

“一带一路”倡议与企业海外经营收入*

——影响效果及作用机制研究

刘霞¹ 王谊² 祝继高²



(1. 河北大学管理学院,河北 保定 071002;
2. 对外经济贸易大学国际商学院,北京 100029)

内容提要:本文基于2007—2018年A股上市公司数据,采用双重差分法检验“一带一路”倡议对中国企业海外经营收入的影响效果和作用机制。研究发现,“一带一路”倡议显著提升了参与企业的海外经营收入,并且该效应在全要素生产率不高、成本加成水平较低以及资本集中度偏低的企业中更为显著。此外,作用机制检验结果表明,“一带一路”倡议能够通过促进海外投资和抑制企业战略偏离风险,提升海外经营收入。本文的研究结果为“一带一路”倡议的政策效应研究提供了新的视角,对于深入理解“一带一路”倡议的经济效用、制定相应措施推动“一带一路”高质量发展具有启示意义。

关键词:“一带一路”倡议 海外经营收入 高质量发展 海外投资 战略偏离风险
中图分类号:F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)03—0080—18

一、引言

“新丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”(以下简称“一带一路”)倡议是由习近平主席于2013年9月、10月提出。目前“一带一路”倡议已经在全球政治、经济、文化等方面成为国际合作的重要平台。截至2019年9月底,中国企业在“一带一路”沿线国家的投资规模已经超过1000亿美元,承包工程达到0.72万亿美元,为沿线国家提供了30多万个就业岗位^①。“一带一路”倡议的实施以“共商、共建、共享”为指导原则,通过与沿线国家建立更加包容、普惠、共赢的新型合作关系,共同开创对外开放的新格局。Dunning(2001)^[1]指出,国家间的和谐关系可以视为企业跨国经营独特优势之一。因此,“一带一路”倡议倡导的和谐的外部关系,可能会加快企业海外销售渠道建设,扩大海外销售收入。但与此同时,“一带一路”建设也是一项涉及多方利益关系、庞大且复杂的系统工程,“一带一路”参与企业面临着各种宏、微观风险因素。这些风险因素相互交织、相互作用,使得企业海外经营收入的增长存在不确定性。那么,“一带一路”倡议对企业海外经营收入的影响程度究竟如何?“一带一路”倡议影响海外经营收入的作用机制是什么?

现有研究主要从母国、东道国和投资企业三个方面探究了“一带一路”倡议的影响。第一,通

收稿日期:2020-09-29

*基金项目:国家社会科学基金重大项目“‘一带一路’投资安全保障体系研究”(19ZDA101)。

作者简介:刘霞,女,副教授,管理学博士,研究领域是会计信息与资本市场,电子邮箱:liuxiacat0520@sina.com;王谊,女,博士研究生,研究领域是会计信息与资本市场,电子邮箱:wangyi_emily@126.com;祝继高,男,教授,博士生导师,研究领域是公司治理与资本市场,电子邮箱:jigao.zhu@foxmail.com。通讯作者:祝继高。

①数据来源:于佳欣,王雨萧. 中国企业对“一带一路”沿线国家的投资累计已超1000亿美元[EB/OL]. 新华网,http://www.xinhuanet.com/2019-09/29/c_1125057885.htm,2019-9-29.

过提升中国在全球价值链当中的地位(李俊久和蔡婉琳,2018^[2];彭澎和李佳熠,2018^[3])和加快国内过剩产能出清(杜龙政和林伟芬,2018)^[4]，“一带一路”倡议显著拉动了中国经济增长。第二，“一带一路”倡议通过显著促进沿线国家产业升级(贾妮莎和雷宏振,2019)^[5]、完善沿线国家基础设施(沈坤荣和金刚,2018)^[6]，以及促进当地就业增长(张原,2018)^[7]等途径，对东道国的经济发展起到了重要的促进作用。第三，“一带一路”倡议对于微观企业的影响，主要体现在：总体投资水平显著提升(陈胜蓝和刘晓玲,2018)^[8]、投资风险显著降低(孙焱林和覃飞,2018)^[9]、创新能力明显得到提升(王桂军和卢潇潇,2019a)^[10]、企业融资约束程度得到有效降低(徐思等,2019)^[11]、以全要素生产率提升为特征的投资企业的优化升级得到了切实推动(王桂军和卢潇潇,2019b)^[12]等方面。综上可知，现有文献并未全面探讨“一带一路”倡议对微观参与企业海外经营收入的影响，尤其是未全面深入分析其中的影响机制。因此，本文致力于研究“一带一路”倡议对企业海外经营收入的影响效果和作用机制，助力企业把握“一带一路”倡议所带来的机遇，科学应对和有效防范“走出去”进程中所面临的经营风险，从而实现“一带一路”建设的高质量发展。

本文利用双重差分法，以2007—2018年的A股上市公司为研究对象，深入研究“一带一路”倡议对企业海外经营收入的影响效果和作用机制。研究发现，“一带一路”倡议对于参与企业的海外经营收入具有显著提升作用。本文采用安慰剂测试、倾向得分法匹配以及更换因变量衡量等方法进行稳健性测试，上述基本结论依然稳健。本文进一步针对基准回归结果，从全要素生产率、成本加成水平和资本密集度三个方面进行了企业异质性分析。结果表明，对于一些生产率偏低、资本集中度不高和成本加成较低的企业，“一带一路”倡议的实施对其海外经营收入的提升具有更显著的促进作用。作用机制分析表明，“一带一路”倡议能够通过促进海外投资和抑制企业战略偏离风险提升海外经营收入。

相比已有的研究，本文的贡献主要体现在以下方面：第一，“一带一路”倡议是一项重要的宏观政策。现有研究更多是以“一带一路”倡议作为研究背景，以沿线国家为样本探讨对外投资对母国和东道国的经济影响。本文基于企业微观经济行为数据，通过理论分析和实证研究直接检验“一带一路”倡议的政策效应。研究结果对于从理论和实践层面探讨如何推动“一带一路”建设迈向高质量发展具有重要意义。第二，目前关于“一带一路”倡议对微观企业的影响研究主要集中于投资金额、投资效率和投资风险等方面，较少涉及更为具体的海外经营绩效，较难准确衡量“一带一路”倡议的微观成效，对企业国内、国外经营活动并没有进行有效区分。本文从企业海外经营收入方面入手分析，明确了“一带一路”倡议的实施效果，有助于准确评价“一带一路”倡议的微观经济成效。第三，除详细探讨“一带一路”倡议对企业海外经营收入的影响及其异质性以外，本文进一步分析了“一带一路”倡议促进海外经营收入的内在作用机制，拓展和丰富了“一带一路”政策效应研究。

二、研究假设

1. “一带一路”倡议与企业海外经营收入

在“一带一路”倡议的推动下，企业进一步“走出去”，实现了技术创新、产业结构优化、全球价值链地位提升和转型升级。随着企业投资规模的提升和投资边际的拓展，“一带一路”倡议可能进一步从以下方面提升参与企业的海外经营收入：第一，不同于传统自由贸易，“一带一路”倡议下的对外经贸合作是在政府间协调和支持下开展的(王桂军和卢潇潇,2019a)^[10]。在“一带一路”倡议下，政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通和民心相通(以下简称“五通”)建设得以大力推进，有利于优化海外经营环境，为企业海外经营创造良好的机会，并推动企业对外投资(吕越等,2019)^[13]。随着对外投资机会的增加和投资规模的扩大，海外经营收入将可能进一步提升。第二，“一带一路”沿线部分国家或地区具有相对薄弱的科技和生产水平，企业对沿线国家的对外投资

以顺梯度投资作为主要方式(刘震,2017)^[14]。在顺梯度对外投资下,投资企业通常相对于当地企业具有比较优势,东道国相较于投资国可能具有更低的生产成本和更广阔的市场空间,有利于投资企业在产品技术水平和质量相同的前提下,获得更高的利润和更大的市场份额,扩大海外经营收入规模。第三,“走出去”不仅是保持当前中国经济长期增长的重要源动力,也为企业的未来发展明确了重要的战略方向。根据陈胜蓝和刘晓玲(2018)^[8]的研究,“一带一路”倡议能够在一定程度上降低公司未来收益的不确定性,减少海外经营收益的波动。在“一带一路”倡议的支持下,企业国际市场的开拓进程得到了明显加快,新的利润增长点得以更好地发掘,市场需求得到更好地满足,企业海外经营收入得到有效提升。综合来看,“一带一路”倡议使国际营商环境得到了有效改善,企业海外市场实现了有效拓展,企业的国际化发展获得了崭新的机遇。随着企业海外市场的扩大和海外收益不确定性的降低,“一带一路”倡议参与企业的海外经营收入可能进一步提升。因此,本文提出如下假设:

H₁:“一带一路”倡议能够显著提升参与企业海外经营收入。

2. “一带一路”倡议、企业异质性与企业海外经营收入

根据企业异质性贸易理论(Heterogeneous Firm Trade Theory),企业在国际经济贸易行为方面的差异,主要是由不同企业在生产率、资本密集度和技能等方面的异质性导致的(毛其淋和盛斌,2013)^[15]。因此,本文需要从全要素生产率、成本加成和资本密集度三个方面进行异质性分析:

第一,企业在自身生产率较低的情况下独自进军海外市场会面临很多困难,其中高额的固定成本(Melitz,2003)^[16]、激烈的市场竞争(Bloom等,2016)^[17]最为主要。相较于生产率较高的公司,生产率较低的企业为了生存对各种投资机会会更加敏感。已有文献发现,对外投资对“一带一路”倡议的响应主要来自于生产率较低的企业(陈胜蓝和刘晓玲,2018)^[8],说明生产率较低的企业更能够抓住“一带一路”倡议的机会积极参与对外经贸合作。对于这些自身资源优势相对不足的企业,“一带一路”倡议通过各项政策措施帮助“走出去”的企业弥补缺陷,使得企业能够更多地享受到政府补贴、税收优惠以及融资和制度上的便利(林毅夫等,2018)^[18]。这些优惠措施可以降低生产率较低企业的融资约束,增强企业资金运转和生产经营能力,促进企业快速建立海外市场销售渠道。同时,生产率较低的企业还能通过“走出去”从国外市场学习到更多先进的技术和经验,提高产品质量,提升生产率(戴觅等,2014)^[19]。Du和Zhang(2018)^[20]发现,那些自身优势不足的企业更可能从“一带一路”倡议中获利。因此,可以预期生产率较低的企业更有动机积极参与“一带一路”建设,提升海外经营收入。

第二,成本加成反映了企业在国际贸易中的市场力量(余森杰和袁东,2016)^[21],直接决定了企业在产品生产过程中的利润分配格局(Edmond等,2015)^[22]。已有文献发现,公司投资对“一带一路”倡议的积极响应主要来自于成本加成较低的公司(陈胜蓝和刘晓玲,2018)^[8]。由于对产品的定价权和市场影响力相对薄弱,低成本加成的企业利润率较低。较低的利润率和过度的竞争,使得低成本加成企业需要持续关注如何维持和扩大市场份额。“一带一路”倡议提供的政策措施有利于企业降低生产成本和交易成本,从而有更大的经营空间扩展海外市场。现有研究表明,市场寻求型海外直接投资扩大了企业市场份额,进而能够增加企业利润(蒋冠宏,2017)^[23]。因此,可以预期低成本加成的企业能够主动抓住“一带一路”倡议的政策机遇,主动“走出去”扩大市场份额,提升海外经营收入。

第三,资本密集度会因为企业所处行业的不同而具有较大的差异,也会导致企业海外经营收入的不同(蒋冠宏,2017^[23];Cingano,2014^[24])。资本密集型行业进入东道国的门槛会显著高于劳动密集型行业(蒋冠宏,2017)^[23]。加之随着国内生产成本的上漲,国内市场的获利空间越来越小,资本密集度低的企业更有动机也更容易打开海外市场。许多民营企业相较于大型国有企业,资本密

集度更低(高波阳等,2019)^[25]。Du和Zhang(2018)^[20]发现,“一带一路”倡议下的政策支持和政府间协调,能够弥补民营企业在对外投资优势方面的不足。因此,可以预期资本密集度低的企业更有动机积极拓展海外市场,提升海外经营收入,以获取更高的利润空间。

因此,本文提出如下假设:

H_{2a}:相较于全要素生产率较高的企业,参与“一带一路”倡议对全要素生产率较低的参与企业的海外经营收入提升作用更显著。

H_{2b}:相较于成本加成水平较高的企业,参与“一带一路”倡议对成本加成水平较低的参与企业的海外经营收入提升作用更显著。

H_{2c}:相较于资本密集度较高的企业,参与“一带一路”倡议对资本密集度较低的参与企业的海外经营收入提升作用更显著。

三、研究设计与描述性统计

1. 数据来源和样本选择

本文采用的研究样本为2007—2018年拥有海外业务收入的A股上市公司,对原始数据进行下列处理:①由于金融行业企业的财务报表与非金融企业存在差异,因此将银行、保险等金融类企业从样本中剔除;②剔除样本期间控制变量存在缺失,以及出现重组、破产等重大变动的观测值;③对模型中全部连续变量进行了1% Winsorize处理,共计得到18106个观测值。企业海外经营数据主要来自Wind数据库,其他数据来自CSMAR数据库。

2. 变量定义

(1)因变量。海外营业收入(*Overseas*)采用海外营业收入加1取自然对数来衡量^①。

(2)自变量。借鉴徐思等(2019)^[11]的方法,根据同花顺“一带一路”概念板块对“一带一路”倡议参与企业(*Treat*)进行识别。亦有研究按照企业注册地所在省份是否为“一带一路”重点省份的标准,对“一带一路”参与企业进行划分(陈胜蓝和刘晓玲,2018^[8];王桂军和卢潇潇,2019b^[12])。本文认为,同花顺“一带一路”概念板块按照企业营业范围和业务发展方向进行划分,更加准确。按照企业注册地进行划分,难免会将并不属于“一带一路”重点省份但营业范围与“一带一路”倡议一致的企业划分出去,也会将注册地所在省份为“一带一路”重点省份,但海外经营范围和发展方向与“一带一路”倡议并不契合的企业划入,从而造成变量识别偏误。

对于“一带一路”倡议发布时间变量(*Post*),参考陈胜蓝和刘晓玲(2018)^[8]、王桂军和卢潇潇(2019a)^[10]的处理方式,将政策冲击事件发生的年份设定为2015年。2015年及以后的年度设定为1,否则为0。将2015年作为事件发生年份的主要原因是:①2015年“一带一路”倡议进入务实推进阶段。《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》是由国家发改委、外交部和商务部于2015年3月联合发布的,它阐明了“一带一路”建设的具体方案,自此,处于顶层设计阶段的“一带一路”倡议随着它的发布切实进入到了务实阶段。②“一带一路”建设对企业海外经营收入提升效应从产生到效应的最大化需要一定的时间,提升效应无法立刻凸显,采用2015年作为政策冲击时间更加符合实际效果。

(3)控制变量。本文参考已有文献,对总资产(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、股权集中度(*Top1*)、固定资产占比(*Fix*)等变量进行了控制。总资产可以使规模经济对经营收入的影响受到控制(Gomes和Ramaswamy,1999)^[26]。资产负债率能够控制资本结构对企业业绩的影响(Hitt等,2006)^[27]。由于大小股东的利益存在差异性,大股东会出于自身利益考虑而采取各种手段,可能会侵害中小股

① 由于本文样本中含有海外营业收入为0的观测,本文先将所有观测的海外营业收入加1后,再取自然对数。

东的利益(Johnson 等,2000)^[28],因此,采用第一大股东持股比例控制第二类代理问题的影响。Lu 等(2010)^[29]认为,海外经营企业需要克服的固定成本要高于国内生产企业。因此,本文采用固定资产占比衡量固定成本对海外经营收入的影响。此外,企业海外经营收入还会受到盈利能力(*ROA*)、资金流(*CFO*)、成长机会(*Growth*)(唐贵瑶等,2019)^[30]、企业年龄(*Age*)(邓新明,2011)^[31]以及产权特征(*SOE*)(张纯和高吟,2010)^[32]等因素的影响,本文也进行了控制。具体变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量	定义
<i>Overseas</i>	海外经营收入, $\ln(1 + \text{海外营业收入})$
<i>Treat</i>	若为“一带一路”倡议参与企业,则取值为 1,否则为 0。
<i>Post</i>	2015 年及以后为 1,否则为 0
<i>Size</i>	期末总资产的自然对数
<i>Lev</i>	期末负债总额/期末总资产
<i>Fix</i>	期末固定资产净额/总资产
<i>CFO</i>	经营活动现金净流量/总资产
<i>Growth</i>	本期营业收入增长额/上期营业收入
<i>Age</i>	本期资产负债表日与成立日之差的対数
<i>ROA</i>	本期净利润/期末总资产
<i>Top1</i>	第一大股东持股数/总股数
<i>SOE</i>	若实际控制人为国有则取值为 1,否则为 0

资料来源:作者整理

3. 模型设计

参考陈胜蓝和刘晓玲(2018)^[8]、王桂军和卢潇潇(2019b)^[12]以及徐思等(2019)^[11]的研究,采用双重差分法(DID)对基本假设进行检验。在模型设定上,若 *Treat* 为 1,表示样本企业为处理组;若 *Treat* 为 0,表示样本企业为控制组。*Treat* 的系数 β_1 反映了“一带一路”倡议实施之前,参与企业与未参与企业在海外经营收入上的差异。*Post* 反映“一带一路”倡议具体实施时间,2015 年之前为 0,2015 年及以后为 1。*Post* 的系数 β_2 反映了“一带一路”倡议实施前后,未参与企业在海外经营收入上的差异。*Treat* 与 *Post* 交乘项的系数 β_3 是本文的关注重点,它反映了“一带一路”倡议实施后,参与企业海外经营收入与未参与企业海外经营收入的差异。本文对标准误进行了企业一年度层面的双 Cluster 调整。具体模型如下:

$$Oversears_{it} = \beta_0 + \beta_1 Treat_{it} + \beta_2 Post_{it} + \beta_3 Treat_{it} \times Post_{it} + \beta_4 Control_{it} + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

4. 描述性统计结果

表 2 为描述性统计结果。可以看出,海外经营收入最小值为 0,最大值为 23.73,均值为 15.30,反映出样本企业在海外经营方面差异较大。样本企业中“一带一路”倡议参与企业占比为 8.81%。资产负债率的最小值为 4.35%、最大值为 100%,反映出样本企业在负债程度方面存在较大的差异。总资产收益率均值和营业收入成长率均值分别为 3.90% 和 20.81%,表明企业的盈利能力和成长性较好。样本企业平均的固定资产净额占资产总额的比率为 15.41%。第一大股东持股比例为 34.63%,其中 37.69% 为国有企业。

表 2 描述性统计结果

变量	样本量	均值	25%分位数	中位数	75%分位数	标准差	最小值	最大值
<i>Overseas</i>	18106	15.2928	15.4861	18.6136	20.1026	7.8071	0.0000	23.7321
<i>Treat</i>	18106	0.0881	0.0000	0.0000	0.0000	0.2835	0.0000	1.0000
<i>Size</i>	18106	21.7801	20.9608	21.6460	22.4189	1.1826	19.1612	25.4676
<i>Lev</i>	18106	0.4317	0.2589	0.4223	0.5893	0.2173	0.0435	1.0000
<i>Growth</i>	18106	0.2081	-0.0224	0.1211	0.2958	0.5457	-0.7074	3.8953
<i>Fix</i>	18106	0.1541	0.0340	0.1119	0.2312	0.1482	0.0000	0.6378
<i>CFO</i>	18106	0.0416	-0.0033	0.0381	0.0877	0.0884	-0.2495	0.3224
<i>Top1</i>	18106	0.3463	0.2317	0.3288	0.4468	0.1466	0.0852	0.7382
<i>SOE</i>	18106	0.3769	0.0000	0.0000	1.0000	0.4846	0.0000	1.0000
<i>ROA</i>	18106	0.0390	0.0124	0.0369	0.0699	0.0676	-0.2653	0.2394
<i>Age</i>	18106	2.7299	2.4849	2.7726	2.9957	0.3830	0.6931	3.9512

资料来源:作者整理

表 3 列示了对“一带一路”参与和未参与企业的主要特征进行均值和中值差异性检验的结果。从表 3 可以看出,参与“一带一路”倡议的企业(处理组)的海外经营收入明显高于未参与企业(控制组),初步支持了假设 H_1 。“一带一路”倡议参与企业的规模、资产负债率、第一大股东持股比例以及国有企业比率明显高于未参与企业,但在固定资产占比、经营活动现金流量、总资产收益和企业年龄方面却低于未参与企业,需要在模型回归中进一步检验。

表 3 分组检验描述性统计结果

变量	处理组				控制组				均值差异 (t 值检验)	中值差异 (Wilcoxon 检验)
	样本量	均值	中值	方差	样本量	均值	中值	方差		
<i>Overseas</i>	1596	16.2354	19.7331	8.3680	16510	15.2016	18.5381	7.7445	1.0338 ***	98.1810 ***
<i>Size</i>	1596	22.5713	22.3661	1.4228	16510	21.7036	21.5983	1.2287	0.8677 ***	312.1490 ***
<i>Lev</i>	1596	0.5315	0.5452	0.2068	16510	0.4220	0.4112	0.2166	0.1095 ***	290.3150 ***
<i>Growth</i>	1596	0.2196	0.1070	0.6041	16510	0.2070	0.1222	0.5495	0.0126	4.1811 **
<i>Fix</i>	1596	0.1434	0.0860	0.1589	16510	0.1552	0.1150	0.1479	-0.0118 ***	32.0590 ***
<i>CFO</i>	1596	0.0349	0.0310	0.0871	16510	0.0422	0.0390	0.0889	-0.0072 ***	13.0861 ***
<i>Top1</i>	1596	0.3958	0.3850	0.1554	16510	0.3415	0.3220	0.1455	0.0542 ***	84.4291 ***
<i>SOE</i>	1596	0.6059	1.0000	0.4888	16510	0.3548	0.0000	0.4788	0.2511 ***	390.6231 ***
<i>ROA</i>	1596	0.0335	0.0301	0.3610	16510	0.0395	0.0381	0.0691	-0.0060 ***	56.2050 ***
<i>Age</i>	1596	2.7020	2.7732	0.4144	16510	2.7326	2.7732	0.3789	-0.0306 ***	2.2430

注:***、**、* 分别表示回归系数在 1%、5% 和 10% 水平上显著

资料来源:作者整理

本文也检验了各变量间的相关系数^①。*Treat* 和 *Post* 与 *Overseas* 的相关性均显著。自变量与每个控制变量之间,以及各个控制变量之间的相关性均较低,表明当前的模型中并不存在严重的多重共线性问题。

① 限于篇幅,未展示各变量间的相关系数,备案。

四、基本结果分析

1. “一带一路”倡议对海外经营收入的影响效果

表4对模型(1)的基准回归结果进行了列示。其中,未引入控制变量与行业特征的回归结果列示为第(1)列,引入控制变量但未控制行业特征的回归结果列示为第(2)列,同时引入控制变量和行业特征的回归结果列示为第(3)列。可以看出,*Treat*的系数只在第(1)列显著,其余两列均不显著,说明参与企业与未参与企业在“一带一路”倡议实施之前海外经营收入并没有显著差异。*Treat*与*Post*交乘项系数均具有5%的显著性水平,且系数显著为正,说明相较于未参与企业,“一带一路”倡议参与企业的海外经营收入在“一带一路”倡议提出后得到了显著提升。根据表4第(3)列的回归结果,在控制其他企业特征变量的条件下,“一带一路”倡议使得参与企业的海外经营收入提升了约1.1倍(109.79%),相当于样本期间所有样本企业海外经营收入变动的14.06%($1.0979/7.8071=0.1406$)。这表明,本文的基准回归结论不仅具有统计意义,也具有显著的经济意义。此外,企业规模与海外经营收入正相关。固定资产投资比重高的企业海外经营收入更好。资产负债率越高,企业财务压力越大,影响了海外经营收入的提升。

表4 “一带一路”倡议与海外经营收入

变量	因变量:海外经营收入		
	(1)	(2)	(3)
<i>Treat</i>	0.6948 *** (2.6176)	-0.2458 (-0.3775)	-0.3226 (-0.5278)
<i>Post</i>	1.7214 *** (14.1904)	1.8850 *** (4.1620)	1.3747 *** (3.8474)
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.9753 ** (2.3645)	1.0794 ** (2.1691)	1.0979 ** (2.2790)
<i>Size</i>		1.4215 *** (9.2138)	1.6385 *** (11.8053)
<i>Growth</i>		-0.2375 (-1.2216)	-0.0817 (-0.5427)
<i>Fix</i>		4.6899 *** (4.2345)	2.1602 ** (2.2906)
<i>Lev</i>		-1.3457 * (-1.7380)	-0.7188 (-0.9061)
<i>CFO</i>		2.1557 * (1.7191)	1.8697 * (1.6856)
<i>Top1</i>		-0.8974 (-0.9978)	0.0295 (0.0374)
<i>SOE</i>		-0.4390 (-1.3175)	-0.1675 (-0.5447)
<i>ROA</i>		-0.8150 (-0.4001)	-0.8293 (-0.5031)
<i>Age</i>		-1.4849 *** (-4.1881)	-0.5576 * (-1.6721)

续表 4

变量	因变量:海外经营收入		
	(1)	(2)	(3)
常数项	14.4322 *** (177.9517)	-12.1416 *** (-3.6364)	-19.7686 *** (-3.8154)
行业固定效应	否	否	是
N	18106	18106	18106
调整 R ²	0.0148	0.0641	0.1644

注:回归标准误全部经过了年度—行业层面的双 Cluster 调整;括号内表示的是 t 统计量;***、**、* 分别表示回归系数在 1%、5% 和 10% 水平上显著,下同

资料来源:作者整理

为了全面了解“一带一路”倡议对海外经营收入的影响,本文还从海外经营收入的成长性与波动性方面进行了分析。首先,表 5 中分别针对“一带一路”倡议参与和未参与企业的海外经营收入与国内经营收入的成长性和波动性进行了比较分析。其中,Overg 为海外经营收入的成长性,Interg 为国内经营收入的成长性,Oversd 为海外经营收入的波动性,Intersd 为国内经营收入的波动性。为了衡量 2007—2018 年海外经营收入成长性,本文将样本区间向前扩展至 2006 年。从表 5 可以看出,“一带一路”倡议参与企业的海外经营收入成长性更高,国内经营收入的成长性也更高。

表 5 分组检验收入成长性和波动性

变量	“一带一路”倡议参与企业				“一带一路”倡议未参与企业				均值差异 (t 值检验)	中值差异 (Wilcoxon 检验)
	样本量	均值	中值	方差	样本量	均值	中值	方差		
Overg	1596	0.4486	0.0032	4.6278	16510	0.3885	0.0231	4.4777	1.0338 ***	2.6254
Interg	1596	-0.0169	0.0031	0.9927	16510	-0.0332	0.0672	0.9219	0.8677 ***	1.1351
Oversd	1596	0.0899	0.0354	0.1607	16510	0.0745	0.0314	0.1407	0.0154 ***	16.5582 ***
Intersd	1596	0.1397	0.0804	0.2492	16510	0.1302	0.0782	0.2975	0.0095 **	1.6173

资料来源:作者整理

对于海外经营收入的波动性,本文参考现有研究(Boubakri 等,2013^[33];余明桂等,2013^[34];何瑛等,2019^[35]),利用观测时段内海外营业收入与总资产之比(OS)的波动程度来衡量海外经营收入波动水平。该指标的具体算法如下:①将 OS 减去行业一年度均值得到 Adj_OS(模型(2)),以缓解行业及周期的影响。②以每三年为一个观测时段,滚动计算经行业调整后的 OS 的标准差(模型(3))。国内经营收入的波动性也采用类似的方法进行衡量,采用国内经营收入与总资产之比的波动性进行衡量。同时,为了衡量 2007—2018 年海外经营收入波动性和国内经营收入波动性,本文将样本区间向前扩展至 2005 年。从表 5 可以看出,“一带一路”倡议参与企业的海外经营收入波动性的均值和中位数显著高于未参与企业。“一带一路”倡议参与企业的国内经营收入波动性的均值高于未参与企业。由于收入波动性能够反映企业风险承担能力,因此,表 5 的结果表明,“一带一路”建设参与企业的风险承担能力更高。

$$Adj_OS_{it} = OS_{it} - \frac{1}{X} \sum_{k=1}^x OS_{ik} \quad (2)$$

$$OS_D_{it} = \sqrt{\frac{1}{2} \sum_{t=1}^3 (Adj_OS_{it} - \frac{1}{3} \sum_{t=1}^3 Adj_OS_{it})^2} \quad (3)$$

在上述描述性统计的基础上,本文分别对“一带一路”倡议对海外经营收入成长性和波动性的影响进行了回归分析。表 6 中第(1)和(2)列分别列示了按照行业一年度中位数将海外经营收入

的成长率划分为高、低两组的回归结果。可以看出,对于海外经营收入成长缓慢的企业,参与“一带一路”倡议显著提升了企业海外经营收入成长率。表6中第(3)和(4)分别列示了“一带一路”倡议对海外经营收入波动性的影响。由回归结果可以发现,对于海外经营收入波动性水平低的企业,参与“一带一路”倡议能够显著提升海外经营收入波动性,说明“一带一路”倡议提升了这些企业海外业务风险承担能力。与 Du 和 Zhang(2018)^[20]的研究结论一致,即自身优势不佳的企业更能从“一带一路”倡议中获益。

表6 海外经营收入不同成长水平和波动水平

变量	因变量:海外经营收入成长率	
	海外经营收入成长率低	海外经营收入成长率高
	(1)	(2)
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.9671 *** (2.7505)	0.0751 (0.2358)
常数项	-27.8462 *** (-5.8182)	-22.2741 *** (-2.7531)
控制变量	是	是
行业固定效应	是	是
N	8539	9567
调整 R ²	0.0346	0.0450

变量	因变量:海外经营收入波动性	
	海外经营收入波动率低	海外经营收入波动率高
	(3)	(4)
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	1.0110 * (1.9031)	0.7537 (0.7319)
常数项	-23.2030 *** (-3.9284)	-7.6421 *** (-3.3598)
控制变量	是	是
行业固定效应	是	是
N	9624	8464
调整 R ²	0.2775	0.1326

资料来源:作者整理

2. 稳健性检验

(1)为了确保基准回归结果具有较强的稳健性,本文参考 Topalova(2010)^[36]和吕越等(2019)^[13]的做法,进行安慰剂检验。安慰剂检验中,本文将样本区间设定为2007—2015年,将*Post*时间提前至2015年之前的某个时期。具体而言,分别将*Post*的时间节点提前为2008年、2009年、2010年、2011年和2012年,然后再次进行回归,结果列示于表7的第(1)~(5)列中。可以发现,表7中*Treat*与*Post*交乘项的系数均不显著,说明“一带一路”倡议提出之前企业海外经营收入没有出现较大差异,有效地排除了本文基准检验结果是伪回归的可能性,表明本文结论具有较强的稳健性。

表 7 安慰剂检验结果

变量	因变量:海外经营收入				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Treat × Post</i>	-0.1875 (-0.0387)	-0.0052 (-0.0313)	0.0873 (0.2639)	0.0951 (0.2724)	0.2770 (0.8794)
常数项	-34.2807*** (-6.6018)	-33.5015*** (-6.4145)	-32.9287*** (-6.1393)	-32.7041*** (-6.0952)	-32.9048*** (-6.0677)
控制变量	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是
N	10070	10070	10070	10070	10070
调整 R ²	0.1694	0.1711	0.1725	0.1730	0.1727

资料来源:作者整理

(2)为了避免研究中可能存在的系统差异,本文进行了平行趋势检验。将 *Post* 变量进行拆分,检验了“一带一路”倡议实施前后三年的效果,如图 1 所示^①。图 1 表明,在“一带一路”倡议提出之前,处理组、控制组所具有的海外经营收入能够基本满足平行趋势假设。“一带一路”倡议提出前(即 2015 年之前),*Treat* 和 *Post* 交乘项系数在 0 附近波动,“一带一路”倡议提出之后(2015 年之后)显著为正。结果表明,“一带一路”倡议实施之前,处理组和控制组的海外经营收入不存在显著差异。“一带一路”倡议实施之后,参与“一带一路”倡议的企业海外经营收入显著提高。

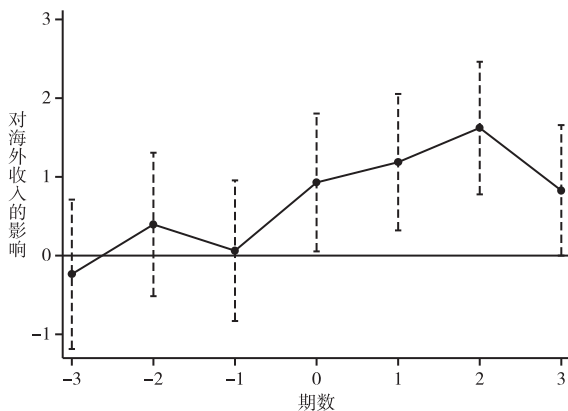


图 1 平行趋势检验图

资料来源:作者整理

(3)为了避免样本选择偏差带来的影响,本文使用倾向得分匹配法(PSM)重新选定样本。本文采用 Logit 模型,以是否为“一带一路”倡议参与企业作为因变量,以基准回归模型中的控制变量作为解释变量,估计每个样本被识别为“一带一路”参与企业的倾向得分。本文先按照 1:1 的比例从非“一带一路”板块中选择与“一带一路”板块中企业最为接近的样本作为控制组,进行最近邻有放回匹配,然后采用匹配后的样本重新进行双重差分模型检验。由表 8 第(1)列的回归结果可以

^① 图中“-3”表示样本年份是“一带一路”倡议实施前三年,“-2”表示样本年份是“一带一路”倡议实施前两年,“-1”表示样本年份是“一带一路”倡议实施前一年。“0”表示样本年份是“一带一路”倡议实施当年。“1”表示样本年份是“一带一路”倡议实施后一年,“2”表示样本年份是“一带一路”倡议实施后两年,“3”表示样本年份是“一带一路”倡议实施后三年。图中圆点表示“一带一路”倡议对于企业海外收入影响的点估计值,虚线表示 90% 置信区间。

看出,基准研究结论依然成立。为了进一步验证研究结论的稳健性,本文又采用了 PSM 中的卡尺半径(0.0001)标准选取控制组样本,重新进行双重差分模型回归。由表 8 第(2)列结果可见,基准研究结论依然成立。因此,本文的基准研究结论在通过倾向得分配比法缓解样本选择偏差的影响之后,依然不变。

表 8 PSM 检验

变量	因变量:海外经营收入	
	PSM 近邻配比	PSM 卡尺配比
	(1)	(2)
<i>Treat × Post</i>	1.5079 ** (2.4292)	1.4706 ** (2.5664)
常数项	-24.3195 *** (-4.5361)	-28.9406 *** (-6.8188)
控制变量	是	是
行业固定效应	是	是
N	2830	17475
调整 R ²	0.1737	0.1602

资料来源:作者整理

(3)变更因变量的衡量。本文采用海外营业收入与主营业务收入之比重新衡量海外经营收入,根据表 9 中的第(1)列所列示出的结果,回归结果具有稳健性。

(4)改变“一带一路”倡议的政策冲击时间。除了以 2015 年作为“一带一路”倡议发布时间,也有学者(王桂军和卢潇潇,2019b^[12];徐思等,2019^[11])将 2014 年作为“一带一路”倡议政策冲击的时间。本文也采用这一方法重新对 *Post* 进行设定,并对模型(1)进行回归,回归结果稳健,如表 9 第(2)~(4)所示。

表 9 稳健性检验

变量	因变量:海外经营收入			
	改变因变量衡量	改变 <i>Post</i> 时间设定		
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Treat × Post</i>	0.1087 * (1.7746)	0.9103 ** (2.2394)	1.0022 ** (2.0551)	0.9219 * (1.9063)
常数项	1.4262 ** (2.1010)	14.2848 *** (160.5011)	-12.1994 *** (-3.8507)	-19.7143 *** (-3.8509)
控制变量	是	是	是	是
行业固定效应	是	否	否	是
N	18106	18106	18106	18106
调整 R ²	0.0175	0.0144	0.0650	0.1645

资料来源:作者整理

(5)为更好地对因果关系进行反映,本文对所有控制变量进行滞后处理,均滞后一期,回归结果仍然稳健,具体回归结果如表 10 所示。

表 10 控制变量滞后一期的结果

变量	因变量:海外经营收入		
	(1)	(2)	(3)
<i>Treat × Post</i>	0.9631 ** (2.1760)	1.0675 ** (2.2853)	1.0355 ** (2.2037)
常数项	14.3112 *** (157.9040)	-12.8201 *** (-3.9971)	-24.9033 *** (-5.8230)
控制变量	是	是	是
行业固定效应	否	否	是
N	15666	15666	15666
调整 R ²	0.0113	0.0629	0.1617

资料来源:作者整理

(6)以上研究结果没有考虑样本期间内从未参与过海外经营的其他 A 股非金融类上市公司。为了进一步验证结论的稳健性,本文将样本扩展至样本区间内所有的 A 股非金融类上市公司重新回归。根据表 11 所示结果,基准研究结论在进行样本扩充后仍然成立。

表 11 扩大样本规模回归结果

变量	因变量:海外经营收入		
	(1)	(2)	(3)
<i>Treat × Post</i>	0.7355 * (1.7078)	0.9829 *** (3.8760)	0.8737 *** (3.1698)
常数项	9.5986 *** (117.6853)	-6.4835 ** (-2.0432)	-23.8587 *** (-6.5940)
控制变量	是	是	是
行业固定效应	否	否	是
N	26610	26610	26610
调整 R ²	0.0088	0.0497	0.2558

资料来源:作者整理

五、异质性检验

1. 全要素生产率异质性的检验

为了探究“一带一路”倡议对于全要素生产率不同的企业的海外经营收入是否具有异质性的影响,本文按照全要素生产率的行业一年度中值对样本进行分组,然后分别对模型(1)进行回归检验。全要素生产率的计算方法分为两步(鲁晓东和连玉君,2012)^[37]:①对模型(4)进行回归,变量分别为营业收入(*Sales*)、资产(*Asset*)、购买商品和接受劳务支付的现金(*Cost*)、职工人数(*Labor*)。②计算全要素生产率,即模型(4)的残差。

$$\ln(Sales)_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(Asset)_{it} + \alpha_2 \ln(Cost)_{it} + \alpha_3 \ln(Labor)_{it} + v_{it} \quad (4)$$

按照全要素生产率分组回归的结果如表 12 第(1)列和第(2)列所示。可以看出,全要素生产率低的企业在参与“一带一路”倡议过程中,海外经营收入提升更为显著,证实了假设 H_{2a}。相较于全要素生产率高的企业,全要素生产率较低的企业更可能由于受到较高固定成本的影响,国外市场

较为难以开拓 (Melitz, 2003)^[16]。所以,全要素生产率较低的企业在贸易互通中受益更大,这些企业不仅会通过增加投资来对“一带一路”倡议进行积极响应 (陈胜蓝和刘晓玲, 2018)^[8],而且会通过积极主动参与地“一带一路”建设,实现海外经营收入的增加。

2. 成本加成异质性检验

本部分主要检验“一带一路”倡议在成本加成水平不同的企业中对海外经营收入影响的差异。本文借鉴陈胜蓝和刘晓玲 (2018)^[8]的研究,采用模型 (5) 计算成本加成。

$$\left(\frac{p-c}{p}\right)_{it} = 1 - \frac{1}{mkp_{it}} = \left(\frac{va-pr}{va+ncm}\right)_{it} \quad (5)$$

其中, p 和 c 分别表示产品的价格和边际成本,成本加成表示为 mkp ; 销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务所支付的现金则分别表示为 va 和 ncm ; 工资总额表示为 pr , 利用应付职工薪酬进行衡量。按照成本加成分组回归的结果如表 12 第 (3) 列和第 (4) 列所示。“一带一路”倡议对企业海外经营收入的提升在成本加成较低的企业中更为显著,证实了假设 H_{2b} 。即“一带一路”倡议对于以往在市场中竞争地位不高的企业更具有边际吸引力,这些企业的海外经营收入提升更为显著。

3. 资本密集度异质性检验

本文参考王桂军和卢潇潇 (2019a)^[10]的研究,以资产总额与职员人数之比的自然对数界定资本密集度,并按照行业一年度中位数进行分组,将高于中位数的样本界定为资本密集型企业,低于中位数的样本界定为非资本密集型企业,结果如表 12 第 (5) 列和第 (6) 列所示。“一带一路”倡议对企业海外经营收入的提升在资本密集度较低的企业中更为显著,证实了假设 H_{2c} 。综合上述分析和实证检验结果,本文的假设 H_2 得到了验证。

表 12 异质性检验

变量	因变量:企业海外经营收入					
	生产率高 (1)	生产率低 (2)	成本加成高 (3)	成本加成低 (4)	资本密集高 (5)	资本密集低 (6)
<i>Treat × Post</i>	0.9166 (1.4895)	1.2862* (1.9206)	0.4446 (0.5670)	1.6701** (2.4278)	0.4600 (0.7428)	1.7802** (2.4887)
常数项	-10.9279*** (-2.6919)	-32.6612*** (-7.1152)	-30.7401*** (-6.5174)	-17.0478*** (-3.7421)	-23.3738*** (-9.5024)	-22.0824*** (-3.6942)
控制变量	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
N	9330	8776	9221	8885	9107	8999
调整 R ²	0.1630	0.1791	0.1907	0.1693	0.1730	0.2003

资料来源:作者整理

六、作用机制分析

在前述假设分析部分,本文分别从促进海外投资、引发顺梯度投资和抑制战略偏离风险三个方面分析了“一带一路”倡议提升参与企业海外经营收入的可能路径。由于“一带一路”倡议引发顺梯度投资有利于投资企业获得更高的利润这一机制,在之前的研究中已经得到了充分的论证 (刘震, 2017)^[14],因此,本文在机制分析部分主要从“一带一路”倡议促进海外投资和“一带一路”倡议有利于抑制企业战略偏离风险两方面进行检验。

1. 促进海外投资

“一带一路”倡议为中国企业的海外投资创造了新的机遇。“五通”建设中,基础设施的互联互通是“一带一路”倡议的优先着眼点,这直接带来交通、能源和通信等产业的海外投资大幅增加(Du和Zhang,2018)^[20]。贸易互通与交易成本的降低又进一步促进我国企业对“一带一路”沿线国家的海外投资。海外投资的增加使得企业通过市场规模的扩大,不断累积经验,扩大出口,进而增加海外经营收入。

基于上述分析,本文检验海外投资在“一带一路”倡议和企业海外经营收入中的机制作用。关于海外投资(*Inv*),本文参考之前学者的研究方法(赵宸宇和李雪松,2017^[38];王桂军和卢潇,2019a^[10]),将上市公司名称与《境外投资企业(机构)名录》进行匹配判断上市公司在2007—2015年是否具有海外投资行为。由于2015年之后,商务部不再披露企业海外投资时间,因此,对于上市公司在2016—2018年是否具有海外投资行为,本文利用国泰安海外投资数据进行判断。经过上述处理,本文最终得到样本企业是否具有海外投资的二元离散变量 *Inv*。若 *Inv* = 1,表示企业当年具有海外投资,反之,说明没有海外投资。为了避免直接采用二元离散变量进行机制分析的结果出现偏误,本文参考王桂军和卢潇(2019a)^[10]的处理方法,先估计出当年样本企业海外投资的概率,并进行标准化处理,然后再基于标准化之后的结果进行机制作用分析。

2. 抑制战略偏离风险

企业战略具有全局性,对财务、营销、运营等各种活动都有深远影响,对于跨国经营的企业更是意义重大。战略偏离风险是指由于企业战略与行业常规战略之间的差异导致的风险。企业承担的风险在合理的范围内时,企业价值可能提升;但企业承担的风险一旦超过必要的限度,就会给企业绩效带来严重的负面影响。战略偏离风险实质上是由于战略偏离导致企业内部资源配置与常规战略资源配置的偏离(叶康涛等,2014)^[39]。在资源有限的条件下,企业要合理高效地配置资源,使其达到最高效的状态。“一带一路”倡议的提出,为企业内部资源有效配置提供了难得的机遇,有助于企业进一步明确海外经营战略。为了顺利推进“一带一路”倡议,国家发展改革委、商务部等各部门纷纷出台具体的落实措施,各省份也制定了相应的鼓励政策。上述举措均能够降低“一带一路”参与企业的海外战略偏离风险。

本文认为,战略偏离风险对企业海外经营收入存在以下三个方面的影响:第一,企业战略要符合监管要求。相较于偏离风险较高的战略,偏离风险较低的战略与行业常规战略更加接近,更不容易违背行业制度和行业规范。这在企业海外经营当中尤为重要。海外经营过程中,较低的战略偏离风险通常有利于企业降低或规避合规风险、获得合法性和政府的支持(Meyer和Rowan,1977)^[40]。第二,企业战略要符合行业特点。海外经营面临的巨大风险可能给企业造成严重损失。与行业常规战略偏离程度较低的战略模式不仅有助于企业降低对于不同战略的试验成本,而且有助于有效防范和化解行业风险(Geletkanycz和Hambrick,1997)^[41]。因此,符合行业特点的战略更有利于企业避免海外经营风险所导致的损失。第三,企业战略要考虑投资者的需求。战略极端化可能会提升利润,也可能导致巨大损失,因此,投资者会要求更高的报酬率,加大海外经营成本。

本文借鉴 Bentley 等(2013)^[42]与叶康涛等(2014)^[39]的方法衡量战略偏离风险,主要通过六个维度(即研发投入维度、广告和宣传投入维度、管理费用投入维度、固定资产更新维度、企业财务杠杆维度和资本密集度维度)进行。其中,对于研发投入维度、广告和宣传投入维度以及管理费用投入维度的具体衡量方法,是用无形资产净值、销售费用和管理费用在企业营业收入中所占的比例分别进行衡量。固定资产更新维度采用固定资产净值与原值比进行衡量。短期借款、长期借款和应付债券之和与所有者权益之比能够对财务杠杆维度进行衡量。固定资产与职工人数

之比能够对资本密集度维度进行衡量。本文先将这六个战略维度指标减去同行业当年度均值,然后与标准差相除进行标准化,并取绝对值。将每个样本企业标准化后的六个战略指标取平均值,即得到战略偏离风险(DS)。 DS 越大,说明企业战略模式与行业常规战略模式之间的偏离风险越大。

为了验证“一带一路”倡议通过增加海外投资、抑制战略偏离风险、提升海外经营收入的作用机制,本文借鉴温忠麟和叶宝娟(2014)^[43]一文,采用以下模型进行作用机制实证检验:①检验“一带一路”倡议能否提升企业海外经营收入,前文已验证;②检验“一带一路”倡议能否影响海外投资和战略偏离风险,采用模型(6)验证;③检验“一带一路”倡议和海外投资、战略偏离风险对海外经营收入的影响作用,采用模型(7)进行验证。

$$Inv_{it}(DS_{it}) = \delta_0 + \delta_1 Treat_{it} + \delta_2 Post_{it} + \delta_3 Treat_{it} \times Post_{it} + \delta_4 Control_{it} + \sum Industry + \rho_{it} \quad (6)$$

$$Overseas_{it} = \omega_0 + \omega_1 Inv_{it}(DS_{it}) + \omega_2 Treat_{it} + \omega_3 Post_{it} + \omega_4 Treat_{it} \times Post_{it} + \omega_5 Control_{it} + \sum Industry + \tau_{it} \quad (7)$$

由于战略偏离风险对海外经营收入的影响可能会滞后,本文使用 $t+1$ 期海外经营收入进行检验,回归结果如表 13 所示。可以看出,第(1)列中 $Treat$ 与 $Post$ 交乘项的系数显著为正,说明“一带一路”倡议显著提升了我国企业海外投资水平,与王桂军和卢潇潇(2019a)^[10]研究结论一致。第(2)列中 Inv_{it} 系数显著为正,说明海外投资增加能够显著提升海外经营收入。第(3)列中 $Treat$ 与 $Post$ 交乘项的系数显著为负,说明“一带一路”倡议显著抑制了战略偏离风险。第(4)列中 DS_{it} 系数显著为负,说明战略偏离风险越高越不利于企业海外经营收入增加。总之,根据温忠麟和叶宝娟(2014)^[43]一文,表 13 结果充分说明海外投资和战略偏离风险的中介作用效应显著,即“一带一路”倡议能够通过促进企业海外投资、抑制企业战略偏离风险,提升参与企业海外经营收入。

表 13 作用机制检验

变量	海外投资		战略偏离风险	
	Inv_{it}	$Overseas_{it}$	DS_{it}	$Overseas_{it+1}$
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Treat \times Post$	0.0585*** (3.4595)	0.7697 (1.5611)	-0.0204* (-1.8984)	0.9182* (1.8205)
Inv		1.2540*** (4.3442)		
DS				-1.9971*** (-4.4307)
常数项	-14.3540*** (-58.5747)	-2.7676 (-0.4493)	0.3891*** (3.2551)	-13.4185*** (-2.6741)
控制变量	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
N	18005	18005	15490	12584
调整 R^2	0.6399	0.2179	0.0866	0.1503

资料来源:作者整理

七、结论与启示

“一带一路”倡议是一个开放合作的倡议,它以和平、合作、发展、共赢作为核心理念,致力于使区域经济合作更加开放、包容、均衡、普惠,是对构建人类命运共同体所进行的一项伟大实践。本文以2007—2018年A股上市公司数据为样本,利用双重差分模型,较为全面地考察了宏观经济政策对微观企业海外经营收入的影响效果和作用机制。研究发现,“一带一路”倡议对于参与企业海外经营收入的提升具有显著促进作用,而且“一带一路”倡议对参与企业海外经营收入的提升作用在生产效率不高、成本加成较低以及资本密集度低的企业中更为显著。此外,“一带一路”倡议能够通过促进海外投资、降低战略偏离风险提升参与企业海外经营收入。

基于研究结果,本文提出如下建议:(1)国内企业应积极参与到“一带一路”建设进程当中,切实把握由“一带一路”倡议所创造的经贸合作重大发展机遇。具体而言,企业在参与“一带一路”建设过程中应注意两点:一是企业应紧跟国家政策,积极参与“一带一路”建设。尤其是生产率低、成本加成率低以及资本密集度低等自身优势不足的企业,“一带一路”倡议所构建的发展良机对于这些企业的海外发展而言是重大的利好条件。二是企业应不断增强拓展海外市场的意识。与此同时,企业也应注重海外运营风险,尤其要特别关注战略偏离风险,对“一带一路”建设过程中可能出现的风险进行预判,通过合理的事前设计进行防范,做好风险预警和风险应对,帮助企业“走出去”时更加有信心。(2)政府在“一带一路”倡议建设过程中,应充分发挥引领、指导、协调的作用,使中国企业的海外经营活动能够得到切实的保障。具体而言:①继续建立和完善“一带一路”沿线国家以及国家之间的对外投资制度体系和相关配套制度。在构建和完善各种投资制度的过程中,应注重国际间的交流与借鉴。②引导企业在制定海外发展战略时,主动与东道国发展规划相对接,充分考虑海外经营风险防控,推动“一带一路”高质量建设。

参考文献

- [1] Dunning, J. H. The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production: Past, Present and Future[J]. International Journal of the Economics of Business, 2001, (2): 173 - 190.
- [2] 李俊久, 蔡琬琳. 对外直接投资与中国全球价值链分工地位升级: 基于“一带一路”的视角[J]. 成都: 四川大学学报(哲学社会科学版), 2018, (3): 157 - 168.
- [3] 彭澎, 李佳熠. OFDI与双边国家价值链地位的提升——基于“一带一路”沿线国家的实证研究[J]. 南京: 产业经济研究, 2018, (6): 75 - 88.
- [4] 杜龙政, 林伟芬. 中国对“一带一路”沿线直接投资的产能合作效率研究——基于24个新兴国家、发展中国家的数据[J]. 北京: 数量经济技术经济研究, 2018, (12): 3 - 21.
- [5] 贾妮莎, 雷宏振. 中国OFDI与“一带一路”沿线国家产业升级——影响机制与实证检验[J]. 北京: 经济科学, 2019, (1): 44 - 56.
- [6] 沈坤荣, 金刚. 制度差异、“一带一路”倡议与中国大型对外投资——基于投资边际、模式与成败的三重视角[J]. 北京: 经济理论与经济管理, 2018, (8): 20 - 33.
- [7] 张原. 中国与“一带一路”沿线国家双向投资的就业效应研究[J]. 重庆: 西部论坛, 2018, (3): 42 - 57.
- [8] 陈胜蓝, 刘晓玲. 公司投资如何响应“一带一路”倡议? ——基于准自然实验的经验研究[J]. 上海: 财经研究, 2018, (4): 20 - 33.
- [9] 孙焱林, 覃飞. “一带一路”倡议降低了企业对外直接投资风险吗[J]. 北京: 国际贸易问题, 2018, (8): 66 - 79.
- [10] 王桂军, 卢潇潇. “一带一路”倡议可以促进中国企业创新吗[J]. 上海: 财经研究, 2019a, (1): 19 - 34.
- [11] 徐思, 何晓怡, 钟凯. “一带一路”倡议与中国企业融资约束[J]. 北京: 中国工业经济, 2019, (7): 155 - 173.
- [12] 王桂军, 卢潇潇. “一带一路”倡议与中国企业升级[J]. 北京: 中国工业经济, 2019b, (3): 43 - 61.
- [13] 吕越, 陆毅, 吴高博, 王勇. “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]. 北京: 经济研究, 2019, (9): 187 - 202.

- [14] 刘震. “一带一路”背景下我国企业顺梯度 OFDI 的经济效应[J]. 北京: 经济管理, 2017, (12): 24 - 40.
- [15] 毛其淋, 盛斌. 贸易自由化、企业异质性与出口动态——来自中国微观企业数据的证据[J]. 北京: 管理世界, 2013, (3): 48 - 68.
- [16] Melitz, M. J. The Impact of Trade on Intra-industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity[J]. *Econometrica*, 2003, 71, (6): 1695 - 1725.
- [17] Bloom, N., M. Draca, and J. Van Reenen. Trade Induced Technical Change? The Impact of Chinese Imports on Innovation, IT and Productivity[J]. *The Review of Economic Studies*, 2016, 83, (1): 87 - 117.
- [18] 林毅夫, 向为, 余森杰. 区域型产业政策与企业生产率[J]. 北京: 经济学(季刊), 2018, (2): 781 - 800.
- [19] 戴觅, 余森杰, Madhura Maitra. 中国出口企业生产率之谜: 加工贸易的作用[J]. 北京: 经济学(季刊), 2014, (2): 255 - 278.
- [20] Du, J., and Y. Zhang. Does One Belt One Road Initiative Promote Chinese Overseas Direct Investment? [J]. *China Economic Review*, 2018, (47): 189 - 205.
- [21] 余森杰, 袁东. 贸易自由化、加工贸易与成本加成——来自我国制造业企业的证据[J]. 北京: 管理世界, 2016, (9): 33 - 43.
- [22] Edmond, C., V. Midrigan, and D. Y. Xu. Competition, Markups, and the Gains from International Trade [J]. *The American Economic Review*, 2015, 105, (10): 3183 - 3221.
- [23] 蒋冠宏. 中国企业对“一带一路”沿线国家市场的进入策略[J]. 北京: 中国工业经济, 2017, (9): 119 - 136.
- [24] Cingano, F. Trends in Income Inequality and Its Impact on Economic Growth [R]. OECD Social, Employment, and Migration Working Paper, 2014.
- [25] 高波阳, 尉翔宇, 黄志基, 冯锐, 刘卫东. 企业异质性与中国对外直接投资——基于中国微观企业数据的研究[J]. 长沙: 经济地理, 2019, (10): 130.
- [26] Gomes, L., and K. Ramaswamy. An Empirical Examination of the Form of the Relationship between Multinationality and Performance[J]. *Journal of International Business Studies*, 1999, 30, (1): 173 - 187.
- [27] Hitt, M. A., L. Tihanyi and T. Miller. International Diversification: Antecedents, Outcomes, and Moderators [J]. *Journal of Management*, 2006, 32, (6): 831 - 867.
- [28] Johnson, S., P. Boone, A. Breach, and E. Friedman. Corporate Governance in the Asian Financial Crisis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, (58): 141 - 186.
- [29] Lu, J., Y. Lu, and Z. Tao. Exporting Behavior of Foreign Affiliates: Theory and Evidence[J]. *Journal of International Economics*, 2010, (81): 197 - 205.
- [30] 唐贵瑶, 陈琳, 陈扬, 刘松博. 高管人力资源管理承诺、绿色人力资源管理与企业绩效: 企业规模的调节作用[J]. 天津: 南开管理评论, 2019, (4): 212 - 224.
- [31] 邓新明. 我国民营企业政治关联、多元化战略与公司绩效[J]. 天津: 南开管理评论, 2011, (4): 4 - 15.
- [32] 张纯, 高吟. 多元化经营与企业经营收入——基于代理问题的分析[J]. 北京: 会计研究, 2010, (9): 73 - 77.
- [33] Boubakri, N., J. C. Cosset, and W. Saffar. The Role of State and Foreign Owners in Corporate Risk-Taking: Evidence from Privatization[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108, (3): 641 - 658.
- [34] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. 北京: 金融研究, 2013, (1): 149 - 163.
- [35] 何瑛, 于文蕾, 杨棉之. CEO 复合型职业经历、企业风险承担与企业价值[J]. 北京: 中国工业经济, 2019, (9): 155 - 165.
- [36] Topalova, P. Factor Immobility and Regional Impacts of Trade Liberalization: Evidence on Poverty from India [J]. *American Economic Journal: Applied Economics*, 2010, 2, (4): 1 - 41.
- [37] 鲁晓东, 连玉君. 中国工业企业全要素生产率估计: 1999 - 2007 [J]. 北京: 经济学(季刊), 2012, (1): 541 - 556.
- [38] 赵宸宇, 李雪松. 对外直接投资与企业技术创新——基于中国上市公司微观数据的实证研究[J]. 北京: 国际贸易问题, 2017, (6): 105 - 117.
- [39] 叶康涛, 张姗姗, 张艺馨. 企业战略差异与会计信息的价值相关性[J]. 北京: 会计研究, 2014, (5): 44 - 51.
- [40] Meyer, J. W., and B. Rowan. Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony [J]. *The American Journal of Sociology*, 1977, (8): 340 - 363.
- [41] Geletkanycz, M. A., and D. C. Hambrick. The External Ties of Top Executives: Implications for Strategic Choice and Performance [J]. *Administrative Science Quarterly*, 1997, 42, (4): 654 - 681.
- [42] Bentley, K., T. Omer, and N. Sharp. Business Strategy, Financial Reporting Irregularities, and Audit Effort [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2013, 30, (2): 780 - 817.
- [43] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. 北京: 心理学进展, 2014, (5): 731 - 745.

The “Belt and Road” Initiative and the Overseas Business Income of Chinese Firms: The Impact and Mechanism

LIU Xia¹, WANG Yi², ZHU Ji-gao²

(1. School of Management, Hebei University, Baoding, Hebei, 071002, China;

2. Business School, University of International Business and Economics, Beijing, 100029, China)

Abstract: In September and October 2013, Chinese president Xi Jinping put forward two cooperate initiatives to build the “New Silk Road Economic Belt” and the “21st Century Maritime Silk Road”. The two initiatives are called the “Belt and Road” initiative (BRI for short) together. Under the principle of extensive consultation, joint contribution and shared benefits, the BRI has created a new landscape for China’s opening-up. At present, the BRI has become a platform for global political, economic and cultural cooperation. By promoting connectivity between China and countries along the route, the BRI can boost outward investment by Chinese firms. With the increase of firms’ overseas investment, the scale of their overseas sales may be further expanded and their overseas income may be further enhanced. However, the construction of the BRI is also a huge and complex systematic project involving multiple interests at home and abroad. This makes firms that participate the BRI face various macro and micro risks. These risk factors interweave and interact with each other, making the growth of overseas income uncertain. Therefore, what is the impact of the BRI on firms’ overseas income? What is the mechanism through which the BRI affects the overseas operating income of firms?

Under the background of the BRI, this paper takes A-share listed companies from 2007 to 2018 as samples and uses the difference-in-difference (DID) method to analyze the effect and mechanism of the BRI on the overseas income of Chinese firms. The paper finds that, the BRI has improved the overseas income of firms, and this basic conclusion remains robust after robustness analysis of placebo test and PSM method. This paper further analyzes the heterogeneity of the BRI’s impacts on firm’s oversea income from three aspects, including total factor productivity, cost mark-up and capital intensity according to the benchmark regression. The heterogeneity tests find that, the improvement in overseas income of the BRI is more significant in firms with relatively lower total factor productivity, lower cost mark-up, and lower capital intensity. The results of mechanism analysis show that, the BRI improves overseas income by promoting overseas investments and alleviating strategic deviation risks. And this mechanism is reflected in firms with weaker operating capabilities and lower risk-taking levels.

Compared with the existing research, the contribution of this paper is reflected in the following aspects; first, the BRI is a macroeconomic policy, the existing related research focuses more on the BRI as the research background, using countries along the route as samples, to explore the economic impacts of outward investment on the home and host countries. Based on microeconomic behavioral data, this paper directly verifies the policy effect of the BRI through theoretical analysis and empirical tests. This paper sheds light on how to promote the construction of the BRI towards high-quality development from both the theoretical and practical aspects. This paper finds that the BRI can increase the overseas income of firms, and the positive guidance of the government can produce a good effect on the overseas operation of firms under the BRI. This shows that government departments have played an important role in the micro implementation of the BRI. Therefore, this paper has reference value for making high-quality policy of the BRI. Second, at present, research on the BRI mainly focuses on investment amount, investment efficiency and investment risk, and rarely discusses specific firms’ overseas operation performance. It’s difficult for existing research to accurately measure the micro effects of the BRI. Using the data of overseas income of firms, this paper analyzes the influence of the BRI on overseas income of firms and the heterogeneity of such influence. This paper clarifies the implementation effect of the BRI from the perspective of firms’ overseas income, which is helpful to accurately evaluate the microeconomic effect of the BRI. Third, in addition to the discussion of the BRI’s impact on overseas business income and its heterogeneity, this paper further analyzes the mechanism through which the BRI promotes firms’ overseas operating income. From the perspective of firms’ overseas income, this paper provides a new insight for the study of the BRI’s policy effect.

Key Words: the “Belt and Road” Initiative; overseas business income; high-quality development; overseas investment; strategic deviation

JEL Classification: F23, G38, L25

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2021.03.005

(责任编辑:张任之)