

海外子公司杠杆率与对外直接投资绩效

——来自中国跨国企业的证据

王碧珺 杨志宇 林 焰

内容提要 在国内国际双循环相互促进的新发展格局下，探究对外直接投资绩效的影响因素事关中国跨国企业国际化成败，更是推动中国构建更大范围、更宽领域、更深层次对外开放格局的重点所在。本文基于手工建立的2006—2017年中国跨国企业海外子公司宏微观数据集，实证检验了海外子公司杠杆率对中国跨国企业对外直接投资绩效的影响及其作用机制。研究发现，海外子公司杠杆率的提高显著降低了母公司对外直接投资绩效。在一系列内生性检验和稳健性检验后，该结论依然成立。机制分析结果表明，过高的杠杆率显著抑制了子公司的研发创新活动，进而降低了母公司的对外直接投资绩效。进一步研究发现，子公司杠杆率对其经营绩效的抑制作用受到东道国（地区）发展程度、子公司规模及母公司对外直接投资模式的调节，在规模相对较小、基于绿地投资以及在发达国家（地区）建立的海外子公司中，杠杆率提高对经营绩效的抑制作用更加明显。

关键词 跨国公司 杠杆率 绩效 海外子公司 对外直接投资 研发创新

中图分类号 F125, F276.7, F275

DOI 10.20090/j.cnki.gjjh.2025.2.5

文献标识码 A

文章编号 1002-1515(2025)02-0049-13

基金项目 中国社会科学院智库基础研究项目“安全、发展与开放关系的研究”（编号：ZKJC241804）、中国社会科学院学科建设“登峰战略”资助计划（编号：DF2023ZD33）

一、引言

在新发展阶段，良好的对外直接投资表现是助力中国构建新发展格局，提升全球影响力与话语权的重要保障。^① 本文的核心关注点是中国跨

国企业母公司的对外直接投资绩效，具体而言，以其海外子公司的经营绩效为被解释变量，深入分析其影响因素及作用机制。海外子公司的绩效水平不仅是衡量企业国际化成效的重要指标，更是优化中国跨国企业整体投资布局，助力中国实

王碧珺系中国社会科学院大学教授、中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员，研究方向为国际投资；杨志宇系中国社会科学院大学国际政治经济学院博士研究生，研究方向为国际投资；林焰系中国人民大学商学院、香港城市大学商学院博士研究生，研究方向为公司金融、实证资产定价。通讯作者：王碧珺，电子邮箱：wangbijun@cass.org.cn。感谢《国际经济合作》匿名审稿专家的意见和建议，文中疏漏由笔者负责。

① 卢进勇、王粉粉、陈虹曦：《党的十八大以来中国对外投资的主要成就与经验》，《国际经济合作》2024年第4期，第21—23页。



现更大范围、更宽领域、更深层次对外开放的重要途径。

由于海外子公司面临复杂的东道国（地区）市场竞争态势及内外部环境差异，不可避免要比本土企业承担更高的成本。通过调整杠杆率，海外子公司能够优化融资渠道、缓解资金约束、平衡财务风险，同时利用税盾效应获得税收收益，从而提升经营绩效，适当的资本结构成为跨国企业提升海外子公司绩效的重要路径。中国跨国企业在对外直接投资中既面临传统跨国企业的外来者劣势，也承受来源国负担和优势负担，这些特征往往推高杠杆率，增加经营风险并影响盈利能力和公司价值。^① 自2018年以来，去杠杆成为国家重点任务，研究海外子公司的杠杆率问题有助于引导企业关注资本结构优化，为政策制定提供微观视角。

基于资本结构理论，本文选取2006—2017年367家中国跨国企业母公司及其1492家海外子公司作为研究样本，共涉及56个东道国（地区）。结合BVD-ORBIS全球企业数据库，构建独特的宏微观数据集，用以实证分析海外子公司杠杆率与经营绩效之间的关系。本文潜在的边际贡献有两方面。一是在跨国企业海外子公司绩效影响因素的研究中，囿于数据限制，现有文献鲜有从子公司自身的内部资本结构切入探讨其对海外子公司经营绩效的具体影响，而是大多聚焦母公司内部。基于此，本文利用独特的中国跨国企业海外子公司宏微观数据集，从子公司的内部视角出发，系统探讨海外子公司资本结构对其经营绩效的影响。这不仅为相关文献提供了重要补充，也为跨国企业制定合理的投融资决

策、优化生产经营行为提供了实证依据和理论指引。二是探讨了作用机制与多维度分析。本文从企业研发创新活动的视角，论证海外子公司杠杆率对其经营绩效产生显著影响的潜在作用机制，并基于东道国（地区）发达程度、企业规模及投资方式三个角度进行异质性分析，从多维度揭示海外子公司杠杆率对其经营绩效的缓释因素，从而更全面地理解杠杆率的复杂影响。

二、文献综述与理论分析

（一）文献综述：跨国企业海外子公司绩效的影响因素

现有文献关于跨国企业海外子公司绩效的影响因素研究主要包含三个视角。国家层面，一些正式和非正式制度性因素会对海外子公司绩效产生显著影响。例如，制度距离对位于（以及来自）新兴市场的跨国企业海外子公司绩效具有显著负向影响；文化距离促进了外国子公司创新，有助于提高产品差异性、增强企业竞争力，进而改善企业经营绩效；母国和东道国（地区）之间良好的双边政治关系通过增加跨国公司在东道国（地区）的合法性，从而提升企业绩效。此外，发达国家的监管政策近年来对跨国企业经营绩效的影响日益显著。^②

区域层面，当地密度（竞争相同资源的企业数量）与外国子公司的经营绩效呈负相关，而区位优势则可以显著提高外国子公司的经营绩效。^③ 跨国企业网络对其子公司经营绩效产生差异性影响，即生产相似产品的子公司网络对子公

① 郭桂霞、赵岳、巫和懋：《我国“走出去”企业的最优融资模式选择：基于信息经济学的视角》，《金融研究》2016年第8期，第112页。

② 参见王碧珺、高恺琳：《制度距离对中国跨国企业海外子公司绩效的影响》，《数量经济技术经济研究》2023年第8期，第125页；王进猛、徐玉华、易志高：《文化距离损害了外资企业绩效吗》，《财贸经济》2020年第2期，第129页；汪涛等：《外交关系如何影响跨国企业海外市场绩效》，《中国工业经济》2020年第7期，第92—94页；桑百川、武云欣、李川川：《美国限制对华科技投资的演进、影响与应对》，《国际贸易》2024年第5期，第77—82页；孙芳、荣文钧、温珺：《碳边境调节机制对中国在欧盟直接投资的影响及对策》，《国际经济合作》2023年第2期，第66—68页等。

③ Chia-Wen Hsu, Homin Chen and D'Arcy Caskey, "Local Conditions, Entry Timing, and Foreign Subsidiary Performance," *International Business Review*, Vol. 26, No. 3, 2017, pp. 551-553.

司绩效存在倒U型作用，而生产不同产品的子公司网络对子公司绩效产生单调正向影响。^①

企业层面，企业的内部贸易、学习行为和市场营销活动均会对海外子公司绩效产生显著影响。随着内部贸易比重上升，外资企业的劳动生产率提高，但在转移定价影响下，资产回报率下降。^②企业在国内的合作以及在东道国（地区）市场的学习行为通过协同效应提高海外子公司的经营绩效。^③跨国企业子公司的营销能力会对子公司的经营绩效产生正向影响，而国家政治风险会对上述关系产生负向调节作用。^④外部因素比内部因素更能解释中国企业海外子公司间的绩效差异，但对单个效应而言，内部因素对经营绩效影响最大。^⑤

（二）理论分析：杠杆率与对外直接投资绩效的关系

现有文献已经揭示企业杠杆率对经营绩效的重要影响，包括抑制作用、促进作用及非线性关系。^⑥多数研究认为，杠杆率和企业经营绩效之间存在负向相关关系。然而，大多数研究的关注点集中在母公司内部，较少涉及母公司之外的拓展问题。本文试图探讨跨国企业海外子公司杠杆率对其经营绩效的影响，提出过高的杠杆率可能

抑制跨国企业海外子公司的绩效，从而影响母公司整体的对外直接投资绩效。

一是过度投资与风险扩大效应。随着杠杆率的提高，企业面临偿还债务的压力，管理层和股东可能倾向采取过度投资或高风险投资策略，以追求更高回报。尽管这种策略可能带来短期收益，但它也显著放大了投资失败的风险。特别是对跨国企业而言，其在东道国（地区）生产经营中面临外来者劣势，一旦经营不善，财务杠杆的反向效应可能引发恶性循环。例如，为避免债务损失，债权人可能加大对企业借债，从而进一步推高企业杠杆率，导致企业陷入更深的财务困境。^⑦

二是资本成本与代理成本增加。随着杠杆率提高，债权人（如银行）通常要求更高的利息和担保费用，故而增加了企业财务负担和经营成本，降低了企业绩效。^⑧高杠杆率企业还面临更大的债务违约风险、股价风险和破产风险，一旦经营状况欠佳，可能迅速陷入无法偿债的危机。跨国企业在东道国（地区）的固定成本和沉没成本普遍较高，需要更多的运营资金和更高的生产效率，^⑨过高的杠杆率会削弱其市场反应能力和竞争力，限制资源获取，进一步抑制绩效提升。^⑩

① Yang Liu, Jie Jiao and Jun Xia, "Subsidiary Networks and Foreign Subsidiary Performance: A Coopetition Perspective," *Management and Organization Review*, Vol. 15, No. 1, 2019, pp. 117-122.

② 王进猛、沈志渔：《内部贸易对外资企业绩效影响实证研究：基于国际分工和交易成本视角》，《财贸经济》2015年第2期，第84页。

③ 蔡灵莎等：《外来者劣势、组织学习与对外直接投资绩效研究》，《管理科学》2015年第4期，第42页；Xiaohui Liu et al., "Does Learning at Home and From Abroad Boost the Foreign Subsidiary Performance of Emerging Economy Multinational Enterprises?" *International Business Review*, Vol. 25, No. 1, 2016, p. 149.

④ 顾雷雷：《营销能力、东道国政治风险与跨国公司子公司绩效：来自东盟自贸区的证据》，《中国人民大学学报》2018年第2期，第114页。

⑤ 王碧珺、袁子雅：《中国企业海外子公司的绩效表现及其差异分析》，《经济管理》2021年第1期，第85页。

⑥ Allen Berger and Emilia Patti, "Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30, No. 4, 2006, pp. 1096-1097；王洪波：《中小企板上市公司绩效影响因素研究》，《经济学动态》2009年第7期，第52页；张同斌：《不同绩效高新技术企业的结构因素影响：基于高新技术上市公司的数据》，《经济管理》2012年第4期，第156页。

⑦ 梁安琪、武晓芬：《企业去杠杆、投资效率和企业绩效》，《经济与管理》2021年第1期，第63—64页。

⑧ 刘晓光、刘元春：《杠杆率、短债长用与企业表现》，《经济研究》2019年第7期，第129页。

⑨ David Greenaway and Richard Kneller, "Firm Heterogeneity, Exporting and Foreign Direct Investment," *The Economic Journal*, Vol. 117, No. 517, 2007, p. 157.

⑩ 张同斌：《不同绩效高新技术企业的结构因素影响：基于高新技术上市公司的数据》，第151页。



三是投资活动受限与效率降低。较高的杠杆率还可能通过债务契约对企业的投资活动形成约束。为防范过度投资风险,部分债权人往往在贷款协议中施加限制,迫使企业选择更保守的投资策略。同时,管理层为应对还本付息的压力,可能放弃一些净现值为正,甚至回报率较高的项目。这种投资不足的现象不仅削弱了企业的市场价值,还对长期绩效造成负向影响。^①

综上,提出假设1:中国跨国企业海外子公司杠杆率对其绩效有负向影响,提高杠杆率会降低子公司经营绩效。

本文认为,海外子公司杠杆率对企业绩效的负向影响主要体现在对研发创新活动的抑制上。这种抑制作用不仅表现在资源分配上,还通过财务压力、风险规避及创新管理难度增加等多方面影响企业的创新能力与绩效水平。去杠杆政策不仅可以优化企业的债务结构,还可以显著增加企业的研发投入和专利产出,从而提高企业经营绩效。^②

一是高杠杆率对创新资金的挤出效应。研发创新活动需要持续、大量的资金投入,高杠杆企业因负债率过高,面临较大的利息和债务偿还压力,导致企业研发预算和项目规模缩减。^③债权人对高杠杆企业通常采取更严格的资金监控措施,限制企业将资金用于高风险、高不确定性的研发活动。这种外部资金约束和内部资源挤出效应严重影响创新活动的规划和执行,增加研发失败的风险,对企业的竞争力造成长期损害。

二是高杠杆率对企业组织创新能力的削弱。研发创新不仅依赖资金支持,还需要企业在组织层面具备相应的创新能力。然而,高杠杆率会削弱企业在组织层面的创新动能:财务压力导致的资源不足会影响企业对研发团队和创新文化的投

入,管理层过于关注财务指标,忽视对创新战略的长期规划,也会导致创新活动失去系统性支持。高杠杆企业的创新团队往往更容易流失核心研发人员,创新项目的协作效率也显著降低。

三是研发创新本身具有高风险和高不确定性。随着债务比率不断上升,企业不得不采取更保守的投资策略来降低风险。为平衡财务压力,满足企业生存需求,管理层通常优先选择短期内可带来稳定回报的项目,放弃高风险、高回报的研发创新活动。^④这种风险规避行为不仅削弱了企业的长期发展潜力,还影响了企业在技术创新和市场竞争中的地位。

综上,提出假设2:杠杆率的提高抑制了企业的创新能力与研发活动,从而降低企业绩效水平。

三、数据来源、模型设定与描述性统计

(一) 数据来源与预处理

本文使用的中国跨国企业海外子公司数据来源于BVD-ORBIS全球企业数据库。首先,基于该数据库,本文通过企业股权信息追踪并识别出所有隶属于中国跨国企业(不含港澳台地区)且持股比例至少为50%的海外子公司,手动筛选建立中国跨国企业海外子公司的基本数据集。其次,选取东道国(地区)层面的变量,东道国(地区)经济发展水平(ln GDP)、东道国(地区)政府治理水平(Gov)、东道国(地区)税率水平(Tax)等数据来自世界发展指标(World Development Indicators, WDI)数据库,并与海外子公司所在东道国(地区)信息进行精准匹配。最后,基于海外子公司数据集的母公司信息,进一步与中国证券市场与会计研究(China Stock Market & Accounting Research, CSMAR)数据库

① 童盼、陆正飞:《负债融资、负债来源与企业投资行为:来自中国上市公司的经验证据》,《经济研究》2005年第5期,第75页。

② 王桂军、张辉、唐毓璇:《“去杠杆”政策与企业创新:来自广义双重差分的证据》,《商业经济与管理》2023年第5期,第58页。

③ 林钟高、刘捷先、章铁生:《企业负债率、研发投入强度与企业价值》,《税务与经济》2011年第6期,第3页。

④ 任浩锋、宋玉臣、张炎炎:《最优资本结构偏离对企业创新的影响研究》,《管理学报》2023年第9期,第1345—1346页。

进行精准匹配，最终选取2006—2017年367家中国跨国企业母公司的1492家海外子公司作为初始样本，共涉及56个东道国（地区）。

（二）模型设定与变量选取

基于假设，本文构建如下基准回归模型：

$$ROA_{i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,j,t} + \beta_2 X_{i,j,t} + \theta_j + \gamma_t + \eta_i + \varepsilon_{i,j,t} \quad (1)$$

其中， i 、 j 、 t 分别代表子公司、东道国（地区）、年份。 $ROA_{i,j,t}$ 代表子公司绩效水平， $Lev_{i,j,t}$ 代表子公司杠杆率， $X_{i,j,t}$ 代表控制变量， θ_j 代表东道国（地区）效应， γ_t 代表时间效应， η_i 代表行业效应， $\varepsilon_{i,j,t}$ 代表随机误差项。被解释变量为海外子公司绩效，以其资产收益率 ROA 衡量，该变量在国际投资学领域被广泛运用于对企业绩效的衡量。核心解释变量为海外子公司杠杆率，以资产负债率 Lev 衡量，为企业的总负债与总资产之比。此外，本文还选取了其他相关变量（参见表1）。

（三）描述性统计

主要变量的描述性统计结果参见表2。可以发现，海外子公司绩效的均值为1.186，整体实现盈利；最小值为-29.010，最大值为25.980，标准差为12.298，表明研究样本的绩效水平存在明显

差异。海外子公司杠杆率最小值为10.390，最大值为123.400，标准差为31.056，说明海外子公司杠杆率水平之间的差异也较为显著，有足够的变异度可供检验。此外，本文计算了所有变量间的相关系数和方差膨胀因子（VIF）值，排除了多重共线性问题对实证结果的影响。^①

四、实证结果分析

（一）基准回归结果

基于式（1）的固定效应模型可知，跨国企业海外子公司的杠杆率对企业绩效水平的影响均在1%水平下显著为负，且系数大小相差无几（参见表3），初步证实假设1，即杠杆率对海外子公司绩效有抑制作用。表3第（3）列中 Lev 系数为-0.202，表明在保持其他条件不变时，子公司的杠杆率每提高1%，投资绩效将显著降低0.202%。考虑到样本内中国跨国企业海外子公司绩效的均值与离散程度，该数值具有较高的经济意义。

（二）内生性检验

1. 工具变量法（IV）

为缓解内生性问题造成的影响，本文尝试构建两组工具变量。第一组参照现有研究，^②采用位

表1 主要变量名称、定义与计算方法

变量名称	变量符号	变量定义与计算方法
海外子公司绩效	ROA	以海外子公司资产收益率衡量，海外子公司税后收益与总资产之比，反映企业利用资产获取利润的能力
海外子公司杠杆率	Lev	以资产负债率衡量，等于企业的总负债除以总资产，数值越高，说明企业负债水平越高，生产经营更多依赖外部负债
规模	ln Size	子公司总资产取对数
员工平均成本	Employ	平均每个员工所需企业在这一年因为劳动关系支付的各项费用
劳动生产率	ln Labor	当年人均经营收入取对数
年龄	Age	数据年份减去企业成立年份
经济发展水平	ln GDP	东道国（地区）的GDP水平取对数
政府治理水平	Gov	以世界治理指标（WGI）衡量，该指标包括政治稳定与非暴力、话语权与问责制、政府效率、监管质量、法治水平和腐败控制六个维度的得分取平均值
税率水平	Tax	税收占商业利润的百分比

① 篇幅所限，具体测算过程及结果参见知网网站附录。

② 王玉泽、罗能生、刘文彬：《什么样的杠杆率有利于企业创新》，《中国工业经济》2019年第3期，第147页。



表2 主要变量描述性统计

变量	变量符号	N	均值	标准差	最小值	最大值
海外子公司绩效	ROA	4589	1.186	12.298	-29.010	25.980
海外子公司杠杆率	Lev	4345	72.819	31.056	10.390	123.400
规模	ln Size	4589	9.704	2.574	4.745	14.456
员工平均成本	Employ	2038	62.264	41.067	9.000	163.000
劳动生产率	ln Labor	2491	5.776	1.340	3.555	8.593
年龄	Age	4551	14.044	11.708	2.000	43.000
经济发展水平	ln GDP	4441	27.598	1.095	25.715	28.906
政府治理水平	Gov	4523	0.985	0.598	-0.327	1.678
税率水平	Tax	4339	45.704	16.319	18.400	67.600

表3 杠杆率与跨国企业海外子公司绩效：基准回归结果

变量	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROA
Lev	-0.142*** (0.015)	-0.143*** (0.016)	-0.202*** (0.009)
企业层面控制变量	N	N	Y
东道国（地区）层面控制变量	N	Y	Y
东道国（地区）固定效应	Y	Y	Y
时间固定效应	Y	Y	Y
行业固定效应	Y	Y	Y
N	2738	2503	1199
Adj R ²	0.197	0.190	0.269

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平下显著，所有回归的标准误在企业层面进行聚类处理；括号内为企业层面聚类的稳健标准误；篇幅所限，省略控制变量、截距项和固定效应系数，下同。

于同一东道国（地区）并且来自同行业的海外子公司的平均杠杆率作为工具变量，再进行两阶段最小二乘法（2SLS）回归。行业平均杠杆率满足相关性和外生性的要求，即行业平均杠杆率反映了该行业整体负债情况，而同行业的公司往往面临类似的行业特征与外部环境，因而它们的杠杆率具有一定的相关性。同时，根据企业资源基础理论，企业投资绩效主要受企业自身积累的、特有的资源与能力的影响，^①与行业平均杠杆率相关性较弱，故满足外生性原则。回归结果参见表4第（1）和第（2）列，其中工具变量对核心解释变量的回归系数为0.831，在1%的水平下显著有效，

表明二者具有较强的相关性。第一阶段回归的F统计量为200.600，并分别在10%和1%的显著性水平下通过不可识别检验和弱工具变量检验，因此可以基本排除弱工具变量的潜在担忧。在第二阶段的回归中，缓解了潜在内生性问题的影响后，子公司杠杆率对其经营绩效的影响仍显著为负，且回归系数的绝对值甚至超过基准回归结果。因此，在采用工具变量控制内生性后，杠杆率显著抑制跨国企业海外子公司绩效的结论依然成立。

第二组工具变量基于异方差中所包含的信息进行构建。现有文献指出，基于行业均值构造的工具变量虽然满足工具变量的相关性要求，但在

① Birger Wernerfelt, "A Resource-based View of the Firm," *Strategic Management Journal*, Vol. 5, No. 2, 1984, p. 172.

排他性假设方面存疑,导致工具变量估计的非一致性。^①因此,本文进一步参考阿瑟·刘贝尔(Arthur Lewbel, 2012)^②的方法,基于异方差中所包含的信息构造有效的工具变量,再利用基于其构建的工具变量进行两阶段最小二乘法估计。第二阶段回归的估计结果参见表4第(3)列,显示杠杆率的提高仍然显著降低了海外子公司的绩效水平,并且系数大小与基准回归接近。

因此,在采用不同工具变量控制内生性问题时,基准回归结果仍然成立。此外,考虑到子公司的经营绩效水平 ROA 也可能反过来影响其杠杆率,从而产生逆向因果问题,子公司杠杆率对经营绩效的影响也可能具有一定的滞后性,故进一步将海外子公司经营绩效 ROA 滞后一期、二期和三期再进行基准回归(参见表4)。结果显示,跨国企业海外子公司杠杆率对企业绩效的影响均在

表4 杠杆率与跨国企业海外子公司绩效:内生性检验和持续性检验

变量	内生性检验				持续性检验			
	IV1: 基于东道国(地区) 行业平均杠杆率构造		IV2: 基于异方差 构造	PSM				
	(1) 第一阶段 Lev	(2) 第二阶段 ROA	(3) 第二阶段 ROA	(4) ROA	(5) ROA (t=0)	(6) ROA (t=1)	(7) ROA (t=2)	(8) ROA (t=3)
IV		-0.233*** (0.034)	-0.188*** (0.045)					
Lev_mean	0.831*** (0.059)							
Lev				-0.186*** (0.018)	-0.202*** (0.009)			
Lag 1 Lev						-0.167*** (0.015)		
Lag 2 Lev							-0.148*** (0.023)	
Lag 3 Lev								-0.129*** (0.024)
Kleibergen-Paap rk LM	2.734		62.388	—				
Cragg-Donald Wald F	224.864		24.330	—				
Kleibergen-Paap rk Wald F	200.600		14.887	—				
企业层面控制变量	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
东道国(地区)层面控制变量	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
东道国(地区)固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
时间固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
行业固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
N	1199	1199	1770	997	1199	841	606	431
R ²	0.169	0.235	—	—				
Adj R ²	—	—	0.223	0.307	0.324	0.283	0.266	0.260

① Todd Gormley and David Matsa, "Common Errors: How to (and Not to) Control for Unobserved Heterogeneity," *Review of Financial Studies*, Vol. 27, No. 2, 2014, pp. 635-636.

② Arthur Lewbel, "Using Heteroscedasticity to Identify and Estimate Mismeasured and Endogenous Regressor Models," *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 30, No. 1, 2012, pp. 68-75.

1%水平下显著为负，基准回归结果依然不变，说明子公司杠杆率对经营绩效的抑制作用并非只存在于短期，而是具有显著的持续性，对三年后企业绩效的负向影响依然显著。同时，如图1所示， Lev 回归系数的绝对值逐渐下降，说明子公司杠杆率对经营绩效的抑制作用虽然具有一定的持续性，但随着时间推移逐渐递减。

2. 倾向得分匹配 (PSM)

为进一步消除样本选择带来的内生性问题，本文采用倾向得分匹配法 (PSM) 对样本进行分组匹配。首先，按照子公司杠杆率的中位数进行分组，杠杆率高于中位数的样本划分为处理组，低于中位数的样本划分为控制组。^① 然后，基于东道国 (地区)、海外子公司及母公司层面特征变量，采用最近邻匹配，匹配比设定为1:1。^② 图2为控制组和处理组海外子公司在PSM前后倾向得分的核密度曲线，与匹配前的概率密度分布相比，匹配后的概率密度分布一致性明显得到改善，样本选择偏差进一步消除。经过PSM处理后的回归结果参见表4第(4)列，核心解释变量的系数符号和显著性与基准回归一致，说明消除自选择偏差后，杠杆率对海外子公司绩效仍存在显著的抑制作用，本文的实证结论依然稳健。

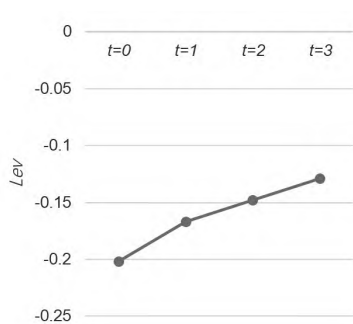


图1 杠杆率与跨国企业海外子公司绩效：持续性检验

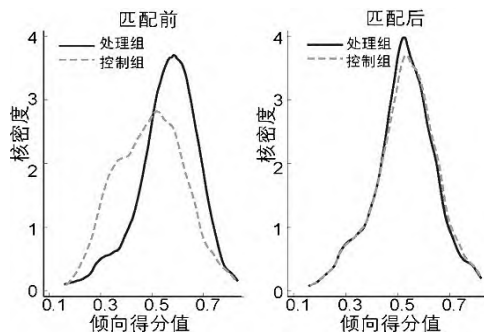


图2 PSM核密度分布

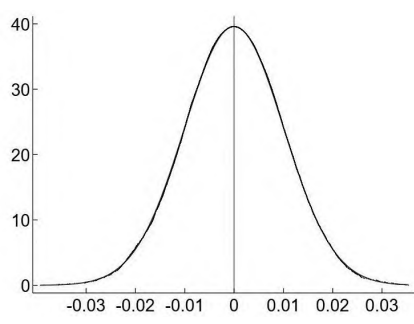


图3 海外子公司杠杆率回归系数绘制的核密度图：安慰剂检验

五、进一步研究

(一) 机制分析

基于前文的理论分析，本部分从企业研发创新的视角来揭示其作用机制。为此，以企业研发费用率作为被解释变量，海外子公司的杠杆率作为核心解释变量，构建如下模型：

$$RD_{i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,j,t} + \beta_2 X_{i,j,t} + \theta_j + \gamma_t + \eta_i + \varepsilon_{i,j,t} \quad (2)$$

其中，被解释变量 $RD_{i,j,t}$ 为企业研发费用率，以研发费用和营业收入的比值衡量，也是衡量跨国企业海外子公司研发创新水平的机制变量。核心解释变量为海外子公司杠杆率 $Lev_{i,j,t}$ 。控制变量的选择与前文保持一致，随机误差项 $\varepsilon_{i,j,t}$ 同样在子公司层面进行聚类。

参照现有研究，^③ 本文将企业研发费用 $R\&D$ 作为中介变量，并进行机制分析，结果参见表5第(1)和第(2)列。其中，第(1)列在保留东道国 (地区) 层面控制变量的基础上，检验了跨国企业海外子公司杠杆率对研发创新水平的影响，杠杆率的回归系数为-0.020，并在10%的水平下显著，证实了杠杆率高的海外子公司研发创新水平较低。第(2)列保留所有控制变量，重

① 作为稳健性检验，本文亦尝试按照子公司杠杆率的均值进行分组，基准回归结果依然成立。

② 母公司层面特征变量主要包括母公司年龄、所有权性质、是否为合资企业、全要素生产率、是否为高新技术企业、规模、过去三年平均经营绩效、创新水平等。作为稳健性检验，本文亦尝试将匹配算法变更为半径匹配与核匹配，基准回归结果依然成立。

③ 江艇：《因果推断经验研究中的中介效应与调节效应》，《中国工业经济》2022年第5期，第118页。

新检验了跨国企业海外子公司杠杆率对研发创新水平的作用。回归结果显示, 杠杆率的回归系数为-0.161, 并在1%的水平下显著。这说明在进一步控制企业层面控制变量之后, 跨国企业海外子公司的杠杆率对其研发投入的抑制作用更加显著。机制检验结果表明, 海外子公司过高的杠杆率主要通过抑制企业的研发创新活动来降低企业经营绩效, 验证了假设2。

(二) 异质性分析

1. 基于东道国(地区)发展程度的异质性分析

东道国(地区)经济发展水平的差异对跨国企业的海外经营绩效具有不可忽视的影响, 从而调节海外子公司杠杆率与经营绩效之间的关系。因此, 本文按照东道国(地区)经济发展程度, 将全样本划分为发达国家(地区)和非发达国家(地区)两个子样本, 分别考察海外子公司杠杆率对位于不同发展程度东道国(地区)的海外子公司经营绩效的异质性影响, 回归结果参见表5第(3)和第(4)列。对位于发达国家(地区)的海外子公司而言, 杠杆率对其经营绩效的负向影响依然显著, 本文的基准结果仍然成立。然而, 对位于非发达国家(地区)的海外子公司而言, 杠杆率对其绩效水平的影响不再显著。

对该结果可以从两方面进行解释。一是发达国家(地区)的人力和合规成本更高。考虑到中国企业在大规模生产、低成本制造、快速跟随等方面具有竞争优势, 这可能挑战发达国家(地区)的认知, 更容易被东道国(地区)的竞争对手视为威胁, 从而不得不增加更多公关和宣传等方面的经营成本。尽管在非发达国家(地区)经营也需要支付额外的制度性成本, 但中国企业熟悉如何在复杂的制度和社会环境中管理内外部关

系, 因此反而具有相对优势。二是非发达国家(地区)的市场竞争强度较低。当跨国企业进入市场竞争强度高的东道国(地区)市场, 激烈的竞争环境迫使其与东道国(地区)企业一起, 在产品、服务、价格等方面争相模仿、趋于一致, 以满足客户需求。^① 海外子公司往往需要更高的研发投入来区分自己独特的竞争优势。因此, 位于发达国家(地区)的海外子公司, 杠杆率对经营绩效的负向影响更显著。

综上, 与非发达国家(地区)相比, 在发达国家(地区)经营的海外子公司, 杠杆率对其经营绩效的负向影响仍然显著。

2. 基于海外子公司规模的异质性分析

对企业而言, 规模的扩大不仅可以增强其综合实力, 还可以提高声誉, 从而使企业更容易获得资源。对大型企业而言, 债务资金的创新效应更加明显。^② 相反, 小企业受预算约束影响大, 流动资金少, 研发创新费用过多反而会占用其他资金, 不利于创新活动的开展和绩效水平的提高。^③ 因此, 结合机制分析, 规模较大的企业通过负债获得资金后, 更有能力去提高投资绩效, 面对负债带来的风险, 抵御能力更强, 从而削弱了跨国企业海外子公司的杠杆率对企业绩效水平的负向影响。

本文按照海外子公司规模水平的中位数, 将全样本划分为小规模企业和大规模企业两组, 分别检验杠杆率对不同规模水平的海外子公司绩效水平影响的差异。本文预计, 与大规模企业相比, 小规模子公司杠杆率 Lev 对经营绩效的负向影响更大, 这意味着海外子公司规模水平在杠杆率与企业绩效水平之间起到一定正向调节作用, 回归结果参见表5第(5)和第(6)列。在小规模企业和大规模企业子样本中, Lev 系数分别为-0.253

① 王永贵、王娜:《逆向创新有助于提升子公司权力和跨国公司的当地公民行为吗?——基于大型跨国公司在华子公司的实证研究》,《管理世界》2019年第4期,第149—150页。

② 罗能生、刘文彬、王玉泽:《杠杆率、企业规模与企业创新》,《财经理论与实践》2018年第6期,第113页。

③ 张莉、李绍东:《企业规模、技术创新与经济绩效:基于工业企业调查数据的实证研究》,《财经科学》2016年第6期,第68—69页。



和-0.163, 均在1%水平下显著。因此, 相比于大规模海外子公司, 杠杆率对经营绩效的抑制作用对小规模企业更显著。

海外子公司规模越大, 预算资金就越充足, 抵御风险的能力就越强, 有利于企业的创新研发活动, 从而有效削弱了杠杆率增加对企业投资绩效的负向作用。相反, 规模较小的海外子公司面对的市场环境风险更大, 由于自身资产规模和资金储备无法和规模较大的公司相比, 因此负债对企业的投资和资金流转限制更大, 导致企业难以获得有效融资进行研发创新活动, 因而投资绩效水平难以提高。估计结果表明, 海外子公司的规模有效抑制了杠杆率对企业绩效水平的负向影响。

3. 基于海外进入方式的异质性分析

跨国企业在东道国(地区)的投资方式分为绿地投资和跨国并购。通过并购方式建立的海外子公司能够更直接有效地获取东道国(地区)资源, 较为快速地适应东道国(地区)市场, 并且作出更贴合当地需求的战略规划。^①相反, 通过绿地投资建立的海外子公司需要适应当地市场,

并通过雇佣获取相应资源, 还可能受到本土企业的排斥。^②此外, 企业开展跨国并购需要承担较高的沉没成本, 对其技术、资金等硬实力及管理水平等软实力均提出更高要求, 这意味着通过并购设立的海外子公司一般自身实力较强。因此, 相比于绿地投资, 并购子公司更有能力利用负债去扩大规模, 开展创新研发, 从而提高企业绩效水平。^③本文预计, 杠杆率对企业绩效水平的负向影响在并购子公司中更小。

本文按照母公司在东道国(地区)建立海外子公司方式划分全样本, 以考察不同进入方式的异质性影响, 预计跨国并购对杠杆率与企业绩效间关系起到正向调节作用。如表5第(7)和第(8)列所示, *Lev*系数均在1%水平下显著为负, 但绿地投资海外子公司的*Lev*系数为-0.209, 其绝对值大于并购子公司的*Lev*系数-0.175的绝对值, 证实上述假设。故通过跨国并购建立海外子公司能够有效缓解杠杆率对企业绩效水平的负向作用。

(三) 稳健性检验

为确保基准回归结果的可靠性, 本文进行了

表5 杠杆率与跨国企业海外子公司绩效: 机制检验与异质性分析

变量	(1) <i>R&D</i>	(2) <i>R&D</i>	东道国(地区)发展程度		子公司规模大小		母公司进入	
			(3) <i>ROA</i> 非发达国家 (地区)	(4) <i>ROA</i> 发达国家 (地区)	(5) <i>ROA</i> 小规模企业	(6) <i>ROA</i> 大规模企业	(7) <i>ROA</i> 绿地投资	(8) <i>ROA</i> 跨国并购
<i>Lev</i>	-0.020* (0.009)	-0.161*** (0.039)	-0.079 (0.107)	-0.203*** (0.011)	-0.253*** (0.021)	-0.163*** (0.022)	-0.209*** (0.032)	-0.175*** (0.032)
企业层面控制变量	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
东道国(地区)层面控制变量	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
东道国(地区)固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
时间固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
行业固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
<i>N</i>	345	161	83	1113	380	813	493	700
<i>Adj R</i> ²	0.363	0.524	0.274	0.275	0.365	0.295	0.345	0.289

① 蒋冠宏、蒋殿春:《绿地投资还是跨国并购: 中国企业对外直接投资方式的选择》,《世界经济》2017年第7期,第128—130页。

② 汝毅、吕萍:《绿地投资和跨国并购的绩效动态比较: 基于制度理论和组织学习双重视角》,《经济管理》2014年第12期,第147—148页。

③ 蒋冠宏、曾靓:《融资约束与中国企业对外直接投资模式: 跨国并购还是绿地投资》,《财贸经济》2020年第2期,第137页。

一系列稳健性检验。

1. 更换核心变量度量方式

本文更换了被解释变量的度量指标，以检验海外子公司杠杆率对企业绩效的负向影响是否依然成立。分别选择同样被广泛用于衡量企业绩效水平的息税前利润率 *EBIT*（即息税前利润与营业收入的比值）、净利润率 *Net Profit Margin*（即净利润占总收入的比例）两个指标来衡量海外子公司的绩效水平。回归结果参见表6第（1）和第（2）列，*Lev* 的回归系数均在1%的水平下显著为负，表明替换被解释变量并未改变基准回归的主要结论。

本文参考马建堂等（2016）^①的做法，分别使用债务股本比 *DE*（即负债与股东权益之比）及负债的对数 *ln Debt* 衡量海外子公司的杠杆率和实际负债规模。替换解释变量后，对基准回归重新估计，回归结果参见表6第（3）和第（4）列，*Lev* 的回归系数仍然在1%的水平下显著为负，表明即使替换解释变量后，本文的基准结论依然稳健。

2. 检验非线性关系

考虑到海外子公司杠杆率与企业绩效之间可

能存在非线性关系，本文在基准回归模型中加入核心解释变量海外子公司杠杆率的二次项 *Lev*² 重新进行估计。回归结果参见表7第（1）列，*Lev*² 的回归系数为-0.001，在1%的水平下显著。这表明海外子公司杠杆率与经营绩效之间可能存在倒U型关系。进一步计算发现，倒U型拐点处所对应的杠杆率为负数，而子公司的杠杆率严格为正，最小值为10.390（参见表2）。故结合实际情况，可以排除子公司杠杆率与企业绩效水平之间存在的倒U型关系。

3. 剔除特殊样本的影响

全球金融危机的冲击会降低大部分企业的绩效水平，本文剔除了受全球金融危机影响的2008年样本数据，回归结果参见表7第（2）列。同时，考虑到共建“一带一路”倡议的提出对海外子公司绩效存在显著影响，^② 本文还剔除了共建“一带一路”倡议提出时的2013年样本数据，回归结果参见表7第（3）列。可以发现，无论哪种情况，*Lev* 的回归系数都在1%的水平下显著为负，本文的核心结论仍然成立。

表6 杠杆率与跨国企业海外子公司绩效：稳健性检验1

变量	(1) 替换被解释变量为 <i>EBIT</i>	(2) 替换被解释变量为 <i>Net Profit Margin</i>	(3) 替换解释变量为 <i>DE</i>	(4) 替换解释变量为 <i>ln Debt</i>
<i>Lev</i>	-0.159*** (0.018)	-0.205*** (0.017)		
<i>DE</i>			-158.400*** (17.450)	
<i>ln Debt</i>				-6.848*** (0.569)
企业层面控制变量	Y	Y	Y	Y
东道国（地区）层面控制变量	Y	Y	Y	Y
东道国（地区）固定效应	Y	Y	Y	Y
时间固定效应	Y	Y	Y	Y
行业固定效应	Y	Y	Y	Y
<i>N</i>	1176	1170	1199	1189
<i>Adj R</i> ²	0.333	0.260	0.145	0.198

① 马建堂等：《中国的杠杆率与系统性金融风险防范》，《财贸经济》2016年第1期，第5页。

② 王碧珺、宋子威：《母国政府支持与企业对外直接投资绩效》，《国际经贸探索》2023年第3期，第66页。



4. 增加固定效应

虽然在基准回归中控制了行业、时间和东道国（地区）固定效应，但考虑到一些随时间变化的母公司特征变量或国别特征，以及位于不同东道国（地区）的子公司行业特征可能影响子公司的杠杆率，并且与企业绩效水平相关，进而造成估计偏误。因此，参照黄少卿等（2022）的做法，本文在基准回归的基础上进一步控制了东道国（地区）*时间、行业*时间、行业*东道国（地区）

以及母公司*时间的多重交互固定效应，并重复前文的基准回归分析（参见表8）。^①结果显示，即使添加更多交互固定效应，核心解释变量 *Lev* 的系数大小基本稳定，且显著性水平也与基准回归保持一致，说明基准回归结果不受增加更多固定效应的影响，具有较好的稳健性。

5. 安慰剂检验

为排除海外子公司杠杆率对经营绩效的抑制作用是由其他随机性因素引起的，本文还进行了

表7 杠杆率与跨国企业海外子公司绩效：稳健性检验2

变量	(1) 非线性关系检验	(2) 剔除受全球金融危机影响子样本	(3) 剔除受“一带一路”倡议影响子样本
<i>Lev</i>	-0.089*** (0.022)	-0.199*** (0.009)	-0.200*** (0.012)
<i>Lev</i> ²	-0.001*** (0.000)		
企业层面控制变量	Y	Y	Y
东道国（地区）层面控制变量	Y	Y	Y
东道国（地区）固定效应	Y	Y	Y
时间固定效应	Y	Y	Y
行业固定效应	Y	Y	Y
<i>N</i>	1199	1167	1078
<i>Adj R</i> ²	0.288	0.268	0.267

表8 杠杆率与跨国企业海外子公司绩效：稳健性检验3

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Lev</i>	-0.199*** (0.014)	-0.206*** (0.007)	-0.194*** (0.011)	-0.189*** (0.015)	-0.190*** (0.021)
企业层面控制变量	Y	Y	Y	Y	Y
东道国（地区）层面控制变量	Y	Y	N	N	Y
东道国（地区）固定效应	Y	Y	Y	Y	Y
时间固定效应	Y	Y	Y	Y	Y
行业固定效应	Y	Y	Y	Y	Y
东道国（地区）*时间固定效应	Y	N	N	Y	N
行业*时间固定效应	N	Y	N	Y	N
行业*东道国（地区）固定效应	N	N	Y	Y	N
母公司*时间固定效应	N	N	N	N	Y
<i>N</i>	1156	1102	1157	1011	814
<i>Adj R</i> ²	0.351	0.266	0.254	0.311	0.381

① 黄少卿、俞锦祥、许志伟：《杠杆率与企业生产率：基于信贷误配的视角》，《中国工业经济》2022年第9期，第172页。

安慰剂检验。^① 具体而言,对核心解释变量海外子公司杠杆率 Lev 和样本内的经营绩效指标随机匹配,然后进行一万次回归模拟,并将模拟得到的海外子公司杠杆率的回归系数绘制成核密度图(参见图3),再与基准回归中的表3第(3)列系数进行对比。如果是由其他未观测因素降低了子公司的经营绩效,那么即使将海外子公司杠杆率与经营绩效随机匹配并重复检验,杠杆率的抑制作用依然会存在;反之,如果随机匹配后负向影响消失,就可以排除其他潜在未观测因素的干扰。结果表明,模拟所得的回归系数呈现以零为中心的态分布,并且不具有统计意义上的显著性,即通过了安慰剂检验。因此,本文进一步排除海外子公司杠杆率对经营绩效的抑制作用是由其他随机性因素引起的担忧。

六、研究结论与政策建议

党的十八大以来,随着中国经济进入新常态,跨国企业按照市场化、商业化原则开展境外投资,在参与国际经济循环、促进国内经济循环方面发挥了重要作用。党的二十大报告进一步强调,要推进高水平对外开放,提升贸易投资合作质量和水平。企业的高水平对外直接投资成为推动实体经济高质量发展的重要抓手。本文通过对2006—2017年中国跨国企业海外子公司数据的分析,揭示了杠杆率如何影响中国海外子公司的绩效。结果表明,杠杆率的提高显著降低了中国跨国企业海外子公司的绩效,这一结论在一系列内生性检验和稳健性检验后依然成立。机制分析结果显示,杠杆率的提高抑制了海外子公司的研发创新活动,从而降低了企业绩效水平。进一步的异质性分析表明,杠杆率对海外子公司绩效的负向影响会因为东道国(地区)的经济发展水平、子公司规模

大小,以及母公司对外直接投资方式的不同而有所差异。具体而言,对位于非发达国家、规模较大、依靠并购建立的海外子公司而言,其杠杆率对海外子公司绩效的负向影响相对更小。基于此,本文研究结论具有如下政策启示。

第一,中国跨国企业海外子公司绩效的提高不仅依靠外部环境的改善,更要重视资本结构等企业内部要素的影响。政府应推动出台针对跨国企业海外子公司资本结构优化的指导意见,避免企业因过度举债影响绩效。帮助企业优化资本结构,提高资金使用效率。同时完善企业境外投融资渠道、体制机制及监管体系的建设,协助中国跨国企业获取持续稳定的资金支持,降低融资成本。通过正向激励和反向约束使资金流动更有效率。跨国企业自身应加强对海外子公司的内部资本管理,完善杠杆率动态调控机制,将其纳入企业绩效评估指标体系。

第二,由于杠杆率对海外子公司绩效的负向影响主要通过抑制其研发活动体现,因此创新能力的下降是降低企业绩效的重要因素。政府可通过税收减免、补贴等方式,鼓励跨国企业加大海外子公司研发投入,特别是在科技密集型行业,确保创新能力提升。鼓励跨国企业与东道国(地区)的高校和科研机构合作,共建国际研发平台,提升技术协同创新能力。

第三,考虑到杠杆率对海外子公司绩效的影响在东道国(地区)经济发展水平、子公司规模和母公司投资方式上表现出异质性,针对发达国家和绿地投资,政府可提供政策性风险缓释工具,如投资保险、担保基金,帮助企业应对制度环境的不确定性。引导跨国企业针对不同规模的海外子公司采取差异化杠杆管理策略,对规模较小的子公司重点加强资金支持和债务监控。

(来稿日期:2024-09-17 修回日期:2025-01-20 责任编辑:周旭)

① 李晓溪、饶品贵、岳衡:《银行竞争与企业杠杆操纵》,《经济研究》2023年第5期,第182页。

49 | **Leverage Ratio of Overseas Subsidiaries and OFDI Performance: Evidence From Chinese Multinational Corporations**

Wang Bijun¹ Yang Zhiyu² Lin Yan³

1&2. University of Chinese Academy of Social Sciences 3. Renmin University of China

Abstract: In the context of the new pattern of development that features positive interplay between domestic and international economic flows, exploring the influencing factors of outward foreign direct investment (OFDI) performance is crucial for the internationalization of Chinese multinational corporations, and it is especially essential for China to advance a broader agenda of opening-up across more areas and in greater depth. Based on the manually collected microdata of Chinese multinational corporations' overseas subsidiaries from 2006 and 2017, this paper empirically investigates the impact of the leverage ratio of overseas subsidiaries on multinational corporations' OFDI performance and its mechanism. The results show that the increase of leverage ratio of overseas subsidiaries has a significant negative effect on multinational corporations' OFDI performance, and the results still hold after a series of endogeneity tests and robustness tests. The mechanism analyses demonstrate that an excessively high leverage ratio significantly inhibits the R&D and innovation activities of overseas subsidiaries, thus reducing multinational corporations' OFDI performance. Further research shows that the negative impact of overseas subsidiaries' leverage ratio on their business performance is moderated by the development level of the host country (region), the size of overseas subsidiaries, and the OFDI strategy of the parent company. Among small overseas subsidiaries, located in developed countries (regions) and established through greenfield investment, the negative impact of an increased leverage ratio on business performance is more pronounced.

Keywords: multinational corporations, leverage ratio, performance, overseas subsidiaries, OFDI, R&D and innovation

JEL classification: F21, F23

62 | **Can Coordinated Development of Two-Way FDI Boost New Quality Productive Forces? Empirical Test Based on Spatial Measurement and Panel Threshold Models**

Sun Li Zhang Jie

Liaoning University

Abstract: Developing new quality productive forces is crucial for advancing Chinese modernization. Based on the panel data from 30 provinces (autonomous regions and municipalities) in China from 2011 to 2022, this paper applies a two-way fixed-effects model, a spatial Durbin model, and a panel threshold model to test the causality, spatial spillover effects, and threshold characteristics of the coordinated development of two-way foreign direct investment (FDI) and new quality productive forces. The results are as follows: the coordinated development of two-way FDI significantly promotes the development of new quality productive forces; there is a spatial correlation between the two; the coordinated development of two-way FDI not only promotes the development of local new quality productive forces but also drives the development of new quality productive forces in neighboring provinces (autonomous regions and municipalities) through spatial spillover effects; technological innovation and industrial structure upgrading are important influencing mechanisms; as the level of the coordinated development of two-way FDI increases, its promotion effect on the development of new quality productive forces shows marginal incremental characteristics. These results not only provide empirical evidence that high-level opening-up promotes the development of new quality productive forces but also offer insights for promoting such development from the perspective of the coordinated de-