

中国制造业企业海外投资多元化 对经营绩效的影响研究

昌忠泽¹, 王昱博², 李汉雄³, 毛 培⁴

(1. 中央财经大学财经研究院, 北京 100081;

2. 中央财经大学经济学院, 北京 100081;

3. 西安建筑科技大学管理学院, 陕西 西安 710055;

4. 中国海关总署研究中心宏观经济部, 北京 100730)

摘 要: 中国制造业企业积极参与海外投资, 是提升中国制造国际影响力和促进“双循环”发展格局的重要途径。采用中国制造业上市公司海外投资数据, 实证考察企业海外直接投资的行业和地区分散度对其经营绩效的影响效应和作用机制。研究发现: 第一, 制造业上市公司海外投资行业或地区多元化程度的提高, 均显著降低了企业经营绩效; 第二, 在非国有企业和高技术企业中, 海外投资多元化程度的提高对企业经营绩效的负面影响表现更为显著; 第三, 经营成本上升和资源利用效率下降, 是海外投资多元化导致企业经营绩效下降两条重要机制路径。研究结论可以从理性权衡企业多元化经营成本—收益、加大创新提升企业核心竞争力、政府出台产业政策引导投资风向着手改善制造业企业海外投资效率和合理性。

关键词: 制造业企业; 海外投资; 多元化; 经营绩效

中图分类号: F125; F272.3

文献标识码: A

文章编号: 1005-0566(2024)04-0122-09

Research on the effect of OFDI diversification of Chinese manufacturing enterprises on business performance

CHANG Zhongze¹, WANG Yubo², LI Hanxiong³, MAO Pei⁴

(1. Research Institute of Finance and Economics, CUF, Beijing 100081, China;

2. School of economics, CUF, Beijing 100081, China; 3. School of Management, XAUT, Xi'an 710055, China;

4. The Macroeconomic Department, the Research Center of the General Administration of Customs, Beijing 100730, China)

Abstract: The active participation of Chinese manufacturing enterprises in overseas investment is an important way to enhance the international influence of Chinese manufacturing and promote the development pattern of “Dual Circulation”. This paper uses the OFDI data of Chinese manufacturing listed companies to empirically examine the effect and mechanism of the industrial and regional dispersion of companies’ overseas direct investment on business performance. The study found that: First, the improvement of the industrial or regional diversification of overseas investment of listed manufacturing companies has significantly reduced business performance. Second, the negative impact is more

收稿日期: 2023-11-08 修回日期: 2023-12-27

基金项目: 国家社会科学基金重大项目(19ZDA057); 中央财经大学 2023 年度一流学科建设项目“财政政策和货币政策协调配合研究”(2023020); 陕西省自然科学基金面上项目“新经济情景下企业家社会资本、动态能力对商业模式创新影响研究”。

作者简介: 昌忠泽(1968—), 男, 湖北仙桃人, 博士, 中央财经大学财经研究院、北京财经研究基地研究员, 研究方向为财政金融理论。

通信作者: 李汉雄。

pronounced in non-state-owned and high-tech enterprises. Third, rising operating costs and declining resource utilization efficiency are two important mechanisms for the diversification of overseas investment to lead to a decline in corporate operating performance. According to the research conclusions, this paper believes that rationally weighing the cost-benefit of enterprise diversification, increasing innovation to enhance the core competitiveness, and the government's introduction of industrial policies to guide investment trends can improve the OFDI efficiency and rationality.

Key words: manufacturing enterprises; OFDI; diversification; business performance

近年来,随着中国对外直接投资大国地位确立,企业国际化经营活动愈加频繁。党的十九大报告中指出,中国开放的大门不会关闭,只会越开越大,我国将加强建设“一带一路”重要平台,坚持引进来和走出去并重,提高开放型合作水平。在政府推动形成全面开放新格局,创新对外投资方式政策的引导下,中国对外直接投资由高速增长阶段转向高质量发展阶段,中国企业成为新兴经济体跨国公司的代表,中国对外投资大国地位得到进一步巩固。对外投资规模的快速增长、国际化经营活动的普遍出现反映了中国企业有整合全球资源、进行全球布局的需求。

与此同时,作为实体经济的支柱产业,制造业企业对外直接投资亟需正确引导。在2017年年末中国境内投资者行业构成中,制造业企业数量占总企业数的31.8%,位列第一。作为海外直接投资的中坚力量,制造业企业在对外投资的行业选择方面由最初以能源、资源和基础设施等为主到如今投资领域多样化发展,其中高端制造业成为了重要的对外投资领域。制造业企业的大规模“走出去”可以有效带动制造业产业结构转型升级,拉近与发达国家的工业基础距离。但由于对外投资直接投资过程中不可避免的对核心技术、研发设施、品牌、管理技能等战略性资产的积累,制造业企业遭遇的风险不断上升^[1]。同时,中国制造业企业国际竞争优势不明显,缺乏应对跨国经营风险的经验与能力^[2],制造业企业对外直接投资的进一步发展急需相关理论来正确引导。

关于中国企业投资特征的讨论已成为对外直接投资研究领域的重点。有学者关于对外直接投资特征的讨论主要集中在投资规模、投资主体、投资模式、投资区位和投资行业^[3-4]方面,有学者的研究

涵盖了投资管理体制或政策法规的变化^[5-6]。其中,行业与区位选择是企业海外投资过程中面临的一个关键问题,而在对企业投资特征的分析中,投资行业(地区)分散度是反映企业在进行海外投资时配置资源集中与分散的程度的良好指标。

本文结合理论分析和实证研究的方法,对中国制造业企业投资多元化对企业经营绩效的影响进行深入分析。一方面,有利于丰富和完善中国制造业对外直接投资的理论内涵;另一方面,为中国对外直接投资与企业绩效的影响提供经验证据。自加入WTO以来,中国企业对外直接投资出现巨额亏损的大量案例对中国企业海外直接投资理论的发展提出了现实要求,在拓展全球化业务时,中国制造业企业缺乏对投资模式、行业和地区给予足够的重视和认真思考,造成了投资的短视性和盲目性。因此,本文对指导中国制造业企业海外投资合理化具有重要的现实意义。

本文特色与创新之处体现在以下几个方面。第一,借鉴熵指数,建立投资多元化指标。构建企业海外投资的熵指数,能够较为准确地衡量投资在行业(地区)分布上的集中或分散程度指标,表示投资多样化。第二,厘清各投资特征对企业绩效的影响机制。截至目前,国内外研究特定海外投资模式对企业绩效影响的文献相当丰富^[7-10],但鲜有对投资多样化的讨论;研究区位和行业选择对企业绩效影响的文献层出不穷^[11-12],但对投资多样化程度的研究并不丰富。本文综合中国制造业企业海外投资多样化对经营绩效的影响,进一步厘清由各种错综复杂的影响路径和机制综合起来形成的“合力”最终对企业经营绩效产生作用的方向与效果。

一、文献评述

本文的投资分散度属于企业经营多元化的范

畴。具体来说,趋向分散的多元化经营指企业不仅在某一行业(地区)进行生产活动,而实行跨行业(地区)的经营扩张。现有文献大多针对企业在全市场的整体经营战略讨论多元化经营效率,而不刻意区分国外和国内市场,着重讨论企业经营特征而甚少涉及海外投资战略特征。

(一) 企业多元化经营与绩效

国外对企业多元化经营效率的探讨从 20 世纪 50 年代开始兴起,但至今未得出较统一的结论。基于成熟资本市场的早期研究结果使人们对多元化和估值溢价之间的联系产生了怀疑。具体来说,Berger 等^[13]、Lang 等^[14]、Servaes^[15]、Denis 等^[7]都得出了与纯粹的国内单一部门公司相比,多元化经营的公司存在显著价值降低的结论。国外学者主要从公司金融、代理问题、企业管理等角度基于对多元化行为所造成的价值效应进行了解释。如 Shin 等^[16]、Raian 等^[17]的研究表明,多元化企业的内部资本市场通过向投资机会低(高)的部门分配太多(太少)来进行交叉补贴,即管理者从企业多元化中获得私人利益。同时,与内部资本市场相关的管理成本可能会对公司价值产生显著的拖累,无论资本是否有效分配^[18]。也有文献使用不同的方法,运用数据分析得出两者无明确关系,或存在与多样化相关的适度溢价效应^[19-20]。

多元化经营成为我国企业理论界和实务界的热点话题始于 20 世纪 90 年代中后期。在随后的研究中,李善民等^[21]分析了我国转轨经济环境下企业多元化经营的现状和存在的问题。但囿于数据可得性等原因,我国学者对多元化行为的实证研究相对滞后,而目前学者们使用中国企业数据得出的经验分析成果存在明显的分歧。总体来说,文献中所得结论主要包括多元化经营与公司绩效之间不存在相关性^[22]、存在正相关性^[23]或存在负相关性^[24-25]。

(二) 以跨国公司为研究主体的投资多元化研究

随着企业跨国经营研究领域的兴起,部分文

献加入了国际多元化来讨论业务多元化与公司绩效之间关系。国际多元化战略实际上是企业海外“区位”和“市场”战略,加入国际多元化来讨论的实证结论并不一致。Bodnar 等^[26]以美国企业为研究样本,以部门数量衡量企业多元化程度和国际多元化程度,研究结果表明,经营行业多元化不利于企业绩效的提升,而国际多元化可以提高公司的市场表现。Denis 等^[7]同样以美国企业为研究对象,以行业数目和基于收入的赫芬达赫指数衡量企业行业多元化水平,以海外产品销售收入占总销售收入的比重衡量企业国际多元化程度,但研究结论表明,行业多元化和国际多元化都不利于企业绩效的提升,并且对企业市场表现造成的折价程度相近。

此外,有学者对混合跨国并购投资的经营绩效进行了实证研究^[27],混合跨国并购实际上包含于海外投资行业和地区多元化的范畴,这类文献本质上是结合特定对外投资模式的多元化研究。使用不同经济体的样本数据得出的结论较一致,如 Markides 等^[28]对 20 世纪 80 年代美国发生海外并购事件企业的绩效表现进行了研究,发现跨国并购相关行业比不相关行业能创造更多的价值;使用中国企业对外投资的数据进行实证分析,如马金城^[29]的研究发现,在不同的跨国并购方式上,横向跨国并购效率较高,纵向跨国并购效率次之,混合跨国并购较差。

总体来说,针对企业分散经营绩效的研究目前尚未得出一致结论,国内外学者对其影响机制与路径的分析较庞杂,涉及范围经济、协同效应、代理问题、市场竞争、交易成本等。而针对海外投资行业多元化对经营绩效影响的研究大多基于特定投资模式(跨国并购),虽然所得结论比较一致,但存在样本数据久远、机制分析过于简单等问题。

二、数据和实证策略

本文采用 2009—2018 年中国 A 股上市制造业企业数据,借鉴被广泛运用于衡量产业集中度的熵指法,建立反映企业在不同行业、地区之间投

资额的差异状况、衡量投资额在行业、地区分布上的集中或分散程度指标:投资行业、地区多样化,通过对过往相关文献的梳理厘清各投资特征:投资行业、地区多样化对企业绩效的影响机制,总结后金融危机时期中国制造业企业海外投资呈现的新的特征事实,对企业海外直接投资特征与企业经营绩效之间的因果关系进行实证检验。

(一) 数据说明

本文以 2009—2018 年中国 A 股制造业上市公司为研究对象,数据主要来自国泰安数据库。这个数据库不仅涵盖上市公司的基本信息和财务信息,而且涵盖上市公司在海外投资经营的相关信息。通过分析海外企业的经营范围,可以得到其对应的所属行业。总体来看,采用该数据集能够满足本文对企业海外投资多元化指标的分析需要。

在实证分析中,本文采用的被解释变量为上市公司的经营绩效。由于企业跨国经营理论上与规模经济及范围经济的研究息息相关,而资产收益率衡量的是企业产出的相对效率,特别适合反映企业经营中协同效应的实现,因此本文选用上市公司的资产收益率(ROA)作为其经营绩效的度量指标。

本文的核心解释变量为上市公司海外投资多元化。在以往的研究中,熵指数法^[30]广泛应用于测度产业集中度、出口市场多元化程度等。因此,参照国民经济行业分类标准(2017 年修订版)中的两位行业数字代码为分类标准,并根据上市公司投资的海外企业所处的国家(地区)差异,分别运用熵指数法计算得到上市公司海外投资的行业分散度(RDO)和地区分散度(IDO)。其计算公式为:

$$H(p) = \sum_{i=1}^n p_i \ln\left(\frac{1}{p_i}\right) \quad (1)$$

式(1)中 H 表示上市公司的投资分散度, p_i 表示上市公司在某一特定行业(国家/地区)投资的额度占其海外投资总额度的比重。由式(1)可知,上市公司在海外投资的行业(国家/地区)越分散,得到的投资分散度值越大,而当仅投资一家海外

企业时,对应的投资分散度则为零。

在机制分析中,本文选取上市公司的营业成本占比、投入资本回报率和股价波动性分别作为其经营成本、资源利用率和风险控制的代理变量。此外,考虑到可能影响上市经营绩效的其他因素,本文选取上市公司的总资产规模、研发强度、资产负债率、商业信用融资能力、第一大股东持股比例、股权制衡指标作为实证分析中的控制变量^[31]。筛选国泰安数据库上市公司中从事海外投资经营的企业样本,最终得到 2009—2018 年间 1 128 家中国 A 股制造业上市公司的企业层面数据。具体的变量描述性统计结果如表 1 所示。

表 1 变量描述性统计

变量名	解释	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
RDO	投资行业分散度	5 477	0.05	0.16	0	1.12
IDO	投资地区分散度	5 477	0.20	0.34	0	2.52
ROA	资产收益率	5 477	0.05	0.08	-1.38	0.50
$cost$	营业成本占比	5 450	0.95	0.21	0.31	6.27
ric	投入资本回报率	5 445	0.06	0.09	-1.44	0.72
$risk$	股价波动性	5 378	0.03	0.03	0	2.09
$size$	$\ln(\text{总资产})$	5 477	22.23	1.26	18.18	27.39
rdr	研发强度	5 224	0.05	0.06	0	2.52
lev	资产负债率	5 477	0.42	0.40	0.01	13.71
$borrow$	商业信用融资能力	5 461	0.18	0.33	0	18.73
$fhold$	第一大股东持股比例(%)	5 453	34.43	14.80	3	99
$balance$	股权制衡指标	5 453	0.76	0.61	0.01	4
$xingzhi$	所有制: 国有 = 1, 其他 = 0	5 477	0.22	0.41	0	1
$hightech$	高技术行业: 是 = 1, 否 = 0	5 477	0.35	0.48	0	1

注: (1) 资产收益率 = 净利润/年均总资产; (2) 研发强度 = 研发投入/营业收入; (3) 商业信用融资能力 = 应付账款/营业收入; (4) 股权制衡指标 = 第 2 至第 5 大股东持股比例/第一大股东持股比例; (5) 营业成本占比 = 营业成本/营业收入; (6) 投入资本回报率 = (净利润 + 财务费用)/(资产总计 - 流动负债 + 应付票据 + 短期借款 + 一年内到期的长期负债); (7) 股价波动性 = 上市公司股价日收益率的年度标准差。

(二) 实证策略

1. 海外投资多元化对企业经营绩效的影响

本文首先对企业海外投资分散度与企业经营绩效之间的因果关系进行实证检验。根据上述熵指数法计算得到的投资分散度指数,从海外投资的行业分散度和地区分散度两个角度,分别采用固定效应模型进行考察,设计如下计量方程:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 DCO_{it} + \beta_2 X_{it} + \gamma_i + \theta_t + \mu_{it} \quad (2)$$

式中,下标 i 表示具有海外投资活动的中国企业, t 代表年份; ROA 代表上市公司的资产收益率, DCO 代表企业海外投资特征,由投资行业分散度 RDO 、投资地区分散度 IDO 分别表示; X 为其他可能影响上市公司经营绩效的控制变量,包括取自然对数的企业资产规模 $size$ 、企业研发强度 rdr 、资产负债率 lev 、商业信用融资能力 $borrow$ 、第一大股东持股比例 $fhold$ 和股权制衡指标 $balance$; 为了避免特定年份和企业间的差异趋势造成的内生性问题,计量模型中加入企业固定效应 γ_i 和年份固定效应 θ_t ; μ_{it} 是随机误差项。回归系数 β_1 反映了上市公司海外投资分散度对企业经营绩效的影响效应,当 β_1 小于 0 时,表示海外投资越分散,企业经营绩效越高;反之,则表示经营绩效越低。

2. 海外投资多元化对企业经营绩效的影响机制

从理论上来说,企业投资多元化的目的就是要将企业打造成拥有独特竞争力的综合体,其对企业经营效率的作用效果就在于企业能否通过跨行业(地区)经营形成自己独特的竞争优势。同时,多元化经营是企业自身寻求与自身经营管理能力最匹配的产业组合的试错过程。那么,企业经营绩效的变化趋势就取决于这种试错过程中所产生的正面和负面作用的合力结果,究竟哪种效应占据主导则需要通过具体的分析检验。

为了阐明上市公司海外投资投资行业(地区)多样化,对企业经营绩效的影响机制的特征,本文从经营成本、资源利用效率和风险控制 3 条路径展开机制分析。已有研究发现,企业海外投资多元化对其经营成本、资源利用效率和风险控制会产生正反两方面影响,进而可能对企业经营绩效产生不确定性影响^[12,32]。因此,考虑到不同影响路径的复杂性作用,上市公司海外投资多元化对企业经营绩效的影响路径需要进一步展开实证分析。

基于上述上市公司海外投资多样化对企业经营绩效影响的 3 条潜在机制,本文选取上市公司年

度财务指标中的营业成本占比、投入资本回报率和股价波动性分别作为其经营成本、资源利用率和风险控制的代理变量,并通过双向固定效应模型对可能的影响机制进行实证检验。具体的计量模型为:

$$ROA_{it} = \alpha + \lambda_1 path_{it} + \lambda_2 X_{it} + \gamma_i + \theta_t + \mu_{it} \quad (3)$$

$$path_{it} = \alpha + \varphi_1 DCO_{it} + \varphi_2 X_{it} + \gamma_i + \theta_t + \mu_{it} \quad (4)$$

式(3)、式(4)中 $path$ 表示可能影响上市公司经营绩效的 3 种潜在机制变量,包括营业成本占比($cost$)、投入资本回报率(ric)和股价波动性($risk$)。式(3)首先考察 3 种因素对上市公司经营绩效的影响,回归系数 λ_1 反映了这 3 项代理指标对企业经营绩效的影响效应。式(4)进一步考察上市公司海外投资行业(地区)分散度对企业营业成本占比、投入资本回报率和股价波动性的影响,系数 φ_1 反映具体的影响效应。综合式(3)和式(4)中 λ_1 和 φ_1 的正负性和大小,可以判断出 3 种路径分别在上市公司海外投资多元化与经营绩效间发挥的机制作用。

三、实证结果分析

(一) 海外投资分散度与企业经营绩效

表 2 首先考察了上市公司海外投资行业分散度(RDO)对企业经营绩效(ROA)的影响效应。其中,列(1)和列(2)为基准回归结果。列(1)中加入企业个体固定效应和年份固定效应后,表示海外投资行业分散度的变量 RDO 的回归系数为 -0.029 ,并且在 99% 的置信水平上显著;列(2)进一步加入了可能影响企业经营绩效的控制变量, RDO 的回归系数仍然显著为 -0.026 。这说明整体上在样本期内,中国制造业上市企业随着海外投资行业分散度的提高,企业的资本收益率会出现显著下降,也就是说海外投资行业的多样化会对企业经营绩效产生负面影响。

将样本上市公司按照企业所有制属性分为国有企业和非国有企业,表 2 中的列(3)和列(4)分别表示企业海外投资行业分散度对国有企业和非

国有企业经营绩效的影响。由此可以看出,企业海外投资多样化对国有上市公司经营绩效具有负面影响但不显著,而对非国有上市公司经营绩效的负面影响更大且更加显著。这说明非国有上市公司相较于国有企业进行海外投资的效益较低。本文认为,其可能原因为国有企业海外投资可能更加谨慎和非国有上市公司海外投资更多是出于扩大企业经营范围和国际市场。

表2 海外投资行业分散度与企业经营绩效

变量	被解释变量: ROA					
	基准回归		所有制		高技术行业	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
RDO	-0.029 *** (0.009)	-0.026 *** (0.008)	-0.025 (0.016)	-0.027 *** (0.009)	-0.044 *** (0.014)	-0.016 * (0.009)
控制变量	否	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	5 364	5 072	1 101	3 969	1 798	3 274
R ²	0.595	0.684	0.637	0.700	0.714	0.670

注: (1) 括号内表示估计系数的异方差稳健标准误,并在企业层面聚类调整; (2) *、**、*** 分别表示在 $p < 0.10$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.01$ 时有统计学意义。下同。

根据国务院发布的《高技术产业(制造业)分类(2017)》的标准,本文将样本上市公司按照是否属于高技术行业进行划分,表2中的列(5)和列(6)分别考察了海外投资分散度对高技术行业企业、非高技术行业企业经营绩效的影响。回归结果表明,相较于非高技术行业企业,海外投资行业分散度对高技术行业企业经营绩效的负面影响效应更大且更显著。高技术行业大多具有较高的专业化程度和科学技术含量,而且专业化创新对企业经营发展的促进作用十分重要。因此,当投资行业分散度增加时,企业的专业化程度将会下降,这可能导致企业核心竞争力丧失,进而影响其经营绩效。

基于地区多元化的角度,表3汇报了中国制造业上市公司海外投资地区分散度对其经营绩效的影响效应。列(1)在不加入控制变量的情况下,表示海外投资地区分散度的变量IDO的系数显著为-0.011,说明海外投资地区分散度越高,企业的经营绩效(ROA)越差,并且列(2)中加入控制变量的回归结果进一步验证了基准回归结果的稳健

性。此外,异质性分析结果中,根据企业所有制属性划分,列(3)和列(4)分别汇报了国有企业和非国有企业的回归结果,表明相较于国有企业,非国有企业的经营绩效受到海外投资分散度上升的负面影响更加显著;按照上市公司主营行业是否属于高技术行业进行划分,列(5)中的高技术行业制造业上市公司的海外投资地区分散度对企业的经营绩效具有显著的降低作用,而列(6)中的非高技术行业上市公司没有受到明显的影响,说明高技术行业企业的专一化和集聚经营更能发挥企业优势。

总体来看,表3中海外投资地区分散度对企业经营绩效的影响效应与表2中海外投资行业分散度对企业的影响情况基本一致。这说明样本期内,中国制造业上市公司海外投资多样化程度(行业/地区)提升,对企业的经营绩效(ROA)产生了明显的负面影响,并且这种负面影响在非国有企业和高技术行业类企业更加显著。这一研究发现也与已有的大量关于中国企业多元化经营研究的结论相一致^[33]。综合表2和表3中的分析结果,本文认为,当前我国上市公司海外投资多元化并没有提高经营绩效,这不仅有助于我们认识当前企业海外投资现状,而且为优化企业海外投资和降低经济风险提供了参考依据。

表3 海外投资地区分散度与企业经营绩效

变量	被解释变量: ROA					
	基准回归		所有制		高技术行业	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
IDO	-0.011 ** (0.004)	-0.010 ** (0.004)	-0.010 (0.009)	-0.010 ** (0.005)	-0.014 ** (0.007)	-0.006 (0.005)
控制变量	否	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	5 364	5 072	1 101	3 969	1 798	3 274
R ²	0.594	0.683	0.636	0.699	0.712	0.670

(二) 稳健性检验

本文通过筛选样本企业年龄和调整固定效应对以上结果的进行稳健性。表4是基于企业创建年龄筛选样本后的检验结果。由此可以看出,对于不同创建年份的制造业上市公司而言,海外投资行业分散度和投资地区分散度的提高均对企业的经营绩效产生了显著的负面影响,并且影响程

度在不同企业创建年份之间基本相近。表 5 是加入更加严格的行业 × 年份固定效应替换年份固定效应后的回归结果。同样地,在加入和不加入控制变量的前提下,企业海外投资行业/地区分散度与企业经营绩效之间依然保持显著的负向关系。总的来看,表 4 和表 5 的回归结果证明,本文研究发现样本期内中国制造业上市公司海外投资多元化对企业经营绩效负面影响的结论是稳健的。

表 4 基于企业年龄的稳健性检验

变量	被解释变量: ROA			
	2000 年 及之前	2003 年 及之前	2006 年 及之前	2009 年 及之前
	(1)	(2)	(3)	(4)
Panel A: 投资行业分散度				
<i>RDO</i>	-0.031 ** (0.012)	-0.026 *** (0.010)	-0.027 *** (0.008)	-0.027 *** (0.008)
控制变量	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本量	2 866	4 007	4 588	5 058
<i>R</i> ²	0.664	0.693	0.686	0.682
Panel B: 投资地区分散度				
<i>IDO</i>	-0.012 ** (0.005)	-0.012 *** (0.004)	-0.011 *** (0.004)	-0.010 ** (0.004)
控制变量	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本量	2 866	4 007	4 588	5 058
<i>R</i> ²	0.663	0.692	0.685	0.682

表 5 调整固定效应的稳健性检验

变量	被解释变量: ROA			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>RDO</i>	-0.027 *** (0.009)	-0.024 *** (0.008)	-	-
<i>IDO</i>	-	-	-0.011 *** (0.004)	-0.011 *** (0.004)
控制变量	否	是	否	是
企业固定效应	是	是	是	是
行业 × 年份 固定效应	是	是	是	是
样本量	5 334	5 040	5 334	5 040
<i>R</i> ²	0.636	0.708	0.635	0.708

(三) 机制分析

根据计量式(3)和式(4),以下逐步检验了经营成本、投资回报率和股价波动性作为代理变量时,这 3 种潜在路径的具体影响效应。

表 6 考察了制造业上市公司经营成本、投资回报率和股价波动性对其经营绩效的影响效应。在

加入控制变量、企业固定效应和年份固定效应后,列(2)、列(4)和列(6)的回归结果表明,样本企业的经营成本、投资回报率和股价波动性上升 1 个百分点会导致其经营绩效分别显著变化 -0.220、0.579 和 0.096 个百分点,即经营成本与经营绩效负相关,投资回报率和股价波动性与企业绩效正相关。

在表 6 相关性结果的基础上,表 7 进一步考察了制造业上市公司海外投资多元化对企业经营成本、投资回报率和股价波动性的影响效应。其中,列(1)和列(2)分别汇报了企业海外投资行业分散度和海外投资地区分散度对企业经营成本的影响,回归结果表明,企业海外投资行业分散度和地区分散度每增加 1,会导致企业经营成本分别显著上升 10.6 个百分点和 3.3 个百分点。结合表 6 的相关性关系可以得出,制造业上市公司海外投资行业/地区分散度提高会通过经营成本上升,导致其经营绩效下降。表 6 和表 7 中列(3)和列(4)的结果,说明企业海外投资多元化程度增加会降低企业的投资回报率,从而导致其经营绩效下降。表 7 中列(5)和列(6)的回归结果表明企业海外投资分散度对其股价波动性没有显著影响,因此风险控制不是海外投资多元化与经营绩效间的潜在机制。

综合表 6 和表 7 的机制分析结果,本文研究证实样本期内中国制造业上市公司海外投资多元化程度的提高,通过提高企业经营成本和降低企业投资回报率这两条机制路径,导致企业的经营绩效下降。

表 6 经营成本、投资回报率、股价波动性与企业绩效

变量	被解释变量: ROA					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>cost</i>	-0.178 *** (0.034)	-0.220 *** (0.030)	—	—	—	—
<i>ric</i>	—	—	0.596 *** (0.038)	0.579 *** (0.036)	—	—
<i>risk</i>	—	—	—	—	0.144 *** (0.018)	0.096 *** (0.015)
控制变量	否	是	否	是	否	是
企业 固定效应	是	是	是	是	是	是
年份 固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	5 339	5 069	5 332	5 066	5 264	5 001
<i>R</i> ²	0.741	0.809	0.932	0.934	0.596	0.686

表7 投资分散度对经营成本、投资回报率、
股价波动性的影响

变量	cost		ric		risk	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
RDO	0.106 ** (0.045)	—	-0.043 *** (0.015)	—	-0.003 (0.004)	—
IDO	—	0.033 ** (0.014)	—	-0.016 ** (0.006)	—	-0.002 (0.002)
控制变量	是	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	5 069	5 069	5 066	5 066	5 001	5 001
R ²	0.667	0.665	0.520	0.518	0.259	0.259

四、总结与政策建议

随着共建“一带一路”的地区范围不断扩大,坚持“走出去”和“引进来”并重,实行高水平的投资自由化、便利化政策,打造全面开放新格局目标的提出,为我国企业对外直接投资化提供更大的国际空间,为实现高质量发展、内外产能合作与产业转移升级得到新的契机。但同时,中国制造业企业对外直接投资也存在由于缺乏经验和竞争优势不明显等原因,导致经营风险上升和绩效下降的问题。因此,正确认识当前我国制造业企业海外投资现状和问题,对提升企业投资合理性、优化产业布局和提高中国企业国际竞争力具有重要现实意义。

本文以中国制造业上市公司为研究对象,实证考察了企业海外投资多元化对其经营绩效的影响效应,并从企业经营成本、资源利用效率和风险控制3条路径进行了较为深入的机制分析。实证研究发现:第一,基准回归和稳健性检验结果证明,样本期内中国制造业上市公司海外投资行业或地区多元化程度的提高,会导致企业经营绩效出现明显下降;第二,异质性分析表明,海外投资多元化程度的提高对企业经营绩效的负面影响,在非国有企业和高技术企业中表现更为显著;第三,机制分析表明,制造业上市公司海外投资多元化程度上升,会通过提高企业经营成本和降低资源利用效率(投资回报率)两条机制路径,导致企业的经营绩效下降。总体来看,我国制造业上市公司海外投资多元化伴随着低效率问题,结合上述发现,本文认为可以从以下几点着手改善。

第一,权衡好主营业务专业化和国际投资多

元化之间的关系。根据本文分析可知,制造业企业海外投资多样化会提高其经营成本和降低投资回报率,这既可能是由于企业进入新行业和新地区的经营经验不足,又可能是因为投资过度分散化导致的整体经营效率下降。因此,如何权衡好企业主营业务专业化和国际投资多元化之间的关系,关乎企业的当前经营表现和未来发展方向。本文认为,这需要综合考虑企业当前主营业务的经营现状、多元化投资目标行业的进入门槛(成本)和两者的发展前景,通过对比分析作出有利于企业长期发展的投资经营选择。

第二,加大创新投入,提升核心竞争力,是改善企业经营绩效的根本。创新是企业发展的根本动力,也是提升企业竞争优势和盈利能力的重要途径。伴随着我国人口红利的消失,如何从“中国制造”转向“中国创造”是当前我国制造业企业面临的重要问题。结合分析结论,本文认为,我国制造业企业,尤其是高技术行业,应该更加重视创新与专业化程度提升对企业经营发展的重要性,而不是一味追求投资多元化。通过创新增加产品技术附加值,不仅有利于资源利用效率和企业经营绩效的提高,并且对提升中国制造业行业话语权和国际竞争力具有重要作用。

第三,以产业政策支持,引领企业投资风向。当前,宏观经济下行压力依然艰巨,如何进一步促进我国产业结构转型升级,为经济增长持续提供动能,对产业政策提出了新的要求。过往经验表明,在关乎国家安全、基本民生和科技前沿等重点领域,以产业政策支持带动企业投资发展,能够有效促进关键行业的转型升级和经济增长。因此,应对当前宏观经济下行与微观企业多元化无序扩张,应继续发挥产业政策对企业投资风向的引领作用,以政策支持凝聚形成新的增长合力。

参考文献:

- [1] 桑百川. 防范对外直接投资高速增长的宏观经济风险[J]. 国际经济评论, 2016(4): 67-76.
- [2] 樊增强. 中国企业对外直接投资: 现状、问题与战略选择[J]. 中国流通经济, 2015, 29(8): 106-113.
- [3] 孔群喜, 王紫绮, 蔡梦. 对外直接投资提高了中国经济

增长质量吗[J]. 财贸经济 2019(5):96-111.

[4]杨其静,谭曼. 中国企业对外直接投资的区位选择: 基于专用性投资与比较制度优势的视角[J]. 财贸经济 2022(5):52-65.

[5]王义源. 新常态下中国 FDI 与 OFDI 的特征与发展对策[J]. 中国人口·资源与环境 2017(S1):299-302.

[6]王欢欢,樊海潮,唐立鑫. 最低工资、法律制度变化和企业对外直接投资[J]. 管理世界 2019(11):35-51.

[7]DENIS D J, DENIS D K, YOST K. Global diversification, industrial diversification, and firm value[J]. Journal of finance, 2002, 57(5):1951-1979.

[8]王凤彬,杨阳. 跨国企业对外直接投资行为的分化与整合: 基于上市公司市场价值的实证研究[J]. 管理世界, 2013(3):148-171.

[9]吴亮. 小步慢走还是大步快跑: 行业经验对中国企业海外投资步伐的影响[J]. 财贸经济 2016(10):117-131.

[10]杨连星,沈超海,殷德生. 对外直接投资如何影响企业产出[J]. 世界经济 2019(4):77-100.

[11]孙维峰,黄祖辉. 基于中国上市公司经验证据的国际多元化与企业绩效关系研究[J]. 管理学报 2013, 10(8):1128-1137.

[12]宋砚秋,张玉洁,王瑶琪. 中国企业风险投资多元化投资策略的绩效: 基于资源禀赋调节效应的实证研究[J]. 技术经济 2018(10):45-54.

[13]BERGE R P G, OFEK E. Diversification's effect on firm value[J]. Journal of financial economics, 1995, 37(1):39-65.

[14]LNAG H P, STULZ R M. Tobin's q, corporate diversification, and firm performance[J]. Journal of political economy, 1994, 102(6):1248-1280.

[15]SERVAES H. The value of diversification during the conglomerate merger wave[J]. Journal of finance, 1996, 51(4):1201-1225.

[16]SHIN H H, STULZ R M. Are internal capital markets efficient? [J]. Quarterly journal of economics, 1998, 113(2):531-552.

[17]RAIAN R, SERVAES H, ZINGALES L. The cost of diversity: the diversification discount and inefficient investment[J]. Journal of finance, 2000, 55(1):35-80.

[18]BAKER G P. Incentive contracts and performance measurement[J]. Journal of political economy, 1992, 100(3):598-614.

[19]CREAL D, KOOPMAN S J, LUCAS A. Generalized

autoregressive score models with applications[J]. Journal of applied econometrics, 2013, 28(5):777-795.

[20]HANN R N, OGNEVA M, OZBAS O. Corporate diversification and the cost of capital[J]. Journal of finance, 2013, 68(5):1961-1999.

[21]李善民,朱滔. 转轨经济环境下的企业多元化分析框架[J]. 学术研究 2005(5):49-54.

[22]谢获宝,张骏飞. 业务集中度与企业绩效关系的实证研究[J]. 中国工业经济 2007(9):87-95.

[23]薛有志,周杰. 产品多元化、国际化与公司绩效: 来自中国制造业上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论 2007(3):77-86.

[24]赵凤,王铁男,张良. 多元化战略对企业绩效影响的实证研究[J]. 中国软科学 2012(11):111-122.

[25]阮珂,何永芳,刘丹萍. 公司治理结构、多元化经营与绩效: 基于我国上市商业银行 2004—2013 年面板数据的实证研究[J]. 宏观经济研究 2015(11):142-151.

[26]BODNAR G M, WEINTRON J, TANG C. Both sides of corporate diversification: the value impacts of geographic and industrial diversification [J]. NBER working paper, 1999 (217869):1-37.

[27]贾镜渝,李文. 经验与中国企业跨国并购成败: 基于非相关经验与政府因素的调节作用[J]. 世界经济研究, 2015(8):48-58.

[28]MARKIDES C C, ITTNER C D. Shareholder benefits from corporate international diversification: evidence from U. S. international acquisitions [J]. Journal of international business studies, 1994, 25(2):343-366.

[29]马金城. 中外企业并购特点的比较分析[J]. 财经问题研究 2003(1):86-90.

[30]THEIL H. Substitution effects in geometric programming [J]. Management science, 1972, 19(1):25-30.

[31]贺炎林,张瀛文,莫建明. 不同区域治理环境下股权集中度对公司业绩的影响[J]. 金融研究, 2014(12):148-163.

[32]邱立成,刘灿雷,盛丹. 中国企业对外直接投资与母公司经营绩效: 基于成本加成率的考察[J]. 世界经济文汇 2016(5):60-75.

[33]檀灿灿,殷华方. 国际多元化程度越高越好吗: 项基于海外子公司生存绩效的研究[J]. 国际贸易问题 2018(9):121-133.

(本文责编: 默 黎)