

责任投资的绿色价值创造效应研究

——基于绿色并购视角

池 毅¹, 逯 东²

(1. 宁波大学 商学院/中国非公有制经济研究院, 浙江 宁波 315211; 2. 西南财经大学 会计学院, 四川 成都 611130)

[摘 要]在培育新质生产力和推进企业绿色转型的背景下,采用 2012—2024 年重污染上市企业绿色并购数据,检验责任投资能否促进企业绿色并购。研究发现:(1)责任投资能显著提升企业的绿色并购水平,具体表现在企业的绿色并购可能性和绿色并购程度两个层面;(2)责任投资的“耐心”程度越强和地方法治建设水平越高,责任投资对企业绿色并购的促进作用越明显;(3)责任投资主要通过优化企业绿色并购标的的选择和提高企业绿色资本配置效率,进而促进企业绿色并购;(4)责任投资在促进企业绿色并购后,不仅能提升企业的市场反应和经营业绩,还能显著改善企业的环境表现,从而实现绿色价值创造。

[关键词]新质生产力;责任投资;企业绿色并购;绿色价值创造;绿色资本配置

[中图分类号]F272.3 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2026)05-0096-11

一、引言

为缓解经济绿色转型的资金压力,一方面,自 2016 年起,我国逐步建立并完善绿色金融体系,从顶层设计层面系统推进制度建设,拓宽绿色融资渠道;另一方面,2024 年证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》(简称“并购六条”),鼓励上市公司通过跨行业并购,将投资重心转向战略性新兴产业和未来产业,以充分发挥资本市场优化资源配置的功能。绿色并购是重污染企业(以下简称“企业”)通过跨行业并购快速获取前沿绿色技术、实现产业结构跃升的重要途径,对新质生产力的培育具有关键支撑作用。这种支撑主要体现在两个方面:一方面,企业通过并购整合标的企业的清洁能源技术,加速核心绿色技术的迭代升级,实现技术要素的跨越式提升,从而避免从基础研发到产业化应用的漫长过程^[1-2]。另一方面,绿色并购促进了资源要素在更高效率、更低环境成本层次上的优化重组,淘汰整合落后产能、升级高碳设施、重构供应链网络,从而提升企业的整体效能,优化资源配置效率^[3-4]。此外,绿色并购还使得企业的生产活动能更高效地利用资源和减少对环境的影响,并催生绿色化的新型产业形态^[5]。

活跃的并购市场依赖机构投资者的深度参与及功能支持^[6-7],绿色金融政策所倡导的宏观政策红利与市场信号需要传导至微观企业决策层,方能驱动绿色并购实践^[3]。区别于普通机构投资者,责任投资长期专注于企业绿色转型研究,并系统践行责任投资理念^[8]。通过发行大规模责任投资产品注入实体经济^[9],责任投资成功构建了绿色金融政策与微观企业绿色并购行为的传导枢纽。一方面,责任投资基于政策导向建立绿色投资筛选标准与动态风险评估模型^[10],通过创设专属绿色并购融资工具、设定 ESG 投资门槛及差异化资本成本等手段,将政策导向型金融资源精准配置至具有绿色并购潜力的企业;另一方面,责任投资主动提升风险容忍阈值^[11],依托专业能力与长期视野,通过提供 ESG 尽职调查服务及并购后环境整合方案,协助企业识别技术整合与环保政策的合规风险,并辅以长期耐心资本支持,从而降低企业对转型不确定性的感知,强化其绿色并购实施能力。那么,责任投资能否促进企业绿色并购和实现绿色价值创造值得深入探讨。

基于此,本文采用 2012—2024 年沪深 A 股重污染上市公司的绿色并购数据,基于可持续价值理论,就责任投资对企业绿色并购及其绿色价值创造的影响展开实证分析。检验结果表明,责任投资对企业绿色并购存在显著的正向影响,不仅提高了绿色并购的发生概率,而且增强了绿色并购的推进力度。进一步研究发现,责任投资

[收稿日期]2025-06-17

[基金项目]国家社会科学基金项目(24CGL032)

[作者简介]池毅(1992—),男,四川泸州人,宁波大学商学院/中国非公有制经济研究院特聘副研究员,硕士生导师,博士,从事公司财务理论研究,E-mail:chiyi@nbu.edu.cn;逯东(1981—),男,四川达州人,西南财经大学会计学院教授,博士生导师,博士,从事公司财务理论研究。

对企业绿色并购的效果会因责任投资的“耐心”程度和地方环保法治建设水平的不同而发生变化,当责任投资的“耐心”程度较强和地方环保法治建设水平较高时,责任投资对企业绿色并购的效果更明显。机制检验发现,一方面,责任投资凭借绿色信息优势和治理作用,能够优化企业绿色并购标的选择;另一方面,责任投资能够借助其绿色激励和绿色监督形成有效的市场激励约束机制,提高企业的绿色资本配置效率。经济后果检验发现,责任投资促进企业绿色并购后,不仅能够显著提升企业绿色并购的市场反应和企业业绩,还有助于提升企业的环境表现,从而实现绿色价值创造。

本文的主要贡献在于:第一,突破了机构投资者参与环境治理的研究范式,揭示了责任投资驱动企业绿色并购双重路径的独特逻辑。既有文献多从股东监督、退出威胁等角度探讨机构投资者环境治理效应^[9,12-13],却忽略了不同机构投资者在绿色专业能力和治理动机上的异质性。本文聚焦责任投资这一特定主体,发现其通过绿色信息优势和绿色资本配置效率两条差异化路径促进了企业绿色并购,从而深化了对机构投资者绿色治理微观机制的理解,拓展了责任投资领域的研究边界。第二,从金融资本赋能视角丰富了企业绿色并购动因的理论解释,缓解了现有研究对环境规制、媒体压力等外部因素的过度依赖。已有关于企业绿色并购影响因素的研究多聚焦制度压力和文化环境等外部因素^[14-15],本文将责任投资引入绿色并购分析框架,揭示了金融资本驱动企业绿色并购的内在机理,为理解企业绿色并购的多元动因提供了新的理论视角。第三,将耐心资本的长期属性与法治环境的制度属性纳入统一分析框架,发现两者协同是责任投资发挥绿色价值创造效应的关键前置条件。该结论直接回应了培育耐心资本与发展新质生产力的现实命题,并为如何通过制度组合撬动社会资本参与绿色转型提供了有据可循的参考。

二、理论分析与研究假说

责任投资是指机构投资者在投资决策与实践中,不仅关注企业的基本财务绩效,还将环境、社会和公司治理(ESG)因素纳入考量范围的一种投资策略^[9-10]。相比较而言,普通机构投资者与责任投资存在以下差异:其一,核心目标差异。普通机构投资者主要追求在既定风险水平下的最大化财务回报,衡量标准集中于超额收益和绝对回报^[16];责任投资则寻求财务绩效与社会环境绩效的双重目标,即在获取具有竞争力财务回报的同时,促进被投主体对环境和社会产生积极影响。其二,投资逻辑差异。普通机构投资者主要遵循商业价值逻辑,着重发掘被市场低估或具备持续成长潜力的资产,进而获取合理回报;责任投资则秉持社会价值逻辑,重点挖掘被投资企业是否具备通过处理社会或环境议题来创造社会价值,并以此驱动高质量发展的内在潜能与实现能力^[9]。其三,投资期限结构差异。普通机构投资者以短期商业回报为导向,投资期限较短,流动性偏好较强;责任投资聚焦重大环境与社会议题的改善,这类议题的解决具有长期性,故责任投资通常具有更长的投资期限。

理论上,普通机构投资者的投资逻辑主要建立在传统的股东价值理论之上。传统的股东价值理论以财务利润为核心,强调客户需求和股东利益,主要回答价值的来源、为谁创造价值以及如何创造价值等核心问题^[17]。从价值来源看,股东价值理论认为,价值主要来源于能够满足客户需求的能力,这种能力主要来源于企业有价值的、稀缺的、难以模仿的资源,并且当企业比竞争对手能够更好地满足客户需求时,企业的价值创造能力更强^[18]。从为谁创造价值来说,股东价值理论认为,企业的主要目标是实现利润最大化,通过满足客户需求(使用价值)和为股东创造回报(价值)来实现这一目标^[19]。对于价值创造而言,企业必须拥有有价值的资源和能力,通过制定相应的市场战略和商业模式,开发新的产品或服务,以满足客户的需求^[20]。

而责任投资的理论基础主要源于可持续价值理论。随着可持续发展、社会责任及生态环境日益受到高度重视和关注,可持续价值理论修正了传统的价值理论,将企业的经营目标从财务绩效标准逐渐扩展到社会和环境绩效。换言之,企业经营不仅要关注经济底线,还要注重社会底线和环境底线^[21]。从价值创造的视角看,可持续价值理论认为,企业的价值创造不仅限于客户剩余或财务利润,还包括生态、社会和其他类型的非财务价值^[22]。在实现路径层面,可持续价值理论强调企业经营与利益相关者关系的互惠性质,倡导企业应该与利益相关者共同创造价值,在鼓励利益相关者参与的同时,要在商业模式发展的早期阶段识别潜在的风险和机会^[17,23]。

在可持续发展理论的指导下,政府对企业绿色转型的干预策略正逐步完成从行政命令型向市场激励型的路径转换,通过营造有效的市场环境激励市场主体构建绿色发展模式^[21]。尤其是在信息不充分的条件下,如何依托市场竞争准则,确保市场在资源配置中发挥决定性作用,从而助力企业绿色转型。在政策层面,2016年七部委联合发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》(简称“绿色金融政策”),其政策目标涵盖两个方面:一是引

导绿色金融资本流向绿色产业,二是发挥市场优化资源配置的调节作用。对于绿色并购领域而言,如何运用市场化治理机制,充分彰显市场在资源配置中的决定性角色,或将直接关系到企业绿色并购的顺利推进。从责任投资的视角看,作为重要的市场主体,责任投资机构不仅会关注企业的环境绩效,还能通过市场化手段推动企业重塑商业能力和发展模式^[24]。据此,本文预期责任投资能够有效推动企业通过绿色并购实现绿色价值创造。

一方面,责任投资具有绿色信息优势,可以为企业筛选绿色并购标的提供有效支撑。研究表明,合理确定并购对象并全面认知目标企业的经营实力与成长前景,是保障并购绩效的关键环节^[25]。然而,绿色并购标的选择过程深受信息不对称的困扰,具体表现为:目标企业往往会有意隐藏负面信息,导致企业难以客观评判标的绿色技术对其原有污染业务的改良作用及潜在空间^[26]。而责任投资作为重要的市场化投资主体,具有明显的绿色信息优势,受绿色投资理念驱动,责任投资对企业绿色转型问题会进行长期跟踪研究,其成果集中体现在对转型现状的清晰把握、对行业技术特质的精准识别以及对未来趋势的前瞻性判断。政策层面,2018 年中国证券投资基金业协会发布的《绿色投资指引(试行)》明确鼓励有条件的基金管理人制定适合自己的绿色投资管理规范,提升绿色投资能力,构建绿色投资的长效机制。因此,凭借绿色信息优势和专业能力,责任投资能够在企业绿色并购过程中发挥关键作用,协助企业识别和筛选优质并购标的,从而提升企业绿色并购的成功率。

另一方面,责任投资能够通过积极的股东行为构建监督治理机制,引导企业提升绿色并购后的资本配置效率与整合质量。可持续价值理论指出,企业价值的长期增长有赖于与利益相关者形成互惠共赢的价值共创关系^[23]。为实现绿色价值的持续释放,责任投资既注重并购标的事前筛选,也强调持股后深度参与公司治理,以形成有效的激励约束机制。具体而言,责任投资者可通过提交 ESG 提案、代理投票以及与管理层就绿色战略方向进行非正式沟通等渠道,持续监督企业并购后的资源整合过程^[9-12]。上述监督机制有助于强化企业对绿色承诺的履行和技术资产的有效整合,从而减少资本错配和战略漂移风险,最终实现经济效益与环境效益的双重提升。

基于以上分析,本文提出假说 H。

H: 责任投资能够显著促进企业绿色并购,从而实现绿色价值创造。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

考虑到重污染企业在环境治理格局中的特殊地位,其绿色转型的紧迫性和实际价值均不容忽视,因此本文选取中国沪深 A 股重污染类上市公司作为研究样本。考虑到 2012 年以前中国责任投资规模较小,且中国研究数据服务平台(CNRDS)的绿色并购数据始于 2012 年,因此本文将样本期间确定为 2012—2024 年。

本文的绿色并购数据来源于 CNRDS 数据库,该数据平台将符合以下任意一项条件的并购交易认定为绿色并购:其一,主并公司有明确的绿色目标,若收购方在并购公告中公开披露其并购意图是促进绿色发展或推进绿色转型,则被纳入绿色并购范畴;其二,标的公司持有绿色专利,即标的公司在并购完成前三年内拥有符合《国际绿色专利分类表》定义的绿色发明专利;其三,标的公司具备特定资质认证,即并购发生时,标的公司已持有有效的 ISO14001 环境管理体系认证及 ISO9001 质量管理体系认证,且两项认证在并购完成年度依然有效。

本文参考 Yang 和 Chi、潘爱玲等的样本筛选方法^[1-2],对原始绿色并购数据进行如下筛选:第一,剔除资产置换与约定式回购类交易;第二,剔除交易失败、暂停或中止的观测值;第三,对同一年份内标的相同的多次并购进行合并处理;第四,若同一年份内多次并购涉及不同标的,则保留交易金额最大且收购比例最高的样本;第五,删除变量数据缺失的样本;第六,排除金融行业样本。最终,本文获得 11578 个公司-年度观测值。为避免极端值对参数估计的干扰,本文对所有连续变量进行 1% 分位数的缩尾处理。责任投资相关数据取自 WIND 数据库,其余变量数据来自 CSMAR 和 CNRDS 数据库。

(二) 变量定义

1. 责任投资(RI)

本文采用的责任投资名单来源于 WIND 数据库,该数据库借助人工智能、大数据等技术手段,在全市场范围内对基金的 ESG 信息进行追踪与抓取,能够深度剖析基金在 ESG 维度的综合表现,从而有效识别并规避“风格漂移”现象,降低“漂绿”风险。根据该数据库,本文共获得 1907 只责任投资基金,并将这些基金名录与上市公司前十大股东及前十大流通股东中列示的基金名称进行逐一比对与匹配,以此构建企业是否存在责任投资持股

的虚拟变量(*RI*)。具体而言,若企业在当年被责任投资持股,则 *RI* 赋值为 1, 否则为 0。

2. 绿色并购(*GM*)

参考 Yang 和 Chi、潘爱玲等的研究^[1-2], 本文构建两个变量来度量绿色并购。绿色并购可能性(*Greenma*): 采用虚拟变量进行度量,企业实施的并购交易属于绿色并购赋值为 1, 反之则取 0; 绿色并购程度(*GreenmaD*): 企业当年完成绿色并购交易的(标的)公司数量加 1 取自然对数。

(三) 模型设定

为控制潜在的内生性偏误,本文采用双重差分模型(Difference-in-Differences, DID)检验责任投资与企业绿色并购的关系。参考 Chi 等的研究^[9], 本文构建模型(1)进行回归检验,同时为了缓解内生性问题,将被解释变量滞后一期。

$$GM_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 RI_AFTER_{it} + \gamma Controls_{it} + \lambda_i + \omega_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,*RI_AFTER* 为核心解释变量,若研究样本属于有责任投资的企业且在投资发生之后,则赋值为 1, 否则赋值为 0,代表无责任投资或处于责任投资之前时期。*GM* 为被解释变量,用以衡量企业绿色并购行为,包含绿色并购可能性(*Greenma*)与绿色并购程度(*GreenmaD*)两个维度。本文在回归中引入双向固定效应,同时控制企业个体固定效应(λ)和时间固定效应(ω), β_1 反映责任投资对企业绿色并购的净效应。

参考 Yang 和 Chi 的研究^[1], 本文在模型(1)中从企业财务、治理结构、交易特征、标的企业属性及时间效应等维度选取控制变量。其中,企业财务层面包括:以总资产自然对数衡量的企业规模(*SIZE*);以总负债除以总资产计算的资产负债率(*LEV*);以净利润与资产总额之比表示的总资产收益率(*ROA*);以经营活动现金流量净额与资产总额之比衡量的经营活动净现金流量(*CFO*);以本期与上期营业收入之差除以上期营业收入计算得到的营业收入增长率(*GROWTH*);以流动资产与流动负债之比衡量的流动比率(*CURRENT*);以企业净利润小于 0 取值为 1、否则为 0 度量的亏损(*LOSS*)。治理结构层面包括:以第一大股东持股数量与在外流通股数量之比表示的第一大股东持股比例(*TOP1*);以国有企业取值为 1、否则为 0 度量的产权性质(*SOE*);以观测年度减去公司成立年份之差取自然对数衡量的企业年龄(*AGE*);以董事会总人数取自然对数衡量的董事会规模(*DIRECTOR*);以独立董事人数与董事会总人数之比表示的独立董事比例(*INDEPENDR*);以公司董事长兼任总经理取值为 1、否则为 0 度量的两职兼任(*DUAL*);以中专及以下、大专、本科、硕士、博士分别赋值为 1~5、其他情况赋值为 0 度量的 CEO 受教育程度(*CEOedu*)。交易特征层面包括:以绿色并购交易金额取自然对数度量的交易对价(*Price*);以股权收购比例表示的收购比例(*Ratio*);以股份支付取值为 1、否则为 0 度量的支付方式(*Paymethod*);以绿色并购已完成取值为 1、否则为 0 度量的实施进度(*WF*)。标的企业层面包括:以当年获得绿色发明专利数量加 1 取自然对数衡量的绿色创新(*BDGI*)和以当年环保投资金额取自然对数表示的环保投资(*BDEI*)。此外,本文在模型中加入了年度(*YEAR*)固定效应。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

变量的描述性统计结果见表 1。具体而言,企业绿色并购可能性(*Greenma*)的均值为 0.113,说明样本中约 11.3% 的并购属于绿色并购。绿色并购程度(*GreenmaD*)的均值为 0.123,最小值为

表 1 主要变量的描述性统计与均值比较

变量	样本量	均值	方差	最小值	最大值	<i>RI</i> = 1	<i>RI</i> = 0	均值差异
<i>Greenma</i>	11578	0.113	0.317	0.000	1.000	0.139	0.097	0.042 ***
<i>GreenmaD</i>	11578	0.123	0.270	0.000	1.099	0.143	0.111	0.033 ***
<i>RI</i>	11578	0.385	0.487	0.000	1.000	1.000	0.000	1.000
<i>RI_AFTER</i>	11578	0.753	0.431	0.000	1.000	0.904	0.658	0.245 ***

注:***、**、* 分别表示 0.01、0.05、0.1 的显著性水平。下同。

0,最大值为 1.099,表明样本企业的绿色并购程度存在较大差异。是否有责任投资变量(*RI*)的均值为 0.385,表明约有 38.5% 的样本公司获得责任投资。其他变量的描述性统计结果与既有文献基本相符,在此不再赘述。

本文进一步按企业是否有责任投资(*RI*)将样本分为两组,并进行均值差异检验。表 1 结果显示,在有责任投资组(*RI* = 1)中,企业绿色并购可能性(*Greenma*)的均值为 0.139,而在没有责任投资组(*RI* = 0)中,企业绿色并购可能性(*Greenma*)的均值 0.097,两者差异在 1% 的水平上显著。类似地,有责任投资组(*RI* = 1)的企业平均绿色并购程度(*GreenmaD*)也显著高于无责任投资组(*RI* = 0)。该结果表明,绿色并购水平会因企业是否有责任投资而呈现明显的差异。

(二) 相关性分析

表 2 报告了主要变量的相关性分析结果,是否有责任投资 (*RI*) 与企业绿色并购 (*Greenma*、*GreenmaD*) 的相关系数分别为 0.065 和 0.059,且在 1% 的水平上显著为正,表明有责任投资的企业绿色并购水平更高。

(三) 基准回归分析

表 3 汇报了模型(1)的回归结果。结果显示,责任投资 (*RI_AFTER*) 对企业绿色并购 (*Greenma*、*GreenmaD*) 的回归系数均为正,且均达到了 5% 的显著性水平,表明责任投资能够显著促进企业的绿色并购。从表 3 的回归结果可以看出,责任投资不仅提升了企业的绿色并购可能性,还提高了企业的绿色并购程度,本文假设得到支持。

(四) 稳健性检验

1. 平行趋势检验

使用双重差分模型需满足一个关键前提,即平行趋势假定:在政策或事件发生前,处理组与对照组的被解释变量应具有相似的时间变动趋势。就本文而言,处理组和控制组在绿色投资之前的绿色并购水平应该不存在显著差异。为检验该假设,我们参考 Chi 等^[9]的方法构建模型(2)如下:

$$GM_{it} = \beta_0 + \sum_{-4}^4 \beta_i D_{it} + \gamma Controls_{it} + \lambda_i + \omega_t + \varepsilon_{it} \tag{2}$$

其中, $D_{i,t}$ 为一系列虚拟变量,公司 i 在 t 年获得责任投资取值为 1,否则为 0。本文通过考察责任投资前后四个时期回归系数的变化趋势进行验证,详见图 1 和图 2,责任投资前(*pre_1* 至 *pre_4*)的估计系数均不显著,表明责任投资前处理组与对照组具有相似的发展趋势,从而满足平行趋势假设;而在事件发生后,整体来看,除了个别 *post* 的回归系数不显著外,其余 *post* 的回归系数均显著为正。这一结果表明责任投资对企业绿色并购的价值创造并非立竿见影,而是需要一定时间通过治理和监督机制发挥作用。

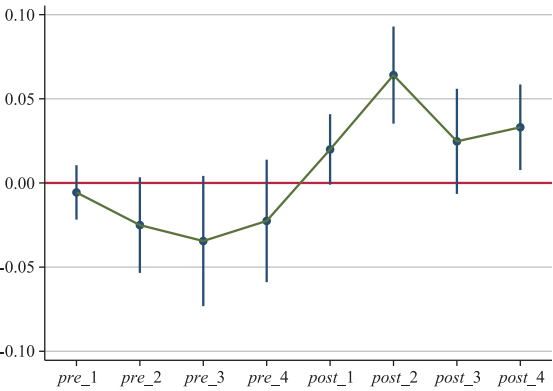


图 1 平行趋势检验 (*Greenma*)

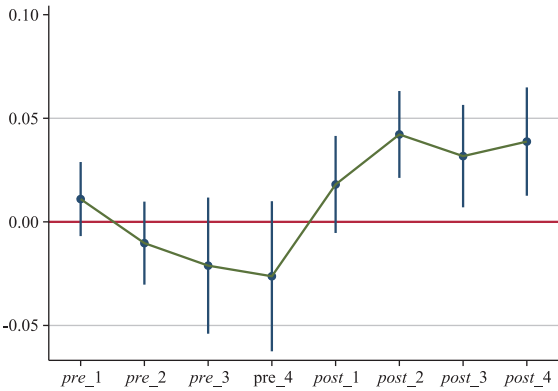


图 2 平行趋势检验 (*GreenmaD*)

2. 样本自选择问题

责任投资具有一定的选股偏好,可能更倾向于选择未来绿色并购意愿和绿色并购程度更好的企业进行投资,由此会造成样本自选择问题。为处理该问题,本文引入广义精确匹配 (Coarsened Exact Matching, CEM) 方法,以削弱自选择问题对估计结果的干扰。CEM 作为一种非参数匹配技术,其优势在于无需事先检验协变量平衡性且对模型设定依赖程度较低,有助于减小平均处理效应的估计偏差。本文以公司是否获得责任投资 (*RI*) 作为分组依据,并选取企业规模和总资产收益率作为协变量。匹配结果(未列示,备索)显示,处理组共 4457 个观测值,其中 3883 个成功匹配; $L1$ 统计量由匹配前的 0.622 降至匹配后的 0.552,表明组间协变量分布差异有所缩减,匹配效果较为理想。回归结果如表 4 所示,责任投资 (*RI_AFTER*) 与绿色并购 (*Greenma*、*GreenmaD*) 之间仍

呈现显著正向关系,表明在控制样本自选择偏误后,前文所得结论并未发生实质性变化。

3. Heckman 检验

本文进一步引入 Heckman 两步法进行稳健性检验,以缓解样本选择性偏误的潜在影响。第一阶段,以是否存在责任投资(*RI*)作为被解释变量,在模型(1)原有控制变量基础上加入行业虚拟变量(*INDU*),通过 Logit 回归估计并计算逆米尔斯比率(*Mill*)。第二阶段,在回归方程中加入逆米尔斯比率作为控制变量,以缓解选择性偏差的干扰。回归结果如表 5 所示。第二阶段,*RI_AFTER* 对 *Greenma* 和 *GreenmaD* 的系数仍显著为正,说明本文结论具有稳健性。

4. 互为因果内生性检验

本文研究结果也可能会受到反向因果的影响,即若绿色并购水平较高的企业更易吸引责任投资,则参数估计将受到内生性偏误的干扰。为此,本文借鉴蔡宏标与饶品贵^[27]的研究,引入责任投资机构与上市公司之间的平均地理距离作为工具变量,选用该变量的理由如下:作为外生地理因素,与企业特征无关,满足外生性假定;距离的远近会左右机构投资决策,满足相关性要求。既往文献为此提供了支持性证据,例如机构投资者持股比例与地理距离显著负相关^[28],且距离较近的机构投资者在信息搜集和监督方面更具比较优势^[27]。

参考蔡宏标和饶品贵的研究^[27],本文采用式(3)测算责任投资与上市公司之间的距离。

$$DIS = 2\pi r / 360 \times \arccos[\cos(c_lati) \times \cos(c_long) \times \cos(f_lati) \times \cos(f_long) + \cos(c_lati) \times \sin(c_long) \times \cos(f_lati) \times \sin(f_long) + \sin(c_long) \times \sin(f_long)] \quad (3)$$

其中,本文采用的地球赤道半径(*r*)为 6378 千米。*c_lati* 与 *c_long* 代表上市公司注册所在地的纬度和经度,*f_lati* 与 *f_long* 则为责任投资管理公司所在地的纬度和经度。随后,本文以各机构的责任投资持股比例为权重,对上述距离进行加权平均,由此计算出责任投资与标的公司之间的平均距离(*DIS*)。

表 6 报告了工具变量的回归结果,其中列(1)为第一阶段的回归结果,可以看出,责任投资与上市公司之间的距离(*DIS*)与责任投资(*RI_AFTER*)的回归结果显著,说明责任投资与上市公司之间的距离与责任投资存在相关性。列(2)与列(3)呈现了第二阶段的回归结果,责任投资变量(*RI_AFTER*)对绿色并购可能性(*Greenma*)及绿色并购程度(*GreenmaD*)的估计系数均显著为正,说明在排除反向因果干扰后,结论依然稳健。关于工具变量的有效性,本文进行了外生性与相关性检验,前者的 *p* 值在两列中均小于 0.1,后者的 *p* 值均小于 0.01,两项检验均通过,这证实了本文工具变量的选取是合理的。

5. 排除其他政策的影响

为进一步增强结论的稳健性,排除样本期内其他相关绿色政策可能带来的干扰,本文进行了排他性检验。具体而言,考虑到在研究期间,2016 年绿色金融政策发布以及 2020 年“双碳”目标正式提出,这两项政策可能会对企业绿色并购行为产生系统性影响。为排除同期政策性因素的干扰,以准确识别责任投资对绿色并购的因果效应,本文在基准模型基础上增设了两个政策时间虚拟变量 *Y2016* 和 *Y2020*,分别对应 2016 年绿色金融政策出台与 2020 年“双碳”目标确立这两个重要时间节点,两者均在相应政策实施后赋值为 1,反之则为 0。回归结果(未列示,备索)显示,*RI_AFTER* × *Y2016* 和 *RI_AFTER* × *Y2020* 与企业绿色并购(*Greenma*、*GreenmaD*)的回归系数均未通过显著性检验,这表明在控制了 2016 年绿色金融政策以及 2020 年“双碳”目标政策的潜在影响后,本文的核心结论依然成立。

表 4 CEM 回归结果

变量	(1)	(2)
	<i>Greenma</i> _{<i>t</i>+1}	<i>GreenmaD</i> _{<i>t</i>+1}
<i>RI_AFTER</i> _{<i>t</i>}	0.023 ** (2.46)	0.018 ** (2.31)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
N	9121	9121
Adj. R ²	0.06	0.09

表 5 Heckman 检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>RI</i> _{<i>t</i>}	<i>Greenma</i> _{<i>t</i>+1}	<i>GreenmaD</i> _{<i>t</i>+1}
<i>RI_AFTER</i> _{<i>t</i>}		0.028 ** (2.65)	0.021 ** (2.95)
<i>Mill</i>		0.076 * (2.01)	0.043 (1.44)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
N	8482	8482	8482
Within R ² 或 Pseudo R ²	0.20	0.02	0.01

表 6 互为因果内生性检验

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>RI_AFTER</i> _{<i>t</i>}	<i>Greenma</i> _{<i>t</i>+1}	<i>GreenmaD</i> _{<i>t</i>+1}
<i>DIS</i> _{<i>t</i>}	0.031 *** (31.27)		
<i>RI_AFTER</i> _{<i>t</i>}		0.071 *** (2.67)	0.042 * (1.85)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
N	10207	10207	10207
相关性检验(P)		0.000	0.000
外生性检验(P)		0.024	0.100

五、进一步研究

(一) 异质性检验

理论层面,目标区域的地方环保法治建设水平对责任投资的投资决策具有显著影响,会影响责任投资所面临的投资风险,例如在环保法治建设较为完善的区域,更强的政策执行力能够降低责任投资的潜在投资风险。因此本文预期,地方环保法治建设水平作为关键的环境因素,很可能会进一步影响责任投资对企业绿色并购的效果。与此同时,责任投资耐心程度的不同同样深刻影响其投资偏好以及对被投企业的并购效果,追求短期回报的机构偏好企业即时收益,可能引导管理层过度关注短期利润,而以长期回报为导向的机构则更重视企业可持续发展。基于以上逻辑,本文主要从地方环保法治建设水平(外部环境层面)和不同耐心程度的责任投资类型(微观主体层面)两个核心维度切入进行异质性分析。

1. 地方环保法治建设

本文认为,地方环保法治建设水平会在责任投资影响企业绿色并购的进程中发挥调节作用。一方面,完善的地方环保法治建设能够确保法律的严格执行和司法公正,从而为投资者提供更加稳定和可预测的投资环境^[29];另一方面,随着环保法治环境的改善,企业在经营过程中会更加注重合规问题,从而有助于污染防治^[30]。基于此,本文预期责任投资对绿色并购的促进效应在法治建设水平较高的地区更加明显。

对此,本文构建地方环保法治建设水平变量(*LRL*),利用模型(1)进行分组检验。参考范子英和赵仁杰等的研究^[30],本文采用企业所在地区是否设立环境保护法庭来衡量地方环保法治建设水平,若企业所在地区设立环境保护法庭,*LRL*取值为1,表明地方环保法治建设水平较高;否则为0,说明地方环保法治建设水平较低。

本文将样本按地方环保法治建设水平高低进行分组的回归结果见表7。列(1)和列(3)为法治建设水平较高组(*LRL* = 1)的估计结果,在这两组中,责任投资(*RI_AFTER*)对绿色并购可能性(*Greenma*)和绿色并购程度(*GreenmaD*)的回归系数均为正,且显著性水平达到1%。在列(2)和列(4)地方环保法治建设水平较低组(*LRL* = 0)中,责任投资(*RI_AFTER*)与企业绿色并购(*Greenma*、*GreenmaD*)的回归系数不显著。此外,本文对组间系数差异进行显著性检验发现,列(1)和列(2)的组间系数差异显著。以上结果表明,责任投资对企业绿色并购的促进作用在环保法治建设水平较高的地区中更明显。

2. 责任投资的“耐心”程度

培育壮大耐心资本已成为全面提升中国经济增长质量的关键。区别于普通资本,耐心资本不仅秉持长期主义理念,对市场短期波动具有较强的耐受力,还致力于深耕价值投资,高度关注技术优势、市场潜力、社会责任和管理能力等价值创造要素。基于此,本文预期,责任投资对企业绿色并购的效果在“耐心”程度较高的责任投资中更为明显。

本文依据责任投资的“耐心”程度,利用模型(1)对样本企业进行分组检验,采用责任投资对所持标的公司的累计持有时长来度量“耐心”程度(*HLE*)。若某一责任投资对某家标的公司的累计持有时长超过该公司所在行业当年该指标的平均水平,则认为该机构对公司的“耐心”程度较高,*HLE*赋值为1;反之,则认为“耐心”程度较低,*HLE*赋值为0。

表8汇报了基于责任投资“耐心”程度的分组回归结果。在列(1)和列(3)“耐心”程度较高组(*HLE* = 1)中,责任投资(*RI_AFTER*)和企业绿色并购(*Greenma*、*GreenmaD*)的回归系数均显著为正;与之相对,在列(2)和列(4)“耐心”程度较低组(*HLE* = 0)中,责任投资(*RI_AFTER*)对企业绿色并购(*Greenma*、*GreenmaD*)的影响则不显

表7 地方环保法治水平的异质性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>LRL</i> = 1 <i>Greenma</i> _{<i>t</i>+1}	<i>LRL</i> = 0 <i>Greenma</i> _{<i>t</i>+1}	<i>LRL</i> = 1 <i>GreenmaD</i> _{<i>t</i>+1}	<i>LRL</i> = 0 <i>GreenmaD</i> _{<i>t</i>+1}
<i>RI_AFTER</i> _{<i>t</i>}	0.043 *** (5.94)	0.021 (0.68)	0.034 *** (3.62)	0.022 (1.13)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
N	6891	3316	6891	3316
Within R ²	0.02	0.03	0.03	0.03
系数差异(P)	0.000		0.350	

表8 责任投资“耐心”程度的异质性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>HLE</i> = 1 <i>Greenma</i> _{<i>t</i>+1}	<i>HLE</i> = 0 <i>Greenma</i> _{<i>t</i>+1}	<i>HLE</i> = 1 <i>GreenmaD</i> _{<i>t</i>+1}	<i>HLE</i> = 0 <i>GreenmaD</i> _{<i>t</i>+1}
<i>RI_AFTER</i> _{<i>t</i>}	0.081 * (1.98)	0.023 (1.71)	0.112 ** (3.01)	0.014 (1.25)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2047	8160	2047	8160
Within R ²	0.04	0.02	0.05	0.02
系数差异(P)	0.000		0.000	

著。同时,组间回归系数的差异检验结果显著。综上,当责任投资机构展现出更高的“耐心”特质时,责任投资对企业绿色并购的促进效果相应更为明显。

(二) 机制检验

如前文所述,责任投资通过以下途径赋能企业绿色并购。一方面,发挥市场化绿色信息优势与治理作用。凭借其专业化能力与网络资源信息优势,责任投资能为企业绿色并购标的筛选提供关键支持,帮助其寻找优质的并购标的。另一方面,强化激励约束机制与优化资本配置。依托其丰富的行业知识与投资经验,责任投资能精准评估目标企业的绿色运营能力及环境效益潜力,并推动标的企业的先进绿色技术与并购方传统业务的深度融合,从而显著提升绿色资本的配置效率。

1. 绿色标的选择

为了检验企业绿色标的选择的作用路径,本文构建模型(4):

$$BDQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 RI_AFTER_{it} + \gamma Controls_{it} + \lambda_i + \omega_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中, BDQ 为绿色标的选择变量。为衡量企业绿色并购标的的质量,本文构建高质量绿色并购变量(HQ),具体采用标的企业的绿色专利数量加 1 取自然对数进行度量。此外,为了结果更为稳健,本文进一步构建低质量绿色并购变量(LQ),若标的企业当年无绿色专利,则取值为 1,否则为 0。根据理论分析,若责任投资主要通过识别和筛选优质的绿色并购标的发挥作用,则预期 RI_AFTER 对 HQ 的回归系数显著为正,而对 LQ 无显著影响。为减轻多重共线性带来的估计偏误,模型(4)的控制变量采用模型(1)中除标的企业绿色创新水平($BDGI$)以外的所有变量。

2. 绿色资本配置效率

为了检验绿色资本配置效率的作用路径,本文构建模型(5),采用上市公司绿色资本支出对投资机会的敏感性衡量绿色资本配置效率。

$$GRE_{it} = \beta_0 + \beta_1 RI_AFTER_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 (RI_AFTER_{it} \times ROE_{it}) + \gamma Controls_{it} + \lambda_i + \omega_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中, GRE 为绿色资本支出水平,本文采用上市公司环保投资金额的自然对数衡量,同时采用公司净资产收益率(ROE ,净利润与公司净资产的比值)衡量公司潜在投资机会。模型(5)的控制变量采用模型(1)中除总资产收益率(ROA)以外的所有变量。

表 9 列(1)和列(2)汇报了模型(4)的估计结果。责任投资(RI_AFTER)与高质量绿色并购标的(HQ)的回归系数显著为正,但与低质量绿色并购标的(LQ)的回归系数不显著,表明责任投资能够通过识别并选择高质量的绿色并购标的而有效促进企业绿色并购。表 9 第(3)列报告了模型(5)的回归结果,交互项 $RI_AFTER \times ROE$ 与绿色资本支出 GRE 的估计系数正向显著,表明责任投资能够提高企业的绿色资本配置效率,从而确保企业绿色并购的有效实施。

(三) 绿色价值表现

前文从理论上论证了责任投资对企业绿色并购的促进作用,其市场化信息优势和激励约束机制构成了这一效应的逻辑基础。然而,绿色并购行为本身并不等同于价值创造,责任投资能否在绿色并购后持续驱动企业的绿色价值提升,是一个有待于实证检验的更深层问题。因此,本文从市场反应、经营业绩与环境表现三个层面,实证检验责任投资对企业绿色并购后价值提升的作用效果。

1. 企业绿色并购的市场表现

对于市场表现的检验,本文建立模型(6):

$$MC_{it} = \beta_0 + \beta_1 RI_AFTER_{it} + \gamma Controls_{it} + \lambda_i + \omega_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

其中, MC 为市场反应变量,本文采用累积超额收益率(CAR)衡量短期超额收益,并采用买入持有异常收益($BHAR$)衡量长期超额收益。其中, CAR 为绿色并购公告前后 1 日、前后 3 日以及前后 5 日,基于市场模型计算的累积超额收益率,即 $CAR(-1,1)$ 、 $CAR(-3,3)$ 、 $CAR(-5,5)$; $BHAR$ 分别为绿色并购公告后 3 个月、6 个月以

表 9 机制检验结果

变量	(1) HQ_{+1}	(2) LQ_{+1}	(3) GRE_{t+1}
RI_AFTER_t	0.006 *	-0.003	0.001
(1.84)	(-1.51)	(0.20)	
ROE_t			-0.028 ***
			(-4.97)
$RI_AFTER_t \times ROE_t$			0.022 **
			(2.51)
Controls	Yes	Yes	Yes
N	10207	10207	10207
Within R ²	0.00	0.00	0.02

及 12 个月计算的买入持有异常收益,即 $BHAR3$ 、 $BHAR6$ 、 $BHAR12$ 。在模型(6)的回归中,样本仅包括当年发生绿色并购的观测值,为 246 个。

模型(6)纳入的控制变量涵盖企业财务、治理结构及市场表现三个维度。财务层面包括公司规模($SIZE$)、资产负债率(LEV)、总资产收益率(ROA)、营业收入增长率($GROWTH$)和无形资产占比(IA),其中 IA 以无形资产与总资产的比值衡量。治理结构层面包括第一大股东持股比例($TOP1$)、独立董事比例($INDEPENDR$)和两职兼任($DUAL$)。市场表现层面包括股票换手率($Turnover$,流通股年换手率)、股价波动率(VOL ,周收益率的标准差)和周收益均值(AR ,公司当年周收益率的平均值)。其余变量的定义与模型(1)保持一致。

模型(6)的检验结果见表 10。列(1)

至列(3)为责任投资(RI_AFTER)与短期超额收益(CAR)的回归结果,列(4)至列(6)为责任投资(RI_AFTER)与长期超额收益($BHAR$)的回归结果。结果显示,除列(1)外,责任投资(RI_AFTER)与短期超额收益(CAR)以及长期超额收益($BHAR$)的回归系数均显著为正,表明责

任投资能显著提升企业绿色并购的市场反应。这不仅使得责任投资能够获取绿色并购的溢价收益,而且有效促进了企业通过并购实现绿色价值提升。

2. 企业未来业绩

为了检验责任投资促进企业绿色并购后对企业业绩的影响,本文建立模型(7):

$$ROA_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 RI_AFTER_{it} + \beta_2 GM_{it} + \beta_3 (RI_AFTER_{it} \times GM_{it}) + \gamma Controls_{it} + \lambda_i + \omega_t + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

本文采用 ROA 衡量企业业绩,主要关注模型(7)中 β_3 的显著性水平。模型(7)纳入的控制变量包括资产负债率(LEV)、企业规模($SIZE$)、股权集中度($SHARE$)、营业收入增长率($GROWTH$)、产权性质(SOE)、上市公司年龄(AGE),其中股权集中度($SHARE$)采用公司前五大股东持股比例之和衡量,其他变量定义与模型(1)一致。表 11 报告了模型(7)的回归结果,从列(1)中可以看出, $Greenma \times RI_AFTER$ 与企业未来一期业绩(ROA)的回归系数显著为正,表明责任投资促进企业绿色并购后能显著提高企业业绩。表 11 列(2)中, $GreenmaD \times RI_AFTER$ 与企业未来一期业绩(ROA)的回归系数不显著,原因可能是当企业发起多起绿色并购时,需要较长的时间来整合现有资源,短期内难以产生协同效应,从而对企业业绩的影响不明显。

3. 企业未来环境表现

本文构建模型(8)来检验责任投资促进企业绿色并购后企业的环境表现。

$$GI_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 RI_AFTER_{it} + \beta_2 GM_{it} + \beta_3 (RI_AFTER_{it} \times GM_{it}) + \gamma Controls_{it} + \lambda_i + \omega_t + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

其中, GI 为企业环境表现变量,由于上市公司未披露具体的环境绩效数据,本文很难直接检验责任投资促进企业绿色并购后企业的环境绩效情况。相较于末端治理等被动减排手段,绿色创新能够通过技术升级从生产源头减少环境足迹,更能反映企业环境绩效的实质性改善与可持续发展潜力,因此本文采用企业的绿色创新水平(GI)来表征企业环境绩效。被解释变量方面, $GI1$ 与 $GI2$ 分别用以衡量企业的绿色创新产出水平,其中 $GI1$ 为企业绿色发明专利获授权量加 1 取自然对数, $GI2$ 为企业绿色发明专利申请量加 1 取自然对数。模型(8)纳入的控制变量包括企业规模($SIZE$)、营业收入增长率($GROWTH$)、资产负债率(LEV)、经营活动净现金流量(CFO)、总资产收益率(ROA)、是否亏损($LOSS$)、流动比率($CURRENT$)、第一大股东持股比例($TOP1$)、董事会规模($DIRECTOR$)、产权性质(SOE)、独立董事比例($INDEPENDR$)、两职兼任($DUAL$)、上市公司年龄(AGE)、CEO 受教育程度($CEOedu$),具体衡量方式见表 1。回归结果(未列示,备索)显示, $GM \times RI_AFTER$ 与企业环境

表 10 责任投资与股价市场表现的回归结果

变量	CAR			BHAR		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CAR(-1,1)	CAR(-3,3)	CAR(-5,5)	BHAR3	BHAR6	BHAR12
RI_AFTER_{it}	0.045 (1.72)	0.050 ** (2.53)	0.044 * (1.82)	0.397 ** (2.94)	0.512 *** (5.29)	0.731 *** (3.59)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	246	246	246	199	199	199
Within R ²	0.42	0.35	0.32	0.74	0.81	0.78

表 11 责任投资与企业业绩的回归结果

变量	(1)	(2)
	ROA_{it+1}	ROA_{it+1}
RI_AFTER_{it}	-0.000 (-0.28)	0.000 (0.03)
$Greenma_{it}$	-0.006 (-1.75)	
$Greenma_{it} \times RI_AFTER_{it}$	0.007 ** (2.22)	
$GreenmaD_{it}$		0.001 (0.11)
$GreenmaD_{it} \times RI_AFTER_{it}$		0.001 (0.18)
Controls	Yes	Yes
N	10206	10206
Within R ²	0.12	0.12

表现(GI)的回归系数均显著为正,表明责任投资在推动企业完成绿色并购后,能够显著提升企业的绿色创新水平,并最终改善其环境绩效。

六、研究结论与启示

本文以 2012—2024 年沪深 A 股重污染上市公司为研究对象,利用绿色并购数据考察责任投资对企业绿色并购的影响。主要结论如下:(1)责任投资能显著促进企业的绿色并购,不仅提升了企业的绿色并购可能性,还提高了企业的绿色并购程度。(2)结合责任投资的“耐心”程度和地方环保法治建设水平进行异质性分析发现,当责任投资的“耐心”程度越强和地方环保法治建设水平越高时,责任投资对企业绿色并购的效果越明显。(3)机制分析发现,责任投资对企业绿色并购的提升效果主要通过优化被投企业绿色并购标的选择以及提升企业的绿色资本配置效率得以实现。(4)责任投资促进企业绿色并购后,绿色并购的市场反应、企业业绩及环境表现均得到显著提升,进而实现了绿色价值创造。

基于所得研究结论,本文提出如下政策启示:第一,在政府层面,应强化法治建设,在法治建设水平较高地区率先建立绿色并购法治示范区,降低交易风险;同时完善绿色金融体系,将企业绿色并购纳入绿色信贷优先支持范围,设立国家绿色并购引导基金以引导社会资本投向重污染企业;此外,建立长期投资激励机制,对持有绿色资产超过五年的投资收益减免资本利得税,设立长期投资专项补贴,并将 ESG 长期绩效纳入财政资金受托管理机构考核指标体系,实质性提升责任投资参与绿色并购的跨周期配置意愿。第二,在企业层面,应主动对接责任投资,建立绿色技术与资产信息平台,系统梳理清洁生产、污染治理等潜在并购标的,提升绿色资源搜索能力,并优化内部资本配置流程,设立绿色投资委员会以确保资金高效配置;同时提升环境信息披露质量,对标国际 ESG 标准,降低责任投资的尽调成本与信息不对称;另外,优先引入具有长期持股导向和绿色专业背景的投资机构,在治理层面签署绿色股东协议,将绿色并购纳入长期低碳转型战略而非短期财务行为。第三,在投资者层面,应开发绿色并购专项投资产品,如设立绿色并购主题基金或绿色转型并购指数产品,聚焦重污染行业中具备绿色技术替代潜力的目标企业,通过专业化尽调与绿色技术评估提升标的的识别成功率;在投后阶段积极介入企业绿色资本配置决策,派出绿色技术顾问、引入第三方环境审计,确保资金真正用于提升绿色并购后的技术吸收与运营效率;同时构建耐心资本导向的内部考核机制,设定最低五年持有期要求,建立绿色并购失败的合理容忍度机制,从制度上抑制短期套利行为。

参考文献:

- [1] Yang Y, Chi Y. Path selection for enterprises' green transition: Green innovation and green mergers and acquisitions[J]. Journal of Cleaner Production, 2023, 412: 137397.
- [2] 潘爱玲,刘昕,邱金龙,等.媒体压力下的绿色并购能否促使重污染企业实现实质性转型[J].中国工业经济,2019(2):174-192.
- [3] 陈海强,胡晓雪,李东旭.金融考核“绿色化”与污染企业绿色并购——基于信号效应的视角[J].金融研究,2024(2):131-148.
- [4] Yang P, Hunjra A I, Roubaud D, et al. The impact of climate policy uncertainty on green mergers and acquisitions[J]. Journal of Environmental Management, 2025, 392: 126690.
- [5] Liang X, Li S, Luo P, et al. Green mergers and acquisitions and green innovation: An empirical study on heavily polluting enterprises. Environmental Science and Pollution Research, 2022, 29(32): 48937-48952.
- [6] 周绍妮,张秋生,胡立新.机构投资者持股能提升国企并购绩效吗?——兼论中国机构投资者的异质性[J].会计研究,2017(6):67-74.
- [7] 李安泰,张建宇,卢冰.机构投资者能抑制上市公司商誉减值风险吗?——基于中国 A 股市场的经验证据[J].金融研究,2022(10):189-206.
- [8] Oehmke M, Opp M M. A theory of socially responsible investment[J]. Review of Economic Studies, 2025, 92(2): 1193-1225.
- [9] Chi Y, Hu N, Lu D, et al. Green investment funds and corporate green innovation: From the logic of social value[J]. Energy Economics, 2023, 119: 106532.
- [10] 杜闪,王站杰.企业社会责任披露、投资效率和企业创新[J].贵州财经大学学报,2021(1):52-62.
- [11] Leite P, Cortez M C. Performance of European socially responsible funds during market crises: Evidence from France[J]. International review of financial analysis, 2015, 40: 132-141.
- [12] 张云,吕纤,韩云.机构投资者驱动企业绿色治理:监督效应与内在机理[J].管理世界,2024(4):197-221.
- [13] 雷雷,张大永,姬强.共同机构持股与企业 ESG 表现[J].经济研究,2023(4):133-151.
- [14] 潘爱玲,王慧,邱金龙.儒家文化与重污染企业绿色并购[J].会计研究,2021(5):133-147.
- [15] Hu J, Fang Q, Wu H. Environmental tax and highly polluting firms' green transformation: evidence from green mergers and acquisitions[J]. Energy Economics, 2023, 127: 107046.

- [16] 肖继辉,陈宇婷,彭文平. 市场环境、企业社会责任与基金安全投资转移[J]. 审计与经济研究,2020(6):63-77.
- [17] Lüdeke-Freund F, Rauter R, Pedersen E R G, et al. Sustainable value creation through business models: The what, the who and the how[J]. Journal of Business Models, 2020, 8(3): 62-90.
- [18] Bowman C, Ambrosini V. Value creation versus value capture: towards a coherent definition of value in strategy[J]. British journal of management, 2000, 11(1): 1-15.
- [19] Garcia - Castro R, Aguilera R V. Incremental value creation and appropriation in a world with multiple stakeholders[J]. Strategic management journal, 2015, 36(1): 137-147.
- [20] Welch K, Yoon A. Do high-ability managers choose ESG projects that create shareholder value? Evidence from employee opinions[J]. Review of Accounting Studies, 2023, 28(4): 2448-2475.
- [21] Arian A, Sands J S. Corporate climate risk disclosure: Assessing materiality and stakeholder expectations for sustainable value creation[J]. Sustainability Accounting, Management and Policy Journal, 2024, 15(2): 457-481.
- [22] Kavadis N, Hermes N, Oehmichen J, et al. Sustainable value creation in multinational enterprises: The role of corporate governance actors[J]. Journal of World Business, 2024, 59(1): 101503.
- [23] Freudenreich B, Lüdeke-Freund F, Schaltegger S. A stakeholder theory perspective on business models: Value creation for sustainability[J]. Journal of business ethics, 2020, 166(1): 3-18.
- [24] Chi Y, Yang Y. Green finance and green transition by enterprises: An exploration of market-oriented governance mechanisms. Borsa Istanbul Review, 2023, 23(3): 628-646.
- [25] 吴倩,黄鑫凤,牛璐. 面面俱到还是顾此失彼:机构投资者“分心”与企业并购溢价[J]. 审计与经济研究,2025(6):84-93.
- [26] Yoo I S. When friends become foes: Disclosure decisions after failed M&A deals[J]. Contemporary Accounting Research, 2025(4): 2550-2581.
- [27] 蔡宏标,饶品贵. 机构投资者、税收征管与企业避税[J]. 会计研究,2015(10):59-65.
- [28] 宋玉,沈吉,范敏虹. 上市公司的地理特征影响机构投资者的持股决策吗? ——来自中国证券市场的经验证据[J]. 会计研究,2012(7):72-79.
- [29] 苏冬蔚,彭松林. 卖空者与内幕交易——来自中国证券市场的证据[J]. 金融研究,2019(9):188-206.
- [30] 范子英,赵仁杰. 法治强化能够促进污染治理吗? ——来自环保法庭设立的证据[J]. 经济研究,2019(3):21-37.

[责任编辑:王丽爱]

The Green Value Creation Effect of Responsible Investment: A Perspective Based on Green Mergers and Acquisitions

CHI Yi¹, LU Dong²

(1. Business School / China Non-Public Economy Research Institute, Ningbo University, Ningbo 315211, China;

2. School of Accounting, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China)

Abstract: Against the backdrop of how to cultivate new quality productive forces and promote the green transformation of enterprises, this paper employs data on green mergers and acquisitions (M&A) of heavily polluting listed firms from 2012 to 2024 to comprehensively examine whether responsible investment can facilitate corporate green M&A. The findings are as follows: (1) Responsible investment significantly enhances the level of corporate green M&A, as manifested in both the likelihood and the extent of green M&A; (2) The facilitating effect of responsible investment on corporate green M&A is stronger when the investment horizon is longer and the regional legal environment is more developed; (3) Responsible investment primarily promotes corporate green M&A by improving the investee firms' capacity to search for green resources and their efficiency in allocating green capital; (4) After responsible investment promotes corporate green M&A, it not only improves firms' market reactions and operating performance but also significantly enhances their environmental performance, thereby generating green value creation.

Key Words: new quality productivity; responsible investment; corporate green mergers and acquisitions; green value creation; green capital allocation