doi:10.16060/j.cnki.issn2095-8072.2024.02.006

海归高管会改善企业 ESG 表现吗？*

阳 镇^{1,2} 王 越³

(1. 中国社会科学院工业经济研究所, 北京 100006; 2. 清华大学技术创新研究中心, 北京 100084;
3. 中国人民大学财政金融学院, 北京 100872)

摘 要: 环境、社会和公司治理是资本市场实现可持续发展的必由之路, 更是企业迈向高质量发展的重要实现方式, 提升企业 ESG 表现对企业高质量发展具有重要的现实意义。本文从战略决策者视角出发, 使用 2011 ~ 2020 年中国 A 股上市公司数据, 采用固定效应模型探究海归高管对企业 ESG 表现的具体影响。研究表明: 第一, 海归高管对企业 ESG 产生显著的正向促进效应, 海归高管更注重企业 ESG 战略, 能改善企业 ESG 表现, 且分维度检验结果表明海归高管对企业环境责任表现 (E)、社会责任表现 (S) 以及公司治理 (G) 均产生显著的正向驱动效应。第二, 考虑外部调节机制, 机构投资者关注与媒体治理作为两类外部治理渠道, 均在海归高管与企业 ESG 之间产生显著的正向调节效应。第三, 价值效应检验表明, 海归高管通过强化 ESG 表现促进企业绿色技术创新, 产生创新价值效应。第四, 海归高管对企业 ESG 表现存在产权、行业以及制度环境的异质性, 表现为海归高管对国有产权、重污染行业以及市场化程度更高制度环境中企业 ESG 表现的促进作用更为明显。本文研究有助于我国系统构建“高管战略驱动—外部机构投资者与媒体治理”的 ESG 推进体系, 并为立足 ESG 制度建设驱动企业高质量发展提供经验参考。

关键词: 高管团队; 海外经历; ESG; 机构投资者关注; 媒体治理; 绿色技术创新

中图分类号: F272 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095 - 8072(2024)02 - 0088 - 23

一、引言

党的二十大报告明确提出:“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。”从微观视角看, 高质量发展归根结底要通过一个个微观企业予以系统实现。企业高质量发展必然要求更加注重利益相关方的价值诉求, 为企业所链接的各类利益相关方创造涵盖经济、社会与环境的综合价值。ESG作为一种面向利益相关方综合价值创造的可持续发展理念, 实质上也是面向资本市场与微观企业层面的可持续投资与治理的准则, 以ESG为指引系统推进微观企业高质量发展对实现经济与社会高质量发展具有重要的理论意义, 对深化推进以高质量发展为实现条件的中国式现代化进程具有重要的现实价值。近年来, 我国围绕ESG的相关制度建设不断加快, 特别是围绕资本市场的负责任投资以及微观企业的ESG信息披露等制度建设不断加快。2018年9月证监会修订的《上市公司治理准则》中, 特别增加了环境保护与社会责任的内

*基金项目: 本文受国家自然科学基金重大项目“智能制造关键核心技术国产替代战略与政策研究”(项目编号: 21&ZD132)、中国社会科学院“青启计划”项目“中国式现代化进程中的ESG驱动机制研究”(项目编号: 2024QQJH107)、国家电网公司科技项目“基于监管与经营目标协同的电网企业战略决策支撑关键技术研究”(项目编号: 1400-202357346A-1-1-ZN)资助。

容，确立了ESG信息披露基本制度框架。相应地，上市公司的传统企业社会责任披露制度安排也逐步过渡到面向环境、社会与公司治理（ESG）的信息披露制度建设，越来越多的上市公司逐步发布ESG报告披露其面向环境、社会与公司治理等方面的信息。中国资本研究院的数据显示，2020年A股上市公司中约有27%的上市公司发布了ESG报告，沪深300企业中有86%发布了独立的ESG报告。^①但整体上，目前上市公司披露ESG信息的企业数量与比例依然相对较小，且不少企业即使披露了相关ESG信息，但总体上又呈现出“重形式，轻内容”的“伪社会责任行为”倾向（孙晓华等，2023），尤其是在双碳战略目标下不少企业出现了面向环境社会责任的“碳信息夸大与迎合”、面向社会责任的“实质性行动信息缺失”（李四海和李震，2023），这对迈向实质上的企业高质量发展极为不利。

随着国家战略与政策层面对ESG的部署不断加快以及社会公众对可持续发展的呼声越来越高，近年来，学界也加强了对ESG的相关研究，尤其是对企业ESG驱动机理与价值效应开展了大量研究，并形成三条主线。第一条主线主要探究ESG的驱动机制，研究视角包括技术驱动视角下数字化转型对企业ESG的赋能效应（胡洁等，2023）、制度压力视角下的ESG信息披露（张慧和黄群慧，2022）、企业业绩下滑视角下的ESG触发机制（Das Gupta，2022）、制度环境视角下的ESG驱动机制（Baldini et al.，2018）以及公司治理层面的董事会规模与多样性对企业ESG信息披露的具体影响等（Tamimi & Sebastianelli，2017）。第二条主线主要探究企业ESG的经济后果，相关研究侧重探讨ESG对企业价值（王琳璘等，2022；王波和杨茂佳，2022）、企业市场竞争绩效（王晓红等，2023）、企业投资效率（高杰英等，2021）、股价崩盘风险（席龙胜和王岩，2022）、企业融资成本（邱牧远和殷红，2019）、企业绿色创新（刘柏等，2023）与企业技术创新（李井林等，2021）等方面的影响。第三条主线侧重研究ESG的指标体系及测量方法，主要包括指数构建法、积极与消极维度切分法、三大维度组合法等。其中指数评级法主要是彭博社（Bloomberg）、摩根士丹利资本国际公司（MSCI）、汤姆森路透社（Thomson Reuters）等主要机构开发的ESG评级指数。三大维度组合法主要是将E、S、G三个维度的最终得分按照一定权重组合起来，目前国内相关ESG评价大多沿用这一评价框架。

不难看出，既有研究仍存在扩展空间，主要表现为企业ESG的驱动机制尚存较大程度的研究缺口，目前有关研究主要侧重制度环境视角，对企业战略决策过程以及战略决策特质视角下的ESG驱动机制尚缺乏研究，而且忽视了战略决策者本身特征因素对ESG可能产生的影响。实质上，高管团队作为企业战略决策的重要制定与执行主体，其决策风格与特征对企业战略决策具有不可忽视的影响。所以，本文着力于从高管经历视角探究海归高管对企业ESG的具体影响，并考察外部机构投资者关注与媒体治理在海归高管与企业ESG表现之间的调节效应，为明晰海归高管驱动的企业ESG战

^① http://news.stcn.com/sd/202204/t20220422_4404056.html.

略提供调节情境机制。基于此, 本文的贡献在于: 第一, 扩展了高管特质视角下企业 ESG 战略决策前因研究, 国内外对企业层面 ESG 战略的研究尚处于起步阶段, 对微观企业 ESG 战略的驱动机制和前因研究依然相对薄弱, 尤其是高管视角下的企业 ESG 战略驱动机制尚比较匮乏, 本文从高管海外经历的视角探究了企业 ESG 战略决策的驱动因素, 为进一步丰富 ESG 驱动机理相关研究提供了理论基础。第二, 本文从外部机构投资者关注和媒体治理视角丰富了海归高管经历驱动企业 ESG 的调节机制, 发现机构投资者关注和媒体治理均与海归高管对企业 ESG 表现的驱动产生协同强化效应, 为进一步明晰海归高管驱动 ESG 表现提供了内外调节机制参考。第三, 丰富了海归高管通过 ESG 战略决策形成的非经济后果, 研究表明海归高管驱动的企业 ESG 有助于改善企业绿色技术创新表现, 呈现创新价值效应。第四, 在政策层面有助于我国系统构建“高管战略驱动—外部机构投资者与媒体治理”的 ESG 推进体系, 为立足企业 ESG 制度建设驱动企业高质量发展提供经验参考。

二、文献回顾与研究假设

(一) 海归高管与企业 ESG

ESG 概念最早源于伦理投资和责任投资, 由联合国全球契约组织在 2006 年《负责任投资》报告中首次提出。相较于传统投资注重分析企业财务指标和盈利情况的模式, ESG 进一步提供了企业在环保、社会责任和公司治理等方面的重要非财务信息, 是从环境责任 (Environmental)、社会责任 (Social)、公司治理 (Governance) 三个维度综合评价企业绿色可持续发展水平的方法 (Baker et al., 2021)。从战略决策视角出发, ESG 是企业面向环境、社会与公司治理的系列战略陈述以及战略执行, 更是企业对内外部利益相关方的价值承诺与战略承诺, 表征了企业对环境、消费者、用户、供应商、社区、社会与内部员工、投资者、股东等多元利益相关方的可持续战略导向 (邱牧远和殷红, 2019; 李井林等, 2021; Feng & Wu, 2021)。企业高管团队是企业战略决策的主要制定者与执行者, 高管团队的战略导向关系到企业整体的战略导向。早期的战略决策框架忽视了高管团队的异质性, 是以企业为战略分析单元关注特定产业环境或者市场竞争环境下企业战略决策的基本前因与战略决策效果, 一定程度上忽视了企业内战略决策过程中的异质性以及战略执行过程中的动态性, 企业内战略团队的心理、行为以及认知价值等因素长期被排斥于产业组织学派的战略决策框架之外 (马浩, 2019)。而高阶梯队理论看到了这一理论的局限性, 其关注的是打开外部战略决策环境与企业内部战略决策行为与后果的内在传导机制, 认为高管个体的特征包括年龄、性别、经历、个性等因素会对企业所处的决策环境产生差异性的影响 (Hambrick & Mason, 1984), 进而影响到企业战略决策的具体偏好, 企业的战略决策效果受到高管个体特征以及经历等因素的影响。

从高阶梯队理论的视角看, 海归高管具备海外学习或工作经历, 一定程度上拥

有更丰富的ESG理论与实践相关知识基础，原因在于ESG主要是发达国家早期倡导的一种负责任投资理念，在后期逐步演变为面向企业的一种可持续发展的战略导向与管理实践，我国海归高管主要在欧美发达国家具有较为丰富的留学以及工作经历，一定程度上加深了其对海外发达国家ESG体系的了解与认知，这种知识基础会转化为显性或者隐性知识运用到日常的企业战略决策制定过程，促进企业更好地开展ESG战略制定与执行，从而提升企业ESG表现（肖红军等，2021a）。从印记的视角来看，印记理论认为行为主体在特定的环境中存在一段敏感时期，在这一敏感时期会形成与环境特征相匹配的“印记”，这种印记伴随着环境的变化，依然会对行为主体产生相应的影响，且这种影响是持续性的（Dobrev & Gotsopoulos, 2010; Battilana et al., 2015）。从这个意义上，海归高管在其成长的关键时期受欧美等发达国家ESG制度与文化的影响，具备与ESG相关的知识与实践印记，并进一步在认知层面形成面向环境、社会与公司治理等多个层面的利益相关方可持续价值共创意识，提升自身对利益相关方的社会责任与环境责任，促进其在战略决策过程中重视ESG战略决策的有效性与科学性，最终提升企业ESG表现。综上所述，本文认为海归高管具备更为丰富的可持续发展的认知以及知识基础，且对ESG战略决策具备更强的偏好以及执行强度，基于此提出以下研究假设：

H1：限定其他条件，海归高管对企业ESG产生显著的促进效应。

（二）海归高管、机构投资者关注与企业 ESG

机构投资者区别于一般性股东，一方面能够基于股东身份参与公司内部治理，另一方面能够基于外部“用脚投票”机制参与公司战略监督，通过有效监督高管团队战略导向与战略决策行为确保企业发展方向符合机构投资者价值取向。机构投资者作为公司重要的内部治理参与者与外部治理主导者，能够对海归高管战略决策导向产生明显的引导与协调功能。对企业ESG战略决策而言，ESG战略本质上属于企业的一种长期战略安排，符合企业可持续发展导向，但企业高管在任期相对固定的情境下存在一定的机会主义倾向，即未必会做出符合企业长期可持续发展的ESG战略安排。此时，海归高管虽然在战略上更加重视企业ESG的长期可持续价值，但是短期内未必把ESG作为一种可行的战略选择，此时外部监督与治理对海归高管开展ESG战略决策显得尤为重要。一方面，机构投资者由于具备资金规模大与信息优势强等特征，特别是随着近年来负责任投资战略的兴起，ESG投资成为一种普遍的投资策略选择，因此，随着机构投资者关注程度越高，其自然更加重视海归高管做出符合负责任投资导向的ESG战略决策，进一步给予海归高管开展ESG战略决策的外生动力，促使海归高管做出更加有效的ESG战略决策，承担对经济利益相关方与社会利益相关方的多元责任（肖红军等，2021b）。另一方面，由于机构投资者具备“抱团投资”的特征，在投资价值上更趋向于长期可持续价值，而非中小股东或者市场散户的“短线投资”，因此其在投资过程中更关注企业可持续发展战略导向，从而倒逼海归高管为获取更多机

构投资者关注而开展ESG战略决策。机构投资者相比于一般投资者而言具备更强的信息优势与能力优势，能够调动外部专业性力量参与到公司治理过程之中，改善企业公司治理环境与企业信息披露环境（Aghion et al., 2013; 谭劲松和林雨晨，2016），进而强化海归高管开展ESG战略决策的内生动力。与此同时，机构投资者作为公司股东，其目标依然服从市场逻辑下的收益最大化，机构投资者具备更强的动力监督公司日常战略决策，确保企业战略决策更加符合长期价值导向。相应地，随着机构投资者关注程度越高，且参与公司内部治理的动力以及外部监督的程度越高，越能够进一步提高企业信息透明度缓解企业高管委托代理问题（刘新争和高闯，2021），敦促海归高管更加重视ESG制度建设以及开展ESG管理实践活动。因此，本文认为机构投资者关注程度越高，海归高管开展ESG战略决策与体系建设的动力与压力越强，进而在海归高管与企业ESG表现之间产生正向调节效应。基于此，本文提出如下研究假设：

H2：限定其他条件，机构投资者关注在海归高管与企业ESG之间产生正向调节效应；即随着机构投资者持股数量和比例的提升，海归高管对企业ESG的驱动效应更强，产生协同效应。

（三）海归高管、媒体治理与企业 ESG

从利益相关方视角看，企业的利益相关方不仅包括股东，更包括员工、社区、政府、环境以及外部媒体与社会公众构成的经济性与社会性利益相关方，其中外部媒体不仅仅是企业的重要利益相关方，更是参与现代公司治理的重要监督与治理主体，也是企业社会责任治理的外部治理主体，对企业日常运营管理行为发挥着监督者、协调者以及治理者等多重角色（肖红军等，2021b; 阳镇等，2023; 陶莹和董大勇，2013; 徐珊和黄健柏，2015）。从这个意义上，外部媒体通过对企业的积极关注和报道一定程度上不仅提高了企业日常运营管理行为的曝光度以及对利益相关方之间的透明度，而且赋予了企业对利益相关方积极承担环境责任、社会责任以及公司治理等多重责任的非正式制度压力，媒体治理以非正式制度的方式实现了对企业实施相关的社会舆论压力。因此，随着媒体治理强度的增强，海归高管更加注重企业与利益相关方之间的价值互惠意识以及责任承诺，在战略决策过程中表现为倾向于开展对利益相关方负责任地“做好事”以符合媒体公众的舆论期望，海归高管开展ESG战略决策的能动性增强，进而提升企业ESG战略表现（肖红军等，2022）。

组织新制度主义理论认为媒体治理主要是组织所处制度场域的规范性与认知性制度压力，即通过同行规范报道以及社会舆论和规范准则的系列要求约束企业的日常战略行为，企业在捕获到媒体这一制度合法性来源主体的制度压力的过程中，会积极开展相应的战略响应，这种战略响应体现为企业以ESG战略响应媒体治理对企业可持续发展以及利益相关方责任价值规范的系列要求（张慧和黄群慧，2022）。从这个意义上，海归高管作为企业战略决策的重要制定主体，其面临更强的外部媒体声誉治理压力，会在日常的企业战略决策过程中更加注重面向ESG导向的战略决策与实施，积极主动响应外部媒体制度合法性要求，进而提升企业ESG表现。基于此，本文提出如下

研究假设:

H3: 限定其他条件, 媒体治理在海归高管与企业ESG战略之间产生正向调节效应, 即随着媒体治理强度提升, 海归高管会进一步提升ESG表现。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文选取2011~2020年A股上市公司数据为初始样本, 并按照以下步骤对初始样本进行剔除和筛选: (1) 删除属于金融和保险行业的企业样本, (2) 剔除资不抵债的企业样本, (3) 剔除数据缺失严重的样本。最终获得9093个样本观测值的非平衡面板数据。为了排除极端值对结果的影响, 本文对所有连续变量在1%和99%分位上进行Winsorize处理。本文主要被解释变量为企业ESG (ESG_PB), 此数据源于彭博(Bloomberg)数据库; 主要解释变量为海归高管 ($Oversea_Ratio$), 高管海外背景数据来源为CSMAR数据库; 调节变量包括机构投资者关注 (IS) 和媒体治理 ($InMedia$), 其中机构投资者关注数据来源于Wind数据库, 媒体报道数据来源于CNRDS数据库。本文其他变量数据均来源于CSMAR数据库和Wind数据库。

(二) 主要变量定义

1. **被解释变量:** 企业ESG (ESG_PB)。在评级机构尚未大量披露企业ESG数据时, 部分研究选择使用环境责任、社会责任和公司治理相关数据对企业ESG表现进行测度(邱牧远和殷红, 2019; 李井林等, 2021)。随着评级机构对企业ESG表现披露逐渐成熟, 现有研究大多使用第三方评级机构公布的企业ESG评分衡量企业ESG表现, 如明晟(MSCI)的ESG指数(王海军等, 2023)、商道融绿ESG评级(邱牧远和殷红, 2019)、华证ESG评级(席龙胜和赵辉, 2022)和彭博ESG评分(李慧云等, 2022)。不同评级机构对企业ESG表现的评级方法、覆盖范围和更新速度均存在差异。本文借鉴李慧云等(2022)的研究, 选择彭博的企业ESG信息披露评分测度企业ESG表现, 原因在于: 一是与华证ESG公布的评级数据相比, 彭博公布的企业ESG表现为数值数据, 能更好地刻画企业之间ESG表现的差异性; 二是彭博公布的企业ESG评分更为细致, 彭博不仅公布了企业ESG总评分, 还对企业环境责任 (ESG_PB_E)、社会责任 (ESG_PB_S)、公司治理 (ESG_PB_G) 三方面进行评分。因此, 本文使用彭博披露的企业ESG评分(取自然对数)对企业ESG表现进行测度。

2. **解释变量:** 海归高管 ($Oversea_Ratio$)。目前学界对企业高管的定义存在不同的理解, 企业的管理者、高管团队、管理层均可指代高管。参考文雯和宋建波(2017)的研究, 本文所指高管为上市公司年报所披露的董事会成员和高级管理人员, 海归高管指高管具有在中国境外的国家或地区学习或工作的经历。考虑到不同企业大小、高管团队的规模存在差异, 仅用海归高管人数进行研究可能会存在偏差, 因此本文使用海归高管人数占高管团队的比例 ($Oversea_Ratio$) 对海归高管这一变量进

行测度。

3. **调节变量：**机构投资者关注 (IS) 和媒体治理 ($\ln Media$)。机构投资者关注变量借鉴黎文靖和路晓燕 (2015)、陈志军等 (2020) 的研究, 主要通过机构投资者持股数的自然对数 ($\ln IS$) 和机构投资者持股占总股本比例 (IS_rate) 两种方式进行测度。对媒体治理变量而言, 媒体对某事件的关注程度可以通过对该事件的新闻报告总量进行衡量, 某企业被媒体报道次数越多, 其受到的媒体关注压力越大, 媒体治理强度越强。参考李培功和沈艺峰 (2010) 的方法, 本文以 CNRDS 数据库中财经类媒体报道数据作为媒体关注的文本来源, 通过将媒体报道态度区分为积极态度和消极态度分别计算上市企业的媒体关注总量 (取自然对数), 最终得到媒体积极态度报道 ($\ln MediaPos$) 和消极态度报道 ($\ln MediaNeg$) 来衡量媒体治理的程度。

4. **控制变量：**参考现有研究 (文雯和宋建波, 2017; 吴秋生和黄贤环, 2017), 本文选取企业规模 ($Size$)、资产负债率 (Lev)、现金流比率 ($Cashflow$)、营收增长率 ($Growth$)、总资产净收益率 (ROA)、企业成立年份 ($FirmAge$) 等变量控制企业财务层面的特征; 选取董事人数 ($Board$)、独立董事比例 ($Indep$)、两职合一 ($Dual$)、第一大股东持股比例 ($Top1$) 等变量控制企业治理层面的特征 (见表 1)。

表 1 主要变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业 ESG	ESG_PB	$\ln$ (彭博公布的企业 ESG 评分+1)
解释变量	海归高管	$Oversea_Ratio$	海归高管人数占高管团队的比例
调节变量	机构投资者关注	$\ln IS$	$\ln$ (机构投资者持股数量)
		IS_Rate	机构投资者持股占总股本的比例
	媒体治理	$\ln MediaPos$	$\ln$ (媒体正向报道数+1)
		$\ln MediaNeg$	$\ln$ (媒体负向报道数+1)
控制变量	企业规模	$Size$	总资产的自然对数
	资产负债率	Lev	总负债/总资产
	现金流比率	$Cashflow$	总负债/总资产
	营收增长率	$Growth$	本年营业收入/上一年营业收入-1
	总资产净收益率	ROA	净利润/总资产
	企业成立年份	$FirmAge$	$\ln$ (当年年份-企业成立年份+1)
	董事人数	$Board$	$\ln$ (董事人数+1)
	独立董事比例	$Indep$	独立董事/董事人数
	两职合一	$Dual$	如果 CEO 和董事长为同一人, 则取 1, 否则取 0
	第一大股东持股比例	$Top1$	第一大股东持股数量/总股数
	行业效应	$Industry$	行业虚拟变量, 属于该行业时赋值为 1, 否则为 0
年份效应	$Year$	时间虚拟变量, 属于该年度时赋值为 1, 否则为 0	

(三) 模型设定

为检验前文的研究假设 H1 至 H3, 本文构建如下模型进行分析:

$$ESG_PB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Oversea_Ratio_{it} + \alpha_i \sum Control_{it} + Year_t + Industry_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ESG_PB_{it} = \beta_0 + \beta_1 Oversea_Ratio_{it} + \beta_2 M_{it} + \beta_3 Oversea_Ratio_{it} \times M_{it} + \beta_i \sum Control_{it} + Year_t + Industry_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中，模型（1）检验假设H1，被解释变量为企业ESG（*ESG_PB*），解释变量为海归高管（*Oversea_Ratio*）；模型（2）检验研究假设H2和H3，其中*M_{it}*为调节变量，包括机构投资者关注（*lnIS/IS_Rate*）、积极态度媒体报道（*lnMediaPos*）和消极态度媒体报道（*lnMediaNeg*），即检验机构投资者关注和媒体治理在海归高管（*Oversea_Ratio*）与企业ESG（*ESG_PB*）之间的调节效应。模型（1）~（2）中下标*i*表示第*i*个企业，*t*代表年份，*Control_{it}*为本文选取的企业层面控制变量，*Year_t*为年份固定效应，*Industry_i*为行业固定效应， ε_{it} 为模型的随机扰动项。

四、实证分析与结果

（一）描述性统计分析

表2是主要变量的描述性统计结果，主要被解释变量企业ESG（*ESG_PB*）的均值为3.031，标准差为0.297，说明各企业之间的ESG表现存在差异性，最大值为3.821，对比彭博ESG信息披露评分总分100的自然对数值，样本下所有企业ESG评分均低于其中位数50，说明目前企业ESG表现整体水平较低。主要解释变量海归高

表 2 主要变量描述性统计

变量名	样本量	均值	标准差	最小值	1/4分位	中位数	3/4分位	最大值
<i>ESG_PB</i>	9093	3.031	0.297	2.312	2.864	3.037	3.184	3.821
<i>Oversea_Ratio</i>	9093	0.095	0.114	0	0	0.071	0.143	0.9
<i>lnIS</i>	9093	20.08	1.416	13.56	19.29	20.09	20.91	23.18
<i>IS_Rate</i>	9093	54.52	23.02	0.326	39.26	57.96	72.05	93.75
<i>lnMediaPos</i>	8812	3.07	1.412	0	2.079	2.996	3.932	8.934
<i>lnMediaNeg</i>	8812	2.121	1.291	0	1.099	2.079	2.944	7.771
<i>Size</i>	9093	23.098	1.286	19.89	22.165	22.993	23.909	26.018
<i>Lev</i>	9093	0.478	0.199	0.055	0.324	0.488	0.631	0.898
<i>Cashflow</i>	9093	0.056	0.067	-0.152	0.015	0.053	0.096	0.229
<i>Growth</i>	9093	0.156	0.363	-0.552	-0.019	0.101	0.247	2.235
<i>ROA</i>	9093	0.047	0.06	-0.225	0.016	0.039	0.075	0.208
<i>FirmAge</i>	9093	2.889	0.344	1.609	2.708	2.944	3.135	3.497
<i>Board</i>	9093	2.178	0.199	1.609	2.079	2.197	2.197	2.639
<i>Indep</i>	9093	0.375	0.055	0.333	0.333	0.364	0.429	0.571
<i>Dual</i>	9093	0.2	0.4	0	0	0	0	1
<i>Top1</i>	9093	0.369	0.159	0.09	0.242	0.357	0.487	0.758

管 (*Oversea_Ratio*) 的均值为0.095, 标准差为0.114, 最大值为0.9, 说明各企业高管团队里海归高管人数具有较大差异性。调节变量机构投资者持股数目的自然对数值 (*lnIS*) 的均值为20.08, 标准差为1.416, 机构投资者持股比例 (*IS_Rate*) 的均值为54.52、标准差为23.02, 说明机构投资者占总股本的比例平均而言较高, 且不同上市企业之间机构投资者关注具有较大差异性。调节变量媒体治理中, 积极态度媒体报道 (*lnMediaPos*) 和消极态度媒体报道 (*lnMediaNeg*) 的均值分别为3.07和2.121, 标准差分别为1.412和1.291, 说明不同企业在其生产经营中所面临的媒体治理程度的差异性较大。就其他控制变量而言, 各分布特征均存在显著的差异, 说明本文选取的主要控制变量在不同企业中分布不一。

(二) 基准回归分析

基于前文模型 (1) 的设定, 表3给出海归高管对企业 ESG表现的OLS回归结果。在不加入任何企业层面控制变量的情况下, 第 (1) 列的结果表明, 海归高管与企业ESG表现之间存在显著的正相关关系, 系数为0.274, 且在1%水平上显著。在控制了企业财务特征变量后, 结果如第 (2) 列所示, 海归高管与企业ESG表现之间仍存在显著的正相关关系, 但相较于未进行控制前影响系数有所下降, 仍在1%水平上显著。进一步加入企业治理层面控制变量后进行回归, 结果如列 (3) 所示, 海归高管对企业ESG表现具有显著的正向驱动效应, 影响系数为0.175, 且通过了1%水平下显著性检验。以上回归结果说明海归高管对企业ESG战略的认知更为深入, 从而有助于强化企业ESG战略制定过程中的科学性与落实执行过程中的有效性, 最终有助于改善企业ESG表现。因此, 本文的研究假设H1得到了验证。

表3 海归高管对企业 ESG 的基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>ESG_PB</i>	<i>ESG_PB</i>	<i>ESG_PB</i>
<i>Oversea_Ratio</i>	0.274*** (8.915)	0.162*** (6.113)	0.175*** (6.594)
<i>Size</i>		0.097*** (33.859)	0.092*** (30.599)
<i>Lev</i>		-0.098*** (-4.815)	-0.095*** (-4.698)
<i>Cashflow</i>		0.132*** (2.850)	0.121*** (2.612)
<i>Growth</i>		-0.043*** (-5.311)	-0.040*** (-4.990)
<i>ROA</i>		-0.058 (-0.971)	-0.048 (-0.808)
<i>FirmAge</i>		0.096*** (10.151)	0.095*** (10.095)
<i>Board</i>			0.046*** (2.921)
<i>Indep</i>			0.149*** (2.613)
<i>Dual</i>			-0.034*** (-4.894)
<i>Top1</i>			0.054*** (2.887)
<i>Constant</i>	2.821*** (102.177)	0.502*** (7.399)	0.439*** (5.792)
行业固定效应	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制
调整后的R ²	0.128	0.261	0.265
样本量	9093	9093	9093

注: ***, **, *分别代表1%、5%、10%的显著性水平; 括号内为经异方差调整后的t值, 下同。

(三) 内生性检验

1. 倾向评分匹配法

为进一步保证基准回归结果的可靠性,参考Khan et al. (2013)、文雯和宋建波 (2017) 等的研究,本文使用倾向评分匹配法 (PSM) 对样本选择偏差进行控制。首先将样本根据是否聘用海归高管分为两组,聘用海归高管的企业样本作为处理组,未聘用海归高管的企业样本为控制组。其次参考Giannetti et al. (2015) 的研究,选取企业规模 (*Size*)、资产负债率 (*Lev*)、现金流比率 (*Cashflow*)、营收增长率 (*Growth*)、总资产净收益率 (*ROA*)、企业成立年份 (*FirmAge*)、董事人数 (*Board*)、独立董事比例 (*Indep*)、两职合一 (*Dual*)、第一大股东持股比例 (*Top1*) 作为协变量,并按照1:1的比例进行近邻有放回匹配。表4的平衡性检验结果表明,处理组和控制组通过以上10个协变量进行匹配后,各个协变量在处理组和对照组间的偏差均显著减小,除企业规模的偏差为4.8%外,其余协变量组间偏差的绝对值均小于3.5%,即匹配效果较好。^①表5展示了倾向评分匹配法配对后重新估计模型 (1) 的回归结果,第 (2) 列结果表明聘用海归高管 (*Oversea*) 的企业ESG表现更优,聘用海归高管对企业ESG的影响系数为0.037,且通过了1%水平下的显著性检验,且由第 (4) 列显示随着海归高管占高管团队人数比例 (*Oversea_Ratio*) 提升,海归高管对企业ESG表现改善作用越明显。可见,在使用倾向匹配得分法控制了样本选择偏误问题后,本文的研究假设H1依然成立。

表 4 平衡性检验结果

协变量	未匹配U/匹配M	处理组	控制组	%偏差	t值	p值
<i>Size</i>	U	23.234	22.887	27.6	12.63	0.000
	M	23.241	23.181	4.8	2.46	0.014
<i>Lev</i>	U	0.4763	0.48009	-1.9	-0.88	0.378
	M	0.47706	0.47229	2.4	1.24	0.217
<i>Cashflow</i>	U	0.05689	0.05343	5.1	2.38	0.017
	M	0.05652	0.05683	-0.5	-0.24	0.809
<i>Growth</i>	U	0.16297	0.14527	4.8	2.26	0.024
	M	0.16192	0.15859	0.9	0.47	0.635
<i>ROA</i>	U	0.04864	0.04371	8.3	3.84	0.000
	M	0.04829	0.04845	-0.3	-0.14	0.891
<i>FirmAge</i>	U	2.8816	2.9004	-5.5	-2.53	0.012
	M	2.8826	2.8748	2.3	1.16	0.246
<i>Board</i>	U	2.1883	2.1613	13.6	6.3	0.000
	M	2.1894	2.1827	3.3	1.79	0.074
<i>Indep</i>	U	0.37518	0.37421	1.8	0.83	0.408
	M	0.37498	0.37473	0.5	0.24	0.814
<i>Dual</i>	U	0.21087	0.18401	6.8	3.12	0.002
	M	0.21062	0.2239	-3.3	-1.69	0.091
<i>Top1</i>	U	0.36566	0.3732	-4.7	-2.2	0.028
	M	0.3661	0.36388	1.4	0.74	0.459

① 考虑到篇幅所限,匹配后的协变量偏差图备索。

表 5 倾向评分匹配法下海归高管对企业 ESG 的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ESG_PB</i>	<i>ESG_PB</i>	<i>ESG_PB</i>	<i>ESG_PB</i>
<i>Oversea</i>	0.065*** (11.093)	0.037*** (6.651)		
<i>Oversea_Ratio</i>			0.271*** (8.753)	0.169*** (6.350)
<i>Size</i>		0.093*** (30.809)		0.092*** (30.585)
<i>Lev</i>		-0.094*** (-4.644)		-0.094*** (-4.663)
<i>Cashflow</i>		0.132*** (2.830)		0.119** (2.561)
<i>Growth</i>		-0.039*** (-4.878)		-0.040*** (-4.891)
<i>ROA</i>		-0.054 (-0.922)		-0.051 (-0.856)
<i>FirmAge</i>		0.098*** (10.298)		0.098*** (10.313)
<i>Board</i>		0.035** (2.183)		0.047*** (2.931)
<i>Indep</i>		0.121** (2.109)		0.133** (2.324)
<i>Dual</i>		-0.033*** (-4.676)		-0.033*** (-4.777)
<i>Top1</i>		0.055*** (2.949)		0.055*** (2.968)
<i>Constant</i>	2.806*** (102.202)	0.443*** (5.799)	2.821*** (102.123)	0.430*** (5.656)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
调整后的R ²	0.128	0.265	0.127	0.265
样本量	9025	9025	9025	9025

2. 工具变量法

为解决海归高管与企业 ESG 表现之间潜在的内生性问题，即 ESG 表现越好的企业越能吸引具有海外经历的高管，本文选择工具变量法进一步缓解本文主要变量之间的内生性问题。具体来说，在工具变量方面，使用除本企业外的同年度-行业-地区下其他企业海归高管比率的均值作为工具变量，原因在于企业个体层面海归高管占比与企业所在的行业-地区海归高管数量平均水平相关，但企业 ESG 表现则与企业个体之外的行业-地区海归高管数量无关。因此使用 2s1s 回归方法对海归高管与企业 ESG 表现进行重新估计，结果如表 6 所示。第 (1) 列为第一阶段相关性检验结果，说明行业地区海归高管数量与企业个体海归高管占比存在显著的正向关系，系数为 1.016，且通过了 1% 水平下的显著性检验。第 (2) 列展示了排他性检验结果，即将解释变量海归高管和工具变量行业地区高管人数均值同时加入回归方程中，结果表明，工具变量影响系数几乎为 0 且不显著。第 (3) 列展示了第二阶段回归结果，说明海归高管对企业 ESG 表现仍然存在显著的改善效应，影响系数为 0.172，且通过了 1% 水平下的显著

性检验。表6第(1)~(3)列的结果表明,考虑内生性问题后,海归高管仍然对企业ESG表现具有明显的正向促进效应,说明了基准结果的可靠性。

(四) 稳健性检验

1. 替换解释变量

首先,构造海归高管虚拟变量(*Oversea*,在企业高管团队中有海归高管时取1,否则取0)替代原有解释变量。在基准回归中使用海归高管占高管团队人数比例衡量企业海归高管参与程度,为了保证回归结果的可靠性,使用海归高管虚拟变量对原有解释变量进行替换,重新估计模型(1),回归结果如表7第(1)列所示。从中可以看到企业雇佣海归高管能够改善3.7%企业ESG表现,且通过了1%水平下的显著性检验。说明替换解释变量后基准结论依然成立,结果具有良好的显著性。

其次,将海归高管

(*Oversea_Ratio*)按海外经历的类型做进一步区分,分为既有海外学习经历又有海外工作经历高管占高管团队总人数的比例(*Oversea_Work_and_Edu_Ratio*)、只有海外工作经历高管占高管团队总人数的比例(*Oversea_Only_Work_Ratio*)、只有海外学习经历高管占高管团队总人数的比例(*Oversea_Only_Edu_Ratio*),分别估计其对企业ESG表现的影响,回归结果如表7第(2)~(4)列所示。可以看到,不同类型高管海外经历均对企业ESG表现产生正向促进作用,影响系数分别为0.455、0.138和0.144,且通过了1%水平下的显著性检验,且不同类型高管海外经历对企业ESG表现的改善作用存在差异性,其中仅有海外学习经历的海归高管对企业ESG表现的改善作用最为明显。说明研究假设H1的基准结论具有良好的稳健性。

表6 内生性检验(工具变量法)

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Oversea_Ratio</i>	<i>ESG_PB</i>	<i>ESG_PB</i>
<i>mean_Oversea</i>	1.016*** (90.329)	-0.006 (-0.110)	
<i>Oversea_Ratio</i>		0.178*** (4.464)	0.172*** (5.140)
<i>Size</i>	0.006*** (6.243)	0.092*** (30.563)	0.092*** (30.339)
<i>Lev</i>	-0.014** (-2.196)	-0.095*** (-4.701)	-0.095*** (-4.711)
<i>Cashflow</i>	0.052*** (3.654)	0.121*** (2.611)	0.122*** (2.618)
<i>Growth</i>	0.002 (1.050)	-0.040*** (-4.989)	-0.040*** (-4.999)
<i>ROA</i>	-0.022 (-1.142)	-0.048 (-0.807)	-0.048 (-0.811)
<i>FirmAge</i>	-0.010*** (-3.184)	0.095*** (10.092)	0.095*** (10.081)
<i>Board</i>	0.007 (1.611)	0.046*** (2.912)	0.046*** (2.923)
<i>Indep</i>	0.018 (1.053)	0.148*** (2.607)	0.149*** (2.616)
<i>Dual</i>	0.006*** (2.770)	-0.034*** (-4.893)	-0.034*** (-4.892)
<i>Top1</i>	-0.025*** (-3.969)	0.054*** (2.890)	0.054*** (2.886)
<i>Constant</i>	-0.115*** (-5.143)	0.439*** (5.793)	0.549*** (7.058)
行业固定效应	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制
调整后的R ²	0.566	0.265	0.265
样本量	9093	9093	9093

表 7 替换解释变量估计结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ESG_PB</i>	<i>ESG_PB</i>	<i>ESG_PB</i>	<i>ESG_PB</i>
<i>Oversea</i>	0.037*** (6.689)			
<i>Oversea_Work_and_Edu_Ratio</i>		0.455*** (7.234)		
<i>Oversea_Only_Work_Ratio</i>			0.138*** (3.086)	
<i>Oversea_Only_Edu_Ratio</i>				0.144*** (3.076)
<i>Size</i>	0.092*** (30.843)	0.092*** (30.617)	0.095*** (31.530)	0.094*** (31.416)
<i>Lev</i>	-0.095*** (-4.701)	-0.095*** (-4.710)	-0.101*** (-5.002)	-0.103*** (-5.084)
<i>Cashflow</i>	0.133*** (2.868)	0.123*** (2.644)	0.134*** (2.883)	0.133*** (2.852)
<i>Growth</i>	-0.040*** (-4.973)	-0.040*** (-4.965)	-0.040*** (-4.932)	-0.039*** (-4.857)
<i>ROA</i>	-0.051 (-0.868)	-0.049 (-0.832)	-0.053 (-0.905)	-0.050 (-0.852)
<i>FirmAge</i>	0.095*** (10.071)	0.093*** (9.917)	0.093*** (9.790)	0.093*** (9.859)
<i>Board</i>	0.035** (2.176)	0.047*** (2.959)	0.043*** (2.743)	0.043*** (2.712)
<i>Indep</i>	0.137** (2.400)	0.139** (2.429)	0.149*** (2.616)	0.139** (2.437)
<i>Dual</i>	-0.033*** (-4.762)	-0.033*** (-4.741)	-0.033*** (-4.694)	-0.032*** (-4.617)
<i>Top1</i>	0.053*** (2.848)	0.055*** (2.947)	0.050*** (2.671)	0.050*** (2.675)
<i>Constant</i>	0.450*** (5.909)	0.451*** (5.930)	0.406*** (5.344)	0.413*** (5.442)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
调整后的R ²	0.264	0.265	0.262	0.261
样本量	9093	9093	9093	9093

2. 替换被解释变量

彭博除了披露了企业ESG总得分 (*ESG_PB*) 外, 还分别公布了企业在环境 (*ESG_PB_E*)、社会 (*ESG_PB_S*) 和公司治理 (*ESG_PB_G*) 三方面的详细评分。对企业环境维度的评分主要通过衡量企业在碳排放、污染、能源消耗等方面的表现; 对企业社会维度上的评分主要测度企业在女性权益、员工流动、人权等权益类方面的表现; 对企业公司治理评分则主要通过董事会组成结构体现, 使用董事会规模、董事会女性占比、会议出席率等方面的信息进行评分。因此将基准回归中的企业ESG总评分 (*ESG_PB*) 替换为环境 (*ESG_PB_E*)、社会 (*ESG_PB_S*) 和公司治理 (*ESG_PB_G*) 不同维度下的评分进行重新估计, 结果如表8所示。从中可以看到海归高管对企业环境、社会和公司治理方面的表现均存在明显的促进作用, 且海归高管对不同维度企业表现的改善作用存在明显的差异性, 其影响系数分别为0.422、0.247和0.018。

3. 考虑年份冲击

本文实证部分使用的样本期较长（2011~2020年），实证结果可能受与研究主题相关的政策或社会等事件冲击的影响，从而使得基准结论产生偏差。例如，2015年第三方机构商道融绿首次发布企业ESG评级，为金融机构和投资者提供企业除财务信息外的环境、社会和公司治理等相关信息，帮助金融机构及投资者做出符合高质量可持续发展的投资选择。而2018年，中国证监会发布《上市公司治理准则》修订版，首次提出上市公司ESG信息披露基本框架，明确要求上市公司披露其环境、社会和公司治理方面的相关信息。这两件事件分别市场和政府层面对企业ESG

信息披露和质量方面提出要求，对企业ESG表现产生明显影响（刘柏等，2023），从而可能对本文基准回归结论产生影响。

基于此，本部分选取2015年商道融绿发布ESG评级和2018年证监会修订《上市公司治理准则》这两件与企业ESG披露密切相关的事件进行年份冲击检验，将样本以事件发生年份为界分为两组，检验事件发生前后海归高管对企业ESG的改善作用是否依然存在，结果如表9所示。第（1）~（2）列表明，2015年商道融绿首次发布ESG评级事件发生前后海归高管对企业ESG表现的改善作用均存在，影响系数分别为0.258和0.149，且通过了1%水平下的显著性检验。第（3）~（4）列表明，2018年证监会修订《上市公司治理准则》这一事件发生前后海归高管对企业ESG均存在显著的正向促进作用，影响系数分别为0.204和0.136，且通过了1%水平下的显著性检验。以上说明研究假设H1的基准结论具有良好的稳健性。

表 8 海归高管对不同维度企业 ESG 的影响

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>ESG_PB_E</i>	<i>ESG_PB_S</i>	<i>ESG_PB_G</i>
<i>Oversea_Ratio</i>	0.422*** (7.024)	0.247*** (6.891)	0.018* (1.803)
<i>Size</i>	0.164*** (25.019)	0.097*** (21.817)	0.026*** (21.641)
<i>Lev</i>	-0.205*** (-4.346)	-0.145*** (-4.801)	-0.013* (-1.653)
<i>Cashflow</i>	0.333*** (3.119)	0.039 (0.579)	0.007 (0.381)
<i>Growth</i>	0.007 (0.358)	-0.036*** (-2.957)	-0.012*** (-3.887)
<i>ROA</i>	-0.390*** (-2.711)	0.030 (0.346)	-0.039 (-1.641)
<i>FirmAge</i>	0.097*** (4.585)	0.055*** (3.934)	0.043*** (12.225)
<i>Board</i>	0.070* (1.921)	0.029 (1.276)	0.021*** (3.424)
<i>Indep</i>	0.283** (2.237)	0.084 (1.057)	0.087*** (3.844)
<i>Dual</i>	-0.011 (-0.689)	-0.042*** (-4.052)	-0.013*** (-4.864)
<i>Top1</i>	0.178*** (4.343)	-0.023 (-0.859)	0.047*** (6.458)
<i>Constant</i>	-1.900*** (-11.586)	0.705*** (6.188)	3.044*** (101.812)
行业固定效应	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制
调整后的R ²	0.182	0.136	0.196
样本量	7729	8894	9093

表 9 年份冲击与海归高管对企业 ESG 的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	ESG PB		ESG PB	
	2015年前	2015年商道融 绿发布ESG评 级后	2018年前	2018年证监会修订 《上市公司治理准 则》后
<i>Oversea_Ratio</i>	0.258*** (4.789)	0.149*** (4.925)	0.204*** (6.020)	0.136*** (3.221)
<i>Size</i>	0.078*** (14.461)	0.100*** (27.490)	0.084*** (22.928)	0.109*** (20.780)
<i>Lev</i>	-0.134*** (-3.523)	-0.073*** (-3.066)	-0.108*** (-4.319)	-0.081** (-2.330)
<i>Cashflow</i>	0.096 (1.217)	0.167*** (2.887)	0.166*** (2.995)	0.060 (0.703)
<i>Growth</i>	-0.055*** (-3.469)	-0.034*** (-3.770)	-0.056*** (-6.204)	0.015 (0.892)
<i>ROA</i>	-0.269** (-2.335)	-0.019 (-0.271)	-0.254*** (-3.343)	0.095 (0.996)
<i>FirmAge</i>	0.068*** (4.615)	0.121*** (9.691)	0.084*** (7.743)	0.134*** (6.709)
<i>Board</i>	-0.005 (-0.176)	0.069*** (3.639)	0.028 (1.443)	0.078*** (2.754)
<i>Indep</i>	0.041 (0.422)	0.195*** (2.809)	0.074 (1.084)	0.272*** (2.628)
<i>Dual</i>	-0.039*** (-3.043)	-0.031*** (-3.782)	-0.032*** (-3.780)	-0.033*** (-2.804)
<i>Top1</i>	-0.009 (-0.304)	0.086*** (3.700)	0.034 (1.521)	0.090*** (2.621)
<i>Constant</i>	1.039*** (7.995)	0.170* (1.819)	0.764*** (8.454)	-0.087 (-0.623)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
调整后的R ²	0.173	0.277	0.225	0.274
样本量	3126	5967	6128	2965

(五) 调节效应检验

在基础模型(2)的设定下,进一步检验前文提出的研究假设H2~H3,即机构投资者关注和媒体治理在海归高管与企业ESG表现之间的调节效应,结果如表10所示。第(1)列的回归结果表明,机构投资者关注在海归高管与企业ESG表现之间产生显著的正向调节效应,交互项(*Oversea_Ratio* * *lnIS*)系数为0.191,且通过了1%水平下的显著性检验。进一步地,对机构投资者关注变量进行重新测度,使用机构投资者持股比例替代机构投资者数目的自然对数变量,回归结果如表10第(2)列所示,交互项(*Oversea_Ratio* * *IS_Rate*)系数为0.006,且通过了1%水平下的显著性检验。本文的研究假设H2得到了实证结果的支持。即机构投资者关注作为一种外部监督机制,能够对外释放积极信号、对内积极参与企业战略决策,从而发挥对企业聘用海归高管的监督作用,最终提升企业ESG表现。与此同时,考虑到学界对投资者关注测度方法的多样性,进一步从分析师关注视角重新测度投资者关注变量,重新考察外部投资者关注在海归高管与企业ESG表现之间的调节效应。具体而言,分别使用CSMAR数据

表 10 调节效应检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>ESG_PB</i>	<i>ESG_PB</i>	<i>ESG_PB</i>	<i>ESG_PB</i>	<i>ESG_PB</i>	<i>ESG_PB</i>
<i>Oversea_Ratio</i>	-3.724*** (-11.193)	-0.154** (-2.517)	-0.001 (-0.018)	-0.006 (-0.114)	-0.225*** (-3.544)	-0.049 (-0.966)
<i>lnIS</i>	-0.018*** (-4.615)					
<i>Oversea_Ratio * lnIS</i>	0.191*** (11.713)					
<i>IS_Rate</i>		0.000 (0.937)				
<i>Oversea_Ratio * IS_Rate</i>		0.006*** (5.326)				
<i>lnAna</i>			0.004 (1.145)			
<i>Oversea_Ratio * lnAna</i>			0.075*** (3.460)			
<i>lnAna_report</i>				0.003 (1.250)		
<i>Oversea_Ratio * lnAna_report</i>				0.062*** (3.543)		
<i>lnMediaPos</i>					0.007*** (2.634)	
<i>Oversea_Ratio * lnMediaPos</i>					0.122*** (7.020)	
<i>lnMediaNeg</i>						0.000 (0.125)
<i>Oversea_Ratio * lnMediaNeg</i>						0.099*** (5.191)
<i>Size</i>	0.089*** (19.954)	0.088*** (27.833)	0.087*** (26.659)	0.087*** (26.656)	0.078*** (23.248)	0.086*** (26.213)
<i>Lev</i>	-0.094*** (-4.591)	-0.094*** (-4.652)	-0.094*** (-4.623)	-0.093*** (-4.623)	-0.094*** (-4.495)	-0.089*** (-4.262)
<i>Cashflow</i>	0.106** (2.285)	0.102** (2.199)	0.113** (2.434)	0.112** (2.405)	0.101** (2.093)	0.102** (2.108)
<i>Growth</i>	-0.038*** (-4.791)	-0.040*** (-5.012)	-0.040*** (-5.053)	-0.041*** (-5.097)	-0.038*** (-4.521)	-0.040*** (-4.705)
<i>ROA</i>	-0.023 (-0.387)	-0.064 (-1.067)	-0.133** (-2.123)	-0.139** (-2.204)	-0.095 (-1.528)	-0.040 (-0.650)
<i>FirmAge</i>	0.095*** (10.044)	0.088*** (9.269)	0.101*** (10.530)	0.101*** (10.534)	0.098*** (10.119)	0.098*** (10.181)
<i>Board</i>	0.051*** (3.225)	0.039** (2.452)	0.046*** (2.897)	0.046*** (2.910)	0.031* (1.922)	0.037** (2.341)
<i>Indep</i>	0.132** (2.326)	0.136** (2.398)	0.151*** (2.651)	0.150*** (2.647)	0.086 (1.505)	0.110* (1.920)
<i>Dual</i>	-0.031*** (-4.480)	-0.030*** (-4.318)	-0.036*** (-5.160)	-0.036*** (-5.182)	-0.035*** (-4.973)	-0.035*** (-4.949)
<i>Top1</i>	0.058*** (3.048)	0.000 (0.001)	0.062*** (3.303)	0.061*** (3.287)	0.073*** (3.796)	0.062*** (3.215)
<i>Constant</i>	0.962*** (11.324)	0.704*** (8.526)	0.637*** (7.917)	0.642*** (8.007)	0.896*** (10.561)	0.705*** (8.448)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整后的R ²	0.279	0.272	0.267	0.267	0.270	0.264
样本量	9093	9093	9093	9093	8812	8812

库披露的企业当年度被分析师关注度（即当年度跟踪企业的分析师团队数+1）取自然对数（ $\ln Ana$ ）和企业当年度被研报关注度（即当年度被跟踪企业的研报数+1）取自然对数（ $\ln Ana_report$ ）替代原有投资者关注变量进行回归，结果如表10第（3）和第（4）列所示，交互项（ $Oversea_Ratio * \ln Ana$ 和 $Oversea_Ratio * \ln Ana_report$ ）进一步证明了投资者关注在海归高管与企业ESG表现之间的正向调节效应。

表10第（5）列的回归结果表明，积极态度媒体报道在海归高管与企业ESG表现之间产生显著的正向调节效应，交互项（ $Oversea_Ratio * \ln MediaPos$ ）系数为0.122，且通过了1%水平下的显著性检验。第（6）列的回归结果表明，消极态度媒体报道在海归高管与企业ESG表现之间也产生显著的正向调节效应，交互项（ $Oversea_Ratio * \ln MediaNeg$ ）系数为0.099，且通过了1%水平下的显著性检验。说明本文的研究假设H3得到实证结果的支持。这意味着不论是积极的还是消极的媒体报道均在海归高管与企业ESG表现之间产生正向调节效应，说明外部媒体治理作为一种非正式制度压力，能够通过强化海归高管制定ESG战略决策的紧迫性，以非正式制度压力加强海归高管强化企业ESG战略决策与执行强度，最终改善企业ESG表现。

五、进一步分析

（一）价值效应检验

由前文的论述和实证结果可知，海归高管对企业ESG表现具有明显的促进作用。本部分探究海归高管能否通过改善企业ESG表现渠道最终产生绿色创新价值效应。其中创新价值效应通过企业绿色技术创新反映，参考齐绍洲等（2018）的做法，使用国家知识产权数据库以及CNRDS数据库构建企业绿色技术创新数据库，计算企业绿色专利申请总量的自然对数值（ $\ln AGreen$ ）衡量企业绿色技术创新。参考江艇（2022）的研究，对海归高管驱动的ESG进一步开展价值效应检验，此时ESG为中介变量，考虑到前文已经检验了海归高管对企业ESG的影响，只需进一步检验海归高管对企业绿色技术创新的具体影响。表11报告了海归高管对企业ESG表现的创新价值效应检验的估计结果。第（1）列的回归结果表明，海归高管对企业绿色技术创新存在显著的正向促进效应，影响系数为0.153且通过了10%水平下的显著性检验，说明海归高管通过改善企业ESG表现，向市场传递企业履行社会责任的积极信号，进而促进企业绿色技术创新。进一步地，本文对企业绿色技术创新做进一步区分，将企业绿色专利申请细分为企业绿色发明专利申请（ $\ln AGreenin$ ）和企业绿色实用新型专利申请（ $\ln AGreenum$ ），考察海归高管对不同类型企业绿色技术创新的影响，回归结果如表11第（2）和第（3）列所示。从中可以看到海归高管对企业绿色发明专利申请产生了显著的促进效应，影响系数为0.225且通过了5%水平下的显著性检验，而对企业绿色实用新型专利申请的影响微弱且不具有统计显著性，说明海归高管对企业绿色技术创新类型的影响存在异质性，总体上看海归高管能够基于ESG改善提高企业绿色技术创新。

表 11 绿色创新价值效应检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	lnAGreen	lnAGreenin	lnAGreenum
Oversea_Ratio	0.153* (1.708)	0.225** (2.425)	-0.000 (-0.004)
Size	0.214*** (18.545)	0.417*** (37.075)	0.377*** (32.640)
Lev	-0.302*** (-4.495)	-0.114* (-1.663)	0.154** (2.336)
Cashflow	0.514*** (3.328)	-0.501*** (-3.049)	-0.268* (-1.760)
Growth	-0.127*** (-5.500)	-0.046* (-1.663)	-0.042 (-1.610)
ROA	1.479*** (6.992)	0.723*** (3.562)	0.693*** (3.567)
FirmAge	-0.081** (-2.427)	-0.218*** (-6.519)	-0.253*** (-7.889)
Board	-0.099 (-1.623)	0.089 (1.398)	-0.041 (-0.687)
Indep	-0.097 (-0.459)	0.310 (1.454)	0.092 (0.419)
Dual	0.001 (0.043)	0.054** (2.144)	0.032 (1.325)
Top1	-0.174*** (-2.665)	-0.273*** (-4.083)	-0.130** (-1.999)
Constant	-3.891*** (-13.431)	-8.320*** (-28.263)	-7.119*** (-24.258)
行业固定效应	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制
调整后的R ²	0.185	0.365	0.392
样本量	9093	9091	9091

对企业ESG表现影响的异质性。重新估计模型(1),回归结果如表12第(1)和第(2)列所示。从中可以看出国有产权企业下海归高管对企业ESG表现的改善作用更为明显,影响系数为0.573,且通过了1%水平下的显著性检验,而非国有产权企业下的海归高管对企业ESG表现的影响十分微弱且不显著。

2. 制度环境异质性检验

从制度环境角度出发,不同地区市场化强度存在差异,从而海归高管对企业ESG表现的影响也将存在差异性。具体而言,市场化强度更高的地区,其市场竞争机制更强、政府干预越少,因此在面对政府、社会及投资者对企业可持续发展的要求时,将更有动力改善企业ESG表现以期在不断加剧的市场竞争中取胜。因此根据我国市场化强度指数(王小鲁等,2021)将样本划分为市场化程度高和市场化程度低两组样本重新估计模型(1),结果如表12第(3)和第(4)列所示。从中可以看出市场化程度高的地区其海归高管对企业ESG表现具有更强的改善作用,影响系数为0.177,且通过了1%水平下的显著性检验,而市场化程度低的地区其海归高管对企业ESG表现也存在正向效应,影响系数为0.061,但不显著。此结果说明市场化程度更高地区的海归高管出于在市场竞争中抢占先机的目的将更有动力改善企业ESG表现。

(二) 异质性分析

1. 产权性质异质性检验

从产权性质角度而言,不同产权性质企业雇佣不同背景的高管存在差异性,从而对企业ESG表现所产生的效应存在差别。并且在不同产权性质背景下,企业海归高管改善企业ESG表现的驱动力也存在差异。具体而言,在高质量发展背景下,国有企业海归高管出于积极响应国家ESG信息披露体系建设的需要,将更有动力改善企业的ESG表现。因此本文根据产权性质将样本划分为国有产权和非国有产权两组样本,考察不同产权性质企业的样本组中海归高管

3. 行业异质性检验

从行业异质性角度出发, 重污染行业所属企业相较于其他行业企业而言开展ESG战略决策的动因和目标存在差异。具体而言, 在绿色发展的背景下, 与其他行业企业相比重污染行业所属企业所面临的成本压力和环保规制压力更大, 因而其改善ESG表现的动力将更强。基于此, 本文将样本分为重污染行业所属企业 and 非重污染行业所属企业两组样本分别重新估计模型(1), 结果如表12第(5)和第(6)列所示, 从中可知不论是重污染行业还是非重污染行业所属企业其海归高管对企业ESG表现均具有显著的改善作用, 影响系数分别为0.201和0.174, 且通过了1%水平下的显著性检验, 并且重污染行业中海归高管对企业ESG的改善作用更为明显。

表 12 异质性分析结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ESG PB		ESG PB		ESG PB	
	国有产权	非国有产权	市场化程度高	市场化程度低	重污染行业	非重污染行业
<i>Oversea_Ratio</i>	0.573*** (15.379)	-0.013 (-0.373)	0.177*** (5.269)	0.061 (1.449)	0.201*** (4.061)	0.174*** (5.559)
<i>Size</i>	0.080*** (20.241)	0.088*** (18.282)	0.091*** (22.382)	0.084*** (18.644)	0.105*** (20.592)	0.083*** (22.282)
<i>Lev</i>	-0.131*** (-4.869)	-0.023 (-0.810)	0.026 (0.896)	-0.156*** (-5.393)	-0.176*** (-5.049)	-0.048* (-1.941)
<i>Cashflow</i>	0.146** (2.190)	0.122* (1.958)	0.078 (1.245)	0.248*** (3.611)	0.145* (1.725)	0.097* (1.743)
<i>Growth</i>	-0.022* (-1.720)	-0.049*** (-4.810)	-0.057*** (-4.819)	-0.016 (-1.471)	-0.022 (-1.405)	-0.049*** (-5.127)
<i>ROA</i>	-0.143 (-1.529)	0.152** (2.060)	0.007 (0.085)	-0.131 (-1.449)	-0.328*** (-3.035)	0.103 (1.473)
<i>FirmAge</i>	0.053*** (3.458)	0.098*** (7.973)	0.111*** (9.048)	0.075*** (4.794)	0.043** (2.216)	0.108*** (10.075)
<i>Board</i>	0.011 (0.554)	0.046* (1.829)	0.058** (2.541)	0.041* (1.861)	0.046* (1.697)	0.046** (2.359)
<i>Indep</i>	0.164** (2.152)	-0.044 (-0.512)	0.308*** (3.779)	-0.079 (-1.026)	0.106 (1.039)	0.197*** (2.861)
<i>Dual</i>	-0.030** (-2.336)	-0.011 (-1.280)	-0.036*** (-3.996)	-0.032*** (-2.832)	-0.030** (-2.364)	-0.034*** (-4.099)
<i>Top1</i>	0.120*** (4.568)	-0.103*** (-3.611)	0.021 (0.795)	0.053** (1.999)	0.075** (2.194)	0.021 (0.922)
<i>Constant</i>	0.935*** (8.390)	0.670*** (5.425)	0.462*** (4.012)	0.794*** (7.353)	0.349*** (2.610)	0.678*** (7.312)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整后的R ²	0.297	0.226	0.320	0.216	0.285	0.244
样本量	4611	4482	5126	3967	2947	6146

六、研究结论与启示

(一) 研究结论

在新发展阶段, 系统构筑以微观企业高质量发展为核心的发展模式对实现经济与社会高质量发展具有重要的理论意义与现实价值, 也有助于在全面建设社会主义现

代化强国征程中更好地发挥企业市场主体与创新主体的重要作用。ESG作为一种可持续发展的投资理念,近年来逐步成为融入企业运营管理、公司治理与业务体系的一种负责任管理实践,表现为企业对环境、社会与公司治理等多层面的利益相关方承担经济、社会与环境等多重责任,从这个意义上,企业系统构筑ESG战略与利益相关方创造综合价值与共享价值对实现微观企业层面的高质量发展具有重要的意义。本文从企业ESG驱动前因的视角,考察了企业战略决策者高管团队中海归高管对企业ESG的重要驱动作用及其调节机制。研究表明:第一,海归高管有助于改善企业ESG表现,内在原因在于海归高管具备更为丰富的ESG知识基础与印记,从而有助于强化企业ESG战略制定过程中的科学性与执行过程中的有效性。第二,机构投资者关注在海归高管与企业ESG表现之间产生正向调节效应,随着机构投资者持股比例的提升,机构投资者能通过内部治理参与机制与外部监督机制进一步增强海归高管对企业ESG表现的正向驱动效应。第三,外部媒体治理在海归高管与企业ESG表现之间产生正向调节效应,外部媒体治理作为一种非正式制度压力,能够强化海归高管对ESG战略紧迫性与合法性的倾向,提升企业ESG战略响应程度,最终进一步改善企业ESG表现。第四,价值效应检验表明,海归高管通过改善ESG表现提高企业绿色技术创新,产生创新价值效应。第五,海归高管对企业ESG表现存在产权、行业以及制度环境的异质性,表现为海归高管对国有产权、重污染行业以及市场化程度更高环境中企业ESG表现的促进作用更为明显。

(二) 政策与管理启示

本文的研究结论对政府政策制定、企业战略决策以及外部治理主体具有重要的启示。

对政府政策制定而言,第一,企业高质量发展是支撑经济与社会高质量发展的重要基础,在当前可持续发展呼声日益迫切的背景下,政府应立足ESG制度建设与政策体系建设,驱动企业强化ESG理念以及ESG管理与实践,为企业ESG信息披露、ESG为治理准则的利益相关方价值创造以及可持续发展等提供政策保障与制度基础。第二,资本市场的相关监管部门应着力于两个层面加快推进上市公司ESG制度建设。第一个层面是加快负责任投资层面的资本市场负责任投资体系建设,引导投资者开展负责任投资,通过出台负责任投资指数、负责任投资评价等方式激励相关投资主体开展负责任投资,以负责任投资构筑良性的资本市场投资体系。第二个层面是优化企业ESG信息披露制度,不仅仅要求上市公司对利益相关方发布ESG报告,更要求企业的ESG报告具备对各类利益相关方履责实践的实质性内容,积极构建面向ESG的报告鉴证制度以及披露标准体系建设。

对企业战略决策而言,第一,企业需要在认知层面加深ESG的理念认知,即不仅仅停留在企业社会责任这一可持续发展理念层面,而是要将环境、社会、治理各类模块涵盖的基础内容、利益相关方构成以及企业价值创造要求融入到企业战略运营理念之中,实现企业ESG理念融入企业战略决策体系。第二,企业需要在战略层面加快

ESG战略规划与执行,根据发展环境以及阶段,对ESG相关模块重点推进,在推进过程中注重企业经济、社会与环境绩效的综合,以平衡企业利益相关方之间的价值诉求,保持企业运营管理的可持续性以及利益相关方价值创造的综合性与平衡性。第三,持续优化企业公司治理结构与高管选聘结构,尤其是高管团队经历搭配结构,注重具有海外经历的高管在企业ESG战略决策过程中的重要价值。同时,进一步优化公司持股结构,引入注重负责任投资的优质机构投资者并优化机构投资者投资结构,确保企业长期可持续价值与股东长期价值内在相容。

对ESG体系建设的外部治理主体而言,机构投资者与社会媒体不仅仅是参与公司治理的外部治理主体,更是企业ESG制度建设以及ESG表现的监督治理主体,应着力于承担与优化面向企业ESG发展的治理功能。一方面,机构投资者需要加强对被投资上市公司的调研与分析,及时关注企业战略导向与战略决策行为的动态变化,为企业高管做出可持续导向的ESG战略注入更多的信心。特别是对ESG重视程度不足的企业,机构投资者更需要加强内部治理参与强度,基于能力优势与信息优势促进企业内部治理结构优化进而促进企业开展ESG战略决策与管理实践活动。另一方面,对社会媒体而言,需要加强对ESG表现优异的企业持续跟踪报道,发挥社会媒体的舆论治理效应,树立行业ESG实践典型标杆企业,打造面向ESG良性发展的社会评价生态圈。同时也需要加强对破坏ESG实践生态的企业进行负面报道,定期发布重大信息披露风险与造成重大不良表现的企业“黑名单”,强化负面舆论的监督惩戒效应,进而倒逼企业更好地关注利益相关方的价值诉求,积极开展ESG管理与实践活动。

参考文献

- [1] 陈志军,董美彤,马鹏程等.媒体与机构投资者关注对内部控制的交互作用——来自国有企业的经验数据[J].财贸研究,2020(9):99-110.
- [2] 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+72.
- [3] 胡洁,韩一鸣,钟咏.企业数字化转型如何影响企业ESG表现——来自中国上市公司的证据[J].产业经济评论,2023(1):105-123.
- [4] 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.
- [5] 黎文靖,路晓燕.机构投资者关注企业的环境绩效吗?——来自我国重污染行业上市公司的经验证据[J].金融研究,2015(12):97-112.
- [6] 李慧云,刘倩颖,李舒怡等.环境、社会及治理信息披露与企业绿色创新绩效[J].统计研究,2022(12):38-54.
- [7] 李井林,阳镇,陈劲等.ESG促进企业绩效的机制研究——基于企业创新的视角[J].科学学与科学技术管理,2021(9):71-89.
- [8] 李培功,沈艺峰.媒体的公司治理作用:中国的经验证据[J].经济研究,2010(4):14-27.
- [9] 李四海,李震.企业社会责任报告特质信息含量的信号效应研究——基于自然语言处理技术的分析[J].中国工业经济,2023(1):114-131.
- [10] 刘柏,卢家锐,琚涛.形式主义还是实质主义:ESG评级软监管下的绿色创新研究[J].南开管理评论,2023(5):16-28.
- [11] 刘新争,高闯.机构投资者抱团、外部治理环境与公司信息透明度[J].中南财经政法大学学报,2021(3):26-35.
- [12] 马浩.战略管理研究:40年纵览[J].外国经济与管理,2019(12):19-49.
- [13] 齐绍洲,林岫,崔静波.环境权益交易市场能否诱发绿色创新?——基于我国上市公司绿色专利数据的

- 证据[J].经济研究,2018(12):129-143.
- [14] 邱牧远,殷红.生态文明建设背景下企业ESG表现与融资成本[J].数量经济技术经济研究,2019(3):108-123.
- [15] 孙晓华,车天琪,马雪娇.企业碳信息披露的迎合行为:识别、溢价损失与作用机制[J].中国工业经济,2023(1):132-150.
- [16] 谭劲松,林雨晨.机构投资者对信息披露的治理效应——基于机构调研行为的证据[J].南开管理评论,2016(5):115-126.
- [17] 陶莹,董大勇.媒体关注与企业社会责任信息披露关系研究[J].证券市场导报,2013(11):20-26+33.
- [18] 王波,杨茂佳. ESG表现对企业价值的影响机制研究——来自我国A股上市公司的经验证据[J].软科学,2022(6):78-84.
- [19] 王海军,王淞正,张琛等.数字化转型提高了企业ESG责任表现吗? ——基于MSCI指数的经验研究[J].外国经济与管理,2023(6):19-35.
- [20] 王琳璘,廉永辉,董捷. ESG表现对企业价值的影响机制研究[J].证券市场导报,2022(5):23-34.
- [21] 王小鲁,胡李鹏,樊纲.中国分省份市场化指数报告[M].北京:社会科学文献出版社,2021.
- [22] 王晓红,栾翔宇,张少鹏.企业研发投入、ESG表现与市场价值——企业数字化水平的调节效应[J].科学学,2023(5):896-904+915.
- [23] 文雯,宋建波.高管海外背景与企业社会责任[J].管理科学,2017(2):119-131.
- [24] 吴秋生,黄贤环.财务公司的职能配置与集团成员上市公司融资约束缓解[J].中国工业经济,2017(9):156-173.
- [25] 席龙胜,王岩.企业ESG信息披露与股价崩盘风险[J].经济问题,2022(8):57-64.
- [26] 席龙胜,赵辉.企业ESG表现影响盈余持续性的作用机理和数据检验[J].管理评论,2022(9):313-326.
- [27] 肖红军,阳镇,凌鸿程.“鞭长莫及”还是“遥相呼应”:监管距离与企业社会责任[J].财贸经济,2021a(10):116-131.
- [28] 肖红军,阳镇,姜信宁.企业社会责任治理的政府注意力演化——基于1978-2019中央政府工作报告的文本分析[J].当代经济科学,2021b(2):58-73.
- [29] 肖红军,阳镇,凌鸿程.媒体关注会驱动人工智能企业履行社会责任吗?——基于中国A股上市公司人工智能企业的实证检验[J].南京大学学报(哲学·人文科学·社会科学),2022(2):42-66+161-162.
- [30] 徐珊,黄健柏.媒体治理与企业社会责任[J].管理学报,2015(7):1072-1081.
- [31] 阳镇,陈劲,凌鸿程.媒体关注、环境政策不确定性与企业绿色技术创新——来自中国A股上市公司的经验证据[J].管理工程学报,2023(4):1-15.
- [32] 张慧,黄群慧.制度压力、主导型CEO与上市公司ESG责任履行[J].山西财经大学学报,2022(9):74-86.
- [33] Aghion, P., J. V. Reenen, L. Zingales, “Innovation and Institutional Ownership”, *American Economic Review*,2013,103(1):277-304.
- [34] Battilana, J., M. Sengul, A. C. Pache, et al., “Harnessing Productive Tensions in Hybrid Organizations: The Case of Work Integration Social Enterprises”, *Academy of Management Journal*,2015,58(6):1658-1685.
- [35] Baldini, M., L. D. Maso, G. Liberatore, et al., “Role of Country-and Firm-Level Determinants in Environmental, Social, and Governance Disclosure”, *Journal of Business Ethics*, 2018(1): 79-98.
- [36] Baker, E. D., T. J. Boulton, M. V. Braga-Alves, et al., “ESG Government Risk and International IPO Underpricing”, *Journal of Corporate Finance*,2021, 67: 101913.
- [37] Das Gupta, R., “Financial Performance Shortfall, ESG Controversies, and ESG Performance: Evidence from Firms around the World”, *Finance Research Letters*, 2022,46(3):1-8.
- [38] Dobrev, S. D., A. Gotsopoulos, “Legitimacy Vacuum, Structural Imprinting, and the First Mover Disadvantage”, *Academy of Management Journal*, 2010,53(5):1153-1174.
- [39] Feng, Z. F., Z. H. Wu, “ESG Disclosure, REIT Debt Financing and Firm Value”, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 2021. <https://doi.org/10.1007/s11146-021-09857-x>.
- [40] Giannetti, M., G. Liao, X.Yu, “The Brain Gain of Corporate Boards: Evidence from China”, *The Journal of Finance*, 2015, 70(4): 1629-1682.
- [41] Hambrick, D. C., P. A. Mason, “Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers”,

Academy of Management Review, 1984, 9(2): 193–206.

[42] Khan, A., M. B. Muttakin, J. Siddiqui, “Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Disclosures: Evidence from an Emerging Economy”, *Journal of Business Ethics*, 2013,114(2):207–223.

[43] Tamimi, N., R. Sebastianelli, “Transparency among S & P 500 Companies: An Analysis of ESG Disclosure Scores”, *Management Decision*, 2017,55(8): 1660–1680.

【作者简介】 阳 镇：中国社会科学院工业经济研究所助理研究员，管理学博士。研究方向：企业技术创新与企业可持续发展。

王 越：中国人民大学财政金融学院管理学博士研究生。研究方向：公司治理与企业创新。

Will Returnee Executives Promote ESG Performance?

YANG Zhen^{1,2} & WANG Yue³

(1. Institute of Industrial Economics, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100006, China; 2. Technological Innovation Research center of Tsinghua University, Beijing 100084, China; 3. School of Finance, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: Environment (E), society (S), and corporate governance (G) are the necessary paths for the sustainable development of the capital market, and are also important ways for the system to move towards high-quality development of enterprises. System-driven enterprises to build ESG strategies and improve enterprise ESG performance have important practical significance for enterprises to achieve high-quality development. From the perspective of strategic decision-makers, this paper uses the data of China’s A-share listed companies from 2011 to 2020 and adopts the two-way fixed effect model to explore the specific impact of overseas executives on corporate ESG. The research results show that: First, overseas returnee executives have a significant positive driving effect on corporate ESG, which means that overseas returnee executives pay more attention to corporate ESG strategic performance, and the multi-dimensional test results show that overseas returnee executives have a significant positive driving effect on corporate environmental responsibility performance, social responsibility performance and corporate governance. Second, considering the external boundary mechanism, institutional investors’ attention and media governance, as two types of external governance channels, both produce significant positive moderating effects between overseas executives and corporate ESG. Third, the value effect test shows that overseas returnee executives have both economic and innovation value effects by strengthening ESG performance to help enterprises increase sales revenue and strengthen green technology innovation. Fourth, there is heterogeneity in property rights, industry and institutional environment in the performance of overseas returnee executives on enterprise ESG, which is manifested by the more obvious performance of overseas returnee executives on enterprise ESG in state-owned property rights, heavy pollution industries and higher marketization of institutional environment. The conclusions of this paper are helpful for China to build an ESG promotion system of “executive strategy-driven external media governance”, and provide experience reference for enterprises to drive high-quality development based on enterprise ESG system construction.

Keywords: senior management team; overseas experience; ESG; institutional investor concern; media governance; green technology innovation

(责任编辑：吴素梅)