

# 中国企业海外子公司的绩效表现及其差异分析\*

王碧珺<sup>1</sup> 袁子雅<sup>2</sup>

(1. 中国社会科学院世界经济与政治研究所, 北京 100732;

2. 中国人民大学商学院, 北京 100872)



**内容提要:** 中国企业海外子公司的绩效问题是涉及一国海外资产的安全与收益、跨国企业国际化战略成败的核心问题。本文利用 2006—2017 年微观企业层面数据, 研究了中国企业海外子公司的绩效表现, 并利用同步 ANOVA 方法对其绩效进行了方差分解分析。本文发现: 虽然平均而言盈利, 但与其他主要对外直接投资国相比, 中国企业海外子公司绩效有待提高; 在普遍缺乏“无区位绑定”的所有权优势下, 母国特有的优势和母国经验造成中国企业海外子公司的绩效差异更多受到外部因素的影响, 而非如传统发达国家跨国企业那样更多来自内部因素的作用; 从各子效应来看, 影响不同所有制母公司的海外子公司绩效差异的最主要因素分别为行业效应(央企)、子公司效应(地方国有企业)和行业\*东道国效应(民营企业), 影响不同行业的海外子公司绩效差异的最主要因素分别为行业\*东道国效应(制造业)、子公司效应(服务业), 初级产业中东道国效应扮演了格外重要的角色。本研究拓展了中国企业海外子公司绩效、跨国企业绩效的方差分解研究这两个领域的研究范围, 回应了国内外对中国对外直接投资绩效的一些质疑, 有助于为“走出去”战略的进一步实施和“一带一路”建设取得显著成效提供企业指导。

**关键词:** 对外直接投资 海外子公司 绩效方差分解 ROA

**中图分类号:** F830 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2021)01—0072—17

## 一、引言

中国已经成为全球主要的对外直接投资(OFDI)来源国。根据联合国贸发会议(UNCTAD)发布的《2020年世界投资报告》, 2019年全球对外直接投资流量1.31万亿美元, 年末存量34.57万亿美元(UNCTAD, 2020)<sup>[1]</sup>。根据《2019年度中国对外直接投资统计公报》, 2019年中国对外直接投资流量1369.1亿美元, 年末存量21988.8亿美元(中华人民共和国商务部等, 2020)<sup>[2]</sup>。据此计算, 2019年中国对外直接投资分别占全球当年流量、存量的10.4%和6.4%, 位列全球第二位(流量)和第三位(存量)。

对外直接投资的绩效问题是涉及一国海外资产的安全与收益、跨国企业国际化战略成败的核心问题。站在母国和母公司的视角, 中国对外直接投资在提高企业生产率、促进创新和就业、增加出口规模和促进出口产品多元化(胡兵和乔晶, 2013)<sup>[3]</sup>、改善公司治理和优化产能利用率(宋林等, 2019)<sup>[4]</sup>等方面都发挥了积极作用。但站在东道国和海外子公司的视角, 国内外还有一些质

收稿日期: 2020-06-24

\* 基金项目: 中国金融四十人·青年论坛课题“海外子公司视角下我国对外直接投资绩效研究”(20191115); 国家自然科学基金面上项目“全球金融网络视角下跨境资本流动管理与金融风险防范”(72073150)。

作者简介: 王碧珺, 女, 副研究员, 研究领域是国际投资, 电子邮箱: wangbijun@cass.org.cn; 袁子雅, 女, 博士研究生, 研究领域是公司金融, 电子邮箱: rbszhongziya@163.com。通讯作者: 王碧珺。

疑。在国内,不少媒体报道了中国海外投资项目有巨大亏损。在国外,批评中国对外直接投资是新殖民主义、不追求商业回报、背后有不可告人的非商业目的的指责声不断(Mohan 和 Power,2008)<sup>[5]</sup>。这些批评和指责缺乏可靠的数据支撑,是基于个别案例的以偏概全,却对“走出去”战略的进一步实施和“一带一路”倡议的顺利推进造成了较为不利的影响。

学术界对此并没有进行很好的回应,针对中国企业海外子公司绩效的学术研究较少,至少需要从以下两方面进一步完善:一是需要用更加客观、可比的数据来揭示中国企业海外子公司的绩效表现。目前的相关研究主要基于问卷调查,或者研究的是中国企业海外子公司的生存(存活率)问题。在基于问卷调查的研究中,绝大部分回答问卷的企业人员来自国内母公司而非海外子公司,难以保证他们充分了解海外子公司的实际经营状况。此外,由于国内企业一般不愿意或者无法提供海外子公司的财务资料,基于问卷调查的研究基本都是采用感知指标和自我评估的方法,通过设置问题的方式(如询问满意度),运用量表来衡量海外子公司绩效,这可能存在一定的主观性。而研究中国企业海外子公司存活问题的一个局限是,将“活着”的企业作为相同绩效的一类企业进行处理。但实际上,企业“活”也有不同的活法,有的欣欣向荣(盈利),有的苦苦挣扎(亏损)。随着数据可得性的增加,直接针对中国企业海外子公司财务表现的研究(熊名宁和汪涛,2020)<sup>[6]</sup>开始出现,这类研究刚刚起步。二是需要更加关注哪些因素更为主要地解释了中国企业海外子公司的绩效表现。现有相关研究主要关注东道国层面的因素。例如,研究发现,东道国税率的增加会加重中国企业海外子公司的税务负担,从而不利于其经营有效持续(郑建贞和刘秀玲,2014)<sup>[7]</sup>。东道国的文化多样性,有助于提高中国企业海外子公司绩效。中国企业在政治风险较高、正式制度质量较低的东道国反而能够适应复杂的政治环境,获得更好的投资绩效(Liu等,2016a)<sup>[8]</sup>。但如果东道国与中国有较大的制度距离,尤其是正式制度距离,则会对中国企业海外子公司的生存造成负面影响(衣长军等,2019)<sup>[9]</sup>。东道国与中国良好的双边外交关系能弥补制度距离的负面影响,提高中国企业海外子公司绩效(汪涛等,2020)<sup>[10]</sup>。也有一些研究关注了企业层面的影响因素。例如,中国企业海外子公司的学习效应以及在当地建立良好的社会网络,有助于提高绩效(黄中伟和游锡火,2010<sup>[11]</sup>;Liu等,2016b<sup>[12]</sup>)。若中国母公司为强化对海外子公司的控制,向其增加派遣员工,会导致海外子公司自治程度降低,其难以及时应对经营环境的变化并做出调整,从而对海外子公司绩效产生消极影响(Tao等,2018)<sup>[13]</sup>。现有研究并未探讨不同层面影响因素的相对重要性,从而在分析中国企业海外经营绩效的根本驱动力、指导中国跨国企业如何更好地进行资源配置方面还有所欠缺。

本文则做出了首次尝试,利用2006—2017年微观企业层面数据,研究了中国企业海外子公司的绩效表现,并对其绩效进行了方差分解分析,从而探索不同层面的因素,内部因素(母公司效应、子公司效应)、外部因素(行业效应、东道国效应、行业\*东道国效应、时间效应)对于中国企业海外子公司绩效差异的“贡献”。相对于已有文献,本文可能有如下三方面的边际贡献。

一是在理论上,拓展了与本文相关的两个领域的研究范围。一个领域是关于中国企业海外子公司绩效的相关研究。本文的拓展体现在:一方面,用相对更为客观、可比的微观企业层面财务数据来分析中国企业海外子公司的绩效表现;另一方面,分析了子公司层面、母公司层面、行业层面、东道国层面、时间层面等不同层面影响因素在解释中国企业海外子公司绩效差异上的相对重要性。另一个领域是关于跨国企业绩效的方差分解研究。本文的拓展体现在,论证了中国跨国企业在普遍缺乏“无区位束缚”(Non-Location-Bound, NLB)的宝贵、稀有和独特的所有权优势(Firm-specific Advantages, FSAs)的情况下,母国特有的优势(Home Country-specific Advantages, CSAs)和母国经验造成中国企业海外子公司的绩效差异更多受到外部因素的影响,而非如传统发达国家跨国企业那样更多来自内部因素的作用。

二是在研究方法上,运用方差成分分解方法将企业利润按因素进行分解的研究在本世纪初成

为战略管理研究领域内较为重要的数量方法之一。该系列的研究主要将企业利润率的总体波动(方差)分解为由各种因素所造成的波动(方差),而不进行结构性建模。国内经济管理研究却较少使用这一方法。本研究试图填补这一空缺,将这一分析方法运用于中国企业海外子公司绩效分解,力图为中国跨国企业的管理提供一些新参考与新思路。

三是在实践意义上,本文基于中国企业海外子公司层面的微观企业数据进行分析,回应了国内外对中国对外直接投资绩效的一些质疑,为“走出去”战略的进一步实施和“一带一路”建设取得显著成效提供了企业指导,指导企业在资源限定的情况下,更应该重视哪些因素来提高海外子公司绩效。

## 二、问题的缘起:中国企业海外子公司的绩效表现

### 1. 数据来源

中国企业海外子公司的基础数据来源于 BVD—ORBIS 全球企业数据库。该数据库是包含了全球近 3 亿家企业的财务、管理层、新闻与行业信息的大型企业分析库。本研究基于该数据库,筛选出位于中国内地以外、最终所有人是中国内地企业、且最终所有人持股比例在 50% 及以上的企业层面数据,构成中国企业海外子公司的基本数据集。通过进一步与国泰安 CSMAR 中国上市公司数据库进行匹配,本研究最终获得了 2006—2017 年中国 4607 个海外子公司—年份的观测值,涉及 367 家母公司、1490 家海外子公司、56 个东道国(地区)。

### 2. 绩效衡量

中国企业海外子公司的绩效以其资产收益率(ROA)来衡量。ROA 是每一单位资产所带来的收益,衡量了企业运用总资产来获得利润的情况。由于不同行业的企业性质与盈利模式不尽相同,很难有一个指标能完美衡量所有行业内企业的真实绩效表现。虽然也有文献使用毛利率(Gross Margin)、销售收益率(ROS)或企业增长期权(GOV)来衡量企业绩效,但在绩效的方差分解领域,由于 ROA 具有全面优良的性质,大部分的相关研究仍然选择 ROA 作为主要的绩效衡量指标。考虑到数据的可得性、与下文的一致性以及与现有文献的可比性,本研究也采用 ROA 来衡量中国企业海外子公司的绩效。

### 3. 绩效表现

(1)整体表现:中国企业海外子公司整体而言是盈利的,2006—2017 年平均 ROA 为 1.04<sup>①</sup>。如图 1 所示,从时间趋势看,在 2008 年全球金融危机之前,中国企业海外子公司的表现更好,平均 ROA 在 2006 年、2007 年分别达到 8.16 和 8.15。随后受到全球金融危机的不利影响,中国企业海外子公司 ROA 平均值在 2008 年同比下降了 60%~326%,并在 2009 年出现亏损。之后在 2010—2017 年,随着全球经济蹒跚复苏,中国企业海外子公司 ROA 呈现波动式发展。

(2)国际比较:判断中国企业海外子公司的绩效表现,还需要与其他主要对外直接投资国的跨国企业进行比较。《2018 年世界投资报告》显示,美国、德国、荷兰、英国、日本、加拿大、法国、瑞士、新加坡、俄罗斯、巴西和韩国这十二大对外直接投资来源国,合计占全球对外直接投资存量的 65.5% (UNCTAD, 2018)<sup>[14]</sup>,以发达经济体为主,也包括新兴经济体国家。将中国企业海外子公司绩效与以上十二大对外直接投资来源国的海外子公司绩效进行对比,并计算两者 ROA 的差值,结果如表 1 所示。可以发现,中国企业海外子公司的绩效堪忧,除了与俄罗斯的设置没有显著差别外,比其他十一个国家都显著更低。

① 1.04 为 4607 个海外子公司层面 ROA 不区分年份的全样本平均值。图 1 各年份平均值为 2.609,是对样本期间每个年份取算术平均,相当于每个年份的权重相同,都为十二分之一。但由于各年份海外子公司层面 ROA 的数目不同,所以各年份平均值求平均与全样本均值不相等。尤其是 2006 年、2007 年这两年回报高,但是企业数目少,造成了各年份平均值(2.609)高于全样本均值(1.04)。

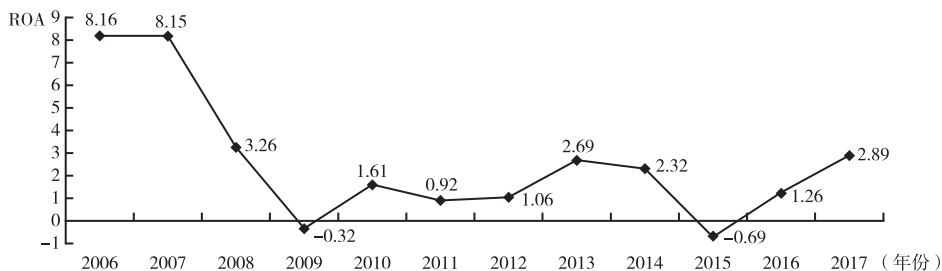


图 1 2006—2017 年中国企业海外子公司 ROA 表现

资料来源:基于收集数据计算

表 1 2006—2017 年中国与主要对外直接投资国的海外子公司 ROA 差距

ROA 比较国	全行业	初级产业	制造业	服务业	发达东道国	发展中东道国
中国与美国	-6.89***	-0.86	-7.12***	-6.86***	-6.53***	-8.25***
中国与德国	-6.41***	-1.69***	-6.87***	-6.32***	-5.86***	-7.41***
中国与荷兰	-4.60***	-1.10*	-5.04***	-4.58***	-4.03***	-5.92***
中国与英国	-5.77***	-0.14	-6.89***	-5.66***	-5.65***	-6.06***
中国与日本	-6.11***	-6.83***	-5.85***	-6.18***	-4.90***	-7.54***
中国与加拿大	-5.00***	0.22	-4.40***	-5.40***	-4.85***	-5.46***
中国与法国	-5.62***	-2.43***	-6.43***	-5.44***	-5.15***	-6.93***
中国与瑞士	-4.59***	3.05***	-5.33***	-4.51***	-4.20***	-5.71***
中国与新加坡	-5.23***	1.47	-4.73***	-5.61***	-4.69***	-5.50***
中国与俄罗斯	-0.13	-3.46**	-0.30	-0.09	0.61***	-1.61***
中国与巴西	-3.45***	1.58	-1.95***	-4.40***	-3.75***	-2.23**
中国与韩国	-4.56***	3.57*	-4.17***	-5.08***	-4.42***	-4.73***

注:\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源:基于收集数据计算

区分行业类别,制造业和服务业与整体情况类似。相对而言,中国企业海外子公司在初级产业上的表现与其他主要对外直接投资国的差距相对要小,已经与美国、英国、加拿大、新加坡和巴西没有显著差异,甚至好于瑞士和韩国。初级产业主要涉及采矿业,具有较强的地理分布特征,相对更高的市场进入门槛,更容易受到东道国政策因素的影响,还与全球大宗商品价格的变动息息相关。这些典型特征可能导致跨国企业在初级产业上的绩效表现除了受到个体因素的影响外,还受到一些个体难以控制的系统性因素的作用,从而导致不同母国跨国公司在绩效表现上的差异性有所降低。

区分东道国类别,所有十二个国家位于发展中东道国的子公司回报均显著高于中国。中国企业在发达国家子公司的表现相对更好:首先,绩效显著高于俄罗斯的海外子公司;其次,与另外一个国家的海外子公司的绩效差距普遍比在发展中东道国更小。与发达东道国相比,发展中东道国的市场和政策不确定性都更大,这对海外投资历程较短、经验欠缺的中国跨国企业形成较大挑战。

(3) 中国企业海外子公司内部的绩效差异:如表 2 所示,区分母公司所有制,央企海外子公司的 ROA 最高(均值为 3.67),地方国有企业海外子公司的 ROA 最低(均值为 -1.96);区分投资行业,初级产业的海外子公司 ROA 最高(均值为 5.61),制造业的海外子公司 ROA 最低(均值为 0.2);区分投资东道国,尽管投资到发展中国家的中国企业海外子公司 ROA 的均值比投资到发达国家的高 0.66,但两者的差异并不显著。

以上差异性的可能解释是,初级产业主要涉及采矿业,具有相对更高的市场进入门槛,基本被

少数大型企业所占据,市场竞争的强度低于服务业和制造业,因此具有较高的ROA。本样本里投资到初级产业的中国企业海外子公司共144个观测值,其中大部分(95个,占比66%)来自央企,这直接推高了央企海外子公司的回报。而与初级产业和服务业相比,制造业的市场化程度更高,激烈的市场竞争压低了制造业海外子公司的回报。

表2 2006—2017年不同类型中国企业海外子公司ROA差异

区分类型	企业类型比较	ROA比较
区分所有制	央企与民营企业	2.41***
	央企与地方国有企业	5.63***
	民营企业与地方国有企业	3.21***
区分行业	初级产业与服务业	4.50***
	初级产业与制造业	5.41***
	服务业与制造业	0.90*
区分东道国	发展中国家与发达国家	0.66

注:\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源:基于收集数据计算

### 三、理论背景与研究假说

上一部分的结果表明,不论是与其他国家的海外子公司比较,还是在中国企业海外子公司内部比较,子公司之间的绩效差异都是明显的。管理学界对这一现象有深刻发问:企业间绩效差异的根源是什么?什么决定了企业国际化经营的成败?为了回答这些问题,企业绩效研究领域内较为主流的研究方向之一是绩效的方差分解研究。通过对企业的绩效进行方差分解,研究者可以获知各个效应对于企业绩效差异的“贡献”。方差分解的结果通常以相关效应占总方差的百分比数值来呈现。在先前的研究中,基于行业结构理论的行业效应、基于企业资源基础理论的母公司效应和子公司效应、基于制度基础理论的国家效应是企业绩效方差分解研究的重要关注点。

#### 1. 理论背景

早期的企业绩效方差分解研究主要来自行业结构理论与企业资源基础理论之辩,即究竟是行业效应还是企业效应更多地解释了企业间绩效的差异。行业结构理论认为,企业所在行业内的结构状况,例如行业内竞争者的数量、规模与分布情况,决定了行业内企业的行为方式,并最终决定了企业的绩效。“结构-行为-绩效”范式确立了行业结构理论在企业绩效研究领域内相当长时间的领导地位。在此基础上,涌现了一系列基于行业结构理论的研究。行业结构理论是企业绩效方差分解模型中“行业效应”的理论基础。企业资源基础理论则认为,企业拥有特质的有形与无形资源的积累塑造了各企业独特的能力,进而造成了企业间绩效的差别(Wernerfelt, 1984)<sup>[15]</sup>。企业资源基础理论是企业绩效方差分解模型中“企业效应”的理论基础。

行业结构理论与企业资源基础理论之间的争论催生了最早一批企业绩效方差分解的研究。尽管已有回归分析确认了各自理论的合理性,但研究者们仍希望继续横向比较“行业效应”和“企业效应”的相对重要性。而方差分解的方法可以有针对性地将效应的“重要程度”进行“量化”——那些解释了更多总体方差的效应理应是更重要的效应;而解释了较少方差或者根本不显著的效应则应受到怀疑。Schmalensee(1985)<sup>[16]</sup>基于美国1975年制造业数据进行方差分解研究,支持了行业结构对于企业绩效的重要性。

国际商业领域的研究者们则强调在行业效应与企业效应之外所存在的国家间政治、经济、文化等方面的差异可能对企业绩效施加影响。尤其是随着越来越多的研究针对那些在制度上与发达经

济体有显著差异的新兴经济体,学者们愈加认识到,制度也能极大地影响所在国本土和外国企业的战略与绩效。制度基础理论是企业绩效方差分解模型中“国家效应”的理论基础。

除了行业效应、企业效应和国家效应外,近年来企业绩效方差分解的研究进一步扩展到更细分维度,考察了所有制效应、员工持股效应以及首席执行官效应对企业绩效差异的贡献(Fitza, 2017<sup>[17]</sup>)。此外,考虑到各效应间可能存在的相互影响,现有研究通常包含数个交互项。但就交互项的选择问题,各研究间并未完全达成一致。Vanneste(2017)<sup>[18]</sup>对滥用交互项提出了批评。如若穷举所有效应可能的交互项,则会带来模型的过拟合等一系列问题,而导致估计量趋于无效。模型中交互项的使用需谨慎,应基于经济学理论和对研究模型的合理分析。

## 2. 研究假设

影响企业绩效差异的因素可以进一步分为两类,即内部因素和外部因素(Chan等,2018)<sup>[19]</sup>。内部因素指的是个体企业能控制的、与个体企业直接相关的因素。在本文中具体指:母公司效应,刻画海外子公司绩效变化归因于国内母公司之间差异的部分;以及子公司效应,刻画海外子公司绩效变化归因于海外子公司之间差异的部分。外部因素指的是通常难以被个体企业完全控制、从环境中显现出来的因素,一般与行业和地理区位有关。在本文中具体指:行业效应,刻画海外子公司绩效变化归因于所处的三位数美国 SIC 行业之间差异的部分;东道国效应,刻画海外子公司绩效变化归因于所处的东道国之间差异的部分;行业\*东道国效应,刻画海外子公司绩效变化归因于所处的三位数美国 SIC 行业以及所处的东道国共同影响下差异的部分;以及年份效应,刻画样本期间由于年份的差异而造成的海外子公司绩效变化的程度。

本部分首先阐述内部因素和外部因素如何影响海外子公司的绩效,然后根据中国跨国企业的特征和生长环境提出核心假设。

(1)内部因素的影响机制:跨国经营是极其困难的,跨国企业比东道国本土企业普遍承担了诸多额外的成本。这些成本会对其海外子公司业绩和生存造成不利影响。为了克服外来者负担,获得战胜本土企业及第三国企业的竞争优势,跨国企业母公司需要拥有宝贵、稀有和独特的资源优势。由于外部市场具有不完备性,跨国公司通过海外子公司对母公司所有权优势的利用来实现最大化利润总和的目标。根据企业资源基础理论,可持续的、优异的海外子公司绩效来源于拥有、转移和利用母公司所有权优势。

异质性企业理论进一步支持了母公司所有权优势在对外直接投资决策中的重要性。葛顺奇和罗伟(2013)<sup>[20]</sup>基于中国制造业微观数据,发现体现母公司竞争优势的因素,如企业生产率、新产品占比、人均管理成本、人均产出、资本密集度、利润率和出口强度,对中国制造业企业对外直接投资具有促进作用。李磊等(2017)<sup>[21]</sup>基于中国服务业微观数据,发现母公司生产率、人力资本、资本密集度和企业年龄与中国服务业企业对外直接投资具有显著正向关系。母公司效应所体现出来的对海外子公司绩效的影响不仅来自母公司所有权优势的大小,还有其能有效地转移至海外子公司的能力。

在子公司效应方面,吸收能力理论侧重于子公司有效管理从母公司转移的知识的能力,认为具有较高吸收能力的子公司可以向母公司学习更多,从而获得更好的业绩(Bjorkman等,2007)<sup>[22]</sup>。子公司不仅是母公司海外战略的参与者,接受母公司的知识和资源转移,而且具有一定的主观能动性,能发展出独立于母公司的能力。海外子公司是直接在东道国市场生产经营的主体。海外子公司可以独立于母公司发展其能力,即子公司特有的能力,这对于其在东道国市场上超越竞争对手至关重要(Birkinshaw和Hood,1998)<sup>[23]</sup>。

来自母公司的知识和资源转移并不一定会导致更高的子公司绩效,开发和探索新资源需要海外子公司付出相当大的努力和能力。制度理论认为,海外子公司处于“二元”的制度环境下,既有东道国的制度环境,又有母国的制度环境(Hillman和Wan,2005)<sup>[24]</sup>。网络理论认为,海外子公司

嵌入在两个不同的网络中,既有东道国当地利益相关者构成的外部网络,又有母公司集团内部成员构成的内部网络(黄中伟和王宇露,2008)<sup>[25]</sup>。在如此复杂的制度二元与内外部网络中,海外子公司的资源重组能力是创造价值和满足利益相关者需求的前提。

海外子公司的技术资源,即研发强度、学习能力以及应用和探索能力,是其绩效的关键决定因素(Lee等,2014)<sup>[26]</sup>。此外,Bai等(2018)<sup>[27]</sup>还发现,海外子公司的技术资源对其绩效的正面影响在西方跨国企业中的数值,比在亚洲跨国企业中要大得多。这可能意味着,西方跨国公司的子公司主要在技术资源上竞争,而亚洲跨国公司的子公司还需要在其他方面进行竞争,例如基于关系的能力、管理东道国制度风险的能力等。尽管与传统发达国家跨国企业(AMNEs)的海外子公司相比,新兴经济体跨国企业(EMNEs)的海外子公司缺乏绝对的SSAs,但其能通过对不同资源模块的“巧”配,创造出产品和服务的卓越性价比,从而实现在其他新兴市场上的竞争优势(许晖和单宇,2019)<sup>[28]</sup>。

(2)外部因素的影响机制:环境决定论认为,企业绩效主要由不受企业管理控制的因素决定(Hannan和Freeman,1977)<sup>[29]</sup>。就行业的结构特征来看,在大多数情况下,其是由外在因素(例如历史和机缘巧合)或所有竞争对手的集体行动所决定的。行业结构理论所提出的“结构-行为-绩效”范式认为,行业的结构条件决定了行业内企业的行为,进而决定了企业的绩效,企业行为被视为行业结构的隐性结果。行业效应解释企业绩效差异的重点在于识别行业的结构特征,这会影 响行业内企业的绩效并导致行业之间的绩效差异。

波特五力模型能较好地解释行业结构对企业绩效的影响。这五种竞争力量分别是买方的议价能力、供应商的议价能力、来自替代产品的压力、新进入者的威胁以及现有竞争者之间的竞争。研究发现,行业集中度、行业进入壁垒、行业成长能力、行业知识密集度、行业包容性和行业动态性对企业绩效的差异有显著影响(Spanos等,2004)<sup>[30]</sup>。陈艳莹和鲍宗客(2013)<sup>[31]</sup>发现中国生产性服务企业的利润率差异很大程度上来源于行业效应,并且行业效应中的外生因素(市场结构和需求)的贡献要高于内生因素(知识密集度)的贡献。

海外子公司绩效除了受行业效应影响外,还受到东道国的宏观经济状况和制度的影响。东道国与投资者母国之间的市场距离增加了跨国企业获得相应的市场经验和信息的难度,文化差异使得海外子公司较难应用跨国企业内部已经成熟的管理模式和 workflows,这些差异都会增加海外子公司的经营风险和成本,需要靠市场规模的增大所带来的收益进行弥补(杨嫒和邓涛涛,2017)<sup>[32]</sup>。在东道国的制度影响方面, North(1990)<sup>[33]</sup>认为,制度包含了一个国家的正式(例如,政治、产权和合同)和非正式(例如,惯例、行为规范和行为准则)的规则,可以促进或限制经济交流,并提供企业诞生、成长和竞争的环境,决定了交易成本进而影响到从事经济活动的盈利能力。东道国的政府政策能对在当地经营的跨国企业子公司绩效产生显著影响。东道国政府既可以提供投资奖励(例如税收减免、投资补贴)和改善营商环境来吸引跨国企业,也可以颁布正式的规则(例如国别投资政策),通过限制外国子公司参与当地竞争和获得当地资源的有利机会,从而阻碍它们获得更高的利润(Lecraw,1984)<sup>[34]</sup>。

东道国效应不仅直接影响海外子公司绩效,还能通过影响产业结构从而形成行业效应和东道国效应的交互作用,共同对海外子公司绩效产生影响。发达和发展中国家的产业结构特征有很大差别,这部分归因于发展中国家的政府往往以不同的方式和目标参与竞争过程。在许多发展中国家,政府作为诸多关键资源的分配者,一个行业内的关键竞争形式之一是竞争国家的行政偏好(Austin,1990)<sup>[35]</sup>。相比之下,在发达国家,企业之间的竞争主要是在产品市场上。发达国家和发展中国家之间在产业内竞争方面的差异可能是这些国家在产业结构方面存在差异的重要原因(Christmann等,1999)<sup>[36]</sup>。

国家竞争优势理论指出,与其试图均衡地发展所有产业,各国不如充分利用优势条件大力发展效率最高的“特色”产业,并用各种方法持续最大化生产效率优势,才能在全球化的大环境下为本

国谋取尽可能多的福利(Porter,1990)<sup>[37]</sup>。由于发展规划与政策、所拥有的特质资源与文化有较大差异,不同国家与地区通常都有各自突出发展的行业。在国际商业领域的企业绩效分解研究中,大多数模型都包括了行业与国家的交互项,并发现该交互项的估计结果显著,即各国家的特定行业贡献了显著的企业绩效方差。

(3)中国企业海外子公司的绩效差异更多来自外部因素:与其他新兴经济体跨国企业(EMNEs)一样,中国跨国企业普遍缺乏强大的所有权优势。与传统发达国家跨国企业(AMNEs)相比,新兴经济体跨国企业在对外直接投资前缺乏足够的基于企业层面宝贵、稀有和独特的资源而建立的垄断优势(Madhok和Keyhani,2012)<sup>[38]</sup>,甚至将对外直接投资作为跳板来获取战略性资源以提升自身的竞争优势(Luo和Tung,2007)<sup>[39]</sup>。戴翔等(2013)<sup>[40]</sup>指出,中国的国内产业不具有结构高级化的先决条件,企业对外直接投资并没有显著的“所有权优势”。王碧珺等(2018)<sup>[41]</sup>发现,技术获取型需求是中国企业对外直接投资最重要的驱动力。

中国跨国企业在本土形成的竞争优势大多具有“区位绑定”(Location-Bound, LB)特征,难以完全复制到东道国环境之中。顾名思义,“区位绑定”的竞争优势指的是企业的竞争优势主要体现在特定地理区域(例如一个国家或一组有限的国家或特定区域)中,但无法轻易进行转移。与之相对,“无区位绑定”(Non-Location-Bound, NLB)的竞争优势则能较容易地以较低的成本和有限的适应性进行跨国转移(Rugman和Verbeke,1992)<sup>[42]</sup>。中国企业竞争优势的一个重要表现在于能进行大规模低成本生产,这跟传统发展中国家企业在小规模制造和技术地方化方面拥有比较优势也有很大不同。但中国企业这一竞争优势与本土劳动力成本低、素质高、基础设施良好有很大关系,这些优势受制于东道国的劳资政策、劳动力资源状况和投资环境从而难以完全复制到当地。另外,中国中小企业顽强的生命力和活力在一定程度上也依托各类经济开发区和产业带形成的集聚优势,能否在海外复制这种集聚优势并非单个企业能实现的,需要更多的外力助力。

中国跨国企业还面临额外的来源国负担(Liability of Origin),即企业仅仅因为来自中国就会遭到歧视和监管机构额外的审查(杨勃,2019)<sup>[43]</sup>。在发达国家眼里,新兴经济体的制度环境并不完善,存在诸多制度缺失,包括资本市场不发达、缺乏可靠的市场信息、国家对商业运作的广泛参与以及缺乏执行合同的有效机制等(Khanna和Palepu,1997)<sup>[44]</sup>。由于新兴经济体的制度缺失,新兴经济体跨国企业也被认为公司治理薄弱、信誉较差、缺乏透明度等(Wei和Nguyen,2017)<sup>[45]</sup>。在其他新兴经济体消费者眼里,新兴经济体的产品也比不上发达经济体的产品,这样一种“产品”感知会进一步传递到对新兴经济体跨国企业的整体较低评价。来源国负担进一步增加了中国跨国企业在东道国获得外部合法性的难度。

既缺乏强大的、无区位束缚的所有权优势,又面临额外的来源国负担,中国跨国企业的竞争优势更多体现在母国层面。学者们(Rugman等,2016)<sup>[46]</sup>称之为母国特有的优势(Home Country-specific Advantages, CSAs)。母国特有的优势的一个表现形式为母国政府的支持和服务,主要包括财政金融支持、东道国和行业相关信息提供、投资方向指导、投后监管等(Luo等,2010)<sup>[47]</sup>。通过提供一套不断完善的对外直接投资服务和管理体系,母国特有的优势作为特定要素弥补了中国跨国企业所有权优势的不足,帮助它们克服外来者劣势,增强其提升所有权优势,共同形成中国跨国企业的综合优势(裴长洪和樊瑛,2010)<sup>[48]</sup>。

政府的引导和服务也是中国国内经济建设取得良好成绩的基本经验,而母国经验会影响当地企业及其海外子公司发展和利用组织能力的方式以及企业竞争优先权的安排。认知印记(Cognitive Imprinting),尤其是来自特定国家企业管理层的认知框架会影响东道国目标的选择和东道国环境下企业资本配置的方式(Bowman和Helfat,2001)<sup>[49]</sup>,进而对其绩效的来源产生影响。

中国企业普遍存在企业专用性投资不足的现象。在政策驱动的产业结构调整下,产品和要素



市场化进程不断推进,新的市场机会频繁出现。企业高层具有追求移动收益的“移动偏好”,即相对于在本领域精耕细作,追逐“风口”、进入新的领域即使粗放经营也能获得更高更快的回报,企业培育所有权优势的专用性投资因此不被重视,中国企业之间在能力上差异并不明显,更倾向追逐有利好政策的行业(李东等,2007)<sup>[50]</sup>。

此外,中国的产品和要素市场化改革的不对称性也影响到企业竞争优先权(Competitive Priorities)的安排。竞争优先权体现了企业为实现其战略目标在战略内容上的优先选择(李桂华等,2013)<sup>[51]</sup>。竞争优先权通常包括价格(成本)、质量、可靠性、灵活性、新产品开发的响应能力和上市时间等(Kathuria, 2000)<sup>[52]</sup>。但中国的市场化改革具有不对称性,即产品市场已逐渐完全市场化,要素(劳动力、资本、土地等)市场化改革尚未完成。企业的竞争优先权逐渐从产品价格、质量竞争,过渡到要素市场的竞争,即通过在生产要素采购环节获得竞争优势,企业的成本得到降低,从而实现终端产品的竞争优势。

根据以上分析,本文提出核心假设:中国跨国企业海外子公司之间的绩效差异更多来自外部因素的影响,而非内部因素的作用。

## 四、企业绩效方差分解的研究方法与数学模型

### 1. 研究方法

方差成分分解在数学上的实现方法大致可分为两类三种:Components of Variance(简称COV方法)、Sequential ANOVA(简称分层ANOVA方法)以及Simultaneous ANOVA(简称同步ANOVA方法)。分层ANOVA方法对模型中的交互效应缺乏良好支持,交互效应的解释力会被归因于先前加入模型的效应,于是当效应加入模型的顺序不同时,得到的分析结果也常有不同,该方法在近年来的研究中已经很少被使用。COV方法尽管有效克服了分层ANOVA方法中的“顺序”问题,但其估计结果建立在较强的随机抽样与独立性假设之上,与经济理论逻辑和现实数据的情况相悖。Brush和Bromiley(1997)<sup>[53]</sup>对COV方法提出了系统性批判,其运用蒙特卡洛模拟(Monte Carlo simulation)检验了COV方法的可靠性,发现COV方法的估计结果并不理想,方差解释力的差别或在COV的估计结果中被放大,COV方法的数学性质并不优异。

同步ANOVA方法的优势在于其允许所有效应间存在相关关系,可以在模型中纳入协方差项,而并不假设误差项的随机性,即只提取研究者感兴趣的效应对于总方差的影响,将那些难以识别的效应以及繁杂的交互效应留在误差项之中。此外,领域内近年来也引入了分层线性模型(HLM)这一新方法。较早引进该方法的研究(Misangyi等,2006)<sup>[54]</sup>认为这一方法有两大优点:一是可以在效应间缺乏独立性的情况下提供较为稳健的数值估计;二是可以在模型中更好地引入数值变量。但该方法并不十分适用于本研究,主要原因在于,一方面,本研究存在多重归属的复杂层级结构,且主要感兴趣的效应并不以数值变量的形式衡量,因而,HLM的优秀性质对于本研究的贡献不大;另一方面,尽管HLM方法早在2006年就被提出,但在目前的国际研究中,ANOVA方法仍然占据了相当的比重,而经典文献更是主要采用ANOVA方法,故而使用ANOVA方法便于与现有相关文献的方差分解结果作横向对比。因此,本研究在方法上遵从现有文献中被广泛使用的同步ANOVA方法。

### 2. 数学模型

按照先前研究,本研究首先设立了如下描述模型:

$$ROA_{s,t} = \mu + \alpha_i + \beta_c + \pi_s + \gamma_t + \vartheta_h + \varphi_{i,h} + \varepsilon_{s,t} \quad (1)$$

其中,等号左侧的 $ROA_{s,t}$ 为中国海外子公司 $s$ 在年份 $t$ 的资产收益率。同时,本研究可以识别出该子公司在行业 $i$ 内经营,属于母公司 $c$ 旗下,位于东道国 $h$ 境内。等号右侧的 $\mu$ 为总均值, $\alpha_i$ 代表了行业效应, $\beta_c$ 代表了母公司效应, $\pi_s$ 、 $\gamma_t$ 、 $\vartheta_h$ 分别代表子公司、年份与东道国效应, $\varphi_{i,h}$ 代表了同时处于行业 $i$ 与东道国 $h$ 带来的影响, $\varepsilon_{s,t}$ 为对应的残差。

由于本样本包含相同子公司在多个年份内的数据,因此有必要控制序列相关性。在企业绩效分解领域,当认为存在跨年份的序列相关时,研究者通常对数据进行一阶自相关的处理(McGahan 和 Victor,2010)<sup>[55]</sup>。因此,本研究亦控制一阶自相关。即:

$$\varepsilon_{s,t} = \rho_s * \varepsilon_{s,t-1} + \omega_{s,t} \quad (2)$$

$\rho_s$  捕捉了上一年份对于当前年份的冲击。考虑到序列相关性, $t$  年份当年的误差项  $\varepsilon_{s,t}$  并不独立于上一年份的误差项  $\varepsilon_{s,t-1}$ 。 $\omega_{s,t}$  才被认为是处理自相关后,余下的“真残差”,其独立且服从正态分布。

将(2)式代入(1)式并进行 Cochrane-Orcutt 变换,得到:

$$ROA_{s,t} - \rho_s * ROA_{s,t-1} = (1 - \rho_s)\mu + (1 - \rho_s)\alpha_i + (1 - \rho_s)\beta_c + (1 - \rho_s)\pi_s + \gamma_t - \rho_s * \gamma_{t-1} + (1 - \rho_s)\vartheta_h + (1 - \rho_s)\varphi_{i,h} + \omega_{s,t} \quad (3)$$

对(3)式进行估计,可以剥离跨时期冲击,探索各效应对于企业绩效方差的“稳定”贡献。当然,在处理了一阶自相关后,每个中国海外子公司第一个年份的数据变得不可用,样本量相比不处理序列相关性将有所减少。

为使方差成分结构更清晰,对式(3)等号两边取方差:

$$var(ROA_{s,t} - \rho_s * ROA_{s,t-1}) = var[(1 - \rho_s)\mu + (1 - \rho_s)\alpha_i + (1 - \rho_s)\beta_c + (1 - \rho_s)\pi_s + (\gamma_t - \rho_s * \gamma_{t-1}) + (1 - \rho_s)\vartheta_h + (1 - \rho_s)\varphi_{i,h} + \omega_{s,t}] \quad (3 - 1)$$

现有文献假设大多数效应是相互独立的,所以大多数效应的方差可以直接得出。而在设立了交互项的两个效应之间,则应考虑它们的协方差。本研究假设行业与东道国( $\alpha_i\vartheta_h$ )之间存在交互效应:

$$var[(1 - \rho_s) * \alpha_i + (1 - \rho_s) * \vartheta_h] = (1 - \rho_s)^2 * \sigma_\alpha^2 + (1 - \rho_s)^2 * \sigma_\vartheta^2 + 2 * (1 - \rho_s)^2 * cov(\alpha_i, \vartheta_h)$$

将(3-1)式继续进行方差处理,可得:

$$\sigma_R^2 = (1 - \rho_s)^2 * \sigma_\alpha^2 + (1 - \rho_s)^2 * \sigma_\beta^2 + (1 - \rho_s)^2 * \sigma_\pi^2 + (\sigma_\gamma^2 + \rho_s^2 \sigma_\gamma^2) + (1 - \rho_s)^2 * \sigma_\vartheta^2 + (1 - \rho_s)^2 * \sigma_\varphi^2 + 2 * (1 - \rho_s)^2 * cov(\alpha_i, \vartheta_h) + \sigma_\omega^2 \quad (3 - 2)$$

其中,  $\sigma_R^2$  是处理过序列相关后的  $t$  期 ROA 的方差。

继续整理可得本研究的主要模型:

$$\sigma_R^2 = (1 + \rho_s^2) * \sigma_\gamma^2 + (1 - \rho_s)^2 * (\sigma_\alpha^2 + \sigma_\beta^2 + \sigma_\pi^2 + \sigma_\vartheta^2 + \sigma_\varphi^2) + 2 * (1 - \rho_s)^2 * cov(\alpha_i, \vartheta_h) + \sigma_\omega^2 \quad (4)$$

根据(4)式,利用同步 ANOVA 方法,即可进行中国海外子公司绩效的方差分解研究。

## 五、中国企业海外子公司绩效方差分解的结果

### 1. 基准结果与文献比较

表 3 显示了本研究中各效应所解释的中国企业海外子公司绩效 ROA 总方差的百分比。如表 3 所示,中国企业海外子公司绩效表现 ROA 的差异按照效应大小主要体现在子公司效应(显著解释了 18.44%)、行业 \* 东道国效应(显著解释了 17.32%)、行业效应(显著解释了 14.75%)和母公司效应(显著解释了 12.31%)。东道国效应(显著解释了 3.23%)和年份效应(显著解释了 0.34%)虽然是显著的因素,但解释值都较小。最后,由于海外子公司绩效可能会受到某些无法系统性衡量因素的冲击,因此有 33.6% 的方差上述任何因素都不能解释,这可归因于误差项。

把以上各子效应加总到两个大类,可以发现内部因素解释了 30.75% 的中国企业海外子公司绩效表现 ROA 差异,外部因素则解释了 35.64%。这初步证实了本文提出的核心假设,外部因素比内部因素更多地解释了中国企业海外子公司的绩效差异。

表 3 还显示了现有企业绩效方差分解相关文献的研究结果。如表 3 所示,相对于现有文献,内部因素在本研究中最小、外部因素在本研究中最大。这也说明,相对于其他国家的企业,外部因素对中国企业海外子公司绩效差异的影响更大,内部因素对中国企业海外子公司绩效差异的影响更小。

表 3 2006—2017 年中国企业海外子公司 ROA 的方差分解结果与文献比较

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
文献名	本研究	Rumelt (1991) <sup>[56]</sup>	McGahan 和 Porter(1997) <sup>[57]</sup>	McGahan 和 Porter(2002) <sup>[58]</sup>	Makino 等 (2004) <sup>[59]</sup>	Chan 等 (2010) <sup>[60]</sup>
行业的类别	所有行业	制造业	所有行业	制造业	所有行业	所有行业
时间跨度	2006—2017	1974—1977	1982—1994	1981—1994	1996—2001	1996—2005
国家(地区)	母国为中国, 56 个东道国 (地区)	美国	美国	美国	母国为日本, 79 个东道国 (地区)	母国为日本, 东道国为美国
<b>1. 内部因素</b>	30.75	48.7	36.04	47.6	36.4	35.6
子公司效应	18.44***	33.9***	31.71***	36	28.2***	16.8***
母公司效应	12.31***	14.8***	4.33***	11.6	8.2***	18.8***
其他内部因素	—	—	—	—	—	—
<b>2. 外部因素</b>	35.64	27.7	21.07	10.7	9.4	17.5
行业效应	14.75***	17.9***	18.68***	10.3	5***	12.8***
行业 * 东道国效应	17.32***	—	—	—	—	2.3***
东道国效应	3.23***	—	—	—	4.3***	2.1***
年份效应	0.34***	0.0	2.39***	0.4	0.1	0.3
其他外部因素	—	9.8	—	—	—	—
模型解释部分	66.4	76.5	51.6	58.3	53.3	53.1
误差解释部分	33.6	23.5	48.4	41.7	46.7	46.9
样本量	4607	1774	58132	72742	28809	16227
	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	
文献名	Chan 等 (2010) <sup>[60]</sup>	Fitza 和 Tihanyi (2017) <sup>[61]</sup>	Kim 和 Patel (2017) <sup>[62]</sup>	Etiennot 等 (2019) <sup>[63]</sup>	Meyer-Doyle 等 (2019) <sup>[64]</sup>	
行业的类别	所有行业	所有行业	所有行业	所有行业	所有行业	
时间跨度	1996—2005	2001—2013	2006—2014	2000—2007	1995—2015	
国家(地区)	母国为日本, 东道国为中国	欧盟	欧盟	多个国家	多个国家	
<b>1. 内部因素</b>	33.9	44.1	42.79	46.5	78.4	
子公司效应	14.4***	44.1***	42.79**	46.5	31.6	
母公司效应	19.5***	—	—	—	—	
其他内部因素	—	3.9***	—	—	46.8	
<b>2. 外部因素</b>	26	5.7	14.7	7.1	5.5	
行业效应	5.9***	4.1***	1.37**	1.9	5	
行业 * 东道国效应	16.1***	—	—	2.9	—	
东道国效应	1.4***	1***	11.2**	2.3	—	
年份效应	2.6***	0.6**	2.13**	—	0.5	
其他外部因素	—	—	—	—	—	
模型解释部分	59.9	49.8	57.49	53.6	—	
误差解释部分	40.1	50.2	42.51	46.4	16.1	
样本量	13051	247602	12648	102434	77097	

注:\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源:本研究依据相关数据利用 SAS 计量软件计算得出

## 2. 异质性分析

如表 4 所示,本文进一步从母公司所有制、子公司所在行业这两个异质性的维度来分析中国企业海外子公司绩效方差分解的结果。

表 4 2006—2017 年中国企业海外子公司 ROA 的方差分解结果:异质性

	国有企业	央企	地方国企	民营企业	初级产业	制造业	服务业
<b>1. 内部因素</b>	29.76	11.22	38.89	16.71	25.08	14.61	36.08
子公司效应	20.98***	5.08***	34.81***	7.28***	17.33***	4.25***	22.05***
母公司效应	8.78***	6.14***	4.08***	9.43***	7.75***	10.36***	14.03***
<b>2. 外部因素</b>	36.02	55.85	25.92	51.38	28.74	52.60	31.12
行业效应	17.30***	28.48***	14.14***	19.51***	8.65**	19.72***	13.76***
行业 * 东道国效应	14.56***	19.05***	8.36***	23.72***	1.63*	22.13***	13.87***
东道国效应	3.90***	7.73***	2.57***	6.80***	13.96***	9.07***	3.18***
年份效应	0.25	0.58*	0.84**	1.35***	4.50	1.68***	0.31**
模型解释部分	65.78	67.07	64.81	68.09	53.82	67.21	67.20
误差解释部分	34.22	32.93	35.19	31.91	46.18	32.79	32.80
样本量	2563	1292	1271	2044	144	1033	3430

注:\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源:本研究依据相关数据利用 SAS 计量软件进行分析得出

(1) 区分母公司所有制:不论是对于央企还是民营企业,外部因素比内部因素都更多地解释了其海外子公司的绩效差异,而且外部因素在央企的海外子公司中解释力更大。但是对于地方国企的海外子公司而言,内部因素的解释力更大。这说明外部因素比内部因素更多地解释了中国企业海外子公司的绩效差异主要体现在央企和民营企业的海外子公司之中。

各子效应对于中国不同所有制的海外子公司绩效差异的影响大小有所不同。对于央企的海外子公司而言,影响绩效差异最为主要的因素是行业效应(显著解释了 28.48%)。此外,东道国效应(显著解释了 7.73%)在央企的海外子公司中也比在地方国企和民营企业的海外子公司中都大,子公司效应(显著解释了 5.08%)在央企的海外子公司中比在地方国企和民营企业的海外子公司中都小。央企普遍规模大、实力雄厚,其海外子公司绩效差异主要来自行业差异。央企 1292 家海外子公司中的 92% 分布于 21 个 USSIC 两位行业,行业的平均 ROA 具有较大差异性,分布在 -17.5 ~ 12.2 之间。

对于地方国有企业的海外子公司而言,解释 ROA 差异的最突出因素是子公司效应(显著解释了 34.81%)。与央企相比,地方国有企业体量更小,所在行业的竞争环境更为激烈、市场化程度更高。地方国有企业在海外的经营和发展需要凭借企业自身的硬实力。如果地方国企的海外子公司能形成激励相容的考核机制,在海外“开疆扩土”的国企领导人将发挥更大的主观能动性提高企业绩效。因此,海外子公司自身的特征是解释地方国企海外经营绩效差异的最重要因素。

对于民营企业的海外子公司而言,解释 ROA 差异的最主要因素是行业 \* 东道国效应(显著解释了 23.72%)。民营企业是一个利润驱动、极具灵活性与环境适应性、充满企业家精神的群体。海外经营存在较大的不确定性和信息的不对称性,如果能将行业特征与东道国区位优势有机结合,将使得那部分民营企业在激烈的竞争中脱颖而出,获得更好的回报。

(2) 区分子公司所在行业:不论是投资于初级产业还是制造业的中国企业海外子公司,外部因素比内部因素都更多地解释了其绩效差异。但是对于投资于服务业的中国企业海外子公司,内部因素的解释力更大。这说明外部因素比内部因素更多地解释了中国企业海外子公司的绩效差异主要体现在初级产业和制造业的海外子公司之中。

各子效应对于不同行业的中国企业海外子公司绩效差异的影响大小有所不同。与投资于制造业和服务业的中国企业海外子公司相比,东道国效应在解释投资于初级产业的中国企业海外子公司绩效 ROA 差异中扮演了格外重要的角色。东道国效应在初级产业中的数值(显著解释了 13.96%)远远大于在制造业(显著解释了 9.07%)和服务业(显著解释了 3.18%)中的数值。这跟资源的分布具有较强地理特征的实际情况相符。

再看投资于制造业的中国企业海外子公司,行业 \* 东道国效应(显著解释了 22.13%)是解释

其绩效表现 ROA 差异的最大效应,远远大于在初级产业(显著解释了 1.63%)和服务业(显著解释了 13.87%)中的数值。相对于初级产业和服务业,制造业的市场化程度更高、行业竞争更为激烈、而且面临的是全球性的竞争和资源配置,如何在全球范围内根据行业特征选择合适的东道国,成为了中国企业海外制造业子公司绩效差异的最重要影响因素。

最后看投资于服务业的中国企业海外子公司,子公司效应(显著解释了 22.05%)是解释其绩效表现 ROA 差异的最大效应,远远大于在初级产业(显著解释了 17.33%)和制造业(显著解释了 4.25%)中的数值。相对于初级产业和制造业,服务业的本地化特征更为明显。不少中国海外服务业子公司分布在住宿业,电力、煤气和卫生服务,房地产业等,需要较好地服务当地市场和消费者,这就使得海外子公司之间的差异成为解释绩效差异的最主要因素。

### 3. 稳健性分析

投资回报与投资风险是一个硬币的两个方面。同一区域内企业绩效的离散程度越大,提示了该区域潜在的风险越高。本研究将 ROA 离差进行方差分解,来作为主模型的第一个稳健性分析。ROA 离差的计算如(5)式所示:

$$ROA\ deviation_{s,t} = \sqrt{(ROA_{s,t} - \overline{ROA_{h,t}})^2} \quad (5)$$

其中,等号左侧的  $ROA\ deviation_{s,t}$  为中国企业海外子公司  $s$  在年份  $t$  的资产收益率的离差。 $ROA_{s,t}$  为中国企业海外子公司  $s$  在年份  $t$  的资产收益率。 $\overline{ROA_{h,t}}$  为东道国  $h$  内年份  $t$  的所有中国企业海外子公司的平均 ROA。可见,企业  $s$  在年份  $t$  的 ROA 离差即为其与东道国  $h$  内平均 ROA 差值的绝对值。

第二个稳健性分析是在样本中剔除位于中国港澳台地区的样本。表 5 是稳健性分析的结果。如表 5 所示,不论是用 ROA 离差作为因变量,还是在样本中剔除位于中国港澳台地区的样本,都不影响基准结果。虽然效应大小有所差别,但效应的相对顺序并没有发生变化,中国企业海外子公司绩效表现 ROA 的差异按照效应大小主要体现在子公司效应、行业 \* 东道国效应、行业效应和母公司效应。东道国效应和年份效应虽然是显著的影响因素,但解释值都较小。外部因素比内部因素更多地解释了中国企业海外子公司的绩效差异。

表 5 2006—2017 年中国企业海外子公司绩效的方差分解结果:稳健性

	ROA 离差	删除中国港澳台地区样本
1. 内部因素	29.12	30.75
子公司效应	19.07***	18.44***
母公司效应	10.05***	12.31***
2. 外部因素	41.29	35.67
行业效应	16.82***	14.86***
行业 * 东道国效应	17.06***	17.22***
东道国效应	6.74***	3.23***
年份效应	0.68***	0.36***
模型解释部分	70.41	66.42
误差解释部分	29.59	33.58
样本量	4607	4509

注:\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源:本研究依据相关数据利用 SAS 计量软件进行分析得出

## 六、结论与建议

### 1. 研究结论

本文利用 2006—2017 年微观企业层面数据,研究了中国企业海外子公司的绩效表现,并对其绩效进行了方差分解分析,主要发现如下。

第一,中国企业海外子公司平均而言是盈利的,但与其他主要对外直接投资国相比,中国企业海外子公司的回报较低,绩效整体有待提高。相对而言,中国企业海外子公司在初级产业和在发达东道国中的表现与其他主要对外直接投资国相比,差距还要小一些。区分母公司所有制来看,中国央企的海外子公司的回报最高。区分投资行业来看,投资到初级产业的中国海外子公司的回报最高。

第二,采用同步 ANOVA 方法进行的方差分解研究的结果显示,影响中国企业海外子公司绩效表现差异的主要因素按照效应大小依次为:子公司效应、行业 \* 东道国效应、行业效应和母公司效应。东道国效应和年份效应虽然是显著的影响因素,但解释值都较小。把以上效应加总到两大类,可以发现外部因素比内部因素更多地解释了中国企业海外子公司的绩效差异。

第三,从异质性来看方差分解的结果。外部因素比内部因素更多地解释了中国企业海外子公司的绩效差异主要体现在央企和民营企业的海外子公司之中,以及初级产业和制造业的海外子公司之中。从各子效应来看,影响不同所有制母公司的海外子公司绩效差异的最主要因素分别为行业效应(央企)、子公司效应(地方国有企业)和行业 \* 东道国效应(民营企业)。影响不同行业的海外子公司绩效差异的最主要因素分别为行业 \* 东道国效应(制造业)、子公司效应(服务业),而初级产业中东道国效应扮演了格外重要的角色。

## 2. 实践启示

本文的研究有助于回应国内外对于中国对外直接投资绩效的一些质疑,这些质疑大部分并没有可靠的数据支撑,有些是基于个别案例的以偏概全。本文基于较为详实的微观数据研究发现,虽然与其他主要对外直接投资国相比,中国企业海外子公司的回报还有待改善,但平均而言却是盈利的,并且中国央企的海外子公司的回报更高。对于资本账户尚未完全开放的中国而言,企业“走出去”的时间尚短、经验不足、能力有限,应给予海外投资企业一定空间、更多时间来提高全球竞争力、逐步适应跨国经营环境。

本文的研究还有助于为“走出去”战略的进一步实施和“一带一路”建设取得显著成效提供企业指导,指导企业在资源限定的情况下,更应该重视哪些因素来提高海外子公司绩效:(1) 央企需要更加关注所投资的行业相关信息,全面地了解行业的市场结构、竞争对手、周期特征、不同品类大宗商品的价格影响因素等;(2) 地方国有企业、进行海外服务业投资的企业尤其需要注意提高海外子公司自身的竞争力,帮助其更好地嵌入当地的制度环境之中,建立与当地利益相关者的良好关系并进行积极互动;(3) 民营企业、进行海外制造业投资的企业则应遵循国家竞争优势理论,重点将东道国的区位优势与行业特征有机结合,充分获取国别的产业聚集优势;(4) 进行海外初级产业投资的企业则应重点关注东道国的相关信息,探明当地的资源储量、可开采性、配套的基础设施状况,防范可能面临的政治风险等。

## 3. 研究不足与展望

方差分解研究虽然能捕捉到各个效应对总方差的贡献占比,但难以探索各个效应内的具体作用因素和影响机制。未来的研究还需要通过其他理论和实证方法,识别出到底是哪些东道国特征、行业环境、企业资源和能力显著导致了海外子公司绩效差异,这将与绩效方差分解研究形成相互补充。

## 参考文献

[1] UNCTAD. World Investment Report 2020: International Production Beyond the Pandemic [R]. United Nations Conference on Trade and Development, 2020.

[2] 中华人民共和国商务部,国家统计局,国家外汇管理局. 2019年度中国对外直接投资统计公报 [R]. 北京: 中国统计出版社, 2020.

[3] 胡兵, 乔晶. 中国对外直接投资的贸易效应——基于动态面板模型系统 GMM 方法 [J]. 北京: 经济管理, 2013, (4): 11 - 19.

[4] 宋林, 张丹, 谢伟. 对外直接投资与企业绩效提升 [J]. 北京: 经济管理, 2019, (9): 57 - 74.

[5] Mohan, G., and M. Power. New African Choices? The Politics of Chinese Engagement [J]. Review of African Political Economy,

2008, 35, (115): 23–42.

- [6]熊名宇,汪涛. 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]. 北京: 经济管理, 2020, (6): 61–78.
- [7]郑建贞,刘秀玲. 中国企业 OFDI 持续时间的生存分析[J]. 北京: 国际商务(对外经济贸易大学学报), 2014, (5): 66–73.
- [8]Liu, X., L. Gao, J. Lu, and E. Lioliou. Environmental Risks, Localization and the Overseas Subsidiary Performance of MNEs from an Emerging Economy[J]. *Journal of World Business*, 2016a, 51, (3): 356–368.
- [9]衣长军,刘晓丹,王玉敏,黄健. 制度距离与中国企业海外子公司生存——所有制与国际化经验的调节视角[J]. 北京: 国际贸易问题, 2019, (9): 115–132.
- [10]汪涛,贾煜,崔朋朋,吕佳豫. 外交关系如何影响跨国企业海外市场绩效[J]. 北京: 中国工业经济, 2020, (7): 80–97.
- [11]黄中伟,游锡火. 社会网络、组织合法与中国企业国际化绩效——来自 122 家中国企业海外子公司的实证[J]. 北京: 经济管理, 2010, (8): 38–48.
- [12]Liu, X., L. Gao, J. Lu, and E. Lioliou. Does Learning at Home and from Abroad Boost the Foreign Subsidiary Performance of Emerging Economy Multinational Enterprises? [J]. *International Business Review*, 2016b, 25, (1): 141–151.
- [13]Tao, F., X. Liu, L. Gao, and E. Xia. Expatriates, Subsidiary Autonomy and the Overseas Subsidiary Performance of MNEs from an Emerging Economy[J]. *The International Journal of Human Resource Management*, 2018, 29, (11): 1799–1826.
- [14]UNCTAD. World Investment Report 2018: Investment and New Industrial Policies [R]. United Nations Conference on Trade and Development, 2018.
- [15]Wernerfelt, B. A Resource-Based View of the Firm[J]. *Strategic Management Journal*, 1984, 5, (2): 171–180.
- [16]Schmalensee, R. Do Markets Differ Much? [J]. *The American Economic Review*, 1985, 75, (3): 341–351.
- [17]Fitza, M. How Much do CEOs Really Matter? Reaffirming that the CEO Effect is Mostly Due to Chance[J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38, (3): 802–811.
- [18]Vanneste, J. L. The Scientific, Economic, and Social Impacts of the New Zealand Outbreak of Bacterial Canker of Kiwifruit [J]. *Annual Review of Phytopathology*, 2017, 55, (1): 377–399.
- [19]Chan, C. R., H. D. Park, P. Patel, and D. Gomulya. Reward-based Crowdfunding Success: Decomposition of the Project, Product Category, Entrepreneur, and Location Effects[J]. *Venture Capital*, 2018, (3): 285–307.
- [20]葛顺奇,罗伟. 中国制造业企业对外直接投资和母公司竞争优势[J]. 北京: 管理世界, 2013, (6): 28–42.
- [21]李磊,蒋殿春,王小霞. 企业异质性与中国服务业对外直接投资[J]. 北京: 世界经济, 2017, (11): 47–72.
- [22]Bjorkman, I., G. K. Stahl, and E. Vaara. Cultural Differences and Capability Transfer in Cross-border Acquisitions: The Mediating Roles of Capability Complementarity, Absorptive Capacity, and Social Integration[J]. *Journal of International Business Studies*, 2007, 38, (4): 658–672.
- [23]Birkinshaw, J., and N. Hood. Multinational Subsidiary Evolution: Capability and Charter Change in Foreign-owned Subsidiary Companies[J]. *Academy of Management Review*, 1998, 23, (4): 773–795.
- [24]Hillman, A. J., and W. P. Wan. The Determinants of MNE Subsidiaries' Political Strategies: Evidence of Institutional Duality [J]. *Journal of International Business studies*, 2005, 36, (3): 322–340.
- [25]黄中伟,王宇露. 位置嵌入、社会资本与海外子公司的东道国网络学习——基于 123 家跨国公司在华子公司的实证[J]. 北京: 中国工业经济, 2008, (12): 144–154.
- [26]Lee, J. Y., Y. R. Park, P. N. Ghauri, and B. I. Park. Innovative Knowledge Transfer Patterns of Group-affiliated Companies: The effects on the Performance of Foreign Subsidiaries[J]. *Journal of International Management*, 2014, 20, (2): 107–123.
- [27]Bai, T., J. Du, and A. M. Solarino. Performance of Foreign Subsidiaries “in” and “from” Asia A Review, Synthesis and Research Agenda[J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2018, 35, (3): 607–638.
- [28]许晖,单宇. 打破资源束缚的魔咒: 新兴市场跨国企业机会识别与资源“巧”配策略选择[J]. 北京: 管理世界, 2019, (3): 127–207.
- [29]Hannan, M. T., and J. Freeman. Structural Inertia and Organizational Change[J]. *American Sociological Review*, 1977, (29): 149–164.
- [30]Spanos, Y. E., G. Zaralis, and S. Lioukas. Strategy and Industry Effects on Profitability: Evidence from Greece [J]. *Strategic Management Journal*, 2004, 25, (2): 139–165.
- [31]陈艳莹,鲍宗客. 行业效应还是企业效应?——中国生产性服务企业利润率差异来源分解[J]. 北京: 管理世界, 2013, (10): 81–94.
- [32]杨嫒,邓涛涛. 市场距离、市场规模与中国企业对外直接投资的市场进入次序[J]. 北京: 经济管理, 2017, (9): 20–34.
- [33]North, D. C. *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance* [M]. Harvard University Press, 1990.
- [34]Leclaw, D. J. Bargaining Power, Ownership, and Profitability of Transnational Corporations in Developing Countries [J]. *Journal of*

International Business Studies, 1984, 15, (1) :27 - 43.

[35] Austin, J. E. Managing in Developing Countries[M]. The Free Press, 1990.

[36] Christmann, P. , D. Day, and G. S. Yip. The Relative Influence of Country Conditions, Industry Structure, and Business Strategy on Multinational Corporation Subsidiary Performance[J]. Journal of International Management, 1999, 5, (4) :241 - 265.

[37] Porter, M. E. The Competitive Advantage of Nations: With a New Introduction[M]. The Free Press, 1990.

[38] Madhok, A. , and M. Keyhani. Acquisitions as Entrepreneurship: Asymmetries, Opportunities, and the Internationalization of Multinationals from Emerging Economies[J]. Global Strategy Journal, 2012, 2, (1) :26 - 40.

[39] Luo, Y. , and R. L. Tung. International Expansion of Emerging Market Enterprises: A Springboard Perspective [J]. Journal of International Business Studies, 2007, 38, (4) :481 - 498.

[40] 戴翔, 韩剑, 张二震. 集聚优势与中国企业“走出去”[J]. 北京: 中国工业经济, 2013, (2) :117 - 129.

[41] 王碧琚, 李冉, 张明. 成本压力、吸收能力与技术获取型 OFDI[J]. 北京: 世界经济, 2018, (4) :99 - 123.

[42] Rugman, A. M. , and A. Verbeke. A Note on the Transnational Solution and the Transaction Cost Theory of Multinational Strategic Management[J]. Journal of International Business Studies, 1992, (23) :761 - 771.

[43] 杨勃. 新兴经济体跨国企业国际化双重劣势研究[J]. 北京: 经济管理, 2019, (1) :56 - 70.

[44] Khanna, T. , and K. Palepu. Why Focused Strategies May be Wrong for Emerging Markets [J]. Harvard Business Review, 1997, 75, (4) :41 - 51.

[45] Wei, Z. , and Q. T. K. Nguyen. Subsidiary Strategy of Emerging Market Multinationals: A Home Country Institutional Perspective [J]. International Business Review, 2017, 26, (5) :1009 - 1021.

[46] Rugman, A. M. , Q. T. K. Nguyen, and Z. Wei. Rethinking the Literature on the Performance of Chinese Multinational Enterprises [J]. Management and Organization Review, 2016, 12, (2) :269 - 302.

[47] Luo, Y. L. , Q. Z. Xue, and B. J. Han. How Emerging Market Governments Promote Outward FDI: Experience from China [J]. Journal of World Business, 2010, 45, (1) :68 - 79.

[48] 裴长洪, 樊瑛. 中国企业对外直接投资的国家特定优势[J]. 北京: 中国工业经济, 2010, (7) :45 - 54.

[49] Bowman, E. H. , and C. E. Helfat. Does Corporate Strategy Matter? [J]. Strategic Management Journal, 2001, 22, (1) :1 - 23.

[50] 李东, 李建明, 王翔. 高业绩企业群体中的弱企业效应研究——以 2002—2006 中国 500 强企业为样本的分析[J]. 北京: 中国工业经济, 2007, (1) :45 - 52.

[51] 李桂华, 黄磊, 卢宏亮. 代工专用性投资、竞争优先权与自有品牌战略[J]. 天津: 南开管理评论, 2013, (6) :28 - 37.

[52] Kathuria, R. Competitive Priorities and Managerial Performance: A Taxonomy of Small Manufacturers [J]. Journal of Operations Management, 2000, 18, (6) :627 - 641.

[53] Brush, T. H. , and P. Bromiley. What Does a Small Corporate Effect Mean? A Variance Components Simulation of Corporate and Business Effects [J]. Strategic Management Journal, 1997, 18, (10) :825 - 835.

[54] Misangyi, V. F. , H. Elms, T. Greckhamer, and J. A. Lepine. A New Perspective on a Fundamental Debate: A Multilevel Approach to Industry, Corporate, and Business Unit Effects [J]. Strategic Management Journal, 2006, 27, (6) :571 - 590.

[55] McGahan, A. M. , and R. Victor. How Much Does Home Country Matter to Corporate Profitability? [J]. Journal of International Business Studies, 2010, 41, (1) :142 - 165.

[56] Rumelt, R. P. How Much Does Industry Matter? [J]. Strategic Management Journal, 1991, 12, (3) :167 - 185.

[57] McGahan, A. M. , and M. E. Porter. How Much Does Industry Matter, Really? [J]. Strategic Management Journal, 1997, (18) :15 - 30.

[58] McGahan, A. M. , and M. E. Porter. What Do We Know About Variance in Accounting Profitability? [J]. Management Science, 2002, 48, (7) :834 - 851.

[59] Makino, S. , T. Isobe, and C. M. Chan. Does Country Matter? [J]. Strategic Management Journal, 2004, 25, (10) :1027 - 1043.

[60] Chan, C. M. , S. Makino, and T. Isobe. Does Subnational Region Matter? Foreign Affiliate Performance in the United States and China [J]. Strategic Management Journal, 2010, 31, (11) :1226 - 1243.

[61] Fitza, M. , and L. Tihanyi. How Much does Ownership Form Matter? [J]. Strategic Management Journal, 2017, 38, (13) :2726 - 2743.

[62] Kim, K. Y. , and P. C. Patel. Employee Ownership and Firm Performance: A Variance Decomposition Analysis of European Firms [J]. Journal of Business Research, 2017, (70) :248 - 254.

[63] Etiennot, H. , R. Vassolo, F. D. Hermelo, and A. McGahan. How do Industry and Country Impact Firm Performance? A National and Supranational Analysis [J]. Review of Managerial Science, 2019, (4) :791 - 821.

[64] Meyer-Doyle, P. , S. Lee, and C. E. Helfat. Disentangling the Microfoundations of Acquisition Behavior and Performance [J]. Strategic Management Journal, 2019, 40, (11) :1733 - 1756.



# An Analysis on the Performance and the Differences of Chinese Firms' Overseas Subsidiaries

WANG Bi-jun<sup>1</sup>, ZHONG Zi-ya<sup>2</sup>

(1. Institute of World Economics and Politics Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100732, China;

2. Renmin Business School, Beijing, 100872, China)

**Abstract:** In the recent years, China has becoming the main source of outward foreign direct investment (OFDI) in the world. The performance of Chinese enterprises' overseas subsidiaries is the core issue concerning the safety and profitability of Chinese overseas assets and the success of Chinese multinational enterprises' internationalization strategies. From the perspective of the parent country and the parent companies, Chinese OFDI has played a positive role in improving enterprise's productivity and corporate governance, optimizing capacity utilization, promoting innovation and employment, increasing the scale and diversification of export products.

However, from the other perspective of the host country and overseas subsidiaries, there are some doubts. At home, there have been some media reporting that China's overseas investment projects suffered huge losses. At Abroad, the criticisms that China's OFDI is neocolonialism, which does not seek commercial returns and has a hidden non-commercial purpose, have been repeated. But these criticisms and accusations are only based on the prejudice and lack reliable data support. But these unreal criticisms and accusations may have negative impacts on further implementation of the "Go Global" strategy and the successful construction of the "Belt and Road" initiative.

This paper studies the factors influencing investment performance of Chinese companies' overseas subsidiaries between 2006 and 2017 and applies the simultaneous ANOVA method to get the variance decomposition results. This paper has the following findings. Firstly, the overseas subsidiaries of Chinese enterprises are profitable on average, but their investment returns are lower than those of other major OFDI countries. But the performance differences between Chinese enterprises' overseas subsidiaries and that of other major OFDI countries are smaller in primary industries and in developed host countries. The overseas subsidiaries of Chinese stated-owned enterprises under central government (CSOEs) have the highest investment return.

Secondly, the main factors affecting the performance differences of Chinese enterprises' overseas subsidiaries are, in order of effect size, the subsidiary effect, the interaction of industry and host country effect, the industry effect and the parent company effect. Although the host country effect and the year effect are significant in the results, their economic explanatory values are too small to be cared about. This study sums up these effects into two categories: the external factors and the internal factors. The former factors explain the performance differences of Chinese enterprises' overseas subsidiaries more than the latter ones. In the general absence of non-location-bound ownership advantages, the home-country unique advantages and experiences make the performance differences of Chinese enterprises' overseas subsidiaries more affected by the external factors.

Thirdly, concerning the heterogeneity, the most important factors affecting the performance differences of Chinese overseas subsidiaries from different ownership parent companies are industry effect (CSOEs), subsidiary effect (stated-owned enterprises under local government, LSOEs) and the interaction of industry and host country effect (private enterprises). The main factors affecting the performance differences of Chinese overseas subsidiaries in the manufacturing industry are the interaction effect of industry and host country effect. And in the service industry, the subsidiary effect can be the most important factor. As for the primary industry, it is the host country effect that explains most.

This study extends the literatures on the performance analysis of Chinese enterprises' overseas subsidiaries and performance variance decomposition of the multinational enterprises. This study also responds to the questions on China's OFDI performance. In a practical sense, this study provides enterprise-level guidance for the further implementation, construction and remarkable achievement of the "Go Global" strategy and the "Belt and Road" initiative.

**Key Words:** outward foreign direct investment; overseas subsidiary; variance decomposition of firm performance; ROA

**JEL Classification:** F21, F23, L21, O33

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2021.01.005

(责任编辑:刘建丽)