

“一带一路”沿线国家金融生态环境与中国OFDI企业“走下去”

——基于资源基础观和制度基础观相结合的视角

余 珮¹, 彭思凯²

(1. 武汉理工大学 经济学院, 武汉 430070; 2. 武汉理工大学 经济学院, 武汉 430070)

摘要:资金融通是“一带一路”倡议的重要支撑,也是决定企业国际化经营的关键。“一带一路”沿线大多数国家金融外部环境的不确定性可能导致中国已经“走出去”的企业面临能否“走下去”的困境。本文创新性的基于“制度基础观-资源基础观”视角,构建金融生态环境评估体系,从微观层面深入分析东道国金融生态环境对中国对外直接投资(OFDI)企业经营绩效影响的机理,重点关注金融生态环境对企业内部融资约束的调节作用。以2013—2017年204家上市企业在30个沿线国家的投资为样本的实证检验发现,东道国良好的金融生态环境有助于提升企业的生存能力,并缓解企业内部融资约束。跨国并购和国有企业短期内“风险偏好”的特征得以证实。

关键词:金融生态环境;资源基础观和制度基础观;“一带一路”沿线国家;中国OFDI企业的经营绩效

中图分类号:F125 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—980X(2021)01—0070—12

一、引言

自“走出去”战略实施以来,中国企业通过对外直接投资(outward foreign direct investment, OFDI)的方式参与全球分工的现象日益增多,尤其是2013年“一带一路”倡议的提出,更加有助于中国企业与沿线国家相关企业建立经济合作伙伴关系,促进彼此经济要素与资源的流动,中国OFDI流量和存量呈现井喷式增长。据统计^①,截至2018年年底,中国OFDI存量接近2万亿,是2002年末的66倍,全球排名上升至第3位,仅次于美国和荷兰;同年,中国OFDI流量达到1430.4亿美元,已成为全球第二大对外投资国,尤其是在“一带一路”沿线国家和地区,已设立境外企业超过1万家,截至2018年9月,中国新增投资达107.8亿美元,同比增长12.3%,增速远高于OFDI总流量,成为中国企业“走出去”的重要目的地。

“一带一路”倡议是以基础设施引领的经济一体化发展的平台,通过加强沿线各国的基础设施建设,继而深化全球开放合作、促进全球共同发展繁荣、推动构建人类命运共同体。由于基础设施建设对资金需求较高,使得资金融通成为“一带一路”倡议的重要支撑。尽管中国与“一带一路”国家在金融方面的合作已初见成效,以亚洲基础设施投资银行为代表的区域性金融组织的建立,以及其他金融服务实体举措正同步推进,然而,沿线国家现有的金融发展状态各异,不确定性和高风险导致其金融改革与合作的进程速度变慢,进而影响中国OFDI企业的外部生存环境,导致企业“走出去”后可能面临无法“走下去”的困境。相对于从母国获取资金支持亦或是政策支持,未来中国OFDI企业(尤其是民营企业)可能更多地需要依赖于东道国的金融运行的各种外部环境来给予公司经营方面的各种保障与支持,良好的金融环境可以提供多样化的融资渠道与低廉的融资成本,而诸如政治环境、经济环境等金融运行的外部环境,可以为投资企业提供市场与稳定的经营环境。

因此,沿线国家金融外部环境的良好运行是否有助于中国OFDI企业中长期经营绩效的提升、是否因企

收稿日期:2020—02—25

基金项目:国家社会科学基金一般项目“全球价值双环流下中国先进制造企业国际竞争力脆弱性的防范策略研究”(19BJY107);国家社会科学基金重大项目“构建人类命运共同体进程中国际经济规则重建的理论逻辑及中国的战略选择”(19ZDA054)

作者简介:余珮,博士,武汉理工大学经济学院副教授,研究方向:跨国公司理论与战略、产业集群和FDI理论;(通讯作者)彭思凯,武汉理工大学经济学院硕士研究生,研究方向:跨国公司理论与战略。

① 《2018年度中国对外直接投资统计公报》。

业所有权和进入方式的不同而存在差异、能否缓解企业内部融资约束的阻碍继而提升企业的生存能力,是有待深入研究的问题。解答这一系列问题,将有助于政府引导中国企业把审视自身内部资源和客观评估沿线国家金融外部环境相结合,制定合理的中长期投资战略,尤其是目前新冠疫情加剧了全球经贸格局的动荡,中国 OFDI 企业如何基于东道国宏观环境的变化而调整下一步规划,将直接决定中国企业能否维持和提升由上一阶段经济全球化和“一带一路”倡议所累积利好而形成的国际竞争力。

二、文献评述

2004年,“金融生态”一词由前央行行长周小川引入国内,强调以生态学的角度考察金融发展问题,注重金融运行的各种外部环境。随着这一概念的引入,学术界逐渐开始关注国内金融生态环境对地区经济发展的影响,主要包括:①国内金融生态环境通过对不同行政单位资本配置的调节作用、继而影响地区经济增长(李廷凯和韩廷春,2011;奉兮慎,2012;姚耀军和黄林东,2012;阮陆宁和余赞德,2015);②国内金融生态运行效率对中国产业升级的影响(王运良和李富有,2018)。

近年来,东道国金融发展、东道国金融生态环境的多样性对一国宏观层面 OFDI 流动的相关研究逐渐增多。例如,Dimitratos et al(2004)探讨了东道国金融发展对 OFDI 的影响,当以中国为研究对象时,大多数研究证实了东道国金融发展对 OFDI 的促进作用(余官胜,2015);杨柳和张友棠(2018)关注东道国金融生态环境多样性的影响;刘志东(2019)和胡冰(2019)分别运用随机前沿分析方法和空间杜宾模型评估东道国金融生态环境对中国 OFDI 的效率损失的影响。

然而,企业作为 OFDI 的微观主体,海外市场的不确定性将影响企业国际化行为,东道国的金融生态环境与市场的不确定性与风险密切相关,将影响中国 OFDI 企业的运营。企业经营绩效、尤其是中长期绩效是判断企业生存能力的重要指标之一,现有研究主要讨论金融生态环境评价体系中的单一维度对企业绩效的影响,例如,母国与东道国间的文化差异和制度距离(李强,2015;李平等,2014)、融资约束(戚湧等,2019)、东道国金融发展水平(吕越和王晓旭,2017;吕越等,2019;吕越和邓利静,2019),以及双边政治关系、制度环境等(郭娟娟和杨俊,2019)。尚未有研究综合考虑东道国金融生态环境的多个维度的综合作用对中国企业在“走出去”后是否能继续“走下去”的影响,本文将尝试进行完善。

不同于发达国家跨国公司,以中国为代表的新兴经济体的 OFDI 企业有其自身特点,由于市场机制尚不健全、企业自身对无形资产的垄断优势较为薄弱,企业需要基于自身资源并整合来自母国层面的所有权优势、形成比较所有权优势,继而克服在东道国潜在的“外商劣势”。前期相关研究指出,企业国家所有权特征是中国国有企业特殊的优势,尤其是资金配置以及抵抗市场风险方面(Hong et al,2015)。因此,研究中国 OFDI 企业绩效的相关问题,需要综合考虑宏观层面东道国和母国的制度因素,又要考虑微观层面企业自有资源对制度环境的响应和调整能力,即“制度基础观-资源基础观”相结合的视角(Peng,2002)。

本文将基于这一视角,定性和定量分析以东道国金融生态环境为代表的东道国制度因素和以国有企业所有权特征为代表的母国制度因素,对中国 OFDI 企业“走下去”能力的影响,边际贡献主要体现在以下几个方面:第一,研究的视角不再停留在中国企业是否“走出去”和“去哪里”,而是关注已经“走出去”的企业如何生存即“走下去”,对企业的下一步战略规划的和尚未“走出去”的企业都具有更直接的实践指导意义;第二,机理构建方面,从“国家-企业”关联的“制度基础观-资源基础观”视角构建东道国的金融生态环境体系,扩充了前期研究中东道国宏观经济环境对企业 OFDI 决策影响单一维度的考量;第三,实证检验方面,以企业微观层面的数据为样本更能反映其运营状态,也可以从深层次检验企业所有权和投资方式的差异性所导致的其对东道国金融生态环境的适应能力的差异,基于所得结果而提出的相关建议的针对性更强。

三、理论分析与假设

(一)“RBV-IBV”的起源与内涵

资源基础观(resource based view, RBV)起源于 Penrose(1959),经 Wernerfelt(1984)和 Barney(1991)的研究进一步得到发展。Barney(1991)将资源定义为企业所拥有的资产、信息、技术、人力资源、组织过程以及企业特质,强调基于企业内部拥有的独特的资源和能力所具有的特定优势,根据“Value-Rarity-Imitability-Organization”(VRIO 框架)对企业内部资源是否有价值,是否稀缺,是否容易被竞争对手所模仿,现有组织结

构是否有利于这种内部资源的利用、继而提升企业的经营绩效的一系列问题进行诊断,帮助企业进行战略调整、提升持续的竞争力。中国OFDI企业能否发挥内部资源优势而抵消东道国投资环境风险带来的负面影响将直接决定企业的生存能力。

制度基础观(institution based view, IBV)起源于North(1990)对制度的界定,包含了政治、法律、经济等的正式制度,以及文化、语言、习俗等非正式制度。从2002年“走出去”战略正式提出以来,以中国为代表的新兴国家的企业国际化发展进程不断加快、规模不断扩大,对基于20世纪70-80年代以发达国家跨国公司为对象、所构建的以拥有战略资产为前提的垄断优势等传统理论提出了挑战。制度因素逐渐成为学者们研究新兴国家企业OFDI时尤其重视的因素,主要关注国家、政府、社会文化等制度因素对企业战略行为的影响(Peng, 2002)。

中国OFDI企业所有制特征的差异性决定了在分析其国际化发展战略时,传统单一的RBV或IBV视角无法充分解释相关企业的投资行为,基于此,Peng(2002)提出了基于RBV-IBV的整合研究框架,为本文研究东道国金融生态环境和其对企业内部融资约束的调节作用,对中国OFDI企业经营绩效的影响提供了理论框架。

(二)RBV视角下企业内部融资约束对其经营绩效影响的机理分析

RBV强调企业发展的内生性,认为企业的成长依赖于企业内部所拥有的资源与能力,强调企业拥有的资源禀赋差异是造成企业经营绩效差异的根源。以往基于RBV视角的研究显示,企业内部的可利用资金充裕度会影响投资后企业的经营状况,进而影响企业经营绩效的提升。当企业面临良好的投资机会、需要资金的支持时,基于融资优序理论,企业优先选择内部融资,因为相对于外部融资,内部融资难度小、成本低(岑维和童娜琼, 2015)。较低的内部融资约束,有助于企业经营活动的开展和企业经营绩效的提升。由于沿线国家大部分经济发展水平较为落后,金融体系并不完善,所能提供的外部融资渠道与金额不多,因此企业自身拥有的内部融资就显得尤其重要。基于此,本文提出假设1:

企业内部融资约束越小,越有利于“一带一路”沿线国家的中国OFDI企业绩效的提升(H1)。

(三)IBV视角下东道国金融生态环境对OFDI企业绩效影响的机理分析

IBV强调企业所处的外部环境会影响企业的决策以及后期的经营状况,进而影响企业的经营绩效。东道国的制度环境包括经济环境、政治环境、金融环境与法律环境等正式制度环境,基于前期IBV的相关研究显示,东道国良好的经济环境、金融环境以及政治环境等制度环境,会影响投资企业的投资抉择与后续经营绩效。良好的经济环境可以保障企业正常的运营活动,减少不必要的运营成本,同时,经济环境好的东道国,居民购买力以及消费水平也会较高,有利于企业产品的后续销售,增加企业的营业收入及绩效;良好的政治环境可以避免动乱的发生,减少腐败,保障投资者的合法权益;良好的金融环境可以为企业提供多元化的融资渠道,进而影响企业的经营等。因此,基于各种制度环境综合构成的金融生态环境,必然会影响企业的经营绩效。拥有良好金融生态环境的沿线国家,不仅能给予企业以外部融资的便利性,还能为企业的运营提供稳定的环境。基于此,本文提出假设2:

东道国良好的金融生态环境,有利于“一带一路”沿线国家的中国OFDI企业绩效的提升(H2)。

(四)RBV-IBV视角下东道国金融生态环境对企业内部融资约束影响的调节作用

基于RBV-IBV的视角,东道国良好的金融生态环境伴随着市场交易信息更为公开,可以为内部资金不足的企业(尤其是民营企业)提供多样性的融资渠道与降低融资成本,缓解企业融资约束对企业经营所带来的不利影响,提升抵御外部风险的能力。基于此,本文提出假设3:

东道国良好的金融生态环境会正向调节企业内部融资约束对企业绩效的负向抑制作用(H3)。

与发达国家企业相比,中国OFDI企业具有其自身特点,尤其是在“走出去”的早期和中期阶段,国有企业和以跨国并购的方式进入东道国市场的占比较高,企业所有权和OFDI方式的差异也会影响东道国金融生态对企业内部融资约束的调节作用。

从企业所有权来看,相对于国有企业,早期民营企业在国内获取融资的渠道和能力相对有限,导致其更希望从东道国获取资金来源,以缓解自身内部融资约束对企业经营的不利影响。对于国有企业,其“国有”的身份和基于中国经济发展不同阶段的任务而制定的投资战略,往往引起东道国政府的警觉和对投资动机的质疑,尤其是在经济相对发达的国家和地区,从而导致企业在进入东道国市场前招致更加严格的审核、以及

进入后经营活动受限,增加企业运营的成本和难度,对企业的绩效带来负面影响。因此,本文基于 IBV-RBV 整合的视角,提出衍生假设 3a:

相对于国有企业,良好的东道国金融生态环境更显著地提升民营 OFDI 企业的绩效,并且对民营企业内部融资约束存在着更显著的正向调节作用(H3a)。

从进入方式来看,相对于跨国并购,以绿地投资方式进入东道国的 OFDI 企业需要承担更大的前期固定成本投入,并且需要一定的生产周期和生产规模才能被逐渐抵消,因此,具有良好金融生态环境的东道国可以为这类企业提供多样化的融资渠道、稳定的市场与经营环境,缓解企业内部融资约束对绩效的负向抑制作用,提升企业的绩效。而对于部分以并购方式“走出去”的企业,可能存在为了追求短期高回报的“风险偏好”的投资动机,并不是为了缓解内部融资约束,继而会选择进入金融生态环境较差、风险较高的东道国,这些国家的宏观环境并不能有效调节企业内部的融资约束。

因此,本文基于 IBV-RBV 整合的视角,提出衍生假设 3b:

相对于跨国并购方式的 OFDI 企业,良好的东道国金融生态环境对绿地投资企业的绩效有着更显著的提升作用,并且对绿地投资企业内部融资约束的正向调节作用更显著(H3b)。

结合上述分析,图 1 总结了本文基于 RBV-IBV 框架所提出的有待检验的假设。

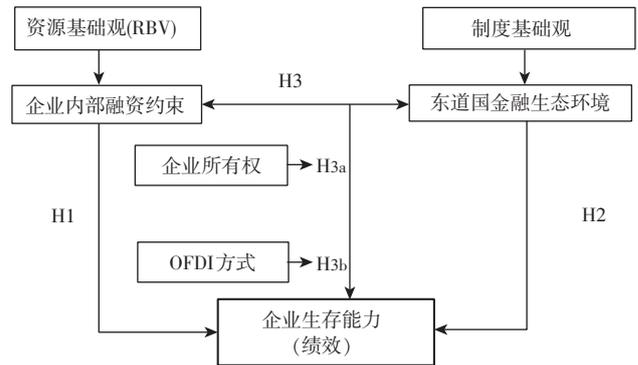


图 1 RBV-IBV 理论框架与假设

四、计量模型与变量设定

(一) 计量模型的设定

为了验证本文理论机理部分的 H1~H3,本文建立了如下两个模型,式(1)用于验证 H1、H2;在式(1)的基础上,式(2)加入了金融生态环境与融资约束的交互项,以验证 H3 及其衍生假设。

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Fecology_center_{it} + \alpha_2 Fconstraint_center_{it} + \alpha_3 \ln firm_patent_{it} + \alpha_4 \ln hostpatent_{it} + \alpha_5 \ln age_{it} + \alpha_6 \ln size_{it} + \alpha_7 \ln labor_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

其中:ROA 表示用总资产报酬率衡量的企业的经营绩效;Fecology_center 表示去中心化后的东道国金融生态环境;Fconstraint_center 表示去中心化后的企业融资约束;firm_patent 表示企业的技术水平;host_patent 表示东道国的技术水平;age 表示企业年龄;size 表示企业规模;labor 表示企业劳动生产率,具体测度方式参见变量设定部分; $\alpha_0 \sim \alpha_7$ 表示回归系数; ε 表示误差项; i 表示企业个体标识; t 表示年份标识。

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fecology_center_{it} + \beta_2 Fconstraint_center_{it} + \beta_3 Fecology_center_{it} \times Fecology_center_{it} + \beta_4 \ln firm_patent_{it} + \beta_5 \ln hostpatent_{it} + \beta_6 \ln age_{it} + \beta_7 \ln size_{it} + \beta_8 \ln labor_{it} + \varepsilon \quad (2)$$

其中: $\beta_0 \sim \beta_8$ 表示回归系数;Fecology_center×Fconstraint_center 表示东道国金融生态环境与企业融资约束的交互项。为了控制其他宏观经济环境以及企业所处行业的相关影响,所有模型均控制了时间效应与行业效应。

(二) 变量设定

1. 被解释变量

企业的经营绩效。总资产报酬率(return on assets, ROA)等于净利润与总资产余额的比值,是衡量上市公司盈利能力的重要指标,也是企业生存能力的风向标。ROA 越高,说明投资活动给企业带来的收益也越高,为后续发展奠定了基础,因此本文选取该变量代表企业经营绩效。

2. 核心解释变量

(1) 企业资源变量:企业内部融资约束(Fconstraint)。本文借鉴学者 Kaplan et al(1997)和 Lamont et al(2001)建立的 KZ 指数模型计算样本 OFDI 企业的内部融资约束,该指数包含 5 个指标,分别是用企业市场价值/总资产计算衡量的企业市场价值;用经营活动产生的现金流量净额/总资产衡量的企业现金流情况;用负

债合计/总资产计算衡量的企业负债状况;用分配股利利润/总资产计算衡量的支付普通股股利情况;用现金及现金等价物/总资产衡量的企业现金余额状况。

(2)制度变量:东道国金融生态环境(*Fecology*)。本文基于易刚对金融生态的定义,参考李扬(2005)和胡冰等(2019)相关研究,从政治环境、经济环境、信贷环境和金融环境构建测度“一带一路”沿线国家金融生态环境的评价体系,见表1。

表1中除了获得贷款容易性、银行稳健性、通过股票融资以及风险投资有效性4个指标来源于《世界经济论坛中的全球竞争力》报告外,其他数据皆来源于世界银行的世界治理数据库以及世界发展数据库。首先运用stata15对表1指标进行主因子提取,通过提取相应的主因子后构成各项环境的原始成分矩阵,然后将因子载荷矩阵进行旋转,得到各主因子得分,以方差贡献率占总方差率的比重为权重进行加权求和,最终算出因子总得分以衡量东道国金融生态环境。

3. 控制变量

本文的控制变量包括:①东道国技术水平(东道国居民专利申请量的对数,*lnhost_patent*),东道国的技术水平越发达,技术溢出效应也会相对越强,越有利于本国企业的学习模仿,从而提升企业的生产率,继而增加企业的绩效;②企业规模(员工人数对数,*lnsize*),企业的规模在一定程度上决定了企业能否达到规模经济,减少生产成本,提升绩效;③企业年龄(*lnage*),用企业经营年份减去企业成立日期再取对数衡量。随着企业年龄的增长,企业处理风险、应对各种紧急情况的经验也会越丰富,越有利于企业的经营,提升企业绩效;④企业劳动生产率(*lnlabor*),企业劳动生产率的提高,意味企业的单位时间产出增加,营业收入增加;⑤企业的技术水平(*lnfirm_patent*),用企业每年的专利申请量去对数衡量,企业的技术水平,决定了企业对东道国技术的学习能力、吸收能力。国家宏观层面的变量数据均来源于世界银行数据库,企业微观层面来源于国泰安数据库。

(三)样本选择与数据来源

“一带一路”倡议于2013年正式提出后,2013—2018年中国企业对沿线国家OFDI金额超过900亿美元,年均增长率达到5.2%^②。本文重点关注的是企业“走出去”之后的生存能力,因此,结合企业微观数据与金融生态环境相关指标数据的可得性,选取了2013—2017年沪深上市公司向沿线30个国家^③直接投资的中国企业作为样本。相关对外投资数据是从国泰安数据库、BVD数据库以及《中国对外投资企业名录》挑选出来,再按照证券交易代码、企业名称等变量进行匹配。由于OFDI短期内的不可逆性,尤其是绿地投资,企业第一次投资的固定成本相对较高,因此做投资决策时会非常谨慎,投资成败对之后的决策将起到很大的参考与借鉴作用,因此保留第一次实施OFDI及之后年份的企业数据,最终得到868个观测值。样本中80%的观测值是来自于制造业,12%来自建筑房地产行业,剩下的8%来源于金融服务业、采矿业以及普通传统行业。

五、实证结果与分析

(一)描述性统计

表2列出描述性统计与相关系数矩阵。为了减少核心解释变量与交互项间的多重共线性,本文分别将东道国金融生态环境(*Fecology*)企业内部融资约束(*Fconstraint*)数据进行去中心化处理,表2中*Fecology_center*与*Fconstraint_center*分别代表去中心化后的两大核心变量。

② 新华网.我国对“一带一路”沿线国家直接投资超900亿美元,http://www.Xinhuanet.com/fortune/2019-04/18/c_1124386214.htm。
 ③ 鉴于部分沿线国家金融生态环境指标相关数据的缺失,为保证数据的真实性,本文筛选出了49个数据完整的国家,以年份和国家名称为匹配变量与企业数据进行匹配,最终剩下30个国家,分别是以色列、俄罗斯联邦、保加利亚、克罗地亚、匈牙利、印度、印度尼西亚、吉尔吉斯斯坦、哈萨克斯坦、埃及、孟加拉、尼泊尔、巴基斯坦、捷克、文莱、斯洛伐克、斯洛文尼亚、斯里兰卡、新加坡、柬埔寨、沙特阿拉伯、波兰、泰国、约旦、菲律宾、蒙古、越南、阿塞拜疆、阿曼、马来西亚。据《2018年度中国对外直接投资统计公报》显示,中国在“一带一路”沿线国家的相关投资也主要分布在本文所考察的国家,样本具有代表性。

表 2 描述性统计与相关系数矩阵

变量	Obs.	Mean	SD	Min.	Max.	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1)ROA	868	0.03	0.113	-2.615	0.282	1.000							
(2)Fecology_center	867	0	0.463	-0.928	0.72	-0.029	1.000						
(3)Fconstraint_center	826	0	0.96	-6.729	3.576	-0.364*	-0.018	1.000					
(4)lnlabor	858	14.063	1.015	11.532	19.092	0.020	0.195*	0.085*	1.000				
(5)lnage	868	2.772	0.346	1.386	3.584	-0.050	-0.112*	0.126*	0.116*	1.000			
(6)lnsize	868	8.218	1.418	3.97	13.053	0.108*	-0.012	0.072*	-0.195*	0.064*	1.000		
(7)lnfirm_patent	868	1.91	1.623	0	7.333	0.086*	-0.143*	0.102*	-0.069*	-0.038	0.511*	1.000	
(8)lnhost_patent	868	7.106	1.68	1.099	10.284	-0.003	0.094*	0.074*	-0.098*	-0.011	0.070*	0.146*	1.000
Fecology	867	0.25	0.463	-0.679	0.969								
Fconstraint	826	0.964	0.96	-5.765	4.54								

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

从表 2 可以看到金融生态环境分数去中心化后的标准差为 0.463，最大值与最小值相差较大，揭示了“一带一路”沿线国家的金融生态环境较大的差异性。样本国家中金融生态环境得分最高的国家包括新加坡、马来西亚、以色列、沙特阿拉伯等国，而分数低的国家则包括尼泊尔、柬埔寨、孟加拉、吉尔吉斯斯坦等。表 2 的相关系数矩阵显示，金融生态环境与企业绩效呈现负向不显著的相关性，本文推测，由于这里考虑的是同期指标，而现实中企业面对宏观经济的波动，可能需要一定的反应与调整时间。因此，本文在实证分析中会考虑这种滞后效应，关注企业的中长期绩效。此外，企业内部融资约束与企业当期绩效之间呈现显著的负向关系，初步证实了 H2。企业层面的控制变量中除了企业年龄外，其他变量的标准差都相对较大，揭示了样本企业之间存在较大的差异性，证实了从企业微观层面研究金融生态环境对中国 OFDI 战略的影响的必要性。

(二) 实证方法与结果分析

在进行实证检验前，本文对变量进行了方差膨胀因子(VIF)检验，检验结果显示所有变量的 VIF 值均小于 10，且整体 VIF 均值小于 2，故各变量间不存在多重共线性问题。还通过怀特检验检验了模型的异方差性，结果显示强烈拒绝同方差假设，即模型存在异方差性。此外，针对面板数据回归是用固定效应模型亦或是随机效应模型，在回归分析前进行了豪斯曼检验，结果支持使用固定效应模型。为了避免异方差性导致的实证结果偏误，本文所有实证结果都通过异方差稳健的标准误来进行回归得到。

1. 全样本回归结果分析

由于企业运营对东道国宏观经济的变化可能存在一定的时滞性，而且考虑企业 OFDI 行为发生后几年内的运营绩效，更加能够体现企业的生存能力，因此，本文参考吴先明(2019)的做法，将金融生态环境数据分别滞后 1 期、2 期、3 期，继而对 H1~H3 进行验证。实证结果见表 3。

表 3 全样本结果

变量	模型(1)				模型(2)			
Fecology_center	0.13(0.09)	—	—	—	0.13(0.10)	—	—	—
Fconstraint_center	-0.05*(0.03)	-0.06(0.04)	-0.12*(0.07)	-0.10**(0.05)	-0.05*(0.03)	-0.06(0.04)	-0.12*(0.07)	-0.09*(0.04)
lnsize	0.09**(0.04)	0.09**(0.04)	0.18**(0.08)	0.36**(0.17)	0.09**(0.04)	0.09**(0.04)	0.18**(0.08)	0.35**(0.17)
lnage	0.10(0.10)	0.22(0.22)	0.35(0.44)	-0.68(0.57)	0.10(0.11)	0.21(0.20)	0.36(0.42)	-0.58(0.57)
lnlabor	0.10(0.07)	0.16(0.11)	0.26(0.17)	0.44**(0.18)	0.09(0.06)	0.15(0.09)	0.23*(0.14)	0.40**(0.17)
lnfirm_patent	-0.01(0.01)	-0.01(0.01)	-0.00(0.01)	0.01(0.01)	-0.01(0.01)	-0.01(0.01)	-0.00(0.01)	0.01(0.01)
lnhost_patent	-0.04*(0.02)	-0.05*(0.03)	-0.08(0.06)	-0.11(0.07)	-0.04*(0.02)	-0.06*(0.03)	-0.09(0.07)	-0.14*(0.07)
滞后 1 期	—	0.33(0.20)	—	—	—	0.32*(0.18)	—	—
滞后 2 期	—	—	0.47(0.57)	—	—	—	0.41(0.51)	—
滞后 3 期	—	—	—	1.38*(0.71)	—	—	—	1.31*(0.66)
Fecology_center× Fconstraint_center	—	—	—	—	0.03(0.06)	—	—	—
滞后 1 期交互项	—	—	—	—	—	0.09(0.09)	—	—
滞后 2 期交互项	—	—	—	—	—	—	0.10(0.11)	—
滞后 3 期交互项	—	—	—	—	—	—	—	0.15*(0.09)
Constant	-1.95(1.45)	-3.16(2.17)	-5.39(3.64)	-6.86**(3.43)	-1.90(1.35)	-2.91(1.84)	-5.04(3.18)	-6.46**(3.22)
控制年份、行业	是	是	是	是	是	是	是	是
Observations	815	622	438	255	815	622	438	255
R ²	0.21	0.26	0.38	0.66	0.22	0.28	0.40	0.68
观测数	202	196	190	150	202	196	190	150

注：括号内数值为经过异方差调整的标准差；***、**、*分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

由表 3 中模型(1)的结果可以看到,东道国金融生态环境对企业绩效的影响呈现一个正向促进的趋势,但直到投资后第 3 年这一促进作用才显著,说明金融生态环境会影响企业的长期绩效。由于宏观环境对企业战略决策的影响效应往往具有滞后性,该结果符合预期,H2 成立。反观融资约束对绩效的影响,则与金融生态环境呈现截然相反的趋势,整体上其对绩效的影响呈现显著负向抑制的作用,并且抑制作用和显著性随投资时间的增加而增强。投资初期,企业的任务往往是熟悉市场,维护企业的主营业务,因此并不需要过多的增加资金,此时的融资约束对企业绩效的影响不大,而随着经营时间的推移以及市场竞争力的不断增加,企业不断开拓新市场、投资新业务,巩固自己的和核心竞争力,融资约束对企业绩效的影响就会变得非常显著,H1 成立。控制变量中,企业规模、企业劳动生产率对企业绩效都具有长期促进的作用,符合之前的预期,而东道国技术水平对企业绩效长期呈现显著的负向影响,与预期相悖,究其原因可能是沿线国家技术水平较高的国家主要是东欧国家和新加坡,在这些国家的样本企业的投资动机不一定是技术寻求型,同时,由于样本企业技术水平有限,与东道国企业竞争时可能处于劣势,需要投入更多的时间和成本来追赶,继而经营绩效产生负面影响,这一点从企业自身技术水平对绩效的影响可以看出(从当期到滞后 3 期该变量系数都不显著)。大一部分的控制变量的影响都是显著的,可以证明本文控制变量选取的合理性。

模型(2)的结果显示,融资约束与金融生态环境的交互项系数始终为正,且系数大小随投资时间的增加而增大,在投资后的第 3 年,交互作用变得显著,即东道国金融生态环境对于企业内部融资约束对绩效的负向抑制作用,在长期有着正向的调节作用,H3 得以证实。

2. 分样本回归结果分析

(1)企业所有权的差异性。为了进一步考察企业所有权的差异,本文将总样本分为国有投资企业与民营企业^④,根据模型(1)和模型(2)做实证检验,回归结果分别见表 4 与表 5。

表 4 国有 OFDI 企业回归结果

变量	模型(1)				模型(2)			
	<i>Fecology_center</i>	-0.05(0.05)	—	—	—	-0.05(0.05)	—	—
<i>Fconstraint_center</i>	-0.01**(0.01)	-0.01**(0.01)	-0.02***(0.01)	-0.02***(0.01)	-0.02***(0.01)	-0.02***(0.01)	-0.03***(0.01)	-0.03***(0.01)
滞后 1 期	—	0.02(0.08)	—	—	—	0.02(0.08)	—	—
滞后 2 期	—	—	-0.32(0.21)	—	—	—	-0.29(0.21)	—
滞后 3 期	—	—	—	-0.04(0.22)	—	—	—	-0.08(0.21)
<i>Fecology_center</i> × <i>Fconstraint_center</i>	—	—	—	—	-0.02*(0.01)	—	—	—
滞后 1 期交互项	—	—	—	—	—	-0.04***(0.01)	—	—
滞后 2 期交互项	—	—	—	—	—	—	-0.03**(0.02)	—
滞后 3 期交互项	—	—	—	—	—	—	—	-0.03(0.02)
<i>Constant</i>	-0.42(0.28)	-0.68*(0.34)	-0.63(0.60)	-0.09(0.88)	-0.47*(0.26)	-0.73**(0.33)	-0.61(0.59)	0.14(0.88)
控制年份、行业	是	是	是	是	是	是	是	是
Observations	331	255	183	112	331	255	183	112
R ²	0.17	0.18	0.28	0.28	0.18	0.22	0.30	0.31
观测数	82	78	76	67	82	78	76	67

注:括号内数值为经过异方差调整的标准差;***、**、*分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

表 5 民营 OFDI 企业回归结果

变量	模型(1)				模型(2)			
	<i>Fecology_center</i>	0.21(0.13)	—	—	—	0.23(0.15)	—	—
<i>Fconstraint_center</i>	-0.07(0.05)	-0.10*(0.06)	-0.16*(0.08)	-0.15***(0.05)	-0.07(0.05)	-0.11*(0.06)	-0.19***(0.09)	-0.17***(0.04)
滞后 1 期	—	0.41*(0.23)	—	—	—	0.44*(0.25)	—	—
滞后 2 期	—	—	0.68(0.60)	—	—	—	0.50(0.46)	—
滞后 3 期	—	—	—	1.07*(0.59)	—	—	—	1.05(0.63)
<i>Fecology_center</i> × <i>Fconstraint_center</i>	—	—	—	—	0.04(0.08)	—	—	—
滞后 1 期交互项	—	—	—	—	—	0.12(0.11)	—	—
滞后 2 期交互项	—	—	—	—	—	—	0.18(0.13)	—

④ 国有企业与民营企业是按照企业实际控制人属于国有企业还是民营企业进行划分的。

续表

变量	模型(1)				模型(2)			
	—	—	—	—	—	—	—	0.18**(0.08)
滞后3期交互项	—	—	—	—	—	—	—	—
Constant	-2.74(2.20)	-4.50(3.19)	-8.91**(4.30)	-7.69*** (2.72)	-2.74(2.14)	-4.20(2.74)	-8.01**(3.41)	-7.03*** (2.53)
控制年份、行业	是	是	是	是	是	是	是	是
Observations	484	367	255	143	484	367	255	143
R ²	0.35	0.42	0.53	0.88	0.36	0.45	0.56	0.89
观测数	126	123	117	83	126	123	117	83

注:括号内数值为经过异方差调整的标准差;***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。

表5的结果显示,相对于国有OFDI企业,东道国良好的金融生态环境会显著促进民营OFDI企业长期绩效的提升,并且金融生态环境和企业内部融资约束的交互项的系数为正、且在企业投资后的第3年显著为正,说明良好的金融生态环境会正向调节民营企业内部融资约束对企业长期绩效的负向抑制作用,证实了H4。由于民营企业在国内存在融资劣势,会选择融资环境更好的东道国进行投资,因此,东道国良好的金融生态环境,可以为民营企业提供更多的融资渠道,缓解企业内部融资约束,从而有助于企业绩效的提升。

(2)企业OFDI方式的差异性。本文将总样本根据OFDI企业进入方式,分为绿地投资和跨国并购两组,进一步考察OFDI方式的差异性。实证结果分别见表6和表7。

表6 绿地投资企业回归结果

变量	模型(1)				模型(2)			
	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>Fecology_center</i>	0.14(0.09)	—	—	—	0.14(0.09)	—	—	—
<i>Fconstraint_center</i>	-0.06*(0.04)	-0.09*(0.05)	-0.13*(0.07)	-0.11** (0.05)	-0.07*(0.04)	-0.09*(0.05)	-0.13*(0.07)	-0.10** (0.05)
滞后1期	—	0.38*(0.21)	—	—	—	0.37*(0.19)	—	—
滞后2期	—	—	0.65(0.57)	—	—	—	0.56(0.49)	—
滞后3期	—	—	—	1.43*(0.82)	—	—	—	1.27*(0.75)
<i>Fecology_center</i> × <i>Fconstraint_center</i>	—	—	—	—	0.04(0.07)	—	—	—
滞后1期交互项	—	—	—	—	—	0.09(0.09)	—	—
滞后2期交互项	—	—	—	—	—	—	0.10(0.11)	—
滞后3期交互项	—	—	—	—	—	—	—	0.15*(0.09)
Constant	-2.35(1.71)	-3.64(2.39)	-5.97(3.91)	-6.14*(3.26)	-2.32(1.64)	-3.37(2.04)	-5.53(3.35)	-5.53*(2.99)
控制年份、行业	是	是	是	是	是	是	是	是
Observations	736	565	396	228	736	565	396	228
R ²	0.25	0.30	0.40	0.68	0.25	0.32	0.42	0.69
观测数	179	179	175	135	179	179	175	135

注:括号内数值为经过异方差调整的标准差;***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。

表7 跨国并购企业回归结果

变量	模型(1)				模型(2)			
	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>Fecology_center</i>	-0.23** (0.10)	—	—	—	-0.24** (0.10)	—	—	—
<i>Fconstraint_center</i>	-0.00(0.01)	-0.00(0.00)	-0.03(0.02)	-0.13*** (0.03)	-0.00(0.01)	-0.00(0.01)	-0.05** (0.02)	-0.10*** (0.03)
滞后1期	—	-0.21(0.23)	—	—	—	-0.25(0.23)	—	—
滞后2期	—	—	-0.82** (0.37)	—	—	—	-0.78** (0.34)	—
滞后3期	—	—	—	0.50*(0.27)	—	—	—	0.68*(0.36)
<i>Fecology_center</i> × <i>Fconstraint_center</i>	—	—	—	—	-0.07*(0.04)	—	—	—
滞后1期交互项	—	—	—	—	—	-0.08*** (0.02)	—	—
滞后2期交互项	—	—	—	—	—	—	-0.10(0.09)	—
滞后3期交互项	—	—	—	—	—	—	—	0.19(0.13)
Constant	-0.28(0.38)	-1.54** (0.63)	-2.61** (1.12)	-1.06(1.70)	-0.82*(0.42)	-1.98*** (0.63)	-2.51** (1.13)	-0.47(2.33)
控制年份、行业	是	是	是	是	是	是	是	是
Observations	79	57	42	27	79	57	42	27
R ²	0.39	0.53	0.73	0.94	0.44	0.58	0.74	0.96
观测数	23	17	15	15	23	17	15	15

注:括号内数值为经过异方差调整的标准差;***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。

表6的结果显示,良好的金融生态环境会显著促进绿地投资企业长期绩效的提升,交互项的系数与金融生态系数方向一致,都是长期呈现正向趋势,且在第3年变得显著,即良好的金融生态环境会正向调节绿地投资企业内部融资约束对其绩效的负向抑制作用,证实了H5。

表7有关跨国并购企业子样本的回归结果显示,东道国金融生态环境的改善反而抑制跨国并购企业绩效的提升,其与企业融资约束的交互项的系数短期内也显著为负,即在短期内,企业内部融资约束情况严重的企业往往会选择金融生态环境较差的东道国、希望通过高风险的投机行为获取收益。但从长期来看,金融生态环境对企业绩效的影响开始转变为正向且变得显著,交互项的影响系数也呈现出正向的缓解趋势。本文推测,金融生态环境差的东道国,尽管短期内企业并购难度与成本低、甚至会通过投机行为获得短期的高风险利润回报,但是不稳定的经营环境并不利于企业的长期经营,只有良好的金融生态环境才能有利于跨国并购企业在长期内整合和优化资源,缓解内部融资约束,继而提升企业的经营绩效。

(三)稳健性检验

为了进一步验证基准回归结果的稳健性,本文分别采取替换被解释变量、FGLS、面板固定效应工具变量估计法、剔除部分样本4种方法进行稳健性检验。

第一种方法中,企业的投入资本回报率(return on invested capital, ROIC)与ROA具有较强的关联性,因此本文选择ROIC作为被解释变量ROA的替代变量。由于本文实证分析前的检验证明了模型异方差的存在,相对于异方差稳健的标注误回归,FGLS的结果可能更有效,因此采用第二种方法,即用FGLS重新进行实证检验。第三种方法为工具变量法。尽管金融生态环境体系的构建包含了众多指标,但仍旧可能存在遗漏变量的偏差导致模型内生性的问题,本文借鉴吕越和邓利静(2019)的做法,选取1992年各国金融改革指标作为工具变量进行稳健性检验。由于该指标能够直接影响东道国的金融开放程度,进而影响东道国金融生态环境,但不会影响当期OFDI企业的绩效,因此满足工具变量的选取标准。第四种方法为样本剔除法。虽然在基准回归中控制了行业固定效应,但是由于制造业与金融业等服务行业存在较大的差异性,本文剔除样本中非制造业样本,仅保留制造业企业样本。上述4种稳健性检验方法的结果见表8。

表8 全样本稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	ROIC	FGLS	工具变量	剔除样本	ROIC	FGLS	工具变量	剔除样本
滞后3期	2.15*(1.11)	1.38***(0.47)	4.51**(2.29)	1.05*(0.57)	2.03*(1.04)	1.31***(0.46)	4.26**(2.02)	0.98*(0.55)
<i>Fconstraint_center</i>	-0.15**(0.08)	-0.10***(0.02)	-0.11**(0.05)	-0.09**(0.04)	-0.13*(0.07)	-0.09***(0.02)	-0.10**(0.05)	-0.07*(0.04)
<i>lnsize</i>	0.56**(0.27)	0.36***(0.05)	0.40**(0.15)	0.35**(0.14)	0.56**(0.26)	0.35***(0.05)	0.39***(0.15)	0.35**(0.14)
<i>lnage</i>	-0.94(0.88)	-0.68(0.51)	-0.73(0.82)	-0.61(0.64)	-0.78(0.87)	-0.58(0.50)	-0.65(0.81)	-0.50(0.64)
<i>lnlabor</i>	0.68**(0.29)	0.44***(0.03)	0.45***(0.16)	0.55***(0.17)	0.63**(0.26)	0.40***(0.03)	0.40***(0.14)	0.51***(0.15)
<i>lnfirm_patent</i>	0.01(0.02)	0.01(0.01)	0.02(0.02)	0.02(0.01)	0.01(0.02)	0.01(0.01)	0.01(0.02)	0.01(0.01)
<i>lnhost_patent</i>	-0.16(0.11)	-0.11**(0.05)	-0.22(0.14)	-0.12(0.07)	-0.20*(0.12)	-0.14**(0.05)	-0.24*(0.14)	-0.15*(0.08)
滞后3期的交互项	—	—	—	—	0.24*(0.14)	0.15***(0.04)	0.19**(0.08)	0.14*(0.08)
<i>Constant</i>	-11.34**(5.37)	-7.63***(1.31)	—	-8.54**(3.35)	-10.70**(5.03)	-7.22***(1.29)	—	-8.18**(3.17)
控制年份、行业	是	是	是	是	是	是	是	是
Cragg-Donald wald <i>t</i> 统计值	—	—	38.16	—	—	—	37.70	—
Observations	255	255	188	239	255	255	188	239
<i>R</i> ²	0.67		0.62	0.74	0.68		0.65	0.75
观测数	150	150	94	142	150	150	94	142

注:括号内数值为经过异方差调整的标准差;***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。

表8的结果显示,无论是哪种稳健性检验方法,良好的金融生态环境都会显著促进企业长期绩效的提升,企业内部融资约束会显著负向抑制企业绩效的增长,而金融生态环境会显著正向调节企业内部融资约束的负向抑制作用。此外,控制变量的结果也基本与全样本回归结果保持一致,再一次证明了控制变量选取的合理性与稳健性。此外,表9的分样本^⑤稳健性检验结果基本与基准回归结果保持一致,总体上,东道国良好

⑤ 为了节约篇幅,文中只汇报了分样本稳健性检验的核心结果,如有需要详细信息,请与本文作者联系。

的金融生态环境对民营企业的长期绩效存在正向且显著的影响,同时,也对民营企业内部融资约束对企业前期绩效负向影响存在着正向调节的作用;从 OFDI 方式来看,从长期来看,东道国金融生态环境的提升更有利于绿地投资企业缓解内部融资约束对企业绩效的负面影响。

表 9 分样本稳健性检验结果

分样本类型	变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
		ROIC	FGLS	工具变量	剔除样本	ROIC	FGLS	工具变量	剔除样本
国有企业	滞后 3 期	0.02(0.33)	-0.04(0.15)	-0.39(0.46)	-0.08(0.24)	-0.02(0.32)	-0.08(0.15)	-0.45(0.47)	-0.11(0.23)
	<i>kzcenter</i>	-0.03 ^{**} (0.01)	-0.02 ^{***} (0.01)	-0.02 ^{**} (0.01)	-0.02 ^{***} (0.01)	-0.03 ^{***} (0.01)	-0.03 ^{***} (0.01)	-0.03 ^{***} (0.01)	-0.03 ^{***} (0.01)
	滞后 3 期的交互项	—	—	—	—	-0.04(0.03)	-0.03 ^{**} (0.01)	-0.03(0.02)	-0.03(0.02)
民营企业	滞后 3 期	1.58 [*] (0.89)	1.07 ^{**} (0.48)	3.35 ^{**} (1.58)	1.09 [*] (0.59)	1.55(0.95)	1.05 ^{**} (0.46)	3.52 ^{***} (1.36)	1.05 [*] (0.61)
	<i>kzcenter</i>	-0.23 ^{***} (0.07)	-0.15 ^{***} (0.02)	-0.17 ^{***} (0.05)	-0.12 ^{***} (0.04)	-0.25 ^{***} (0.07)	-0.17 ^{***} (0.02)	-0.19 ^{***} (0.05)	-0.14 ^{***} (0.04)
	滞后 3 期的交互项	—	—	—	—	0.28 ^{**} (0.12)	0.18 ^{***} (0.05)	0.19 ^{**} (0.09)	0.20 ^{**} (0.08)
绿地投资	滞后 3 期	2.18 [*] (1.27)	1.43 ^{***} (0.55)	5.40 [*] (3.04)	0.80(0.58)	1.94 [*] (1.16)	1.27 ^{**} (0.54)	5.00 [*] (2.70)	0.68(0.57)
	<i>kzcenter</i>	-0.17 ^{**} (0.08)	-0.11 ^{***} (0.02)	-0.10 ^{**} (0.04)	-0.10 ^{**} (0.04)	-0.15 [*] (0.07)	-0.10 ^{***} (0.02)	-0.10 ^{**} (0.05)	-0.09 ^{**} (0.04)
	滞后 3 期的交互项	—	—	—	—	0.24 [*] (0.14)	0.15 ^{***} (0.05)	0.17 ^{**} (0.08)	0.15 [*] (0.08)
跨国并购	滞后 3 期	0.70(0.42)	0.50 ^{***} (0.16)	-0.23(0.25)	0.28(0.51)	1.03 [*] (0.56)	0.68 ^{***} (0.14)	-0.15(0.16)	0.53(0.35)
	<i>kzcenter</i>	-0.16 ^{***} (0.04)	-0.13 ^{***} (0.02)	-0.06 ^{***} (0.01)	-0.10 ^{***} (0.03)	-0.11 ^{**} (0.05)	-0.10 ^{***} (0.02)	-0.04 ^{**} (0.02)	-0.07 [*] (0.03)
	滞后 3 期的交互项	—	—	—	—	0.34(0.23)	0.19 ^{***} (0.06)	0.14 [*] (0.07)	0.22 [*] (0.11)

注:括号内数值为经过异方差调整的标准差;***、**、*分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

六、主要结论及建议

新冠疫情的蔓延加剧了全球经贸格局的动荡,尤其是欧美国家的经济发展遭遇重创,以美国、德国、日本为代表的西方发达国家更是提出在全球生产网络中“去中国化”的不恰当言论,阻碍了全球化的进程和中国企业的国际化发展,也不利于全球范围内资源的有效整合。在这一背景下,如何进一步推进“一带一路”倡议的有效实施,如何促进中国企业与沿线国家的企业紧密合作、互利共赢、继而构建区域价值链,通过团结一致的联合抗疫,是缓解疫情对经济和人类社会带来的负面影响有待解决的重要议题。近年来,中国企业在“一带一路”沿线国家的投资迅速增加,这些先行企业的经营状况和面临风险的评估,对于疫情影响下,企业下一阶段战略调整和新进企业的进入决策具有非常重要的参考价值。基于此,本文把对中国企业“走出去”的研究向如何面对不确定的外部环境能否“走下去”延伸,创新性的从“国家-企业”关联的“制度基础观-资源基础观”视角构建国家层面的金融生态环境体系,从理论和企业微观数据的实证相结合,探讨东道国金融生态环境对企业生存能力的影响,重点关注这一多维度的综合制度因素对以企业内部融资约束为代表的资源因素的调节作用。以 2013—2017 年沪深两市 204 家中国上市企业在 30 个沿线国家的投资向“一带一路”沿线 30 个国家投资的战略选择为样本的实证检验,本文主要得到以下结论。

第一,东道国金融生态环境的改善有助于提升企业长期的生存能力,并缓解企业内部融资约束对其经营绩效的负面影响。第二,以跨国并购方式“走出去”和国有 OFDI 企业短期内更能适应金融生态环境较差的东道国。一方面可能是企业希望通过跨国并购方式来追逐短期的高风险收益、继而缓解内部融资约束的投机行为;另一方面,由于具有良好金融生态环境的东道国往往会担心国有 OFDI 企业的投资动机,继而会制定更严格的规制等,影响企业的融资渠道和经营绩效。此外,部分国有企业肩负着支持沿线欠发达国家和地区基础设施建设的重任,并不是以营利为目的,这些国家往往投资环境较差。第三,东道国良好的金融生态环境是大型民营企业和采取绿地投资方式企业生存能力的重要保障,有助于缓解这类在国内面临融资约束或前期固定成本投资较大企业对资金的需求。

根据所得结论,本文为全球经贸格局动荡的新格局下,中国企业如何基于“一带一路”倡议制定合理的国际化发展战略、提升抵抗风险的能力,分别围绕国家扶持和企业战略制度层面,提出以下可供参考的建议:

在国家层面,各级政府应该加快构建和完善“一带一路”沿线国家金融生态数据库,紧密跟踪与中国经贸紧密合作国家和地区的宏观环境和招商引资政策变化,为中国企业的国际化发展提供风险预估机制,帮助企业基于自身资源、制定合理的投资决策,提升企业“走出去”之后“走下去”的能力;利用现阶段金融开放的发

展趋势,为民营企业的国际化发展提供更丰富、便捷和安全的融资渠道,缓解企业的融资约束;巩固与加深中国与沿线国家外交关系,减少双边冲突对企业经营环境的影响。

在企业层面,除了进一步实行国有企业深化改革外,中国企业应该加强在东道国的宣传效应,通过参与公益活动等形式,让东道国企业和消费者更加了解中国企业,继而避免由于信息不对称而产生的警觉和敌意;部分企业应该警示和减少基于东道国高风险投资环境而产生的投机心态,在制定投资决策时,应该客观分析东道国的金融生态环境,与企业自身的资源相结合,更加注重企业的长期发展目标和规划,提升企业的生存能力。

参考文献

- [1] 岑维,童娜琼,2015.融资约束、多元化经营与公司业绩[J].商业研究(2):96-103.
- [2] 奉兮慎,2012.县域金融与金融生态环境关联性实证分析——对宁远县金融业发展与金融生态环境建设情况调查[J].金融经济(24):139-140.
- [3] 郭娟娟,杨俊,2019.东道国金融发展水平对中国企业OFDI二元边际的影响[J].国际贸易问题(2):145-160.
- [4] 胡冰,王晓芳,2019.投资导向、东道国金融生态与中国对外投资效率——基于对“一带一路”沿线国家的研究[J].经济社会体制比较(1):126-136.
- [5] 胡冰,王晓芳,2019.对“一带一路”国家对外投资支点选择:基于金融生态环境视角[J].世界经济研究(7):61-77,135.
- [6] 李延凯,韩廷春,2011.金融生态演进作用于实体经济增长的机制分析——透过资本配置效率的视角[J].中国工业经济(2):26-35.
- [7] 李强,2015.制度距离对我国企业跨国并购绩效的影响研究——基于上市公司数据的实证分析[J].软科学(10):65-68,82.
- [8] 李平,孟寒,黎艳,2014.双边投资协定对中国对外直接投资的实证分析——基于制度距离的视角[J].世界经济研究(12):53-58.
- [9] 李扬,王国刚,刘煜辉,2005.金融生态界说:金融生态概念提出[J].中国工商(11):37-39.
- [10] 刘志东,高洪玮,2019.东道国金融发展、空间溢出效应与我国对外直接投资——基于“一带一路”沿线国家金融生态的研究[J].国际金融研究(8):45-55.
- [11] 吕越,王晓旭,2017.融资约束与中国制造业转型升级[J].金融监管研究(8):77-97.
- [12] 吕越,娄承蓉,吕云龙,等,2019.金融发展与“一带一路”沿线国家绿地投资——基于母国和目标市场特征的异质性分析[J].世界经济文汇(2):37-55.
- [13] 吕越,邓利静,2019.金融如何更好地服务实体企业对外直接投资?——基于中资银行“走出去”的影响与机制分析[J].国际金融研究(10):53-63.
- [14] 戚湧,王昊义,王明阳,2019.区域金融生态系统对新创企业绩效影响的实证研究[J].科技管理研究(13):92-100.
- [15] 阮陆宁,余赞德,2015.欠发达地区金融生态环境对经济发展的影响——基于赣南县域数据的实证分析[J].武汉金融(7):47-50.
- [16] 王运良,李富有,2018.OFDI、金融生态运行效率与产业结构升级[J].经济问题探索(6):135-143.
- [17] 吴先明,张雨,2019.海外并购提升了产业技术创新绩效吗——制度距离的双重调节作用[J].南开管理评论(1):4-16.
- [18] 姚耀军,黄林东,2012.金融生态环境质量的资金“洼地”效应——基于空间计量模型的检验[J].金融发展研究(11):3-6.
- [19] 杨柳,张友棠,2018.“一带一路”国家金融生态多样性与中国对外直接投资[J].财会月刊(8):157-163.
- [20] 余官胜,2015.东道国金融发展和我国企业对外直接投资——基于动机异质性视角的实证研究[J].国际贸易问题(3):138-145.
- [21] BARNEY J B, 1991. Firm resources and sustained competitive advantage[J]. Journal of Management, 17(1): 3-10.
- [22] DIMITRATOS P L S, CARTER S, 2004. The relationship between entrepreneurship and international performance: The importance of domestic environment[J]. International Business Review, 13: 19-41.
- [23] HONG J J, WANG C Q, KAFOURS M, 2015. The role of the state in explaining the internationalization of emerging market enterprises[J]. British Journal of Management, 26(1): 45-62.
- [24] KAPLAN S, ZINGALES L, 1997. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints[J]. Quarterly Journal of Economics, 112(1): 169-215.
- [25] LAMONTO, CHRISTOPHER P, JESSUSA R, 2001. Financial constraints and stock returns[J]. The Review of Financial

- Studies, 14(2): 529-554.
- [26] NORTH D C, 1990. Institutions, institutional change and economic performance II preface[J]. Knowledge and Social Capital Suppl, 1(13): 118-130.
- [27] PENROSE E T, 1951. The Theory of the Growth of the Firm[M]. New York: John Wiley&Sons.
- [28] PENG M W, 2002. Towards an institution-Based view of business strategy[J]. Asia Pacific Journal of Management, 19(2/3): 251-267.
- [29] WERNERFELT B, 1984. A resource-Based view of the firm[J]. Strategic Management Journal, 5(2): 171-180.

Financial Ecological Environment of Countries along “the Belt and Road” and “Going on” of China’s OFDI Firms: Based on the Combination of Resource-based View and Institutional-based View

Yu Pei¹, Peng Sikai²

(1. Wuhan University of Technology, Wuhan 430070, China; 2. Wuhan University of Technology, Wuhan 430070, China)

Abstract: Financial integration is an important support for “the Belt and Road” initiative, and meanwhile, it is the key determinant of firm’s internationalization. The uncertainty in the financial external environment of most countries along “the Belt and Road” may lead to the dilemma of the survival capability of Chinese OFDI firms. Based on the perspective of “institution-based view-resource-based view”, an assessment system of financial ecological environment is innovatively constructed to analyze the mechanism of the impact of the host country’s financial ecological environment on the operating performance of Chinese OFDI firm’s from the micro level, and the moderating effect of financial ecological environment on firm’s internal financing constraints is focused. Taking the OFDI decision through 30 countries along “the Belt and Road”, conducted by 204 Chinese listed firms from 2013 to 2017, the empirical results reveal that the good financial ecological environment of the host country is conducive to improving the viability of the sample firms and easing their internal financing constraints, and especially private firms and green field investments. The characteristics of “risk appetite” of state-owned firms and cross-border M&A have been proved.

Keywords: financial ecological environment; resource-based view and institution-based view; countries along the “Belt and Road”; operation performance of China’s OFDI firms