

【国际投资】

负责任的国际投资:ESG 与中国 OFDI

谢红军 吕雪

【摘要】伴随着各国愈发追求可持续发展的时代变局,驱动跨国公司对外直接投资(OFDI)的特定优势内涵已发生深刻变化。负责任的国际直接投资意味着,企业对环境、社会 and 治理因素(ESG)的重视以及由此构建的 ESG 优势,可能成为推动 OFDI 的新型竞争优势。为此,本文尝试探究了 ESG 优势对中国企业 OFDI 的影响及其作用机制,并利用 2009-2019 年 A 股上市公司数据展开检验。研究发现,ESG 优势能够显著而稳健地提升上市企业对外投资的可能性和规模。ESG 的投资促进效应主要体现在绿地投资且在投资决策方面对非国有企业的作用略明显。机制分析表明,ESG 优势不仅能从内部降低企业跨境投资的资本成本(主要是债务成本),缓解融资约束,而且在面临不同的东道国 ESG 时,可以灵活利用社会 and 治理方面的优势、克服环境因素引起的外来者劣势,进而提升企业的 OFDI 活动。本文较早地证实了企业 ESG 优势对其国际直接投资的积极影响,这不仅在微观上揭示了负责任企业在建设更高水平开放型经济新体制中日益重要的地位,而且对于向全球传递负责任企业 and 大国形象、实现人类命运共同体理念具有重要启示。

【关键词】对外直接投资;可持续发展;ESG;资本成本;融资约束;外来者劣势

【作者简介】谢红军,吕雪,对外经济贸易大学国际经济贸易学院(100029),电子信箱:xie_hj@qq.com,Lvxue_UIBE@163.com。

【原文出处】《经济研究》(京),2022.3.83~99

【基金项目】国家自然科学基金青年项目(72003028);教育部人文社会科学研究青年基金项目(20YJC790150)。

一、引言

可持续发展引致的社会责任要求正在重塑企业的经营理念。弗里德曼曾认为增加私人利润是企业惟一的社会责任,施加给企业的其他责任要求不仅不可行,甚至是对市场经济的侵蚀(Friedman, 1970)。这种将股东利益最大化奉为主臬的观点拥趸者众多(Bénabou & Tirole, 2010)。然而,随着气候变化、贫富差距、传染性疾病等事关可持续性的社会问题日益突出,而国家层面的应对行动频频遭遇政治阻力,上述观点正面临诸多争议(Hart & Zingales, 2017)。因为应对此类重大社会问题除了依靠国际组织的协调外,更需要企业将环境(environmental, E)、社会(social, S) and 治理(governance, G)因素纳入投资决策,通过践行

ESG 理念从企业层面寻求社会问题的解决之道(UN, 2004)。^①当前,ESG 已受到投资者与政府政策的广泛关注。^②在新冠疫情冲击下,绿色复苏需求带动的全球责任投资规模不断攀升,签署联合国支持的负责任投资原则的机构数量在 2020 年激增 28%。^③中国的 ESG 发展虽然起步较晚,但社会各界对此愈加重视。特别是习总书记在联合国大会上提出“2060 碳中和”目标以来,ESG 政策和投资力度明显增强。^④

愈受重视的 ESG 也对企业经营产生了显著影响。^⑤众多研究发现,企业良好的 ESG 表现有助于降低权益资本成本(El Ghouli et al., 2011)和债务成本(Goss & Roberts, 2011)。在股权和信贷市场较弱的国家,ESG 是改善企业融资渠道的重要途径(吴红军等, 2017;

邱牧远和殷红,2019)。不仅如此,ESG还能帮助企业规避风险(Albuquerque et al., 2019),在危机期间凝聚信任抵御冲击(Lins et al., 2017)。更为重要的是,大多数研究认为ESG显著提升了企业绩效和长期价值(Friede et al., 2015)。这些研究对于我们理解ESG的影响无疑具有重要作用,但遗憾的是,大部分讨论仍集中于企业边界内,很少涉及企业边界的拓展问题。尤其对于ESG是否会影响企业国际化决策,对企业国际直接投资又会产生什么样的作用等疑问,尚无清晰回答。鉴于跨国公司全球行动带来的后果及其在开展可持续发展活动中的重要作用(Buckley et al., 2017; Montiel et al., 2021),本文致力于探讨ESG对企业国际直接投资的影响,以弥补相关领域的不足。

将企业ESG表现与其国际直接投资(以下简称OFDI)联系起来还有其他不可忽视的理由。首先,可持续发展要求可能会转变企业OFDI的内在驱动因素。当企业遵循ESG原则将利润最大化目标转向兼顾经济价值和社会价值时,企业的竞争逻辑和优势将发生深刻变化,这促使我们从理论上重新思考影响企业OFDI的决定因素。其次,作为新兴市场国家,国内市场环境的相对不成熟是企业国际化重要的制度性诱因(Witt & Lewin, 2007)。然而恰恰是这种“制度逃逸式”的国际投资也会使新兴市场企业在东道国面临更为严重的正当性挑战,东道国会怀疑这些企业是否有能力履行当地的社会责任(Marano et al., 2017)。因此,ESG展现的社会利益包容性是否有助于企业树立负责任投资者的形象,进而克服外来者劣势,在疫情世界下具有深入探讨的实践迫切性。事实上,国内企业在跨国投资中遭遇的社会责任危机日趋频繁,事前的安全审查和事中的环境保护与消费者权益等系列隐性壁垒频发。这些壁垒对国内企业的海外投资形成了额外的非财务性挑战,如何应对此类挑战也是当前构建开放型经济新体制亟待解决的问题。

基于以上讨论,本文重点分析企业ESG表现对其OFDI的影响。本文的基本观点认为,纳入跨国投资企业的社会责任,需要从理论上修正以利润最大化为潜在假设的国际投资理论。据此,本文在经典

的国际生产折衷理论(以下称OLI理论)基础上引入企业ESG优势,并分析了ESG优势的特点及其对OFDI的理论影响和作用机制。在此基础上,本文选取2009–2019年中国A股上市的非金融企业为研究对象,结合权威的绿地投资和海外并购数据集刻画企业完整的OFDI活动,然后以ESG评级数据衡量ESG优势,重点探究ESG优势对企业OFDI可能性和规模的影响。进一步地,本文还从资本约束与区位选择两个角度论证了潜在的作用机制。

本文可能在以下几方面做出了边际贡献。首先,本文通过对现实情境和经典理论的分析,引入企业ESG优势概念并将其纳入OLI理论,这不仅从理论上拓展了驱动OFDI的竞争优势因素,丰富了对外直接投资理论,同时也是对ESG相关文献的重要补充。一些文献讨论了ESG对企业投资效率的影响(Benlemlih & Bitar, 2018),但未能揭示ESG优势的国际化投资效应。另有部分文献发现企业国际化有助于提升ESG水平(Attig et al., 2016; 潘镇等, 2020),但是否存在反向影响依然不得而知。关键的是,尚未发现有文献从拓展OLI理论的视角讨论ESG优势的的决定性作用,这一点对于从理论上思考如何构建新型国际竞争优势同样具有启示意义。

其次,本文利用丰富的宏微观数据,从降低资本约束和增加区位选择灵活性两个渠道深入揭示了ESG优势影响企业OFDI的作用机制。如前文所述,ESG在降低资本成本方面具有重要作用,但是这种作用能否外化为刺激企业国际化扩张的力量并不清楚。此外,基于外来者劣势的相关理论文献(Zaheer, 1995),本文从全新的视角将东道国ESG水平列为外来者劣势的重要来源,并构建国家层面的ESG指标,从理论和经验上验证了ESG优势如何协助企业更为灵活地采取优势利用(社会和治理优势)和劣势克服(环境劣势)的途径适应东道国的区位特征,进而推动企业OFDI。这不仅拓展了外来者劣势的内涵,有助于从ESG角度深入理解新兴市场企业在国际化过程中面临的阻力和风险,而且揭示了企业可以通过ESG策略寻求最佳投资区位的内在逻辑。

最后,本文在数据使用和工具变量方面也具有一定的优势。本文采用了金融时报提供的绿地投资

数据和汤森路透数据库提供的海外并购数据,较为全面地捕捉了国际直接投资的新近趋势。另外,本文提出采用“泛ESG”基金持股变化作为企业ESG优势的变量,并对其有效性进行了验证。在以ESG作为解释变量的相关研究中,如何克服变量的内生性问题十分关键(Gillan et al., 2021)。既有研究大都以行业或者地区层面的ESG作为企业ESG的工具变量(Breuer et al., 2018),这种方法的弊端已经被众多文献提及。而本文以基金持股信息作为ESG冲击的来源,不仅具有良好的理论依据,而且在文中实证部分也得到了验证,这可能会对后续ESG研究处理内生性问题提供启发。

二、理论分析与研究假说

(一)跨国投资的社会责任压力与ESG优势

在新古典经济学中,利润最大化是企业经营的惟一目的,而对外直接投资则是企业跨越国境从全球范围内实现自身利润最大化的重要途径。但是,企业从国内经营跃迁成为跨国投资公司,需要克服因外来者身份所产生的劣势和合法性缺失难题。因此,经典的OLI理论认为,企业只有同时具备所有权优势、内部化优势和区位优势,才会展开对外直接投资。并且,Dunning(1988)认为,所有权优势最为重要,它包括产品、生产技术的垄断优势和规模经济优势。这些源于不完全竞争市场结构的优势,既是企业克服经营劣势并与东道国企业竞争的关键,更是其采用市场机制合法地在东道国寻求垄断租金的内在动力。从这些分析中不难看出,OLI理论是以利润最大化动因为起点(Caves, 1974),探究企业为寻求全球利润而诉诸对外直接投资的结构因素。

然而,随着诸多社会性问题日益突出,重视经济、社会与环境发展的可持续性逐渐成为共识。政策上以《中欧全面投资协定》(CAI)为例,该协定“将双方约束为建立在可持续发展原则基础上的基于价值的投资”。此外,CAI还对环境、气候(如有效执行《巴黎气候协定》)和劳工管理提出了明确要求。对可持续发展的愈发重视也导致非利润因素在投资、消费决策中的作用越来越重要。诸多研究发现,投资者和消费者已展现出对可持续性的广泛追求,他们不仅出于非财务目的为投身可持续发展的负责任企业

投入更多的资金(Riedl & Smeets, 2017),而且也更加认可相关企业的产品(Albuquerque et al., 2019)。可以想见,对可持续性的重视会逐渐重塑企业的经营目标。以利润最大化作为惟一动机的企业,极有可能因为对可持续性带来的社会责任要求预估不足而陷入经营困境。

那么,可持续性要求引起的经营环境变化对于跨国直接投资企业意味着什么呢?对于跨国公司而言,束紧的可持续性要求意味着比国内企业更为艰巨的社会责任挑战(Buckley et al., 2017)。一方面,许多社会问题天然具有跨境传递的特征,跨国公司可能会因为母国压力而转移不负责任的经营活动(Surroca et al., 2013),例如污染的跨境转移,从而被认为是“麻烦”的制造者,这会加剧企业在东道国经营的合法性难题。另一方面,因不同东道国的社会责任差异,跨国公司的全球投资不仅面临更为复杂多变的营商环境,而且需要不断响应东道国内部不同利益相关者的责任诉求(Husted & Allen, 2006)。以中国为例,越来越多的东道国政府官员建议中资企业,在教育、环保领域加强投资,注重与当地企业合作发展,积极履行社会责任。这对相对缺乏传统所有权优势的新兴市场企业无疑增添了新挑战。

因此,本文认为在可持续发展要求带来的社会责任挑战日趋严格的情境下,那些重视环境、社会 and 治理因素并在践行ESG理念的实践过程中逐渐积累、建立起特定ESG优势的企业,将会构筑起不同于以往的跨国投资竞争优势。这种ESG优势超越了利润最大化动机(只对股东负责),是在提升企业自身满足社会责任要求,积极响应各方利益相关者的过程中实现的(McWilliams & Siegel, 2001)。具体而言,本文所讨论的ESG优势指的是企业在ESG实践[®]中建立起的有价值的、稀缺的资源、制度和能力的总和,诸如绿色技术、品牌、社会责任制度等ESG资产优势和制度优势。由于ESG优势强调满足股东、消费者、供应商、社区等利益相关者的诉求,追求包容性发展,因此不同于传统的垄断优势,它不仅创造经济价值,还通过与非市场因素的互动不断创造社会价值。由此可以推断,ESG优势之所以能成为企业海外投资新的竞争优势,其根源在于:

第一,突破了传统所有权优势的界限,形成新的资产优势。ESG实践能够协助企业进行技术和产品升级,提高绿色创新能力,并改善企业与员工、供应商以及其他利益相关者之间的关系(McWilliams & Siegel, 2001)。与上下游生产商等利益相关者之间负责任的联系,可能成为特殊时期(例如新冠疫情期间)企业经营的关键助力。与此同时,企业ESG实践同样是构建无形资产(Melo & Galan, 2011),提升声誉价值的重要驱动力。因为重视ESG的企业无论是客观上还是主观上都会将自身履行社会责任的信息积极披露给公众,使公众感知到企业的社会责任行为,企业借此可以树立起负责任形象和良好声誉。在其他企业仍然踌躇不前时,利用ESG实践形成的资产优势和声誉价值,会随着投资者和消费者对ESG的追求为企业带来显著的竞争优势(Flammer, 2015)。譬如,投资者和债权人的青睐带来的融资便利,可以缓解企业OFDI的资本约束这一关键难题,从而促进企业OFDI,后文还将对此展开深入论证。

第二,也是更为重要的,提升跨国投资的合法性。企业ESG优势本身具有合法性,这是它最为鲜明的特点。注重环境保护、维护利益相关者权益、履行社会责任不仅是东道国消费者和投资者对跨国公司的认知要求,而且也逐渐成为监管机构的规制性要求。正如Campbell et al.(2012)所言,ESG是跨国公司通过非市场机制获取东道国合法性的关键所在。由于跨国公司的ESG行为,东道国不仅仅将外资视为促进经济增长的重要动力,更会认为这些企业通过关心利益相关者权益而对社会总体福利做出了贡献。相反地,如果企业违背ESG理念,短时间内就可能形成舆论风暴,企业形象和品牌信誉也会因此大打折扣,跨国经营的合法性难题将更加突出。此外,围绕ESG理念形成的源自社会责任的内生制度优势,也有利于企业嵌入东道国的价值体系,从而减轻制度同构的压力(Husted & Allen, 2006)。ESG优势解决了企业海外投资的合法性难题,赋予企业灵活的东道国区位选择空间,从而有助于提升OFDI,后文将对此详加论述。

需要注意的是,ESG优势虽然依赖母国资源构建,属于母公司的竞争优势,但因ESG理念的合法性

得到普遍认可,所以通过ESG实践获得的绿色技术、品牌声誉和制度机制具有较低的转移成本,能够比较容易地移植给东道国子公司,实现ESG优势的本地化。可转移性是ESG优势能够影响跨国投资的一个重要假设。然而,企业为什么采用OFDI而不是通过出售或授权等方式利用ESG优势呢?除了内部可转移之外,OFDI在企业范围内利用ESG优势,可以将公开市场交易的成本内部化从而获得内部化优势。当采用市场机制交易时,企业会面临诸如技术授权双方之间的信息不对称、品牌分享引起的横向外部性等市场失灵问题。OFDI通过将关键资产置于共同治理,既避免了市场交易成本又可利用组织内的规模和范围经济。综上,本文提出:

假说1:ESG优势是可持续发展背景下促进企业OFDI的重要竞争优势。

(二)企业ESG优势、资本约束与对外直接投资

融资问题是企业“走出去”面临的重大难题。相比国内投资,对外直接投资企业在进入新市场时需付出较高的固定成本和生产可变成本(Greenaway & Kneller, 2007),所需资金量大、回收周期长,面对的风险和收益不确定性更高,这些不利的投资特征增加了OFDI的外部融资成本和难度。而新兴市场不完善的金融市场和偏向性融资格局会进一步加剧资本约束对企业对外直接投资的制约(Desbordes & Wei, 2017)。中国贸促会研究院调查发现,70%的中国企业主要依靠自有资金进行直接投资,仅有16%的企业在对外投资中获得金融机构的支持。王碧珺等(2015)的研究也显示,融资约束不仅抑制了民营企业OFDI的可能性,也降低了OFDI规模。这些事实表明,融资问题已成为制约企业对外直接投资的重要障碍。因此,如果ESG优势能够纾解企业的融资困境,那么自然会对企业OFDI产生积极影响。

理论和经验上的证据表明,具有ESG优势的企业会吸引更多具有社会责任感的投资者和债权人,从而有助于降低企业的资本成本和借贷成本(El Ghoul et al., 2011; Goss & Roberts, 2011)。首先,具有ESG优势的企业会积极披露环保、社会责任等非财务信息,以便向投资者传递负责任企业形象。非财务信息的披露能够有效缓解融资过程中的信息

不对称问题,降低融资成本和约束(Goss & Roberts, 2011;吴红军等,2017)。其次,ESG优势常与较低的企业特质风险相联系,可以为企业融资创造便利,而ESG表现差的企业出现产品安全、财务造假等问题的风险较高,则容易被投资者和债权人排除在投资和放贷名单之外。最后,具有ESG优势的企业因更顾及利益相关者收益,有助于降低企业的委托代理问题,改善内外部融资环境。综上分析,本文提出:

假说2:企业ESG优势可以通过降低融资成本、缓解融资约束促进对外直接投资。

(三)企业ESG优势、区位选择与对外直接投资

可持续发展理念凸显了与ESG相关的区位因素对企业OFDI决策和经营的重要影响。在环保、员工权益、公共福利等方面,东道国对跨国公司承担社会责任的期待不断增加(Buckley et al., 2017)。相比发达国家,新兴经济体国家在ESG方面的知识和实践均处于劣势,由此形成的ESG差距会导致发达的东道国市场将来源国的刻板印象转移至企业,使其面临身份认同不足的问题。目前,我国的投资大部分流向了经济发达的国家和地区。以上市企业为例,海外直接投资涉及125个国家和地区,其中高收入和中高收入目的地占比62.4%。因此,相当部分的国内跨国投资企业会面临由ESG差异引起的外来者劣势。这种劣势不同于以往研究所关注的社会文化、地理、政治制度等方面的差异,是国际商务环境变化带来的新问题。

外来者劣势的典型特征是合法性不足和信息不对称(Sethi & Guisinger, 2002),而ESG优势内在的合法性和信息披露,有助于企业克服因ESG引起的外来者劣势,从而促进国际投资。首先,具有ESG优势的企业更有能力满足东道国的诉求,建立更符合当地规范和认知尤其是ESG要求的海外子公司。其次,企业主动披露ESG信息,可以使当地市场通过母公司的ESG表现推断子公司潜在的社会特征(Doh et al., 2017),这不仅会改善子公司的信息不对称问题,还能向东道国传递履行社会责任的积极信号,进而有助于转变东道国对企业的刻板印象(Calhoun, 2002),克服因外来者身份和ESG差异所产生的劣

势。换言之,严格的ESG要求所构成的进入壁垒,也为具有ESG优势的企业创造了新的竞争机会,这将强化其国际投资激励。

除了劣势克服之外,企业还可以利用自身的ESG优势从ESG发展相对落后的东道国获取经济租金,并成为企业OFDI的动力。随着欠发达国家对负责任投资的需求逐步增加,企业的ESG优势,如绿色技术、社区服务经验等,将协助企业在ESG标准比较低的东道国建立起竞争优势。对我国企业而言,ESG优势将推动企业在南美洲、非洲以及“一带一路”地区的直接投资。因此,从优势利用的角度来看,当东道国的ESG水平较低时,企业利用OFDI获取ESG优势租金的动力可能会更强。综合而言,当面对不同ESG水平和壁垒的东道国市场时,ESG优势使得企业既可以顺势进入低ESG水平的东道国,又有能力克服高壁垒进入高ESG水平的国家。因ESG优势获得的投资区位选择上的灵活性,无疑有利于企业开展对外投资活动。因此,本文提出:

假说3:ESG优势可以通过外来者劣势克服或强化优势利用进而促进对外直接投资。

三、数据、模型与统计

(一)数据来源与处理

本文以中国沪深市场A股上市企业为研究样本。由于ESG和对外直接投资数据的限制,样本期间选为2009-2019年。企业财务信息均来自CSMAR数据库。为保证数据的准确性,本文剔除了较为特殊的金融行业及其他观测值较少的行业,同时将关键变量缺失或明显不符合会计准则的样本一并剔除。为避免异常值的影响,对连续变量上下1%的样本进行缩尾处理。

上市企业的对外直接投资数据根据定义包括绿地投资和跨境并购数据两部分,前者来自金融时报的fdi Markets数据库,后者来自汤森路透的SDC全球并购数据库。本文利用SDC数据库提供的证券代码和fdi Markets数据库给出的企业英文名称对接获取CSMAR数据库中的上市企业信息,并在企业一年份层面将绿地投资和跨境并购的投资数据归总,获得各企业在2009-2019年间的对外直接投资数据。此

外,本文选用华证 ESG 评级数据作为衡量企业 ESG 优势的核心指标,数据来自 Wind 资讯金融终端。目前该指标已得到业界和学术界的认可和应用(Lin et al., 2021)。同时,我们还考虑以商道融绿提供的 ESG 评级指标作为稳健性检验。

合并数据最终获得 2009—2019 年 3353 家上市企业的 20328 条公司一年度数据,包含 547 家 OFDI 企业的 990 条非零观测值。为了判断 OFDI 样本是否具有代表性,我们对本文使用的上市企业样本与中国总体 OFDI 趋势进行了初步比较。图 1 比较了上市企业与中国总体 OFDI 的投资企业数量和投资金额,容易发现两者呈现较为相似的走势。从规模来看,上市企业投资额占总投资额的比重均值约为 20%,高峰时期接近 52%。这些结果既侧面说明本文构建的 OFDI 样本较为可靠,也意味着采用上市企业样本在一定程度上能够反映出中国 OFDI 的整体发展情况。

(二)模型设定

为了系统探究企业 ESG 优势对其 OFDI 的影响,本文利用微观数据同时从投资决策和投资规模两个角度展开分析。以企业是否开展 OFDI 作为二值被解释变量(Decision),构建 probit 模型讨论 ESG 优势对企业 OFDI 决策的影响,同时以对数化的企业投资金额作为被解释变量($\ln(\text{Amount}+1)$),探讨 ESG 优势对 OFDI 规模的影响。由于投资金额非负且呈现出零值堆积的分布特征,常规的线性估计会导致投资规模的预测出现负值,统计推断也只能是渐进合理。为此,本文选用左侧受限点为零的 Tobit 模型估计投资规模方程。两组方程如下:

$$\Pr(\text{Decision}=1|X_{it})=\alpha_0+\alpha_1\text{ESG}_{it}+\alpha_2C_{it}+\lambda_{\text{ind},t}+\lambda_{\text{pro}}+\varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\begin{cases} \ln(\text{Amount}+1)_{it}=\beta_0+\beta_1\text{ESG}_{it}+\beta_2C_{it}+\lambda_{\text{ind},t}+\lambda_{\text{pro}}+u_{it}, y^*>0 \\ 0, y^*=0 \end{cases} \quad (2)$$

其中,下标 $i, t, \text{pro}, \text{ind}$ 分别代表公司、年份、省份和行业。当企业 i 在 t 年发生对外直接投资时, Decision 取 1, 否则取 0。 y^* 为潜在的对数投资规模,它应服从正态分布 $y^* \sim N(0, \sigma^2)$ 。考虑到 Tobit 模型的非线性特征,本文根据 McDonald & Moffitt(1980)的做法,计算 ESG 的平均边际效应为 $\beta_1\Phi(X_{it}\beta'/\sigma)=\beta_1F(z)$, 其中 $\Phi(\cdot)$ 为正态分布的累积分布函数, X_{it} 和 β 依次为变量列向量和对应的系数列向量。两组方程中的 ESG_{it} 代表上市公司 i 在第 t 年的 ESG 评级,评级越高表示企业的 ESG 优势越明显。华证 ESG 评级将所有上市企业评为 9 档,等级由低到高依次为 C、CC、CCC、B、BB、BBB、A、AA、AAA。参考 Lin et al.(2021)的做法,基准分析对企业 ESG 评级从低到高依次赋值 1 至 9,数值越大代表 ESG 评级越高。稳健性分析还考虑了不同的 ESG 测度方式和替代性指标。根据假说 1, ESG 优势越明显,企业对外投资的可能性越高,投资规模越大,预期两组方程中的核心系数 α_1 和 β_1 均显著为正。为了缓解遗漏变量的影响,本文在模型中加入了系列企业层面的控制变量,包括企业规模(Size)、资产收益率(Roa)、资产负债率(Lev)、企业年龄(Age)、所有制类型(SOE)、研发密度(R&D)和资本密度(Capital)。文献中常用研发和资本密度衡量驱动企业 OFDI 的传统垄断优势(Kogut & Chang, 1991)。此外,本文还控制了行业—时间($\lambda_{\text{ind},t}$)和省份(λ_{pro})固定

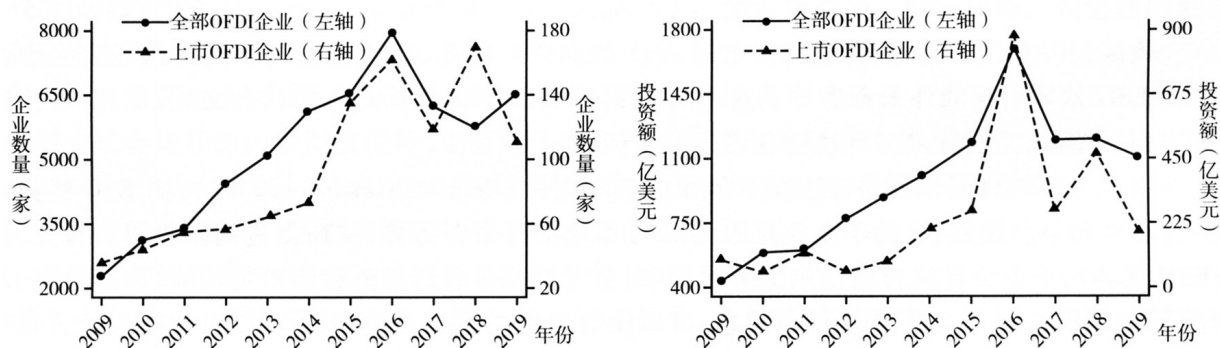


图1 2009—2019年中国非金融类OFDI变化趋势

资料来源:总体 OFDI 数据来自历年《中国对外投资公报》,上市企业 OFDI 数据根据文中数据库整理得到。

效应,并汇报企业维度的聚类标准误。

(三)描述性统计

表1分全样本和对外直接投资样本报告了主要变量的描述性统计结果。样本中Decision的均值为0.0487,说明有4.87%的样本存在对外直接投资行为。 $\ln(\text{Amount}+1)$ 的均值与中位数相差不大,无明显偏态,说明取对数处理是合理的。此外,对外直接投

资样本的ESG均值为6.824,高于全样本的ESG均值(6.429),可初步推断ESG与OFDI之间可能存在一定的正相关关系。

四、基本结果

(一)基准回归结果

首先考察ESG优势对企业对外直接投资决策的影响,估计结果如表2第(1)–(3)列所示。为便于解释

表1 主要变量的描述性统计

变量定义	变量名称	Panel A:全样本				Panel B:对外直接投资企业样本			
		均值	标准差	中位数	观测值	均值	标准差	中位数	观测值
投资决策	Decision	0.0487	0.215	0.000	20328	1.000	0.000	1.000	990
投资规模	$\ln(\text{Amount}+1)$	0.168	0.876	0.000	20328	3.440	2.124	3.488	990
企业ESG	ESG	6.429	1.083	6.000	20328	6.824	1.115	7.000	990
企业规模	Size	7.587	1.272	7.527	20328	8.693	1.398	8.607	990
资本收益率	Roa	3.567	6.679	3.682	20328	4.472	5.391	3.938	990
资产负债率	Lev	42.673	21.659	41.385	20328	49.807	18.444	51.462	990
企业年龄	Age	2.786	0.390	2.833	20328	2.790	0.373	2.833	990
是否国有	SOE	0.333	0.471	0.000	20328	0.385	0.487	0.000	990
研发密度	R&D	3.859	4.214	3.205	20328	3.902	3.985	3.282	990
资本密度	Capital	12.453	1.126	12.466	20328	12.651	1.092	12.582	990

表2 基准回归结果

变量	投资决策:probit模型			投资规模:Tobit模型		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Decision	Decision	Decision	$\ln(\text{Amount}+1)$	$\ln(\text{Amount}+1)$	$\ln(\text{Amount}+1)$
ESG	0.00752*** (0.00189)	0.00757*** (0.00189)	0.00658*** (0.00186)	0.639*** (0.150)	0.646*** (0.149)	0.562*** (0.146)
Size	0.0267*** (0.00246)	0.0271*** (0.00246)	0.0284*** (0.00248)	2.141*** (0.174)	2.171*** (0.172)	2.270*** (0.173)
Roa	0.00107*** (0.000352)	0.00100*** (0.000352)	0.00125*** (0.000362)	0.0879*** (0.0293)	0.0813*** (0.0291)	0.101*** (0.0296)
Lev	0.000486*** (0.000115)	0.000474*** (0.000114)	0.000510*** (0.000117)	0.0437*** (0.00937)	0.0428*** (0.00928)	0.0442*** (0.00949)
Age	-0.00107(0.00633)	-0.00182(0.00634)	0.000726(0.00633)	0.111(0.501)	0.0419(0.500)	0.227(0.499)
SOE	-0.0251*** (0.00547)	-0.0243*** (0.00544)	-0.0254*** (0.00536)	-1.944*** (0.445)	-1.890*** (0.440)	-1.996*** (0.435)
R&D			0.00276*** (0.000557)			0.204*** (0.0440)
Capital			0.00884*** (0.00212)			0.773*** (0.172)
行业—年份	否	是	是	否	是	是
省份	是	是	是	是	是	是
行业	是	否	否	是	否	否
年份	是	否	否	是	否	否
σ				7.131	7.059	6.998
F(z)				0.0455	0.0456	0.0456
N	20328	20328	20328	20328	20328	20328
pseudo R ²	0.139	0.146	0.153	0.100	0.106	0.111

注:probit模型汇报的是边际效应;* ** ***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著;括号内为企业层面聚类的稳健标准误;囿于版面限制,截距项和固定效应系数,未予汇报。下同。

估计系数的含义,第(1)至(3)列汇报的是probit模型的边际效应。第(1)、(2)列控制了企业层面的部分变量,不同的是前者控制行业、年份和省份固定效应,后者则控制了行业一年份和省份固定效应。结果显示,两列中ESG变量的系数均显著为正且大小相差无几,初步证实了ESG优势对投资可能性的正向影响。第(2)列的ESG边际系数为0.00757,这意味着保持其他条件不变,平均而言,ESG评级每上升一个等级,企业投资可能性将显著增加0.757%。考虑到样本的投资可能性,这一数值已具有较高的经济意义。控制变量的表现显示,企业规模越大、以ROA度量的绩效越好、资产负债率越高以及为非国有企业时,对外投资可能性越高。这些变量的表现基本与理论预期相符,而其他控制变量如企业年龄的影响则不明显。

为了说明ESG优势不同于常规的垄断优势或所有权优势,第(3)列在第(2)列的基础上加入了研发密度(R&D)、资本密度(Capital)这两个常用的反映所有权优势的代理变量。结果显示,研发密度和资本密度的系数均显著为正,与所有权优势驱动企业对外直接投资的理论预期相符。考虑了研发和资本密度的影响后,ESG系数大小下降约13%,但依旧显著。假如ESG、研发密度和资本密度分别增加1个标准差,保持其他条件不变,平均而言企业OFDI的概率依次增加0.71%、1.16%和1%。也就是说,ESG的解释力度相当于研发和资本密度的60%-70%,说明ESG优势不同于传统的决定企业OFDI的所有权优势因素,其自身能够发挥重要作用。

除投资决策外,第(4)至(6)列还利用Tobit模型探讨了ESG优势对投资规模的影响。首先,使用条件矩检验对Tobit模型的适用性进行验证,结果显示条件矩统计量小于临界值,不能拒绝模型误差服从正态分布的原假设,^⑦表明选用Tobit模型是适当的。继续观察表中的估计结果,结果显示,ESG变量在三组投资规模方程中均显著为正,采用不同的固定效应以及是否考虑传统所有权优势对估计结果均没有显著影响。为进一步理解估计系数的经济含义,参考McDonald & Moffitt(1980)的方法计算平均边际效应。以第(6)列为例,计算得到ESG的平均边际效应

为0.0256(0.562×0.0456),这说明保持其他条件不变,ESG评级每上升一个等级,企业对外投资规模平均提高2.56%。类似地,企业ESG、研发和资本密度依次增加一个标准差,投资规模将分别上升2.77%、3.92%和3.96%。ESG的解释力度大约为研发和资本密度的70%,与前文一致。

总之,基准结果表明,当ESG评级更高时,企业OFDI的可能性和投资规模均会显著增加,证实了ESG优势对上市企业海外投资的积极影响,假设1得到初步验证。

(二)内生性问题

为缓解因逆向溢出(Attig et al., 2016; 黄远浙等, 2021; 潘镇等, 2020)等原因产生的内生性问题,本文尝试构建了两组工具变量。以往文献习惯采用行业或地区层面的ESG水平作为企业ESG的工具变量(Breuer et al., 2018),这些更高层级的变量容易满足工具变量的相关性要求,但是在符合排他性假设方面则存在较大的疑问(Gormley & Matsa, 2014)。以本文为例,行业或者地区的ESG水平可能不经过企业ESG而直接对OFDI产生影响。因此,本文摒弃上述思路转而利用近年来国内兴起的以ESG为主题的公募基金作为外生事件,将企业被“泛ESG”基金持有的家数(FQ)和持股市值(FV)作为企业ESG优势的工具变量。

“泛ESG”基金的持股信息可以作为工具变量首先是因为公募基金作为重要的机构投资者可以通过“以脚投票”等方式影响公司治理(李维安和李滨, 2008),尤其是以ESG作为主题基金,在提升企业ESG水平方面能够发挥重要作用(Dimson et al., 2015)。在作用方式上,Dyck et al.(2019)认为,机构主要通过私人接触表达改善ESG的偏好,诸如股东提案等公开施压的方式只是偶尔被用来作为谈判的筹码。对国内基金经理的访谈显示,基金经理倾向于采取积极的股东策略,通过主动与上市公司的管理层进行沟通,推动企业重视和改善ESG表现,必要时还会动用投票权来维护股东的正当利益(参见《中国责任投资年度报告2020》)。这些联系揭示了“泛ESG”基金持股与企业ESG的正相关性。但“泛ESG”基金持股信息不大可能对企业OFDI产生直接影响:

其一,“泛ESG”基金的成立和规模具有外生性,它们都是由基金公司决定,不会与上市企业OFDI产生直接关联;其二,“泛ESG”基金的持股组合和变化由基金经理决定,同样不会对上市企业OFDI产生直接影响。因此,“泛ESG”基金的持股信息能够满足排他性要求。

考虑到公募基金的影响具有一定的滞后性,回归过程中对基金数量和持股市值均取滞后一期值,并且对市值作对数化处理以缓解异方差问题。工具变量回归结果如表3所示。表3第(1)、(3)列分别报告了IV probit和IV tobit的第一阶段回归结果,结果显示两个工具变量均显著为正,这意味着企业被更多的“泛ESG”基金持有或被持股的市值规模越大,企业的ESG水平越高。该结论不仅与既有文献的发现是逻辑一致的(Dyck et al., 2019),而且证实了工具变量与内生变量的相关性。其他检验也显示不存在弱工具变量问题且不能拒绝外生性假定。尤其是第一阶段的partial R²高达1.17%,证实工具变量具有较高的边际解释力。第(2)、(4)列汇报的第二阶段估计显示,拟合的ESG系数均显著为正,且系数大小相当于基准系数的10倍左右。^⑧由此可知,在采用工具变量控制内生性后,ESG优势促进企业OFDI的结论依然成立。

表3

工具变量回归

变量	投资决策:IV probit		投资规模:IV Tobit	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	第一阶段:ESG	第二阶段:Decision	第一阶段:ESG	第二阶段:ln(Amount+1)
ESGhat		0.0832*** (0.0221)		5.572*** (1.049)
L.FQ	0.0484*** (0.00845)		0.0480*** (0.00846)	
L.lnFV	0.00926*** (0.00171)		0.00936*** (0.00170)	
Wald 检验[P值]	23.420[0.000]		30.000[0.000]	
过度识别检验[P值]	0.695[0.405]			
弱工具变量检验[P值]	42.690[0.000]		51.190[0.000]	
N	19752	19752	19752	19752
partial R ²	0.0171		0.0171	

注:所有方程加入了企业控制变量、行业一年份和省份固定效应。其他变量系数和截距项,囿于篇幅略去,下同。

五、机制分析

通过上文分析,可以得到一个重要结论,即企业ESG优势对其OFDI活动能够产生显著而重要的因果影响。本部分基于前文的理论分析,从资本约束和区位选择两个角度揭示其作用机制。

(一)资本约束机制

融资约束对企业OFDI的制约已经得到普遍验证,而ESG在缓解企业资本约束方面的作用将有利于企业的对外直接投资活动。企业的外部融资方式以债务融资和权益融资为主,因此本文首先分别从债务融资成本和权益资本成本两个维度探究ESG的作用,然后从融资约束角度展开进一步分析。为此,本文以机制变量作为被解释变量,ESG作为核心解释变量,构建模型:

$$M_{it} = \theta_0 + \theta_1 ESG_{it} + \theta_2 C_{it} + \lambda_{ind,t} + \lambda_{pro} + u_{it} \quad (3)$$

其中, M_{it} 是衡量资本约束的机制变量。参考既有文献的做法,本文采用利息支出与总负债的比值测度债务融资成本(DebtCost);借鉴更符合中国情形的PEG模型(毛新述等,2012)衡量权益资本成本(EquityCost),并选择WW指数测度融资约束。^⑨根据理论预测,若模型(3)的ESG系数 θ_1 显著为负,则表明ESG优势能够通过缓解资本约束进而促进企业的对外投资。^⑩

表4汇报了模型(3)的估计结果。第(1)至(3)列分别讨论了债务成本、权益资本成本和融资约束路径。第(1)列的结果显示,ESG变量的系数显著为负,即企业ESG水平越高,其债务融资成本越低。国内讨论企业ESG对债务成本的降低作用的文献还较为缺乏。该发现表明,降低债务成本可能是ESG优势促进企业OFDI的潜在机制之一。从第(2)列的结果来看,ESG优势对权益资本成本存在微弱的负向影响但没有统计意义,这与既有文献形成了对比(El Ghoul et al., 2011),说明ESG在国内资本市场的效果仍有待观察。第(3)列汇报的ESG系数显著为负,表明企业ESG优势能够显著缓解其融资约束,成为影响企业OFDI的可能路径。总之,ESG优势可能主要通过降低债务成本、缓解融资约束的途径促进OFDI,假说2成立。

(二)区位选择机制

理论分析表明,面对不同ESG发展水平的东道国,ESG优势可以帮助企业灵活采取优势利用或劣

势克服的方式促进对外直接投资。本部分将采用国家层面的ESG指标予以验证。尽管对企业的ESG评级较为常见,但关于国家ESG的评级产品仍然比较少。为此,我们首先利用世界银行ESG数据库提供的67个指标,以ESG核心内涵及国内外ESG评价体系为基础,采用全局熵值法从E(环境)、S(社会)和G(治理)三个维度测算国家一时间维度可比的ESG指标,^⑩然后利用企业投资目的地或所在行业信息,构建了企业可能面临的东道国ESG指数。对于非OFDI企业,则使用该指标同年同行业的均值作为企业潜在面临的东道国ESG水平。东道国ESG指数越大,代表其ESG水平越高,投资企业越有可能面临由于国家ESG水平引起的外来者劣势;反之,东道国ESG指数越小,代表其ESG发展水平越落后,对跨国企业而言,自身的ESG优势可能会使其在参与该市场时更具竞争力。为检验企业ESG优势与相关区位因素的互动作用,本文在基准模型中加入企业ESG评级与东道国ESG指数的交互项进行检验,回归结果见表5。

表4 机制检验 I: 资本约束

变量	(1)	(2)	(3)
	DebtCost	EquityCost	WW
ESG	-0.000408*** (0.0000691)	-0.000170 (0.000491)	-0.00644*** (0.000532)
N	20328	10389	16673
R ²	0.572	0.262	0.659

表5 机制检验 II: 区位选择

变量	Index=东道国ESG指数	Index=东道国环境(E)指数	Index=东道国社会(S)指数	Index=东道国治理(G)指数
	(1)	(2)	(3)	(4)
Panel A 投资决策: 被解释变量 Decision				
ESG	0.00628*** (0.00186)	0.00658*** (0.00187)	0.00650*** (0.00186)	0.00629*** (0.00186)
ESG×Index	-0.0997*** (0.0331)	0.161 (0.103)	-0.574*** (0.202)	-0.0912*** (0.0316)
Index	0.0358 (0.0494)	-0.102 (0.152)	0.220 (0.336)	0.0384 (0.0477)
N	20322	20322	20322	20322
pseudo R ²	0.155	0.153	0.155	0.155
Panel B 投资规模: 被解释变量 ln(Amount+1)				
ESG	0.507*** (0.145)	0.552*** (0.146)	0.535*** (0.145)	0.506*** (0.145)
ESG×Index	-7.543*** (2.555)	14.594* (7.996)	-39.883*** (14.908)	-7.121*** (2.455)
Index	-3.643 (3.894)	0.832 (12.066)	-16.993 (24.865)	-3.091 (3.763)
N	20322	20322	20322	20322
pseudo R ²	0.113	0.111	0.112	0.112

表5的Panel A和Panel B分别是以投资决策(Decision)和投资规模($\ln(\text{Amount}+1)$)作为被解释变量的机制检验结果。结果显示,ESG变量的系数全部显著为正,但是交互项的符号和显著性则有所区别。第(1)列中企业:ESG与东道国ESG指数的交互项系数显著为负,说明总体上企业更愿意利用自身的ESG优势在ESG水平相对较低的国家开展OFDI,符合优势利用假说。然而,当细分ESG指标观察时却发现,虽然第(3)、(4)列的交互项也显著为负,即企业会更多地自身的ESG优势转移到社会和治理水平较低的东道国以获取经济租金,但第(2)列的交互项为正且接近10%的显著性水平(P值为0.117)。Panel B以 $\ln(\text{Amount}+1)$ 为被解释变量,得到的核心结论与Panel A基本一致:企业ESG优势与东道国ESG指数、治理指数和社会指数的交互项均显著为负,而与环境指数的交互项显著为正,这意味着拥有ESG优势的企业更倾向于在环境水平更高的东道国扩大投资规模。换言之,企业ESG优势可以帮助企业克服由环境引起的外来者劣势,进入环境标准更高的东道国地区投资,符合劣势克服假说。总体来说,ESG优势通过优势利用和劣势克服的途径为企业更为灵活地适应东道国区位特征提供了便利,假说3得到验证。

六、拓展分析

(一)稳健性检验

1. 考虑特殊样本的影响。首先,鉴于“避税天堂”在税收和营商环境方面的特殊性,我们剔除了位于“避税天堂”的投资样本。其次,考虑到中国大陆与港澳台地区天然的亲缘联系和文化纽带会对投资产生影响,本文剔除了在港澳台地区的直接投资。再次,为避免高污染、高能耗行业的干扰,我们剔除了采矿业。结果均显示,控制特殊样本不会对基准结果造成根本影响。

2. 考虑核心解释变量测度的影响。首先,改变ESG评级的赋值方式,包括将等级A及以上的企业赋值1,其余等级赋值0;生成等级A-AAA和B-BBB的虚拟变量;将等级C-CCC、B-BBB和A-AAA分别赋值1、2、3。其次,将核心解释变量进行标准化处理。最后,换用商道融绿ESG评级数据进行估计。

不同的赋值和测度方式得到的结果与基本结论保持一致。

3. 考虑模型设定的影响。首先,考虑到对外直接投资样本占比较低,或属于稀疏事件,使用probit模型进行估计时可能会产生稀有事件偏误,因此本文使用Cloglog模型进行了偏差修正,发现并不存在明显的稀有事件偏差。其次,鉴于投资规模的零截尾特征,我们还使用泊松伪极大似然估计(PPML)进行了稳健性检验。最后,采用Heckman两步法进行分析,并以企业进入东道国市场的便利程度作为排他变量,结果显示在控制了样本自选择偏差后,核心结论依然稳健。^⑫

(二)异质性分析

1. 基于投资模式的异质性分析。为检验不同投资模式对ESG的依赖程度,我们分别考察了ESG对绿地投资和跨国并购的差异性影响,结果如表6的Panel A所示。结果显示,第(1)至(2)列的绿地投资方程的ESG系数均显著为正,这说明企业的ESG优势能够显著提高绿地投资概率和规模;第(3)至(4)列的跨国并购回归的ESG系数符号虽然为正,但不具有统计显著性,这意味着企业ESG优势对于企业跨国并购的正向作用比较弱。从企业建立和市场竞争来看,绿地投资通过新建的方式建立企业,需要经历复杂的建立过程,例如招聘、购买设备或土地等,而且新企业的成立会加剧当地的市场竞争态势。相反地,跨国并购则主要涉及所有权的部分或全部转移,既没有面临重建问题,短期内也不会对市场竞争造成根本性影响。从政府规制的角度看,绿地投资能创造新的就业,并带来技术、品牌和管理知识,因而更受政府和当地公众欢迎。而并购项目则因安全审查更为严格的趋势,受到的政策约束更为强烈。本文的估计结果表明,ESG优势缓解了企业建立和市场竞争伴生的压力,而对改善并购投资者形象方面的作用较弱。

2. 基于企业所有制类型的异质性分析。国有企业因其特殊的地位和所有制优势,能够比民营企业享受到更多的政策及资金支持,理论上这会削弱ESG对国有企业海外投资的影响。但另一方面,在海外市场上国有企业的身份也更容易引起东道国的

表6

异质性分析

Panel A: 基于投资模式的检验				
变量	绿地投资		跨国并购	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Decision	ln(Amount+1)	Decision	ln(Amount+1)
ESG	0.00557*** (0.00161)	0.713*** (0.193)	0.00181 (0.00118)	0.254 (0.199)
N	19153	20328	19107	20328
pseudo R ²	0.212	0.153	0.0905	0.0782

Panel B: 基于所有制性质的检验				
变量	国有 VS 非国有		中央国有 VS 地方国有	
ESG	0.00839*** (0.00221)	0.628*** (0.173)	0.00894*** (0.00220)	0.661*** (0.170)
SOE	0.00733 (0.0234)	-0.818 (1.886)		
ESG×SOE	-0.00481 (0.00351)	-0.172 (0.280)		
CSOE			0.0490 (0.0321)	1.630 (2.675)
ESG×CSOE			-0.00958** (0.00470)	-0.419 (0.383)
LSOE			0.00908 (0.0282)	-0.344 (2.277)
ESG×LSOE			-0.00587 (0.00422)	-0.305 (0.339)
N	20328	20328	20328	20328
pseudo R ²	0.154	0.111	0.155	0.112

警惕,这又会强化ESG优势在塑造企业负责任投资形象上的促进作用。为考察ESG优势对不同所有制企业的异质性影响,本文首先在基准回归中引入国有企业虚拟变量(SOE)与ESG的交互项,然后将国有企业进一步细分为央企和地方国企,并在回归中引入央企虚拟变量(CSOE)、地方国企虚拟变量(LSOE)与ESG的交互项,回归结果如表6的Panel B所示。其中,第(1)至(2)列比较了国有和非国有企业,结果显示两组方程的ESG系数均显著为正,但与SOE的交互项系数为负且第(1)列具有一定的统计意义(P值为0.171),这说明ESG优势对非国有企业投资决策的促进作用略高于国有企业。第(3)至(4)列考察了央企和地方国企的差异,结果发现投资决策方程中的ESG与CSOE的交互项系数显著为负。换言之,央企在投资决策方面对ESG优势的依赖程度更低。投资规模方程的交互项系数均不显著。总体来看,ESG优势对非国有企业对外投资的影响相对较大,尤其是在投资决策方面,而在投资规模上不同所有制企业间

的差异不明显。

七、结论与启示

随着可持续发展理念深入人心,负责任投资已引起国内外各界的普遍重视。这种新的投资趋势可能会重塑企业的竞争优势,并对其国际化扩张产生深刻影响。因而本文认为,不同于“海默式”的以追求企业私人利润为目标的传统垄断优势,以ESG为核心的追求社会包容性发展的特定优势将在跨国公司的对外直接投资中变得尤为重要。通过考察中国非金融类上市企业表现,我们证实了上述观点。经验研究发现,上市企业的ESG优势对其OFDI会产生稳健而显著的正向影响,且这种影响同时体现在提高投资概率和扩大投资规模两个方面。揭示ESG优势的OFDI促进效应不仅为理解企业国际化驱动因素和竞争优势提供了新视角,而且拓展了对ESG广泛影响的全面认识。不仅如此,本文还发现,企业ESG优势对绿地投资和非国有企业的促进作用较为显著,跨国并购和国有企业对ESG优势的依赖则相

对较弱,这些异质性影响部分解释了绿地投资和非国有企业在海外投资中的优势地位。

机制分析表明,ESG优势可以通过显著降低企业债务成本、缓解融资约束进而促进对外直接投资,而通过减少企业的权益资本成本影响海外投资的机制不存在。资本市场的基本功能是将资源配置给生产效率最高的企业。ESG优势在中国资本市场显著降低债务成本和缓解融资约束的事实,不仅验证了ESG优势能够对信贷配置过程产生显著影响,而且说明市场愿意将稀缺资源分配给ESG表现更好的企业,并为它们提供更好的融资渠道。对于试图借助对外直接投资进军国际市场的企业而言,ESG优势带来的低成本债务资本和融资便利将成为其走出去的重要支撑,但权益资本机制的不明显也意味着国内资本市场在提升企业国际化方面仍有较大的改善空间。此外,本文还发现,企业一方面可以利用自身的ESG优势到东道国ESG水平尤其是社会或治理水平较低的区位进行投资,以充分获取优势租金;另一方面也会利用ESG优势内在的合法性克服环境外来者劣势,促使其到环境发展水平高的国家开展对外直接投资。ESG优势为企业带来的这种战略上的灵活性对新兴市场企业适应复杂的国际经营环境无疑具有重要价值。与此同时,向东道国地区转移的ESG优势也可以通过示范效应等正向外溢渠道促进当地经济的包容性发展。

中国正处于建设更高水平开放型经济新体制、奋力向可持续发展的经济模式艰难转型的关键阶段。鉴于ESG优势在国际投资中的重要价值,加快推进ESG治理,优化培育具有ESG优势的负责任企业,努力打造国际竞争新优势,既是适应可持续发展理念的内在要求,也是突破国际封锁、传递负责任企业和大国形象,打造人类命运共同体的重要途径。具体到政策上,可以充分利用《上市公司治理准则》修订契机与绿色海外投资相关的制度建设,着力规范完善ESG信息披露和机制设计,积极倡导负责任投资原则,从制度和责任层面双管齐下优化资本市场治理,不断夯实企业国际化的体制基础。相信随着经济转型的逐步完成,由此塑造出的负责任企业和更高水平的开放型经济新体制不仅更具国际竞争

力,而且人类社会也将共享这一成功转型带来的伟大成果和积极未来。

作者感谢匿名审稿专家和南开大学蒋殿春提供的建设性意见。当然,文责自负。

注释:

①与ESG紧密相关的另一个概念是企业社会责任(CSR)。一般认为ESG包括CSR未直接涉及的公司治理内容,因而内涵更广(Gillan et al., 2021)。但大部分文献仍将ESG和CSR交换使用,本文亦遵从该惯例。

②2019年90%的S&P 500企业发布了可持续发展报告,而2011年只有20%的企业有类似披露。

③联合国倡导的负责任投资原则(Principles for Responsible Investment,简称PRI)中首要的三条原则是:(1)将ESG纳入投资分析和决策;(2)将ESG纳入所有权政策和实践;(3)促使所投资实体适当披露ESG信息。

④2018年修订的《上市公司治理准则》首次确立ESG信息披露框架。习总书记提出“中国2060年碳中和”目标后,《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》随即出台。2020年以“泛ESG”为主题的公募基金突破千亿元大关,是2019年的两倍多。

⑤Gillan et al.(2021)对ESG相关文献做了较为全面的综述,早期综述参见Kitzmueeller & Shimshack(2012)。

⑥ESG实践是指企业在环境、社会和治理方面的投入及对ESG相关信息的披露,ESG投资的内涵与之相近。

⑦第(4)~(6)列的条件矩统计量依次为7.258、16.600、10.425,对应的10%水平的临界值分别为31.303、82.707、83.552。

⑧该倍数与既有文献的结论大致相当(Jiang, 2017)。对于工具变量系数增大的现象,可能有三个原因:一是因为工具变量估计的是依从样本的局部效应,这部分子样本的ESG投资效应高于其他企业;二是源于弱工具变量导致排他性假设的细微违背也会放大估计偏差;三是基准回归存在某些使得估计值向零衰减的遗漏变量。第二种原因已在文中排除,第一种和第三种原因可能存在但不会对结论造成根本影响。

⑨一般认为利用预测变量能够更恰当地度量企业面临的权益融资成本。除了PEG模型,采用MPEG模型测度得到的结论不变;本文还使用SA指数和KZ指数测度融资约束,结果

与正文的检验结论同样高度一致。结果备索。

⑩尽管这种机制检验的方式非常普遍,但可能会被诟病无法贯通机制变量对OFDI的影响。因而本文还补充了中介效应检验,结论与正文一致。但正如审稿专家所言,中介效应检验的内生性颇受质疑,正文中未再汇报完整结果,感兴趣的读者可向作者索取。

⑪感兴趣的读者可向作者索取具体计算步骤和指标体系。

⑫所有稳健性检验的回归结果因篇幅所限未予汇报,感兴趣的读者可向作者索取。

参考文献:

[1]黄远浙、钟昌标、叶劲松、胡大猛,2021:《跨国投资与创新发展——基于对外投资广度和深度视角的分析》,《经济研究》第1期。

[2]李维安、李滨,2008:《机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于CCGI^{nk}的经验研究》,《南开管理评论》第1期。

[3]毛新述、叶康涛、张岷,2012:《上市公司权益资本成本的测度与评价——基于我国证券市场的经验检验》,《会计研究》第11期。

[4]潘镇、杨柳、殷华方,2020:《中国企业国际化的社会责任效应研究》,《经济管理》第9期。

[5]邱牧远、殷红,2019:《生态文明建设背景下企业ESG表现与融资成本》,《数量经济技术经济研究》第3期。

[6]王碧碧、谭语嫣、余森杰、黄益平,2015:《融资约束是否抑制了中国民营企业对外直接投资》,《世界经济》第12期。

[7]吴红军、刘啟仁、吴世农,2017:《公司环保信息披露与融资约束》,《世界经济》第5期。

[8]Albuquerque, R., Y. Koskinen, and C. Zhang, 2019, "Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence", *Management Science*, 65(10), 4451-4469.

[9]Attig, N., N. Boubakri, S. El Ghouli, and O. Guedhami, 2016, "Firm Internationalization and Corporate Social Responsibility", *Journal of Business Ethics*, 134(2), 171-197.

[10]Bénabou, R., and J. Tirole, 2010, "Individual and Corporate Social Responsibility", *Economica*, 77(305), 1-19.

[11]Benlemlih, M., and M. Bitar, 2018, "Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency", *Journal of Business Ethics*, 148(3), 647-671.

[12]Breuer, W., T. Müller, D. Rosenbach, and A. Salzmann,

2018, "Corporate Social Responsibility, Investor Protection, and Cost of Equity, a Cross-country Comparison", *Journal of Banking and Finance*, 96(11), 34-55.

[13]Buckley, P. J., J. P. Doh, and M. H. Benischke, 2017, "Towards a Renaissance in International Business Research? Big Questions, Grand Challenges, and the Future of IB Scholarship", *Journal of International Business Studies*, 48(9), 1045-1064.

[14]Calhoun, M. A., 2002, "Unpacking Liability of Foreignness, Identifying Culturally Driven External and Internal Sources of Liability for the Foreign Subsidiary", *Journal of International Management*, 8(3), 301-321.

[15]Campbell, J. T., L. Eden, and S. R. Miller, 2012, "Multinationals and Corporate Social Responsibility in Host Countries: Does Distance Matter?", *Journal of International Business Studies*, 43(1), 84-106.

[16]Caves, R. E., 1974, "Causes of Direct Investment: Foreign Firms' Shares in Canadian and United Kingdom Manufacturing Industries", *Review of Economics and Statistics*, 56(3), 279-293.

[17]Desbordes, R., and S. J. Wei, 2017, "The Effects of Financial Development on Foreign Direct Investment", *Journal of Development Economics*, 127, 153-168.

[18]Dimson, E., O. Karakas, and X. Li, 2015, "Active Ownership", *Review of Financial Studies*, 28(12), 3225-3268.

[19]Doh, J., S. Rodrigues, A. Saka-Helmhout, and M. Makhija, 2017, "International Business Responses to Institutional Voids", *Journal of International Business Studies*, 48(3), 293-307.

[20]Dunning, J. H., 1988, "The Theory of International Production", *International Trade Journal*, 3(1), 21-66.

[21]Dyck, A., K. V. Lins, L. Roth, and H. F. Wagner, 2019, "Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International Evidence", *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693-714.

[22]El Ghouli, S., O. Guedhami, C. C. Kwok, and D. R. Mishra, 2011, "Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital", *Journal of Banking and Finance*, 35(9), 2388-2406.

[23]Flammer, C., 2015, "Does Product Market Competition Foster Corporate Social Responsibility? Evidence from Trade Liberalization", *Strategic Management Journal*, 36(10), 1469-1485.

[24]Friede, G., T. Busch, and A. Bassen, 2015, "ESG and Fi-

nancial Performance, Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies", *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5(4), 210–233.

[25]Friedman, M., 1970,"The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits", *New York Times Magazine*, 13, 122–126.

[26]Gillan, S. L., A. Koch, and L. T. Starks, 2021,"Firms and Social Responsibility, a Review of ESG and CSR Research in Corporate Finance", *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889.

[27]Gormley, T. A., and D. A. Matsa, 2014,"Common Errors, How to (and Not to) Control for Unobserved Heterogeneity", *Review of Financial Studies*, 27(2), 617–661.

[28]Goss, A., and G. S. Roberts, 2011,"The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans", *Journal of Banking and Finance*, 35(7), 1794–1810.

[29]Greenaway, D., and R. Kneller, 2007,"Firm Heterogeneity, Exporting and Foreign Direct Investment", *Economic Journal*, 117(517), 134–161.

[30]Hart, O., and L. Zingales, 2017,"Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value", *ECGI–Finance Working Paper*.

[31]Husted, B. W., and D. B. Allen, 2006,"Corporate Social Responsibility in the Multinational Enterprise: Strategic and Institutional Approaches", *Journal of International Business Studies*, 37(6), 838–849.

[32]Jiang, W., 2017,"Have Instrumental Variables Brought Us Closer to the Truth", *Review of Corporate Finance Studies*, 6(2), 127–140.

[33]Kitzmueller, M., and J. Shimshack, 2012,"Economic Perspectives on Corporate Social Responsibility", *Journal of Economic Literature*, 50(1), 51–84.

[34]Kogut, B., and S. J. Chang, 1991,"Technological Capabilities and Japanese Foreign Direct Investment in the United States", *Review of Economics and Statistics*, 401–413.

[35]Lin, Y., X. Fu, and X. Fu, 2021,"Varieties in State Capitalism and Corporate Innovation, Evidence from an Emerging Economy", *Journal of Corporate Finance*, 67, 101919.

[36]Lins, K. V., H. Servaes, and A. Tamayo, 2017,"Social

Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis", *Journal of Finance*, 72(4), 1785–1824.

[37]Marano, V., P. Tashman, and T. Kostova, 2017,"Escaping the Iron Cage: Liabilities of Origin and CSR Reporting of Emerging Market Multinational Enterprises", *Journal of International Business Studies*, 48(3), 386–408.

[38]McDonald, J. F., and R. A. Moffitt, 1980,"The Uses of Tobit Analysis", *Review of Economics and Statistics*, 318–321.

[39]McWilliams, A., and D. Siegel, 2001,"Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective", *Academy of Management Review*, 26(1), 117–127.

[40]Melo, T., and J. I. Galan, 2011,"Effects of Corporate Social Responsibility on Brand Value", *Journal of Brand Management*, 18(6), 423–437.

[41]Montiel, I., A. Cuervo–Cazurra, J. Park, R. Antolín–López, and B. W. Husted, 2021,"Implementing the United Nations' Sustainable Development Goals in International Business", *Journal of International Business Studies*, 52(5), 999–1030.

[42]Riedl, A., and P. Smeets, 2017,"Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds?", *Journal of Finance*, 72(6), 2505–2550.

[43]Sethi, D., and S. Guisinger, 2002,"Liability of Foreignness to Competitive Advantage: How Multinational Enterprises Cope with the International Business Environment", *Journal of International Management*, 8(3), 223–240.

[44]Surroca, J., J. A. Tribó, and S. A. Zahra, 2013,"Stakeholder Pressure on MNEs and the Transfer of Socially Irresponsible Practices to Subsidiaries", *Academy of Management Journal*, 56(2), 549–572.

[45]UN, 2004,"Who Cares Wins, Connecting Financial Markets to a Changing World", New York.

[46]Witt, M. A., and A. Y. Lewin, 2007,"Outward Foreign Direct Investment as Escape Response to Home Country Institutional Constraints", *Journal of International Business Studies*, 38(4), 579–594.

[47]Zaheer, S., 1995,"Overcoming the Liability of Foreignness", *Academy of Management Journal*, 38(2), 341–363.

Responsible Multinational Investment: ESG and Chinese OFDI

Xie Hongjun Lyu Xue

Abstract: The growing emphasis on sustainability is reshaping the business philosophy of enterprises. Beyond economic interests, enterprises should also consider stakeholders' interests and pay attention to environment, social and governance (ESG) and ESG's subsequent influences. ESG practice, a business decision overcoming the parochial viewpoint of regarding maximum profit as the only goal, has attracted much attention from policymakers and researchers. Academically, while issues about how ESG affects business performance have been extensively explored, most studies still focus on the role of ESG within the enterprise boundary. There is little literature discussing the effect of ESG on the extension of enterprise boundary. To fix the gap, this paper attempts to explore the impact of ESG in the context of multinational investment, and discuss how ESG advantages affect outward foreign direct investment (OFDI) as well as its potential mechanism.

As for the driving factors of OFDI, the classical eclectic theory of ownership, location, internalization (hereinafter referred to as the OLI theory), which is based on the principle of profit maximization, suggests that the OFDI occurs only when enterprises own the ownership advantages, internalization advantages and location advantages at the same time. In addition, the OLI theory claims that the ownership advantage is the most important one. However, the idea of sustainability puts forward higher requirements on foreign direct investment, which means enterprises should also consider environmental, social and governance benefits except for economic interests. In this context, the paper argues that the internal factors driving foreign direct investment are no longer limited to traditional competitive advantages; instead, they should include ESG advantage as well. Enterprises that value and implement ESG practices can gain valuable scarce resources, institutions and capabilities concerning environmental protection, social responsibility and corporate governance. The resulting ESG advantages break through the boundary of traditional ownership advantage and form new asset advantages, such as green technology and reputation. More importantly, the inherent legitimacy of ESG advantages is conducive to overcoming the legitimacy problem of overseas investment faced by multinational enterprises. Therefore, ESG advantages are expected to be another key factor driving OFDI in the sustainable development.

To explore the influence of ESG advantages on OFDI, this paper uses data from Chinese A-share markets between 2009 and 2019 and finds that ESG advantages have a significantly positive effect on multinational investment activities, no matter on OFDI decisions or on OFDI scales. Besides, the heterogeneity analysis shows that the investment promotion of ESG advantages is more obvious in greenfield investment, as well as private enterprises' OFDI decisions. And then, the mechanism analyses demonstrate that ESG advantage can reduce the capital cost of OFDI, especially debt cost, and ease financial constraints. Moreover, when confronted with host countries with different ESG levels, ESG advantages also can achieve the promotion effect via utilizing advantages on social and governing aspects and overcoming the liability of foreignness caused by environmental disparity among countries. Those results indicate that ESG practice partly rooted in China has a positive effect on enterprises' internationalization process and the expansion of their boundaries through OFDI.

The academic contributions of this paper are as follows. Firstly, this paper introduces the concept of enterprises' ESG advantages and incorporates it into the OLI theoretical framework to expand the driving factors of OFDI. It not only enriches the theory of OFDI and literature related to ESG, but also has significant implications for thinking about how to construct the new international competitive advantage in theory. Secondly, the paper studies the mechanisms behind how ESG advantages influence OFDI from the points of view of financial constraints and liability of foreignness concerning ESG, which provides the emerging market a reference about the transnational investment practice and the sources of liability. Thirdly, to overcome endogeneity problems, this paper utilizes external variability in terms of the number and market value of ESG funds having a shareholding in the enterprise and constructs two useful instrument variables, which provides an important tool to deal with the endogeneity problem of ESG studies.

Key words: outward foreign direct investment; sustainability; ESG; capital cost; financial constraint; liability of foreignness