

母国政府支持与企业对外直接投资绩效

王碧珺 宋子威¹

内容提要：母国政府支持对于中国企业对外直接投资决策有重要意义，但对于后续投资绩效的影响却缺乏相关研究，而绩效是衡量企业国际化成败和建设对外投资强国的重要考量。本文以“一带一路”倡议的出台作为准自然实验，考察了母国政府支持对企业对外直接投资绩效的影响。结果表明：（1）在“一带一路”倡议提出后，以海外子公司资产收益率（ROA）为表征的中国企业对外直接投资绩效有所降低；（2）这一绩效降低与部分企业不当追逐政策红利密切相关，体现为主要发生在更有动机追逐政策红利的民营企业的海外子公司之中，发生在存在更大外来者负担和合法性压力的与中国非接壤、制度距离较大的东道国里；（3）随着时间推移，投资者趋于理性、外来者负担有所下降，这一绩效降低效应逐渐减小。本文的研究结论为更好地利用母国政府支持提高对外直接投资绩效、“一带一路”政策体系的完善提供了微观经验启示。

关键词：“一带一路”倡议；对外直接投资；海外子公司；绩效；双重差分法

Home Country Government's Support and the OFDI Performance of Developing Country's MNEs

Abstract: Home country government's support is of great significance for Chinese enterprises to make outward foreign direct investment (OFDI) decisions, but there lack relevant researches of its impacts on subsequent investment performance, while performance is an important consideration for the success of enterprises' internationalization and the building of a strong foreign investment country. This paper takes the launch of "the Belt and Road" initiative as a quasi natural experiment. Based on the data of overseas subsidiaries, this paper examines the impact of home country government's support on the performance of enterprises' OFDI. The results show that: (1) after "the Belt and Road" initiative was put forward, the performance of Chinese enterprises' OFDI, represented by the return on assets (ROA) of overseas subsidiaries, has decreased; (2) This performance reduction is closely related to the increase of business risk and competition pressure caused by some enterprises' improper pursuit of policy dividends, which mainly occurs in overseas subsidiaries of private enterprises with more motivation to pursue policy dividends, and in host countries that are non contiguous with China and have a large institutional distance, where there is a large burden of outsiders and legal pressure; (3) In the dynamic trend, investors tend to

¹王碧珺，中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员；宋子威，清华大学经济管理学院博士研究生。

be rational and the burden of outsiders decreases over time, and this performance reduction effect gradually decreases. This paper provides micro experience enlightenment for making use of home country government's support to better performance of OFDI and the improvement of "the Belt and Road" policy system.

Keywords: "The Belt and Road" initiative; OFDI; Overseas Subsidiaries; Performance; DID

一、引言

不论何种形式的跨境资本流动，其本质仍是政治选择的结果，受到政治理念和政策环境的影响和塑造（王碧珺、罗靖，2022）。早期关于发达国家国际直接投资的文献关注的是东道国政府的制度性影响（Brewer, 1993; Globerman & Shapiro, 2003）。相比之下，新兴经济体企业的国际直接投资则吸引了学者对于母国政府如何干预企业资源的使用并影响其国际化行为的研究兴趣（Luo & Tung, 2007; Wang et al., 2012）。作为后来者，新兴经济体跨国企业通常缺乏无形资源，如先进技术、知名品牌等；与西方同行相比，它们对潜在东道国的了解也有限。母国政府支持对于促进新兴经济体跨国企业获取资源和增强承担风险的能力至关重要，为新兴经济体企业在短时间内迅速国际化提供了重要解释（Lu et al., 2014）。例如，在印度，监管框架的改善对印度海外投资的增加起到了重要作用（Luo & Tung, 2007）。

母国政府对企业对外直接投资的影响在中国得到了最全面的探讨（Buckley, 2018）。中国已经是全球主要的对外直接投资来源地，这与中国政府对于企业对外直接投资的支持和服务密不可分（UNCTAD, 2021）。研究发现，产业政策支持降低了中国企业对外直接投资的临界生产率（洪俊杰、张宸妍，2020a）。金融财税政策支持提高了中国企业对外直接投资的概率（洪俊杰、张宸妍，2020b）。外汇管理体制和对外投资审批制度的放松、相关支持服务体系的发展与完善均显著促进了中国企业对外直接投资（李惠茹、蒋俊，2019）。政策支持还有助于中国各区域对外直接投资差异的收敛（杨校美、张诚，2014）。

然而，母国政府支持在企业对外直接投资决策层面有重要作用的同时，对于企业后续投资绩效有怎样的影响？现有文献对此的关注还不够。对外直接投资绩效的衡量涉及诸多方面，其中投资项目的收益性具有基础性地位，毕竟收益欠佳的投资对于任何类型的企业来说都是难以持续的。海外投资项目的收益状况受到子公司效应、母公司效应、行业效应、国家效应等多方面因素的影响（王碧珺、衷子雅，2021）。其中，“国家效应”的研究集中于“东道国效应”，即海外投资项目所在东道国的宏观经济和社会政治环境对该投资收益的影响。而关于投资母国，尤其是母国政府因素对于海外投资项目收益影响的研究还较为缺乏。

“一带一路”倡议给予了我们研究这一议题的机会。在“一带一路”建设过程中，中国政府付出了巨大的努力^①。有鉴于此，本文基于2006-2017年中国海外子公司层面的数据，以“一带一路”倡议作为准自然实验，以样本期间位于“一带一路”沿线国家的中国海外子公司作为处理组，位于其他国家的中国海外子公司作为对照组，利用双重差分的方法考察了“一带一路”倡议提出后，以中国海外子公司ROA（Return On Assets）为表征的中国海外投资项目绩效的变化情况，以期为更好地利用母国政府支持提高对外直接投资绩效、“一带一路”政策体系的完善提供微观经验支持。

二、文献综述

随着 2000 年“走出去”战略的提出、2004 年对外直接投资由审批制转为核准制、2008 年全球金融危机带来更多投资机会，中国对外直接投资快速增长，学界对此关注增多，并且研究重点逐渐从对外直接投资的决定因素转向对外直接投资的绩效问题。但受限于数据的可得性，大部分关于对外直接投资绩效的研究基于母公司视角，研究的是对外直接投资对国内母公司的影响，包括：促进了母公司的创新和生产率增长（毛其淋、许家云，2014；蒋冠宏，2017）；具有出口创造效应，降低了母公司的出口成本，促进了母公司出口产品多元化（蒋冠宏、蒋殿春，2014；杨汝岱、吴群锋，2019）；增加了母公司就业，提高了母公司员工收入（李磊等，2016；阎虹戎、冼国明，2017）；提振了母公司股价，有助于为母公司股东创造财富（危平、唐慧泉，2016）；促进了母公司自身公司治理的改善（赵海龙等，2016）；提高了母公司的产能利用率（李雪松等，2017）；对母公司产出具有促进效应（杨连星等，2019）等。

部分学者转向调查问卷数据以克服二手数据的缺乏，将对外直接投资绩效的研究从母公司视角切换至海外子公司视角。代表性研究包括：Liu et al. (2016a) 关注的是行业层面风险对中国海外子公司的投入本地化和营销本地化的影响进而作用于经营业绩；Liu et al. (2016b) 关注的是企业的市场学习效应对中国海外子公司业绩的积极贡献；Tao et al. (2018) 关注的是母公司的人力资源策略如何影响中国海外子公司自主权进而对子公司的业绩产生影响。然而，以上研究存在两方面不足：一是利用调查问卷数据对海外直接投资绩效的衡量基于感知指标（perceptual measure）和自我评估（self-evaluation approach），在客观性、真实性、准确性方面受到质疑（王碧珺、衷子雅，2021）；二是基于行业和企业层面影响因素的分析可能忽视了中国具有独特制度背景因素的影响。有鉴于此，熊名宁、汪涛(2020)与汪涛等(2020)克服了调查问卷数据的局限，基于中国海外子公司的实际财务数据，论证了文化多样性、母国与东道国之间的外交关系对中国海外子公司经营绩效的提升作用。本文将这一领域的研究继续推进，利用中国海外子公司 ROA 来刻画中国对外直接投资绩效，聚焦母国政府支持的影响。

本文利用“一带一路”倡议来研究母国政府支持对海外直接投资绩效的影响，这一议题也属于“一带一路”倡议的经济效应研究领域。一方面，现有文献发现“一带一路”倡议对中国国内企业行为有显著影响，包括：促进了中国企业对“一带一路”国家的出口增长（孙楚仁等，2017）；助推了以全要素生产率提高为表征的企业升级（王桂军、卢潇潇，2019；王桂军、张辉，2020）；降低了受支持企业的融资约束（徐思等，2019；李建军、李俊成，2020）。然而，“一带一路”倡议对海外相关企业产生了怎样的影响则缺乏研究。另一方面，现有研究还发现“一带一路”倡议显著促进了中国对沿线国家的直接投资。例如，Du & Zhang (2018) 发现“一带一路”倡议显著促进了中国的跨境并购；金刚、沈坤荣(2019)发现“一带一路”倡议显著加大了中国企业对沿线国家交通行业的投资规模；吕越等(2019)发现“一带一路”倡议通过“五通”显著促进了中国企业对外绿地投资的增长。然而，“一带一路”倡议对企业海外投资后的绩效表现产生怎样的影响也缺乏相关研究。

本文试图弥补以上两方面的研究不足，分析“一带一路”倡议对海外子公司绩效的影响，将对“一带一路”倡议经济效应研究的国内视角拓展至海外层面，从“走出去”的投资决策阶段延伸至“走下去”的投资后经营阶段，有助于学界和实业界进一步认识“一带一路”倡议对微观行为主体的影响，从而为“一带一路”政策体系的完善提供微观经验支持。相对于现有研究，本文的边际贡献还体现在，将对外直接投资绩效表现影响因素的研究拓展至制度和治理领域，以期为更好发挥政府作用、提高对外直接投资绩效提供理论参考。

三、研究假说

根据十九大的战略部署，“一带一路”建设是一项系统性工程，承载着维护全球自由贸易体系和开放型世界经济的重任，是推动形成我国全面开放新格局的重点战略，是国际合作的新平台和共同发展的新动力（习近平，2017）。在这样的背景下，“一带一路”倡议将对中国企业的国际化经营产生深刻的影响。关于“一带一路”倡议是否以及如何对中国海外投资项目绩效产生影响，本文提出了对立的两个假说。

（一）绩效提升假说

在“一带一路”建设过程中，中国政府从战略对接到项目落地，从国内布局到国外推动，从外交协商到企业跟进，调动了国内外各类资源推动“一带一路”倡议尽快取得早期收获并得到更广泛的认可（盛垒、权衡，2018）。在国内，为了大力推进和更好服务“一带一路”建设，各中央部委还颁布了实施意见、制定了专项规划，不仅明确了总体要求、重点任务、重点领域、体制机制，而且提出了支持措施。中国地方政府也积极助力“一带一路”倡议更好落地，向中央政府争取倾斜性政策，根据自身情况出台了各自的规划文件、对接机制等配套政策。主要省市都发布了“一带一路”行动计划、参与“一带一路”建设实施方案、对接“一带一路”工作方案等政策文件。这些文件在说明各地参与“一带一路”建设的规划背景、指导思想、发展目标、主要任务、合作机制的同时，还提出了保障举措。

各中央部委、地方政府的政策措施使得参与“一带一路”项目的相关企业直接受益，最明显的益处是企业获得了资金支持，降低了融资约束。过去的经验分析发现，融资约束显著抑制了中国企业对外直接投资（王碧珺等，2015），而“一带一路”倡议降低了企业的融资约束。李建军、李俊成（2020）基于中国上市公司数据，发现“一带一路”倡议显著扩大了相关企业的信贷融资规模，而降低信息不对称和改善财务状况是重要机制。此外，“一带一路”倡议还可以有效降低相关企业的融资成本与融资交易成本。徐思等（2019）同样将“一带一路”倡议的出台作为准自然实验，得到类似的发现，“一带一路”倡议的实施主要通过融资来源与经营成本两个渠道降低了受支持企业的融资约束。企业融资约束的减少，能帮助它们扩大经营规模，增加研发投入，从而有助于提高经营业绩（李科、徐龙炳，2011）。

此外，共建“一带一路”倡议的主要内容——政策沟通、设施联通、贸易畅通和民心相通——还有助于降低企业“走出去”的风险。在政策沟通方面，中国与沿线国家协商制定经济合作规划和保障措施，加强了双边投资保护协定、避免双重征税协定的磋商，建立了国际商事法庭和“一站式”国际商事纠纷多元化解决机制，有助于降低中国企业在“一带一路”沿线国家投资所面临的经济和政治风险。设施联通是共建“一带一路”的优先方向，有助于促进要素在区域间和区域内的有序流动和优化配置，降低投资成本、提高投资收益

（Donaldson & Hornbeck，2016）。在贸易畅通方面，共建“一带一路”促进了沿线国家和地区贸易投资自由化便利化，构建区域内和各国良好的营商环境，有助于降低交易成本和营商成本。在民心相通方面，共建“一带一路”推进了各国开展形式多样、领域广泛的民间交流活动，降低中国企业在“一带一路”沿线国家投资所面临的社会风险。吕越等（2019）利用双重差分法，证实了“一带一路”倡议确实促进了“五通”。孙焱林、覃飞（2018）基于2011—2016年A股上市公司数据，发现“一带一路”倡议显著降低了企业在沿线国家的投资风险。投资风险的下降低于有助于提高企业的经营绩效（Chan et al., 2008）。

根据以上分析，本文提出：

假说 1 相对于非“一带一路”沿线地区的中国海外子公司，“一带一路”沿线的中国海外子公司的经营绩效更好。

（二）绩效降低假说

“一带一路”倡议的提出显著促进了中国对外直接投资。学者们使用较为严谨的因果识别方法验证了“一带一路”倡议的对外投资促进效应（Du & Zhang, 2018; 吕越等, 2019; 金刚、沈坤荣, 2019）。但这背后可能存在部分企业为了追逐支持政策而进行了过度和非理性对外投资, 以及在海外市场过度竞争的现象, 从而对投资绩效产生不利影响。

首先, “一带一路”倡议提出后, 各部委、地方政府、金融机构都纷纷出台支持政策。企业打上“一带一路”的“身份标签”后, 也会迅速成为各方关注的焦点, 甚至传递出有政府隐性担保的信号（王桂军、张辉, 2020; 徐思等, 2019）。过去的经验研究证明, 财政补贴会刺激企业过度投资（魏志华等, 2015）, 而本身并不在政策支持下的企业会通过多元化经营的方式“绞尽脑汁”进入支持领域（杨兴全等, 2018）。本身并不具备大规模“走出去”能力和实力的企业, 也可能会为了获得政策好处而盲目扩大对外直接投资活动。

其次, 为了争取政策支持先发优势, 企业倾向于快速做出投资决策, 这一过程中可能忽略市场的实际情况（王克敏等, 2017）, 从而产生非理性对外投资行为。虽然“一带一路”倡议有助于降低沿线地区的投资风险, 但该地区本身的投资风险仍然较高。从中国社科院定期发布的《中国海外投资国家风险评级报告》来看, “一带一路”地区的整体投资风险较全样本更高; 从风险子项来看, “一带一路”地区的经济风险和政治风险尤其突出, 需要引起投资者的重视（张明、王碧珺, 2019）。企业在做出对外直接投资决策时, 应开展充分的可行性分析和项目评估, 并做好各类风险防范和应对预案。如果为了追逐政策支持而匆忙投资、过度投资, 那么海外投资项目将面临较高的投资风险, 企业的投资收益难以保障、甚至可能遭受血本无归。

尤其是, 企业为了追逐政策支持的过度和非理性投资行为大多通过举债投资完成。中国跨国企业的杠杆率（总负债/总资产）显著高于非跨国企业, 很多企业海外投资项目的资金来源中贷款占比高达 90%, 出现了众多“以小博大”“蛇吞象”式的海外投资, 导致企业杠杆率提高和过度杠杆化现象（雷舜东、段华友, 2013; 郭桂霞等, 2016; 霍建国, 2019）。过多的负债将使得企业面临较高的债务代理成本, 在还本付息和破产压力下, 企业的动态能力受到限制, 日常运营和战略决策受到掣肘, 不得不放弃一些正净现值项目, 抑制企业对内部资源的整合能力和对市场的反应能力, 进而削弱企业的竞争优势, 从而对企业绩效产生负面影响（Myers, 1977; McConnell & Servaes, 1990; 张同斌, 2012）。同时, 由于在中国企业为海外投资进行融资过程中, 投资公司和基金广泛参与, 企业自身反而对高杠杆风险缺乏充分的认识, 不仅很少对投资回报进行专业的测算, 甚至没有详细了解银行的还款方案（霍建国, 2019）, 这进一步加剧了企业的债务风险, 从而对企业绩效产生负面冲击。

最后, “一带一路”地区的市场容量较难在短期内大幅扩大, 如果一时间涌入大量企业, 可能会加剧市场竞争, 压低在位投资者的利润空间。“一带一路”倡议不仅带动了中国企业增加对沿线国家的直接投资, 而且还通过基础设施的改善促进其他国家企业增加对当地的投资。随着越来越多的企业进入“一带一路”沿线地区进行直接投资, 相互之间在某些领域的竞争关系会加强。竞争是企业创新的重要驱动力, 但过高的市场竞争, 则会增加企业的经营管理成本, 打击创新活动, 降低企业绩效, 甚至扭曲市场资源的合理配置（聂辉华等, 2008; 熊艳等, 2017; 夏清华、黄剑, 2019）。在缺乏有效监管与合理竞争合作机制的情况下, 便会出现恶性竞争、互相损害彼此利益, 进而损害中国“一带一路”海外投资整体利益的情况（保建云, 2017）。

根据以上分析, 本文提出:

假说 2: 相对于非“一带一路”沿线地区的中国海外子公司, “一带一路”沿线的中国海外子公司的经营绩效更差。

综上所述, “一带一路”倡议影响企业海外投资绩效的路径如下图 1 所示。

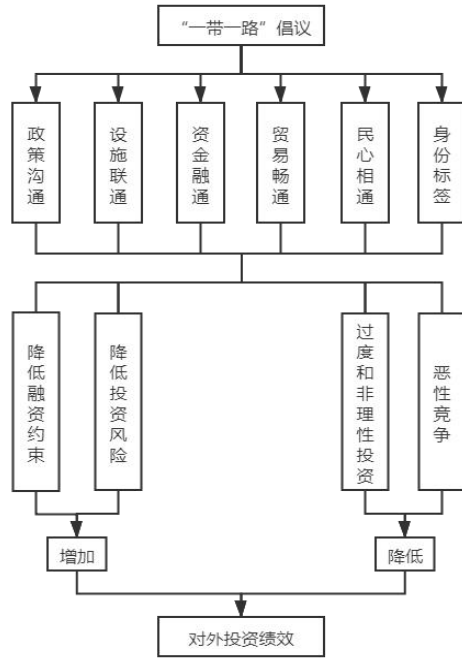


图 1 “一带一路”倡议影响企业海外投资绩效的路径

四、方法与数据

（一）模型设定

本文将“一带一路”倡议的提出作为准自然实验，采用双重差分(Difference-in-Difference, 简称 DID)的方法，来考察其对中国海外投资项目绩效的影响。DID 模型的设计如下：

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(Treat_i \times Post_t) + \alpha_2 Controls + \alpha_3 FEs + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

模型(1)中， i 和 t 分别表示中国海外子公司和年份。 ROA 表示中国海外子公司的资产收益率，衡量的是中国海外投资项目绩效。 $Treat_i$ 表示中国海外子公司是否位于“一带一路”沿线国家和地区。 $Post$ 表示是否在“一带一路”倡议提出之后。 $Controls$ 表示可能影响中国海外子公司 ROA 的其他控制变量。 FEs 表示控制的固定效应，主要包括年度固定效应、中国海外子公司所在行业固定效应、所在东道国固定效应、企业固定效应。 ε 表示随机误差项。

根据双重差分模型的原理，交叉项 $Treat \times Post$ 的系数是本研究关注的重点，它反映了“一带一路”倡议对中国海外投资项目绩效的影响。

（二）数据与变量

1. 数据。中国海外子公司的数据来源于 BVD—ORBIS 全球企业数据库。该数据库是包含了全球 3.6 亿家企业的财务、管理层、行业信息的大型企业分析库，在国外的学术界已经得到较为广泛的应用(例如, Braganza et al., 2016; Gopinath et al., 2017; Martin et al., 2012)。该数据库从 2018 年年底才开始在中国内地销售，因此应用该数据库的国内学术研究刚刚起步。该数据库通过股权穿透实时更新全球超过 1.2 亿条股权关系信息。本研究利用企业的股权信息查到全球所有属于中国所有人控股的企业，并筛选出位于中国大陆之外(不含港澳台地区)、中国所有人控股比例在 50% 及以上的企业，构成中国海外子公司的数据集。由于本文采用 DID 的研究设计，因此只将在“一带一路”倡议提出前后均有观测值的海外子公

司作为样本^②。该样本包含 2349 家中国母公司在 43 个海外国家和地区设立的 3336 家子公司，对应 2006-2017 年总共 22227 个海外子公司-年度观测。其中，2120 家海外子公司总计 14145 个观测位于 20 个“一带一路”沿线国家和地区，1216 家海外子公司总计 8082 个观测位于 23 个非“一带一路”沿线国家和地区。

2. 被解释变量。中国海外投资项目绩效，用中国海外子公司的资产收益率 ROA 来衡量。ROA 刻画了企业总资产的使用效率和创造价值的程度，能综合反映企业已实现的业绩，是国际商务文献中使用得最为广泛的企业绩效衡量指标之一（例如，Gómez-Mejia & Palich, 1997; Hitt et al., 1997; Ma et al., 2013; McGahan & Victor, 2010; Miller & Eden, 2006; Venkatraman & Ramanujam, 1986; 王进猛、沈志渔, 2011 等）。为了防止异常值的影响，本研究对中国海外子公司 ROA 在 1%分位两端进行了 Winsor 缩尾处理。

3. 核心解释变量。①*Treat* 表示区分处理组和对照组的虚拟变量，*Treat* 等于 1 代表处理组，即位于“一带一路”沿线国家和地区^③的中国海外子公司。*Treat* 等于 0 代表对照组，即位于非“一带一路”沿线国家和地区的中国海外子公司。②*Post* 表示时间虚拟变量，“一带一路”倡议于 2013 年被提出，参照现有文献做法（吕越等, 2019; 罗长远、曾帅, 2020），本文选择 2013 年作为“一带一路”倡议的政策冲击发生年份，2013-2017 年表示倡议实施后，2006-2012 年表示倡议实施前。

4. 控制变量：*Controls* 表示可能影响中国海外子公司 ROA 的其他控制变量，具体定义见表 1。其中，中国海外子公司层面的“企业规模”“企业年龄”数据来自 BVD—ORBIS 全球企业数据库。中国海外子公司所在东道国层面的“人均 GDP”“GDP 增长率”“人口规模”“自然资源”“企业税率”“人均专利数”变量衡量了东道国的市场机会、资源禀赋、生产成本和技术水平，数据来自世界银行世界发展指标（WDI）数据库和世界知识产权组织网站。“建交年限”“投票相似度”衡量了中国与东道国的双边关系，前者是笔者根据中国外交部网站公布的建交时间计算得来，后者来源于 Harvard Dataverse 数据库。

表 2 为主要变量的描述性统计，显示中国海外子公司 ROA 的均值为-0.004，这说明整体绩效有待提升。处理分组变量 *Treat* 的均值为 0.636，意味着 63.6%的中国海外子公司在样本中位于“一带一路”沿线国家和地区；*Post* 均值为 0.523，表示“一带一路”倡议提出后的样本占总样本的 52.3%。

表 1 主要变量定义

变量	简称	定义
被解释变量	<i>ROA</i>	中国海外子公司的资产收益率
核心解释变量	<i>Treat</i>	样本期间位于“一带一路”沿线国家和地区的中国海外子公司取值为 1，位于非“一带一路”沿线国家和地区的中国海外子公司取值为 0
	<i>Post</i>	“一带一路”倡议后（2013-2017 年）取值为 1，倡议前（2006-2012 年）取值为 0
控制变量	<i>企业规模</i>	中国海外子公司总资产的自然对数
	<i>企业年龄</i>	中国海外子公司成立时间+1 的自然对数
	<i>人均 GDP</i>	中国海外子公司所在东道国的人均 GDP（千美元）
	<i>GDP 增长率</i>	中国海外子公司所在东道国的 GDP 增长率
	<i>人口规模</i>	中国海外子公司所在东道国人口的自然对数
	<i>自然资源</i>	中国海外子公司所在东道国矿石和燃料出口总额的自然对数
	<i>企业税率</i>	中国海外子公司所在东道国的企业所得税率

人均专利数	中国海外子公司所在东道国每万人专利数
建交年限	中国海外子公司所在东道国与中国的建交年限, 标准化于区间 0~1
投票相似度	中国海外子公司所在东道国与中国在联合国会议投票的相似度

表 2 主要变量的描述性统计

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值
ROA	22227	-0.004	0.163	-0.696	-0.036	0.008	0.053	0.507
Treat	22227	0.636	0.481	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
Post	22227	0.523	0.500	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
企业规模	22227	13.930	2.880	8.006	12.010	13.190	16.030	21.530
企业年龄	22227	2.192	0.832	0.000	1.792	2.197	2.708	5.236
人均GDP	22227	2.155	1.74	0.297	0.858	1.016	3.585	8.748
GDP增长率	22227	0.014	0.031	-0.059	0.000	0.017	0.033	0.083
企业税率	22227	0.459	0.109	0.191	0.401	0.435	0.491	0.708
建交年限	22227	0.804	0.235	0.306	0.644	1.000	1.000	1.000
投票相似度	22227	0.533	0.088	0.375	0.483	0.516	0.553	0.874
人口规模	22227	17.020	0.899	13.140	16.800	16.820	17.900	21.000
自然资源	22227	11.990	2.843	0.541	11.250	11.800	13.360	17.180
人均专利数	22227	2.045	3.453	0.269	0.531	0.726	1.665	19.580

五、结果分析

(一) 基准回归结果

表 3 报告了模型 (1) 的估计结果。在列 (1) ~ (3) 中, 列 (1) 没有控制行业固定效应, 列 (2) 没有控制东道国固定效应, 列 (3) 这两者都进行了控制; 在列 (4) ~ (5) 中, 本文进一步控制了企业固定效应, 其中列 (4) 控制了国内母公司固定效应, 列 (5) 加入了海外子公司固定效应。回归结果显示, 不管是哪种情况, 本文所关注的交叉项 $Treat \times Post$ 的系数虽然大小略有变动, 但符号都显著为负。这初步说明, 与非沿线地区中国海外子公司相比, 沿线地区中国海外子公司的 ROA 在“一带一路”倡议提出后确实有所降低。母国政府政策不仅对企业对外直接投资决策有重要影响, 并且持续作用于企业投资后经营阶段。一些中国企业可能为了追逐“一带一路”支持政策而进行了匆忙、过度和非理性对外投资, 从而压低了企业投资的利润空间。

再看控制变量的结果。与中国海外子公司 ROA 显著正相关的变量主要是海外子公司规模和东道国经济增长率。企业的经营绩效与其规模有密切的关系。现有文献发现, 企业规模与研发之间存在显著的正相关关系, 与生产率之间呈现倒 U 型关系, 但大部分企业扩大规模都有助于提高生产率, 进而对其绩效有正面影响 (孙晓华、王昀, 2014)。表 3 的结果也显示出企业规模与中国海外子公司 ROA 之间显著的正相关关系, 显著性水平为 1%。表 3 的结果还显示, 东道国 GDP 增长率与中国海外子公司 ROA 之间也存在正相关关系, 体现出东道国经济增长对企业绩效的提升。

表 3 “一带一路”倡议与中国海外投资项目绩效: 基准估计结果

因变量: 中国海外子公司 ROA	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
------------------	-----	-----	-----	-----	-----

<i>Treat</i> × <i>Post</i>	-0.022***	-0.027***	-0.021***	-0.020***	-0.018**
	(-4.49)	(-5.56)	(-4.28)	(-3.16)	(-2.67)
企业规模	0.007***	0.008***	0.009***	0.009***	0.024***
	(5.03)	(5.76)	(5.55)	(3.15)	(9.90)
企业年龄	0.004	0.002	0.002	0.004	0.002
	(0.86)	(0.37)	(0.39)	(0.88)	(0.64)
人均GDP	-0.026***	0.001	-0.028***	-0.022**	-0.016
	(-2.77)	(0.55)	(-2.92)	(-2.14)	(-1.49)
GDP 增长率	0.132*	0.131*	0.134**	0.145**	0.132*
	(1.94)	(1.65)	(2.04)	(1.99)	(1.87)
企业税率	-0.002	-0.049***	-0.004	-0.003	0.007
	(-0.03)	(-2.85)	(-0.07)	(-0.03)	(0.07)
建交年限	-0.002	-0.001	-0.002	-0.002	-0.002
	(-1.40)	(-0.62)	(-1.50)	(-1.30)	(-1.20)
投票相似度	0.093*	0.134***	0.094*	0.106*	0.087
	(1.71)	(5.23)	(1.71)	(1.67)	(1.35)
人口规模	-0.002	-0.002	0.007	0.038	-0.008
	(-0.01)	(-0.52)	(0.06)	(0.26)	(-0.06)
自然资源	-0.003*	0.006***	-0.003*	-0.003	-0.004*
	(-1.88)	(7.76)	(-1.90)	(-1.49)	(-1.77)
人均专利申请数量	-0.003	-0.003***	-0.003	-0.002	-0.001
	(-0.55)	(-3.70)	(-0.48)	(-0.26)	(-0.12)
常数	0.057	-0.114*	-0.010	-0.714	-0.122
	(0.03)	(-1.87)	(-0.00)	(-0.29)	(-0.05)
年度固定效应	是	是	是	是	是
行业固定效应	否	是	是	是	是
东道国固定效应	是	否	是	是	是
国内母公司固定效应	否	否	否	是	是
海外子公司固定效应	否	否	否	否	是
观测值	22227	22227	22227	22227	22227
调整后的 R ²	0.040	0.055	0.058	0.271	0.378

注：*、**和***分别表示 10%、5%与 1%的显著性水平，回归均采用稳健标准误估计，并聚类到国家层面。括号内的数值为 t 值。

（二）DID 估计的有效性分析

以上基准估计结果的可靠性取决于 DID 估计的有效性。因此，本部分进行两个有效性检验，包括平行趋势检验和安慰剂检验。

1. 平行趋势检验

本文采用双重差分的方法研究“一带一路”倡议提出后，中国海外子公司绩效是否以及如何发生变化。双重差分估计的前提是满足平行趋势假定，即处理组和对照组在政策事件发生后的差异仅在于处理组受到了政策影响而对照组不受政策影响。在实际操作中一般只检验处理组和对照组随时间变化的趋势在政策事件发生前有没有显著差异。如果没有显著差异，那么假定政策发生后如果没有政策的冲击处理组和对照组的变化的变化也满足平行趋势。

为了检验处理组和对照组是否满足平行趋势假定，本文参考现有文献（Moser & Voena, 2012; Liu & Qiu, 2016）的研究方法，估计以下实证模型，来进一步考察处理组和对照组的变化趋势。

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \beta_k \sum_{k>=-6}^{-1} Treat_i \times Year_{2013+k} + \alpha_2 Controls + \alpha_3 FEs + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中， $Year$ 为年度虚拟变量， $Year$ 等于 1 表示当年观测值， $Year$ 等于 0 表示其他年份观测值，2007 年为基准年。其他变量与基准模型一致。如果 2013 年之前各年的 $Treat \times Year$ 的系数均不显著，则说明满足平行趋势假设。

图 2 平行趋势检验

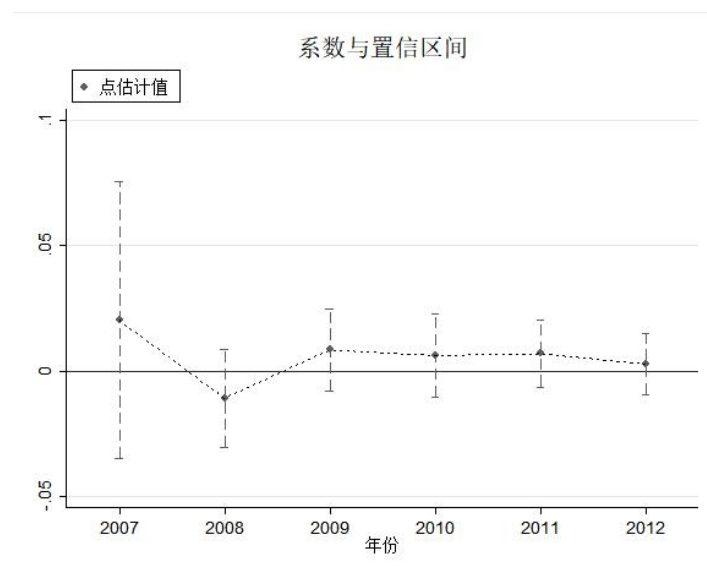


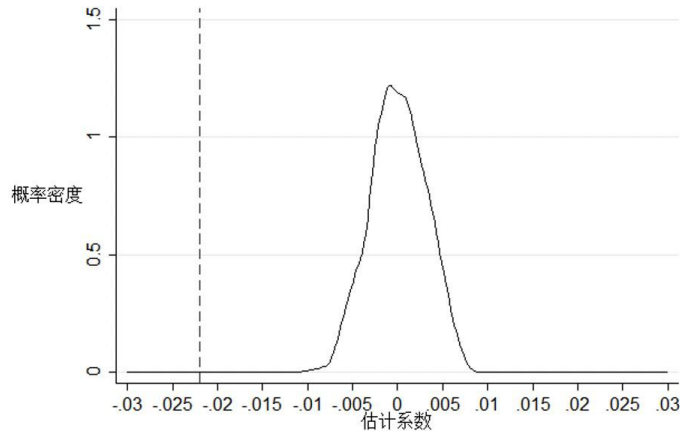
图 2 汇报了 2013 年“一带一路”倡议提出前六年处理组和对照组绩效差异趋势变化的估计结果。竖线表示 90% 的置信区间。可以看出，在“一带一路”倡议提出之前，交叉项系数的回归结果大部分为正且不显著，系数大小也基本稳定。这表明在“一带一路”倡议提出之前，处理组和对照组的变化趋势不存在显著差异。因此，DID 模型满足平行趋势假定。

2. 安慰剂检验：随机抽取处理组

为了进一步验证“一带一路”倡议对中国海外子公司绩效的影响并未受到遗漏变量的干扰，参考现有文献（例如，Cai et al., 2016; La Ferrara et al., 2012），本文通过随机设定“一带一路”沿线国家对基准结果进行安慰剂检验。具体而言，本文在 22227 个海外子公司观测中随机抽取 14145 个观测作为伪处理组，剩余的 8082 个观测作为伪对照组，再进行 DID 回归。由于伪处理组是随机生成的，因此安慰剂检验的交叉项 $Treat \times Year$ 的系数应该不会显著偏离零点，否则则表明模型设定存在识别偏误。

图 3 报告了基于 500 次随机抽取、回归得到的“一带一路”倡议对中国海外子公司绩效影响的估计系数核密度的分布。得到回归系数的均值为 0.0000962，接近于 0，并且对应的 p 值大多大于 0.1。同时，图 3 中竖直虚线代表的实际估计系数在安慰剂检验的估计系数中明显属于异常值。综合这些结果说明，本文发现的“一带一路”倡议对中国海外子公司绩效的影响不太可能因为遗漏变量而导致严重偏误，具有一定有效性。

图 3 安慰剂检验：随机分配处理组



注：竖直虚线代表基准结果。

（三）稳健性检验

为了保证基准回归结果的稳健性和可靠性，本文进一步通过倾向得分匹配检验、替换代理变量、进一步筛选样本、用其他主要对外直接投资国数据替代等方法对基准回归进行稳健性检验。

1. 倾向得分匹配 (Propensity Score Matching, PSM) 检验。为了减少 DID 模型中政策本身可能存在的非随机选择导致的内生性问题，参考现有文献（例如，杨兴全等，2018；徐思等，2019），本文利用 PSM 方法来对 DID 模型中可能的选择性偏误进行修正，重新配比对照组之后再估计处理效应。具体而言，本文将模型（1）中的解释变量，即 *企业规模*、*企业年龄*、*人均 GDP*、*GDP 增长率*、*人口规模*、*自然资源*、*企业税率*、*建交年限*、*投票相似度*、*人均专利数* 作为协变量，并采用核匹配的方式为每个位于“一带一路”沿线国家和地区的子公司观测匹配一个位于非“一带一路”沿线国家和地区的子公司观测^⑤，并最终得到各有 5606 个位于“一带一路”沿线国家和地区的子公司观测和位于非“一带一路”沿线国家和地区的子公司观测，共 11212 个匹配样本。经过匹配，处理组与对照组的协变量差异基本不再显著，差异得到了有效控制^⑥。表 4 列（1）汇报了进行 PSM 处理后 DID 的估计结果，可以发现，交叉项 $Treat \times Post$ 的系数在 5% 水平上依然显著为负。使用倾向得分匹配结合 DID 回归后，本文的主要结论依然成立。

表 4 稳健性检验：倾向得分匹配检验、替换代理变量、筛选样本

因变量：中国海外子公司 ROA	(1) PSM+DID	(2) 更换被解释变量为 ROE	(3) 剔除 2013 年的样本	(4) 剔除全球金融危机年份 (2008-2009 年) 样本
$Treat \times Post$	-0.025** (-2.48)	-6.453** (-2.08)	-0.015** (-2.25)	-0.016*** (-2.70)
控制变量	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是
海外子公司固定效应	是	是	是	是
观测值	11212	15146	19046	19098
调整后的 R ²	0.399	0.330	0.367	0.388

注：*、**和***分别表示 10%、5%与 1%的显著性水平，回归均采用稳健标准误估计，并聚类到国家层面。括号内的数值为 t 值。限于篇幅，表格中并未列出控制变量的回归结果，以下各表同。由于当控制海外子

公司固定效应时，海外子公司的行业、东道国和母公司均为不发生变化的变量，于是行业固定效应、东道国固定效应、母公司固定效应在回归时均被自动省略。

2. 替换代理变量。参考现有文献（例如，Zahra et al., 2000; Shirodkar & Konara, 2017），本文还使用股东权益报酬率（Return on Equity, ROE）来衡量中国海外子公司绩效。该数据来自 BVD—ORBIS 全球企业数据库。由于 ROE 数据没有 ROA 数据全，样本量由基准回归的 22227 减少至 15146。表 4 列（2）汇报了使用 ROE 作为因变量的估计结果，显示交叉项 $Treat \times Post$ 的系数依然在 5%水平上显著为负。更换代理变量后，本文的主要结论依然成立。

3. 去掉 2013 年的样本。在基准回归中，2013 年被作为“一带一路”倡议的政策冲击发生年份。但由于“一带一路”倡议是在 2013 年下半年才被提出，因此出于稳健性考虑，将所有 2013 年的观测值都剔除，再重新进行 DID 回归。结果如表 4 列（3）所示，剔除 2013 年的观测值后，样本数下降至 19046 个。新的回归结果显示，交叉项 $Treat \times Post$ 的系数在 5%水平上依然显著为负，本文的主要结论仍然成立。

4. 去掉全球金融危机年份（2008-2009 年）的样本。由于全球金融危机对国际投资有较大的负面影响，出于稳健性考虑，本文将所有 2008-2009 年的观测值都剔除，再重新进行 DID 回归。结果如表 4 列（4）所示，剔除 2008-2009 年的观测值后，样本数下降至 19098 个。新的回归结果显示，交叉项 $Treat \times Post$ 的系数在 1%水平上显著为负，本文的主要结论依然成立。

5. 用其他主要对外直接投资国的数据替代。如果恰好 2013 年在“一带一路”沿线国家和地区有一个共同的冲击（例如东道国当地的政策变化），影响了所有在当地经营的外国子公司绩效，那么就难以说明基准结果是由于“一带一路”倡议的影响。为了排除这种情况，本文同时对其他主要对外直接投资国的海外子公司绩效进行了 DID 检验。具体而言，本文从 BVD—ORBIS 全球企业数据库中，选取了 2018 年前十二大对外直接投资来源国（美国、德国、荷兰、英国、日本、加拿大、法国、瑞士、新加坡、俄罗斯、巴西和韩国）持股比例在 50%及以上的海外子公司数据进行 DID 估计，结果如表 5 所示。可以发现，列（5）-（16）中，交叉项 $Treat \times Post$ 的系数没有一个显著为负，绝大部分都不显著，英国的数据甚至显著为正。这基本说明，中国海外子公司绩效的变化的是受到“一带一路”倡议的影响，而非其他发生在当地的共同冲击的作用。

以上五个稳健性检验更加充分地支持了本文基准回归结果的可靠性和稳健性。

表 5 稳健性检验：用其他主要对外直接投资国数据替代

其他国家海外子公司	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
ROA	巴西	加拿大	瑞士	德国	法国	日本
$Treat \times Post$	-0.416 (-0.06)	-0.248 (-0.31)	0.153 (1.22)	-0.725 (-1.61)	-0.099 (-0.19)	-0.029 (0.07)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
东道国固定效应	是	是	是	是	是	是
母公司固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	1304	9926	39348	99455	49095	31715
调整后的 R ²	0.31	0.23	0.06	0.05	0.18	0.15
其他国家海外子公司	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
ROA	韩国	荷兰	俄罗斯	新加坡	英国	美国

<i>Treat</i> × <i>Post</i>	-0.411 (-0.41)	0.416 (1.05)	0.709 (0.57)	1.144 (1.02)	0.798* (1.71)	-0.250 (-0.74)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
东道国固定效应	是	是	是	是	是	是
母公司固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	2561	46382	8983	5010	54615	131414
调整后的 R ²	0.28	0.24	0.24	0.30	0.21	0.19

六、拓展性讨论

前文实证分析结果表明，“一带一路”倡议提出后，中国海外子公司绩效确实有所降低。为什么会发生这样的变化？在第三部分提出研究假说时，本文指出一些中国企业可能为了追逐支持政策而进行了匆忙、过度和非理性对外投资。而且“一带一路”沿线国家和地区的市场容量较难在短期内大幅扩大，如果短时间内涌入大量企业，可能会加剧当地的市场竞争态势，压低企业投资的利润空间。然而，这些机制在缺乏相关数据的情况下恐难以得到充分验证。退一步的，本文期望通过考察母公司所有制的差异化表现，东道国与中国接壤状况和制度距离的差异化表现，以及政策的时间动态效应，来探索中国海外子公司绩效的下降主要发生在哪些企业和东道国之中。

（一）母公司为国有企业和非国有企业

在中国的制度背景下，政策红利对于企业获得财政、金融等多方面资源支持有着重要影响。以产业政策为例，研究发现受政策支持的企业获得了更多首次公开募股和股票增发再融资的机会，获得了更多的政府补贴、税收优惠、银行贷款尤其是中长期贷款（Chen et al., 2017；周亚虹等，2015；黎文靖、郑曼妮，2016）；而不受政策支持的企业则面临更高的行业准入门槛、更为严格的信贷审批程序、更高的贷款利率等（江飞涛、李晓萍，2010；祝继高等，2015）。“一带一路”倡议，作为中国政府提出的重大国际合作倡议，也可能有类似的效应。从已有的研究来看，“一带一路”倡议显著地扩大了受支持企业的信贷融资规模、降低了受支持企业的银行借款成本和公司债券融资成本、增加了受支持企业所获得的税收优惠、改善了其财务状况（徐思等，2019；李建军、李俊成，2020）。

因此，资源受限的企业更有动机追求政策红利。就中国的情况而言，非国有企业比国有企业追逐政策红利的动机可能更为强烈。现有研究发现，货币紧缩时，非国有企业负债增长率明显放缓，在银行信贷方面受到的冲击更大（陆正飞等，2009；饶品贵、姜国华，2013）。而国有企业享有预算软约束，获得了更多的政府补助和大股东救助（郑志刚等，2020）。信贷优势和预算软约束会弱化政策对国有企业的投资激励效果，因为无论国有企业是否处于激励领域，其都能利用政治联系获得所需的资源（黎文靖、李耀淘，2014）。非国有企业由于在政策、金融等方面的劣势，反而受到政策激励的影响更为强烈（黄健柏等，2015；魏志华等，2015）。于是，不论是产业政策、财政补贴，还是工业用地价格扭曲等政策刺激对非国有企业投资的影响都更为显著（黎文靖、李耀淘，2014；黄健柏等，2015；魏志华等，2015），“一带一路”倡议的影响也很可能如此。

那么，“一带一路”倡议提出后，中国海外子公司绩效的降低是否主要发生在非国有企业的海外子公司之中？为了回答这个问题，本文根据所属母公司的产权性质将中国海外子公司分为国有企业的海外子公司和非国有企业的海外子公司，并分别进行回归分析，结果见表6。从回归结果来看，在表6列（1）国有企业海外子公司的样本中，交叉项 $Treat \times Post$ 的系数不再显著；而在表6列（2）非国有企业海外子公司的样本中，交叉项 $Treat \times Post$ 的系数在1%水平上显著为负。本文进一步将非国有企业海外子公司的样本根据规模区分为“非国有大型企业”“非国有中型企业”和“非国有小型企业”，并分别进行回归分析。从回归结果来看，在表6列（3）“非国有大型企业”的样本中，交叉项 $Treat \times Post$ 的系数不再显著；在表6列（4）“非国有中型企业”的样本中，交叉项 $Treat \times Post$ 的系数显著性降为10%水平；而在表6列（5）“非国有小型企业的样本中，交叉项 $Treat \times Post$ 的系数在1%水平上显著为负。

根据以上分析，由于非国有企业比国有企业追逐政策红利的动机更为强烈，“一带一路”倡议提出后，中国海外子公司绩效显著下降也主要发生在非国有企业的海外子公司之中，尤其是非国有小型企业的海外子公司之中。

表6 “一带一路”倡议与中国海外投资项目绩效：
母公司为国有企业和非国有企业的差异性

因变量：中国海外子公司 ROA	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	国有企业	非国有企业	非国有大型企业	非国有中型企业	非国有小型企业
$Treat \times Post$	-0.014 (-0.87)	-0.020*** (-2.78)	-0.005 (-0.31)	-0.015* (-1.72)	-0.027*** (-2.77)
控制变量	是	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是	是
子公司固定效应	是	是	是	是	是
观测值	4993	17234	4538	5997	6699
调整后的 R ²	0.448	0.340	0.407	0.434	0.332

（二）母国与东道国制度距离与是否接壤

为追逐政策红利而进行的非理性和匆忙扩大投资从而导致“一带一路”倡议提出后中国在位海外子公司 ROA 下降，可能也与中国投资者对当地行业、市场、制度等方面信息了解不充分、面临较大的外来者负担（Liability of Foreignness）和合法性压力有关。相对于本土企业，跨国企业承担了对其海外子公司的生存和业绩产生不利影响的额外成本（Mitchell et al., 1994）。这些成本至少来自三个方面（Zaheer, 1995）：一是与空间距离和地理位置直接相关的成本，例如，跨时区和跨距离的旅行、运输和协调成本；二是特定跨国公司对当地环境不熟悉和缺乏支持的企业特定成本；三是东道国固有的成本，例如外国公司缺乏合法性，母国和东道国之间文化、政治和经济的差异性。

从以上三方面外来者负担来源来看，东道国和母国之间制度距离的缩小以及存在接壤的地理特征对于降低外来者负担有重要意义。具体而言，制度距离影响资产获取型对外直接投资企业获取、吸收和利用战略性资产，影响资产利用型对外直接投资企业转移、利用母公司的竞争优势，从而降低海外子公司的经营绩效。根据制度接近性理论，给定其他条件，制度距离的减小有利于降低跨国企业面临的制度性交易成本、获取“合法性”的难度以及其他各种不确定性因素，从而提高预期收益率（Habib & Zurawicki, 2002）。另一方面，东道国和母国存在接壤的地理特征使得两者存在文化接近性，有利于降低投资者的信息搜寻成本（王铁, 2008）。

本文根据东道国是否与中国存在陆地接壤将样本分为“接壤”和“非接壤”国家，根据东道国与中国的制度距离将样本分为“制度距离大”和“制度距离小”国家。东道国与中国的陆地接壤状况来自 CEPII 数据库。关于制度的测度，与大多数以往研究相一致，本文采用世界银行世界治理指数（Worldwide Governance Indicators, WGI）数据库中 6 个维度的指标^⑥取均值来衡量。根据 Kogut & Singh（1988）的计算方法，可以得到制度距离指标。本文进一步根据制度距离指标进行分类设置，若指标值在该年度中位数以上，则为“制度距离大”的东道国，反之为“制度距离小”的东道国。

为了探求母国和东道国的制度距离远近和是否接壤在“一带一路”倡议提出后中国海外子公司绩效变化中的差异性表现，本文将“接壤”和“非接壤”国家，“制度距离大”和“制度距离小”国家，进行分样本回归分析，结果见表 7。可以发现，“一带一路”倡议提出后，中国海外子公司绩效的降低主要发生在与中国非接壤国家，以及与中国制度距离较大的国家。中国投资者在这些国家面临更大的外来者负担和合法性压力，较高的信息搜寻成本，更可能出现因为非理性和匆忙扩大投资或者市场过度竞争而导致“一带一路”倡议提出后中国海外子公司 ROA 下降的现象。

表 7 “一带一路”倡议与中国海外投资项目绩效：
母国与东道国制度距离和接壤状况的差异性

因变量：中国海外子公司 ROA	(1) 接壤	(2) 非接壤	(3) 制度距离大	(4) 制度距离小
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.387	-0.026***	-0.032***	0.024
	(0.89)	(-4.50)	(-3.71)	(0.52)
控制变量	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是
子公司固定效应	是	是	是	是
观测值	951	19662	16173	4440
调整后的 R ²	0.551	0.360	0.355	0.382

（三）政策的动态效应

如果是为了追逐政策红利而进行非理性和匆忙扩大投资进而导致“一带一路”倡议提出后中国海外子公司 ROA 下降，随着投资者趋于理性、市场趋于完善、外来者负担有所下降、东道国信息更为充分，这一效应预期会减小。为了验证这一推测，本文对“一带一路”倡议后中国海外子公司 ROA 的动态变化进行了估计，结果如表 8 所示。可以发现，中国海外子公司 ROA 下降效应在“一带一路”倡议提出之初（2013 年）为-0.026，在提出第二年（2014 年）该效应仍较强，但在提出第三年（2015 年）该效应减弱至-0.011，并在提出第四年（2016 年）不再显著。这验证了本文的推测，随着投资者趋于理性、市场趋于完善、外来者负担有所下降、东道国信息更为充分，“一带一路”倡议提出后，中国海外子公司 ROA 降幅随着时间推移的确有收窄和减弱的趋势。

表 8 “一带一路”倡议与中国海外投资项目绩效：动态效应

因变量：中国海外子公司 ROA	(1)
<i>Treat</i> × <i>Year</i> 2013	-0.026***
	(-2.82)

<i>Treat</i> × <i>Year</i> 2014	-0.021*** (-2.58)
<i>Treat</i> × <i>Year</i> 2015	-0.011* (-1.82)
<i>Treat</i> × <i>Year</i> 2016	-0.010 (-0.83)
控制变量	是
年度固定效应	是
子公司固定效应	是
观测值	22227
调整后的 R ²	0.378

七、结论与启示

（一）研究结论

母国政府支持是促进企业开展对外直接投资以更好地利用两个市场两种资源的重要支撑，但对于企业对外直接投资绩效有怎样的影响却缺乏相关研究，而绩效问题是对外投资高质量发展和企业保持全球竞争力的重要考量。本文利用 2006-2017 年中国海外子公司层面的数据，以位于“一带一路”沿线国家的中国海外子公司作为处理组，位于非沿线国家的中国海外子公司作为对照组，利用双重差分模型考察了以“一带一路”倡议为代表的母国政府支持对企业对外直接投资绩效的影响，主要得出以下结论。

①在“一带一路”倡议提出后，以中国海外子公司 ROA 为表征的中国对外直接投资绩效有所降低。在有效性分析、一系列稳健性检验后，该结论依然成立。

②在“一带一路”倡议提出后，中国海外投资项目绩效降低主要发生在民营企业的海外子公司之中（尤其是民营小型企业的海外子公司之中），发生在与中国非接壤、制度距离较大的东道国，背后可能存在部分民营企业为了获得“一带一路”的政策红利而进行了过度和非理性投资的因素推动。

③随着投资者趋于理性、市场趋于完善、外来者负担有所下降、东道国信息更为充分，“一带一路”倡议提出后，中国海外投资项目绩效降幅随着时间推移呈现收窄和减弱的趋势。

本文将海外子公司视角下对外直接投资绩效影响因素的研究拓展至制度和治理领域，显示出政府对企业国际化行为的影响不仅存在于“走出去”的投资决策阶段，而且持续作用于“走下去”的投资后经营阶段，并将“一带一路”倡议经济效应研究的国内视角延伸至海外层面，具有一定的理论贡献。

（二）实践启示

本文还对于政府决策和企业国际化实践具有一定的启发意义。

对于政府而言，制定和实施政策时不仅要重视调动企业的积极性，还应考虑可能对企业行为产生的扭曲，最大化激励的同时尽量减少扭曲，以产生更好的政策效果。就“一带一路”倡议而言，应不断优化和完善顶层机制设计和推进制度化安排，引导企业立足于长足发展，在“一带一路”建设中合理布局，审慎推进，充分考虑当地市场容量和可持续发展要求，提高对外直接投资项目的回报率水平，并努力实现自身发展和东道国发展的双赢格局。尤其是

对于中小民营企业，应加强对其境外投资经营行为的引导和监管，进一步完善和落实《民营企业境外投资经营行为规范》，切实维护“一带一路”建设的整体利益。

对于企业而言，应完善对外直接投资决策全流程，强化适宜的绩效评估考核体系，树立在海外持久深耕的国际化观念，不应为了追逐政策红利而不顾海外市场的实际情况、为了“走出去”而“走出去”。尤其是进入面临较大外来者负担和合法性压力的东道国，企业更应审慎决策，利用商协会、驻外使馆、同行先行者等多渠道降低信息不对称和外来者负担，加强与当地企业的合作、积极融入当地社区以更好地建立合法性基础，提高企业绩效、维护企业的全球竞争优势。

注释：

- ① 本文之所以利用“一带一路”倡议来研究母国政府支持的影响，而没有使用国家各部门出台的对外投资相关的产业政策来衡量母国政府支持，主要有以下两方面考虑。一是内生性问题较少，“一带一路”倡议这一冲击，既与影响企业海外投资绩效的其他因素相关性较低，从而有效避免遗漏变量的问题；又受到企业海外投资绩效的影响较小，从而有效避免逆向因果的问题。二是现有相关文献已经较为充分地论证了“一带一路”倡议所表征的中国政府对海外直接投资的支持，例如李建军、李俊成（2020），罗长远、曾帅（2020），吕越等（2019）以及王桂军、卢潇潇（2019）等。
- ② 只将在“一带一路”倡议提出前后均有观测的海外子公司作为样本的这一做法与本文的核心假设并不矛盾。这类企业尽管在“一带一路”倡议提出之前就已经在沿线国家和地区拥有投资，但仍可能为了追逐政策红利而盲目或匆忙扩大投资。
- ③ 尽管2013年中国提出“一带一路”倡议，之后逐步有更多国家与中国签订共建“一带一路”政府间谅解备忘录。即存在究竟以何时为准可以将一个国家视为“一带一路”沿线国家的问题。同时，中国政府不断强调“一带一路”倡议是开放的国际倡议，任何国家和地区都欢迎加入。即存在哪些国家可以被视为“一带一路”沿线国家的问题。但现有学术文献基本都以中国政府公布的64个“一带一路”沿线国家为依据（王桂军、卢潇潇，2019；罗长远、曾帅，2020）。此外，关于中国对外直接投资最权威的官方统计数据《中国对外直接投资年度统计公报》也是以64个国家作为中国企业对“一带一路”沿线国家和地区投资的统计依据。因此，本文对“一带一路”沿线国家的界定也与现有学术文献和官方统计数据保持一致。
- ④ 由于本样本中位于“一带一路”沿线国家和地区的海外子公司观测数（14145个）多于位于非“一带一路”沿线国家和地区的海外子公司观测数（8082个），在PSM匹配过程中，有一些未匹配上的位于“一带一路”沿线国家和地区的海外子公司观测被删除。
- ⑤ 限于篇幅，本文未汇报PSM匹配后的处理组和控制组协变量差异检验结果，感兴趣的读者可向作者索取。
- ⑥ 这6个维度的指标分别为民众参与（Voice and Accountability）、政治稳定（Political Stability and Absence of Violence）、政府效率（Government Effectiveness）、监管质量（Regulatory Quality）、法治水平（Rule of Law）和腐败控制（Control of Corruption）。

参考文献：

- 保建云,2017.论我国“一带一路”海外投资的全球金融影响、市场约束及“敌意风险”治理[J].中国软科学(3):1-10.
- 郭桂霞,赵岳,巫和懋,2016.我国“走出去”企业的最优融资模式选择——基于信息经济学的视角[J].金融研究(8):111-126.
- 洪俊杰,张宸妍,2020a.产业政策影响对外直接投资的微观机制和福利效应[J].世界经济,2020a,43(11):28-51.
- 洪俊杰,张宸妍,2020b.融资约束、金融财税政策和中国企业对外直接投资[J].国际经贸探索(1):53-70.

- 黄健柏,徐震,徐珊,2015.土地价格扭曲、企业属性与过度投资——基于中国工业企业数据和城市地价数据的实证研究[J].中国工业经济(3):57-69.
- 霍建国,2019.努力提高中国企业海外投资的质量和效益[J].清华金融评论(12):24-27.
- 金刚,沈坤荣,2019.中国企业对“一带一路”沿线国家的交通投资效应:发展效应还是债务陷阱[J].中国工业经济(9):79-97.
- 江飞涛,李晓萍.直接干预市场与限制竞争:中国产业政策的取向与根本缺陷[J].中国工业经济(9):26-36.
- 蒋冠宏,2017.我国企业跨国并购真的失败了吗?——基于企业效率的再讨论[J].金融研究(4):46-60.
- 蒋冠宏,蒋殿春,2014.中国企业对外直接投资的“出口效应”[J].经济研究(5):160-173.
- 雷舜东,段华友,2013.中国跨国公司资本结构优化实证研究[J].统计与决策(10):157-160.
- 李惠茹,蒋俊,2019.中国对外直接投资的政策演变与效果实证[J].河北大学学报(哲学社会科学版)(6):68-79.
- 李建军,李俊成,2020.“一带一路”倡议、企业信贷融资增进效应与异质性[J].世界经济(2):3-24.
- 李科,徐龙炳,2011.融资约束、债务能力与公司业绩[J].经济研究(5):61-73.
- 李磊,白道欢,冼国明,2016.对外直接投资如何影响了母国就业?——基于中国微观企业数据的研究[J].经济研究(8):144-158.
- 李雪松,赵宸宇,聂菁,2017.对外投资与企业异质性产能利用率[J].世界经济(5):73-97.
- 黎文靖,李耀淘,2014.产业政策激励了公司投资吗[J].中国工业经济(5):122-134.
- 黎文靖,郑曼妮,2016.实质性创新还是策略性创新?——宏观产业政策对微观企业创新的影响[J].经济研究(4):60-73.
- 陆正飞,祝继高,樊铮,2009.银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失[J].金融研究(8):124-136.
- 罗长远,曾帅,2020.“走出去”对企业融资约束的影响——基于“一带一路”倡议准自然实验的证据[J].金融研究(10):92-112.
- 聂辉华,谭松涛,王宇锋,2008.创新、企业规模和市场竞争力:基于中国企业层面的面板数据分析[J].世界经济(7):57-66.
- 吕越,陆毅,吴嵩博,王勇,2019.“一带一路”倡议的对外投资促进效应——基于2005—2016年中国企业绿地投资的双重差分检验[J].经济研究(9):187-202.
- 毛其淋,许家云,2014.中国企业对外直接投资是否促进了企业创新[J].世界经济(8):98-125.
- 饶品贵,姜国华,2013.货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究[J].经济研究(1):68-82+150.
- 盛垒,权衡,2018.从政府主导走向多元联动:“一带一路”的实践逻辑与深化策略[J].学术月刊(4):46-57.
- 孙楚仁,张楠,刘雅莹,2017.“一带一路”倡议与中国对沿线国家的贸易增长[J].国际贸易问题(2):83-96.
- 孙晓华,王昀,2014.企业规模对生产率及其差异的影响——来自工业企业微观数据的实证研究[J].中国工业经济(5):57-69.
- 孙焱林,覃飞,2018.“一带一路”倡议降低了企业对外直接投资风险吗[J].国际贸易问题(8):66-79.
- 王碧珺,罗靖,2022.民粹主义、国家监管空间与国际投资协定再谈判[J].世界经济与政治(1):130-155+160.
- 王碧珺,谭语嫣,余淼杰,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[J].世界经济(12):54-78.

- 王碧琚,袁子雅,2021.中国企业海外子公司的绩效表现及其差异分析[J].经济管理(1):72-88.
- 王桂军,卢潇潇,2019.“一带一路”倡议与中国企业升级[J].中国工业经济(3):43-61.
- 王桂军,张辉,2020.“一带一路”与中国 OFDI 企业 TFP:对发达国家投资视角[J].世界经济(5):49-72.
- 王进猛,沈志渔,2011.跨国公司在华投资市场导向与绩效关系实证研究[J].中国工业经济(2):142-150.
- 王克敏,刘静,李晓溪,2017.产业政策、政府支持与公司投资效率研究[J].管理世界(3):113-124+145+188.
- 汪涛,贾煜,崔朋朋,吕佳豫,2020.外交关系如何影响跨国企业海外市场绩效[J].中国工业经济(7):80-97.
- 王铁,2008.关于打造中国沿边经济圈的战略设想[J].管理世界(6):7-10.
- 危平,唐慧泉,2016.跨国并购的财富效应及其影响因素研究——基于双重差分方法的分析[J].国际贸易问题(11):120-131.
- 魏志华,赵悦如,吴育辉,2015.财政补贴:“馅饼”还是“陷阱”?——基于融资约束 VS.过度投资视角的实证研究[J].财政研究(12):18-29.
- 习近平,2017.决胜全面建成小康社会 夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利——在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告[M]. 人民出版社.
- 熊名宁,汪涛,2020.文化多样性会影响跨国企业的经营绩效吗?——基于动态能力理论的视角[J].经济管理(6):61-78.
- 熊艳,李常青,魏志华,2017.恶性竞争的触发及约束机制研究——基于“3Q大战”的案例[J].经济管理(8):72-85.
- 夏清华,黄剑,2019.市场竞争、政府资源配置方式与企业创新投入——中国高新技术企业的证据[J].经济管理(8):5-20.
- 徐思,何晓怡,钟凯,2019.“一带一路”倡议与中国企业融资约束[J].中国工业经济(7):155-173.
- 阎虹戎,冼国明,2017.对外直接投资是否能够提高员工收入——来自中国上市公司的证据[J].国际贸易问题(11):93-103.
- 杨连星,沈超海,殷德生,2019.对外直接投资如何影响企业产出[J].世界经济(4):77-100.
- 杨汝岱,吴群锋,2019.企业对外投资与出口产品多元化[J].经济学动态(7):50-64.
- 杨校美,张诚,2014.要素禀赋、政策倾斜与中国对外直接投资——基于省级面板数据的分析[J].国际贸易问题(5):124-134.
- 杨兴全,尹兴强,孟庆玺,2018.谁更趋多元化经营:产业政策扶持企业抑或非扶持企业?[J].经济研究(9):133-150.
- 张明,王碧琚,2019.中国海外投资国家风险评级报告(2019)[M].中国社会科学出版社.
- 张同斌,2012.不同绩效高新技术企业的结构因素影响——基于高新技术上市公司的数据[J].经济管理(4):149-158.
- 赵海龙,何贤杰,王孝钰,严媛芝,2016.海外并购能够改善中国企业公司治理吗[J].南开管理评论(3):31-39.
- 郑志刚,牟天琦,黄继承,2020.存在退市风险公司的救助困境与资本市场的“预算软约束”[J].世界经济(3):142-166.
- 周亚虹,蒲余路,陈诗一,方芳,2015.政府扶持与新型产业发展——以新能源为例[J].经济研究(6):147-161.
- 祝继高,韩非池,陆正飞,2015.产业政策、银行关联与企业债务融资——基于 A 股上市公司的实证研究[J].金融研究(3):176-191.

-
- Braganza A, Brooks L, Nepelski D, et al, 2016. Resource Management in Big Data Initiatives: Processes and Dynamic Capabilities[J]. *Journal of Business Research*, 70: 328-337.
- Brewer T L, 1993, Government Policies, Market Imperfections, and Foreign Direct Investment[J]. *Journal of International Business Studies*, 24(1): 101-120.
- Buckley P J, 2018. Internalisation Theory and Outward Direct Investment by Emerging Market Multinationals[J]. *Management International Review*, 58: 195-224.
- Cai X, Lu Y, Wu M, et al, 2016. Does Environmental Regulation Drive Away Inbound Foreign Direct Investment? Evidence from a Quasi-Natural Experiment in China[J]. *Journal of Development Economics*, 123: 73-85.
- Chan C M, Isobe T, Makino S, 2008. Which Country Matters? Institutional Development and Foreign Affiliate Performance[J]. *Strategic Management Journal*, 29(11): 1179 – 1205.
- Chen D H, Li Z O, Xin F, 2017. Five-year Plans, China Finance and Their Consequences[J]. *China Journal of Accounting Research*, (3): 189-226.
- Du J L, Zhang Y F, 2018. Does One Belt One Road Initiative Promote Chinese Overseas Direct Investment[J]. *China Economic Review*, 47(2): 189-205.
- Donaldson D, Hornbeck R, 2016. Railroads and American Economic Growth: A ‘Market Access’ Approach[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 131(2): 799-858.
- Globerman S, Shapiro D, 2003. Governance Infrastructure and US Foreign Direct Investment[J]. *Journal of International Business Studies*, 34(1): 19–39.
- Gopinath G, Kalemli-Özcan Ş, Karabarbounis L, et al, 2017. Capital Allocation and Productivity in South Europe[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 132(4): 1915-1967.
- Gómez-Mejía L R, Palich L E, 1997. Cultural Diversity and the Performance of Multinational Firms[J]. *Journal of International Business Studies*, 28(2): 309-335.
- Habib M, Zurawicki L, 2002. Corruption and Foreign Direct Investment[J]. *Journal of International Business Studies*, 33(2): 291-307.
- Hitt M A, Hoskisson R E, Kim H, 1997. International Diversification: Effects on Innovation and Firm Performance in Product-diversified Firms[J]. *Academy of Management Journal*, 40(4): 767 – 798.
- Kogut B, Singh H, 1988. The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode[J]. *Journal of International Business Studies*, 19(3): 411-432.
- La Ferrara E, Chong A, Duryea S, 2012. Soap Operas and Fertility: Evidence from Brazil[J]. *American Economic Journal: Applied Economics*, 4(4): 1-31.
- Liu Q, Qiu L D, 2016. Intermediate Input Imports and Innovations: Evidence from Chinese Firms' Patent Filings[J]. *Journal of International Economics*, 103: 166-183.
- Liu X, Gao L, Lu J, et al, 2016a. Environmental Risks, Localization and the Overseas Subsidiary Performance of MNEs from an Emerging Economy[J]. *Journal of World Business*, 51(3): 356-368.
- Liu X, Gao L, Lu J, et al, 2016b. Does Learning at Home and from Abroad Boost the Foreign Subsidiary Performance of Emerging Economy Multinational Enterprises?[J]. *International Business Review*, 25(1): 141-151.
- Lu J, Liu X, Wright M, Filatotchev I, 2014. International Experience and FDI Location Choices of Chinese firms: The Moderating Effects of Home Country Government Support and Host Country Institutions[J]. *Journal of International Business Studies*, 45: 428–449.

-
- Luo Y, Tung R L, 2007. International Expansion of Emerging Market Enterprises: A Springboard Perspective[J]. *Journal of International Business Studies*, 38(4): 481–498.
- Ma X, Tong W, Fitza M, 2013. How Much does Subnational Region Matter to Foreign Subsidiary Performance? Evidence from Fortune Global 500 Corporations' Investment in China[J]. *Journal of International Business Studies*, 44(1): 66-87.
- Martin R, Muûls M, de Preux L B, et al, 2012. Anatomy of a Paradox: Management Practices, Organizational Structure and Energy Efficiency[J]. *Journal of Environmental Economics and Management*, 63(2): 208-223.
- McConnell John J, Servaes H, 1990. Additional Evidence on Equity Ownership & Corporate Value[J]. *Journal of Financial Economics*, 27: 696-612.
- McGahan A M, Victor R, 2010. How Much does Home Country Matter to Corporate Profitability?[J]. *Journal of International Business Studies*, 41(1): 142 - 165.
- Miller S, Eden L, 2006. Local Density and Foreign Subsidiary Performance[J]. *Academy of Management Journal*, 49(2): 341-355.
- Mitchell W, Shaver J M, Yeung B, 1994. Foreign Entrant Survival and Foreign Market Share: Canadian Companies' Experience in United States Medical Sector Markets[J]. *Strategic Management Journal*, 15: 555-567.
- Moser P, Voena A, 2012. Compulsory Licensing: Evidence form the Trading with the Enemy Act[J]. *American Economic Review*, 102(1): 396-427.
- Myers S C, 1977. Determinants of Corporate Borrowing[J]. *Journal of Financial Economics*, 5: 147-175.
- Shirodkar V, Konara P, 2017. Institutional Distance and Foreign Subsidiary Performance in Emerging Markets: Moderating Effects of Ownership Strategy and Host-country Experience[J]. *Management International Review*, 57(2): 179-207.
- Tao F, Liu X, Gao L, et al, 2018. Expatriates, Subsidiary Autonomy and the Overseas Subsidiary Performance of MNEs from an Emerging Economy[J]. *International Journal of Human Resource Management*, 29(11): 1799-1826.
- UNCTAD, 2021. World Investment Report 2021 : Investing in Sustainable Recovery[R]. United Nations Conference on Trade and Development.
- Venkatraman N, Ramanujam V, 1986. Measurement of Business Performance in Strategy Research: a Comparison of Approaches[J]. *Academy of Management Review*, 11(4): 801 - 814.
- Wang C, Hong J, Kafouros M, Wright M, 2012. Exploring the Role of Government Involvement in Outward FDI from Emerging Economies[J]. *Journal of International Business Studies*, 43(7): 655–676.
- Zaheer S, 1995. Overcoming the Liability of Foreignness[J]. *Academy of Management Journal*, 38(2): 341 - 363.
- Zahra S A, Ireland R D, Hitt M A, 2000. International Expansion by New Venture Firms: International Diversity, Mode of Market Entry, Technological Learning, and Performance[J]. *Academy of Management Journal*, 43(5): 925 - 950.