该企业所属行业对应的应披露指标总数,得到企业ESG总披露率。该指标取值范围为[0,1],数值越高,表明企业ESG信息披露越充分。进一步地,中债ESG评价体系在环境(E)、社会(S)和治理(G)三个维度下分别设置若干细分指标。由于企业在实际披露过程中往往具有选择性,不同维度的信息披露程度可能存在差异,进一步构建E、S、G三个维度的分项披露率。具体而言,各维度披露率分别以企业在该维度实际披露的指标数量,除以该维度在所属行业中对应的应披露指标总数计算。与现有研究直接使用ESG综合评级或评分不同,基于底层披露

指标构建披露率，目的在于更直接地刻画企业信息披露行为本身。由于ESG评级往往同时包含企业实际表现和信息披露程度，直接采用评级结果可能难以单独识别披露行为对OFDI的影响。披露率指标能够在经验层面更清晰地反映企业ESG信息的可见性、可比性和可核验性，从而为考查ESG披露对OFDI的独立作用提供测度基础。

控制变量：为控制企业特征对OFDI决策的潜在影响，引入如下控制变量：盈利能力（ROE），以净资产收益率衡量；运营效率（MFE），以管理费用占主营业务收入的比例度量；财务杠杆（LEV），以资产负债率衡量；盈余管理（EM），以可操控应计利润衡量；现金流量（CASHFLOW），以经营活动现金净流量与总资产之比表示；企业规模（SIZE），以总资产度量；上一期对外投资水平（L.OFDI），用于控制OFDI行为的路径依赖效应。

主要变量的描述性统计结果如表1所示。OFDI标准化处理后的标准差为1.02，最小值为−1.83，最大值为3.45，极差达到5.28，表明企业在跨国投资规模上存在显著异质性。ESG信息披露率的标准差为1.01，数值区间为−2.15～2.98，显示出样本企业在可持续信息披露方面存在明显的两极分化。一些ESG领先企业已基本实现对各项指标的全面披露，而部分滞后企业的披露覆盖率甚至不足行业平均水平的15%。

表1 变量定义及描述性统计

变量类别	变量符号	变量名称	标准差	最小值	中位数	最大值
被解释变量	OFDI	对外直接投资	1.02	−1.83	−0.12	3.45
解释变量	ESG	ESG披露率	1.01	−2.15	0.05	2.98
控制变量	ROE	盈利能力	1.00	−3.05	0.08	2.91
	MFE	运营效率	0.99	−2.53	−0.12	2.65
	LEV	财务杠杆	1.02	−1.97	0.05	3.14
	EM	盈余管理	1.01	−2.88	0.02	2.79
	CASHFLOW	现金流量	0.98	−2.71	−0.07	3.22
	SIZE	企业规模	1.01	−2.25	0.14	3.18
	L.OFDI	滞后一期OFDI	1.03	−1.90	−0.09	3.40

3 实证结果与分析

3.1 基准回归检验

表2报告了企业ESG披露率对其OFDI影响的基准回归结果。列（1）显示，ESG披露率的回归系数为0.382 4，在1%的水平下显著，表明ESG信息披露显著促进企业海外投资水平，支持了其在提升企业资源整合能力与制度适应能力方面的积极作用[3]。进一步地，将ESG指标拆解为环境（E）、社会（S）和治理（G）三个子维度后发现：环境维度的回归系数为0.224 1，在10%的水平上显著[列（2）]；治理维度的系数为0.264 2，在5%的水平上显著[列（4）]，这说明环境绩效和公司治理质量对企业OFDI活动均具有显著的正向影响。相较之下，社会维度的系数为0.178 3，虽为正，但未通过显著性检验[列（3）]，表明其对OFDI的促进作用相对有限。

企业披露环境绩效信息（如碳排放、水资源使用、能源管理等）有助于缓解东道国在环保法规、排放标准和环境风险上的合规压力，高水平的环境信息披露不仅增强企业环境责任形象，也有助于获得政府审批、融资支持和社会接受度，从而降低制度进入成本[6]。在治理方面，治理信息如董事会结构、审计机制、股东权利保护等反映了企业的治理规范性与内部控制水平，有助于提升企业的透明度与契约可信度，降低跨国经营中的代理成本和信息不对称的问题，缓解“外来者劣势”[7]。相较于环境合规或治理规范带来的直接制度红利，社会责任建设多需长期投入，其对企业跨国投资的短期推动作用有限，因而在当前样本中未体现出显著性。

门槛效应检验结果如列（5）所示。ESG披露率在影响OFDI过程中存在显著的单一门槛效应，门槛模型的F统计量为17.46，P为0.000，对应的门槛估计值为0.156，95%置信区间为[0.142 8，0.161 6]。当企业ESG披露率低于0.156时，其对OFDI的影响系数为0.254 3，且在5%的水平下显著；而当ESG披露率高于或等于0.156时，影响系数显著上升至0.484 1，并在1%的水平下通过显著性检验。由此可见，ESG信息披露对企业OFDI的促进作用并非简单线性关系，而是随着披露充分性的提高呈现阶段性增强特征。这一非线性关系的形成，主要源于ESG披露的信息完整性和信号可信度存在临界要求。当企业披露水平较低时，公开信息往往较为零散，难以形成关于企业环境责任、治理结构、风险管理和长期经营稳定性的系统判断。此时，东道国监管机构、金融机构和商业伙伴即使观察到企业披露了部分ESG信息，也仍然难以据此准确评估企业的合规能力和可持续经营水平，因而披露行为对OFDI的边际促进作用相对有限。随着披露率跨越门槛值，企业ESG信息的可见性、可比性和可核验性明显提高，外部利益相关者能够更加有效地识别企业的治理透明度、风险管理能力和长

表 2　ESG 披露影响企业 OFDI 的基准回归与门槛效应检验

变量	披露率 ESG	披露率 E	披露率 S	披露率 G	门限效应
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
ESG	0.3824***				
	(0.0966)				
E		0.224 1*			
		(0.113 2)			
S			0.178 3		
			(0.132 7)		
G				0.264 2**	
				(0.101 5)	
ESG×I (ESG< 0.156)					0.254 3**
					(0.071 9)
ESG×I (ESG ≥ 0.156)					0.484 1***
					(0.083 2)
控制变量	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是
观测值	3 256	3 256	3 256	3 256	3 256
R^2	0.487	0.433	0.398	0.469	0.572

注:括号内为稳健标准误;***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%的水平下显著。

期经营稳定性,从而降低跨国投资过程中的信息不对称和外来者劣势。

进一步看,在东道国 ESG 监管要求、责任投资偏好和合作伙伴尽职调查标准不断提高的背景下,较为充分的 ESG 披露还能够降低企业在海外融资、投资谈判、监管沟通和商业合作中的信息搜寻成本与合规审查成本。由此,ESG 披露只有在达到一定充分性后,才能更有效地转化为外部主体认可的合规信号和信任基础,并进一步增强企业开展 OFDI 的能力和意愿。H1 得到支持。

3.2　内生性与稳健性检验

在实证分析中,准确识别企业 ESG 信息披露影响 OFDI 的因果关系,必须充分考虑潜在的内生性问题。一方面,企业在实施海外投资后,出于满足东道国监管要求、提升国际形象或获取融资便利的考虑,会主动提高其 ESG 信息披露水平;另一方面,企业战略取向、治理风格及管理层价值观等未被观测的因素,也会影响其 ESG 披露行为与海外投资决策,从而引致估计偏误。因此,分别采用工具变量法(IV)与滞后解释变量法进行内生性检验。

选取“同行业 ESG 披露率平均值”与企业被“泛 ESG”基金持股市值作为外生工具变量。其中,“同行业 ESG 披露率平均值”反映了企业所处行业的整体信息披露压力与制度环境,具有同业模仿效应,能够显著影响企业自身的 ESG 披露决策。“泛 ESG”基金作为倡导责任投资理念的金融机构,其持股行为可通过传导 ESG 偏好影响企业披露策略。二者均不会直接影响企业 OFDI 行为,满足相关性和排他性要求。表 3 列(1)和列(3)报告的一阶段回归结果显示,两项工具变量与 ESG 披露率之间存在强相关性,回归系数分别为 0.752 4 与 0.624 3,显著性水平均达 1%。二阶段回归结果[列(2)与列(4)]表明,经工具变量调整后的 ESG 披露率仍对企业 OFDI 水平产生显著正向影响,系数分别为 0.324 3 与 0.285 7,支持前述主回归结论。各模型的第一阶段 F 统计量均显著高于 10,排除了弱工具变量问题,且内生性检验 P 均小于 0.01,进一步验证了工具变量设定的有效性。

为进一步验证上述结果,引入滞后解释变量法进行补充分析,分别使用滞后一期(列(5))与滞后两期[列(6)]的 ESG 披露率替代当期解释变量。结果显示,ESG 披露率对企业当期 OFDI 水平依然具有显著正向影响,回归系数分别为 0.224 3 与 0.182 6,均在 1%的水平下通过检验,即 ESG 信息披露对企业海外投资决策存在持续性与滞后效应。

3.3　稳健性检验

为进一步验证基准回归结果的稳健性,对样本进行如下处理:一是剔除直辖市企业样本[列(1)],控制由特殊区域政策与治理结构引致的潜在干扰;二是剔除新冠疫情期间(2020—2021 年)的观测值[列(2)],规避突发性公共卫生事件对企业行为的短期冲击;三是剔除采矿业企业[列(3)],排除行业属性差异带来的估计偏误。回归结果如表 4 所示,ESG 披露率均对企业 OFDI 水平呈现显著正向影响,回归系数分别为 0.354 3、0.324 4、0.384 3,即 ESG 信息披露水平的提高在不同样本设定下均能持续显著地促进企业海外投资行为,验证了基准结果的稳健性。

3.4　异质性检验

3.4.1　企业产权异质性

在中国,企业所有制结构对其国际化战略、风险管理偏好与制度适应能力具有显著影响。国有企业通常依托更强的政策支持、融资便利和对外交往资源,在国际化过程中具备制度性优势;而非国有企业则更依赖市场机制构建其“走出去”能力。Buckley 等[15]指出,国有企业凭借政府背书与资源垄断优势,更易获得东道国的市场准入许可;而非国有企业必须通过治理透明度、合规能力等市场化路径来突破制度壁垒与外部歧视。

表 3　ESG 披露率影响企业 OFDI 的内生性检验

变量	工具变量法				滞后解释变量法	
	IV		泛 ESG		滞后 1 期	滞后 2 期
	ESG-Ave		IV			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ESG-Ave	0.752 4*** (0.132 7)					
“泛 ESG”			0.624 4*** (0.148 2)			
ESG		0.324 3*** (0.052 4)		0.285 7*** (0.048 6)		
L1. ESG					0.224 3*** (0.062 8)	
L2. ESG						0.182 6*** (0.058 3)
内生性检验 P 统计值	0.000 0		0.000 5			
弱工具变量检验 F 值	106.322		101.596			
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	3 256	3 256	3 256	3 256	2 816	2 033
R^2	0.604	0.554	0.584	0.524	0.534	0.504

注：括号内为稳健标准误；***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%的水平下显著；ESG-Ave 指剔除被解释企业后，其所在行业内其他 A 股上市公司 ESG 披露率的年度平均值；“泛 ESG“基金数据来自 Wind 数据库。

表 4　ESG 披露率影响企业 OFDI 的稳健性检验

变量	剔除直辖市样本	剔除疫情期间数据（2020—2021 年）	剔除采矿业企业
	(1)	(2)	(3)
ESG	0.354 3*** (0.074 5)	0.324 4*** (0.052 5)	0.384 3*** (0.085 5)
控制变量	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
企业固定效应	是	是	是
观测值	2 543	2 493	3 185
R^2	0.554	0.534	0.624

注：括号内为稳健标准误；***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%的水平下显著。

表 5　ESG 披露率影响企业 OFDI 的异质性检验

变量	国有企业	非国有企业	技术密集型	资本密集型	劳动密集型
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
ESG	0.284 3*** (0.092 1)	0.452 4*** (0.087 6)	0.524 3*** (0.085 2)	0.384 2*** (0.075 3)	0.254 1*** (0.095 4)
控制变量	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是
观测值	800	2 456	1 699	464	1 094
R^2	0.584	0.684	0.652	0.584	0.504

注：括号内为稳健标准误，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%的水平下显著。

回归结果如表 5 列(1)和列(2)所示。ESG 信息披露在两类企业中均对 OFDI 具有显著正向影响，但该效应在非国有企业中更为强烈（系数为 0.452 4 与 0.284 3）。这一差异主要源于非国有企业在国际化过程中面临更多外部不确定性与制度性约束，缺乏国家主权信用和政策庇护，往往受到东道国的制度歧视、合规审核与声誉门槛的限制。ESG 信息披露作为一种外部治理信号，有助于非国有企业缓解“合法性赤字”，提升其在国际市场中的信任度与接受度。Marquis 和 Qian[16] 证实，非国有企业通过主动披露 ESG 信息，可显著降低跨国投资过程中的交易成本，提升海外市场准入效率与合作稳定性。

3.4.2　行业要素密集度异质性

不同行业在国际化动因、战略路径及对外部环境的适应能力方面存在系统性差异[17]。技术密集型企业通常更重视跨国研发协同与品牌输出，资本密集型企业则更关注产能配置与资本回报效率，劳动密集型企业则依赖低成本优势与灵活的市场进入策略。此外，不同行业所面临的 ESG 监管强度和市场声誉约束也存在显著差异[18]。

回归结果如表 5 列(3)～列(5)所示。ESG 信息披露在三类企业中均对 OFDI 产生显著的正向影响，影响强度依次为技术密集型(0.524 3)、资本密集型(0.384 2)与劳动密集型(0.254 1)。技术密集型企业在全球价值链中高度依赖知识产权保护、研

发能力积累与品牌声誉塑造,其在海外扩张过程中需应对更为复杂的环境标准和社会责任要求,因而更倾向于通过高质量的ESG披露构建良好形象,进而增强其OFDI能力。资本密集型企业主要以产能转移和成本优化为导向进行国际布局,ESG虽具备一定的合规与声誉功能,但其战略地位往往服从于短期财务目标[15],因此推动作用相对较弱。劳动密集型企业多处于产业链的中低端环节,企业治理能力和ESG认知水平有限,信息披露存在较强的形式主义倾向,缺乏实际绩效基础与制度支撑,从而难以将ESG披露转化为真实的海外投资竞争优势[4]。

3.5 机制路径分析

为进一步识别ESG信息披露对企业OFDI行为的作用路径,参考江艇[19]的方法,引入中介效应分析,系统检验信息透明度与企业声誉在"ESG→OFDI"关系中的中介作用。具体地,构建如下回归模型。

$$Agent_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \boldsymbol{D}' Controls_{it} + \gamma_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

式中:$Agent_{it}$为企业层面的中介变量(信息透明度、企业声誉),包括信息透明度(Tran,以分析师跟踪人数衡量)和企业声誉(Fa,采用因子分析法计算的综合声誉得分);D'为控制变量对应的系数向量。

信息透明度(Tran):参考陈晓珊等[20]的做法,采用公司被分析师跟踪的人数作为信息透明度的代理变量,衡量企业在资本市场中的信息公开程度与外部关注度。回归结果如表6列(1)所示,回归系数为0.231 5,且在1%的水平下显著。这表明ESG披露有助于提升企业信息透明度,缓解信息不对称,增强外部投资者与海外合作方对企业治理水平与可持续能力的认知,从而降低海外投资的制度摩擦与进入成本[8]。信息透明度的提升意味着企业的经营状况、治理结构和风险特征更加清晰可辨,使得东道国政府、金融机构和合作伙伴能够更准确地评估企业的合规能力和投资价值,进而降低交易谈判中的不确定性和信息搜寻成本。

企业声誉(Fa):借鉴管考磊和张蕊[21]的方法,构建涵盖经营规模、盈利能力、偿债能力与治理水平等12项指标的企业声誉综合评价体系,并采用因子分析法计算企业声誉得分。依据得分从低到高将企业分为10组,赋值变量Fa为1~10。回归结果如表6列(2)所示,回归系数为0.158 9,且在1%的水平下显著。高质量的ESG披露有助于积累声誉资本,优化企业公众形象与市场可信度,从而降低文化摩擦与制度壁垒,获取"合法性溢价"[12]。声誉资本作为企业长期积累的无形资产,在跨国投资中发挥信任桥梁的功能,良好声誉有助于企业获得东道国政府的政策支持、合作伙伴的信任及消费者的品牌认同,从而为海外投资活动的顺利推进创造有利条件。H2得到支持。

表6 ESG披露影响企业OFDI的机制路径

变量	信息透明度	企业声誉
	(1)	(2)
ESG	0.231 5***	0.158 9***
	(0.015 9)	(0.015 8)
控制变量	是	是
年份固定效应	是	是
企业固定效应	是	是
观测值	3 256	3 256
R^2	0.504	0.425

注:括号内为稳健标准误;***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平下显著。

4 结论与建议

本文基于2017—2023年中国A股上市公司面板数据,系统检验了企业ESG信息披露对其对外直接投资的影响效应及机制路径。主要研究结论及相应政策建议如下。

(1)企业ESG信息披露可以显著提升其OFDI能力,且环境维度和治理维度的信息披露效应更为明显。当ESG披露率超过一定临界水平后,其对海外投资的促进作用进一步增强,说明ESG信息披露只有达到较高的完整性和可核验性后,才能更有效地发挥外部信号作用。基于此,进一步完善上市公司ESG披露制度框架。监管部门可在沪深北交易所《上市公司可持续发展报告指引》既有框架基础上,参照ISSB S1/S2等国际准则,结合行业差异细化ESG披露指标体系,区分"基础披露项"和"提升披露项",并设置分阶段实施安排。对于企业暂时难以披露的指标,可实行"遵守或解释"机制,要求企业说明未披露原因和后续改进计划。同时,推动ESG评级机构进一步提高方法论透明度,公开指标权重、数据来源和评价逻辑,为企业提升披露质量提供更清晰的外部参照。

(2)ESG信息披露对OFDI的正向效应在非国有企业和技术密集型企业中更为显著,说明不同类型企业将ESG披露转化为国际化优势的能力存在差异。基于此,建立分层分类的披露支持和激励机制。对于非国有中小企业,政策重点放在降低披露

成本和提升披露能力上，可由地方商务部门、行业协会和第三方专业机构联合提供ESG报告编制培训、东道国合规清单、披露模板和第三方鉴证服务，并对首次开展OFDI且主动提升ESG披露质量的企业，探索给予报告编制、合规咨询和第三方鉴证费用补贴。对于技术密集型企业，可在境外研发中心建设、国际技术合作、知识产权跨境布局等政策服务中，将ESG披露质量作为综合评价的参考因素，引导企业重点披露环境风险管理、数据治理、知识产权保护、供应链责任和研发伦理等内容。金融机构也可在绿色信贷、对外投资保险和跨境金融服务中，将ESG披露质量作为风险评估和授信评价的重要参考，但不宜简单以披露率作为单一准入门槛，以避免企业形成形式化披露倾向。

(3)ESG信息披露通过提升企业透明度和声誉资本，增强其在海外投资过程中的外部可信度和制度适应能力。基于此，完善面向“走出去”企业的ESG信息服务体系。商务部门可在境外投资备案和后续服务过程中，逐步建立企业ESG合规信息档案，将企业上一年度ESG披露完整性、量化程度、第三方鉴证情况和重大ESG风险事件作为信息性参考，为企业提供差异化合规提示和风险预警。行业协会和专业服务机构可围绕重点东道国、重点行业和重点投资方式，定期发布ESG披露对标报告，帮助企业识别自身披露水平与东道国监管要求、金融机构尽职调查标准和合作伙伴合规要求之间的差距。资本市场中介机构也可在研究报告和信用评价中更加系统地纳入ESG披露质量信息，推动高质量披露转化为企业融资能力、声誉资本和国际合作机会。

参考文献

[1] 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.

[2] CHENG Z，SU Y. ESG and Chinese corporate OFDI[J]. Research in International Business and Finance，2024，72：102522.

[3] 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.

[4] 张慧. 企业ESG信息披露质量与股票市场表现——基于双重代理成本的视角[J]. 首都经济贸易大学学报，2023，25(3)：73-88.

[5] DUNNING J H. The eclectic paradigm of international production：a restatement and some possible extensions[J]. Journal of International Business Studies，1988，19(1)：1-31.

[6] 金方增. 绿色保护主义对外贸的影响及其对策[J]. 中国市场，2005(19)：70-71.

[7] 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.

[8] Spence M. Job market signaling[J]. Quarterly Journal of Economics，1973，87(3)：355-374.

[9] 郑明晖，金淞宇，刘运国. 企业成本结构影响审计定价吗？[J]. 审计研究，2023(5)：83-94.

[10] 马震. 企业ESG表现对数字技术创新影响的实证研究[J]. 统计与决策，2025，41(6)：172-177.

[11] 邢双美，王智新. 新质生产力与企业OFDI高质量发展：理论逻辑与经验证据[J]. 经济问题探索，2024(12)：103-121.

[12] 陈宏波，李思飞，王莅静. 社会资本与企业创新决策[J]. 金融评论，2018，10(4)：69-82.

[13] DHALIWAL D S，LI O Z，TSANG A，et al. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital：the initiation of corporate social responsibility reporting[J]. The Accounting Review，2011，86(1)：59-100.

[14] 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.

[15] BUCKLEY P J，CLEGG L J，CROSS A R，et al. The determinants of Chinese outward foreign direct investment[J]. Journal of International Business Studies，2007，38(4)：499-518.

[16] MARQUIS C，QIAN C. Corporate social responsibility reporting in China：symbol or substance？[J]. Organization Science，2014，25(1)：127-148.

[17] HENNART J F. The theoretical rationale for a multinationality-performance relationship[J]. Management International Review，2007，47(3)：423-452.

[18] ECCLES R G，IOANNOU I，SERAFEIM G. The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance[J]. Management Science，2014，60(11)：2835-2857.

[19] 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.

[20] 陈晓珊，李晗菲，刘洪铎. 数据资产信息披露与企业合作文化[J]. 上海财经大学学报，2025，27(2)：78-93.

[21] 管考磊，张蕊. 企业声誉与盈余管理：有效契约观还是寻租观[J]. 会计研究，2019(1)：59-64.

Impact of ESG Disclosure on Chinese Corporate OFDI

WANG Xiaojuan[1], GUO Huanyin[2], ZHANG Yiyun[3], LIU Yifang[4]

(1. School of Economics, Xi'an University of Finance and Economics, Xi'an 710100, China; 2. School of Economics and Management, Wuhan University, Wuhan 430072, China; 3. School of Economics, Sichuan University, Chengdu 610065, China; 4. School of Economics, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

Abstract: Against the backdrop of global sustainable development and an increasingly transparent institutional environment, corporate ESG disclosure is regarded as an important strategic tool for enhancing transnational competitive advantages. Based on data of Chinese A-share listed companies from 2017 to 2023, the impact and mechanism of ESG disclosure on corporate outward foreign direct investment (OFDI) were empirically examined. It is found that ESG disclosure significantly promotes corporate OFDI, with the environmental (E) and governance (G) dimensions showing stronger promoting effects than the social (S) dimension, and significant threshold characteristics are exhibited. Heterogeneity analysis shows that this effect is more pronounced in non-state-owned and technology-intensive enterprises. Mechanism tests reveal that ESG disclosure promotes OFDI by improving information transparency and reputational capital. Furthermore, compared with external ESG ratings, self-disclosed information has a stronger promoting effect on OFDI. Policy recommendations such as improving the ESG disclosure framework and implementing differentiated incentive mechanisms are proposed accordingly.

Keywords: ESG disclosure; outward foreign direct investment; corporate internationalization; signaling