

对外直接投资影响上市公司股价和绩效吗?¹

——基于上市公司匹配数据的实证研究

梁兆殷² 徐嫻³ 马弘⁴

摘 要 “高水平走出去”是我国在新发展格局下的重要发展战略。然而企业对外直接投资在微观层面对企业有何具体影响? 本文选取 2006 年至 2019 年中国企业对外投资以及 A 股和港股上市公司股价数据,实证检验了对外直接投资(ODI)如何影响企业股价及经营绩效。我们发现:第一,短期内 ODI 会带来积极的股价反应,港股市场反应幅度和持续性均更强,但对经营绩效没有显著影响;第二,企业所有权属性差异对股价反应有显著影响;第三,投资目的国地理位置、收入水平差异对股价反应有显著影响;第四,投资项目行业差异、项目行业与企业主营业务差异显著影响股价反应;第五,2017 年国家对外投资政策对股价反应具有显著影响,“一带一路”倡议则未表现出显著影响。最后,两地股票市场对于不同特征的企业对外投资反应存在较大差异。

关键词 对外直接投资;股价;经营绩效;企业特征;项目差异

0 引言

21 世纪以来我国经济外向性不断提升,在“高水平走出去”的战略推动下,企业对外直接投资(ODI)大幅增加,中国已成为重要的资本输出国。1999 年中国对外投资净额仅为 5.91 亿美元,到了 2008 年,这一指标已经增长至 559 亿美元,2016 年中国对外投资净额更高达 1961 亿美元,年均增长率高达 40.7%。2018 年中国 OFDI 流量占全球 14.1%,仅次于日本位居全球第二;OFDI 存量则占全球 6.4%,位居全球第三,仅次于美国和荷兰。表 1 为中国 OFDI 净额。

1 本文得到国家自然科学基金面上项目 71973079 和 71673160,以及清华大学经济管理学院研究基金项目的资助。

2 梁兆殷,复旦大学泛海国际金融学院硕士研究生,E-mail:lasia3631@126.com。

3 徐嫻(通讯作者),清华大学经济管理学院副教授,E-mail:xuyuan@sem.tsinghua.edu.cn。

4 马弘,清华大学经济管理学院教授,E-mail:mahong@sem.tsinghua.edu.cn。

表1 中国 OFDI 净额

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
对外直接投资净额/亿美元	688	746	878	1078	1231	1456	1961	1582	1430
对外直接投资净额增长率/%	22%	8%	18%	23%	14%	18%	35%	-19%	-10%

数据来源:国家统计局。

对于上市公司而言,企业对外投资作为一项重要的企业决策,会给企业投资者带来什么样的影响?市场对于不同类型企业对外投资,是否会有不同的反应?现有研究并未给出答案。本文使用美国智库传统基金会(The Heritage Foundation)的《中国全球投资追踪数据》(China Global Investment Tracker)与A股、港股上市的企业月度股价数据,运用面板数据固定效应模型对中国上市企业大额对外投资的股价反应及其差异进行了实证研究。具体而言,通过天眼查网站,我们将《中国全球投资追踪数据》与上市企业股价数据、财务数据进行匹配,以分析企业对外投资对企业股价的影响。进一步地,本文依照天眼查网站、《中国全球投资追踪数据》,对对外投资项目按企业特征、投资东道国目的地特征、投资项目行业特征等分类,研究企业特征与项目差异对企业股价的差异性影响。此外,我们也研究了“一带一路”倡议与2017年国办发74号文件《关于进一步引导和规范境外投资方向指导意见的通知》(以下简称《意见》)政策对海外投资股价反应的政策影响。最后,本文运用双重差分的实证方法,以资产收益率、营业收入资产比、对数处理的劳动生产率作为衡量企业经营绩效的指标,利用财务数据对对外投资的经营绩效影响进行研究,分析市场预期与企业海外投资实际绩效的切合性。

研究结果表明,第一,总体而言,企业对外投资会为企业股价带来积极反应,这一反应具有短期持续性,在港股市场的反应幅度和持续性相比A股更为强烈。第二,以企业所有制属性划分,两地市场对私营企业、外资企业对外投资有更强的积极反应,但对国有企业对外投资的反应强度与统计显著性均较弱。第三,以东道国特点划分,两地市场均偏好对高收入国家的直接投资。此外,A股市场偏好对亚洲的直接投资,而港股市场不偏好对中东欧国家的投资。第四,以投资项目的行业特征划分,两地市场对能源业、金融业、娱乐业、交通运输业及其他行业的对外投资有积极反应;此外,A股市场对农业的对外投资有积极反应,而港股市场对医疗健康业的对外投资有积极的股价反应。两地市场对与主营业务相同的水平投资或业务不同的多元化投资具有显著的股价反应,而对与主营业务呈现上下游行业关系的垂直行业投资无显著效应。第五,《意见》的颁布反映国家政策导向,对企业对外投资的股价反应具有显著影响,“一带一路”倡议则无显著影响。最后,从财务指标分析,两地市场的对外投资并未显著改善以资产收益率、营业收入资产比、对数处理的劳动生产率衡量的企业经营

绩效,这说明企业对外投资对于股价影响更可能作为一项未被预测到的信息冲击对股价造成影响,这一冲击随时间流逝而减弱,而对外投资并未改善企业经营绩效。

本文主要贡献如下:第一,本文是第一篇基于微观企业数据,研究企业海外直接投资行为对其股价影响的文章,同时本文对比分析了A股与港股反应的差异。第二,本文首次利用企业海外投资最终记录数据,从地理、所有制、行业等多维度详细考察了企业对外投资对企业股价的异质性影响。第三,文章同时对“一带一路”倡议及2017年《意见》政策对对外投资股价反应的影响进行了探讨。

本文后文内容结构安排如下:第1部分为文献综述,第2部分为研究设计与数据说明,第3部分为股价反应实证检验与结果分析,最后一部分为文章总结。

1 文献综述与研究假设

本文涉及的两个重要研究主题,是对外直接投资以及企业股价反应。对外直接投资是企业的一种重要的国际化战略。企业股价是企业经营者关心的重要指标,也反应投资者对企业的经营判断以及未来发展预期。本文将分别从企业投资的股价反应和企业对外投资两个方面进行既往研究的回顾,并由此总结出研究假设。

1.1 企业投资的股价反应

关于企业投资的股价反应,现有研究主要集中在以企业并购为代表的投资行为对股价的影响上,且并未达成一致。Jensen and Ruback(1983)、Agrawal and Mandelker(1987)、Healy et al. (1992)、冯根福和吴林江(2001)研究发现,投资并购能为企业创造价值;但是,Franks and Harries(1986)、Andrade and Stafford(2004)研究发现投资并购未能为企业创造财富,甚至可能造成损失。事实上,企业对外投资可划分为两种:跨国并购与绿地投资。跨国并购是兼并收购已存在的国外企业,而绿地投资是企业在国外建立新企业。无论是哪一种方式的对外投资,都会对企业的市场价值产生影响,而企业市场价值最直接的衡量指标之一就是企业股价。一方面,对外投资的资源整合、成本降低、市场扩张等成果可能会提升公司经营效率,增加企业未来经营利润,并通过未来股票回报预期提升折现而影响当前企业股价;另一方面,在不完全市场中,企业对外投资也可作为未被预料到的信息冲击,直接影响企业股票供求关系,从而影响企业的股票价格。Houston et al. (2001)认为预期的协同效应是并购价值创造的主要驱

动力,相比预期成本降低,预期利润增加为更重要的协同效应驱动力。

相比既有文献,本文关注对外直接投资这一行为(既包括跨国并购,也包括绿地投资)对企业股价的影响。对外直接投资能够帮助企业开拓海外市场,充分利用国内、国外两种资源。同时,在海外建立分公司,在当地销售产品也可以降低关税、运输等成本。最后,由于对外直接投资需要支付一定的固定成本,因此本身也是一个企业实力的信号。由此,我们得出,

推论 1: 企业对外直接投资会对企业股价产生显著的正向影响。

样本中既包括在 A 股上市的企业,也包括在港股市场上市的企业。如表 2 所示,A 股市场与港股市场在制度与市场环境中存在较大差异,因此在股票定价上可能有较大差异。例如胡章宏和王晓坤(2008)、徐寿福(2009)以双重上市公司为样本,发现同一上市公司的 A 股和港股股价有显著差异。顾露露和 Robert(2011)发现在海外并购中,海外上市公司绩效优于内地公司。因此,两地市场差异可能导致对企业对外投资的股价反应有所不同。由于港股市场相对更加成熟完善,交易方式更加灵活,我们推测,

推论 2: 企业对外直接投资在港股市场的股价反应相比在 A 股市场更强。

表 2 A 股市场与港股市场差异

	A 股市场	港股市场
涨跌限制	单日涨跌幅限制,主板市场一般股票为 10%,ST 和 *ST 股票为 5%,创业板、科创板为 20%;新三板精选层为 30%。	不设置涨跌停限制。
交易制度	T+1,投资者当日买入等股票,第二天才能卖出。	T+0 制度,投资者当日可以对同一只股票进行多次买卖交易。
交易单位整手股数	每手交易单位统一为 100 股,最少买卖单位为一手。	上市公司自行设定,没有统一规定。
可交易品种	股票(A 股、B 股)、债券、基金和股票期权。	股票、认股权证、债券、单位信托及互惠基金、可收回牛熊证、期权、期货等,交易品种更丰富。
投资者交易活跃程度	散户交易占交易量的主要部分,机构交易占比较低。	机构交易占交易量的主要部分,散户交易占比较低。
成交量分布	头部公司集中效应较低。	明显的头部公司集中。

来源:作者依照公开资料整理自制。

此外,企业性质等其他因素也可能会影响对外投资的股价反应。阎大颖(2009)研究发现国际经验、文化距离与相对国家竞争优势等会显著影响中国企业海外并购经营绩效;陈泽等(2012)研究指出国有性质、双方交易额、普通股比例、文化距离对公司对外并购创造价值有显著负效应,而并购双方相对规模、并购目标对抗董事权力、目的国与我国法律体系差异对创造价值有显著正效应;

顾露露和 Robert(2011)研究指出中国企业海外并购整体取得非负异常回报率,国有企业海外并购绩效不如私有企业。以上实证研究均发现企业国有性质会对海外并购绩效产生负影响。比较私营企业,国有企业往往还需要考虑社会责任、政策导向等其他目标,这使得他们在做决定时未必能完全按照经济效益进行考量;外资企业在我国商业活动、境外投资、外汇管理中受到限制,他们可能同样无法做出有利于实现利益最大化的决定。因此,我们得出,

推论3: 相比国有企业和外资企业,民营企业的对外投资可能产生更积极的股价反应。

1.2 企业对外投资

在企业对外投资理论研究领域,目前最完善的理论框架为英国学者邓宁(Dunning)发展完善的国际生产折衷理论。Dunning(1977)以所有权优势、内部化优势、区位优势组合为基点,建立企业对外投资决策的理论框架。在企业拥有所有权优势、内部化优势后,如果在具体目的国获得区位优势时,进行对外投资会成为企业的最佳选择。在邓宁的理论中,投资目的国不同的条件,如经济发展水平、市场规模、劳动力成本、资源禀赋、政策环境等,会给予目的国不同区位优势。区位优势理论相关实证研究中也得到大量的实证检验,学者研究发现不同区位优势会对企业对外投资意愿、投资实际效果等带来差异性影响。蒋冠宏(2015)研究指出目的地收入水平会影响企业对外投资决策;刘晓光和杨连星(2016)研究发现良好的双边关系能优化双边制度差异,促进企业对外投资;蒋冠宏和蒋殿春(2014)、王泽宇等(2019)研究表明制度水平、目的地发展水平差异等对企业对外投资的生产率提升效应应有显著影响。以往研究表明,投资目的地政治、经济、技术水平、双边关系、制度水平、政策支持等各方面优势对企业投资意愿、企业投资实际绩效均有显著差异性影响。区位优势能可能通过上文提及两种渠道影响企业股价。我们由此得出,

推论4: 企业对外投资的不同目的地区位优势会对企业股价产生差异影响。

在实证领域,以往研究集中在影响企业对外投资的因素,以及对外投资绩效。在影响企业对外投资的因素领域,高越和李荣林(2008)、田巍和余森杰(2012)、蒋冠宏(2015)研究指出企业生产率越高,越有可能对外投资;蒋冠宏(2015)指出企业国有性质会企业投资决策;吕越等(2019)指出“一带一路”倡议促进中国企业对外绿地投资;祝继高等(2021)发现“一带一路”倡议提出后,在提出前有对外投资以及对外投资面临较高政治风险的企业,股票市场反应显著为正。在企业对外投资运营绩效方面,王泽宇等(2019)研究指出国内企业向制度水平较低国家投资能提升我国企业资产回报率,但是生产率影响不显著,

向制度水平较高国家投资则相反;蒋冠宏和蒋殿春(2014)研究表明企业对外投资显著提升企业生产率,目的地发展水平对生产率提升有重要影响;Li(2013)运用工厂层面微观数据,发现收购能提升资本利用效率,在产出不变的情况下降低目标工厂的资本支出、劳动支出,提升企业生产率。在以往的研究中,对于一般性对外直接投资的股票市场反应的研究相对较稀缺,我们的研究填补了这一研究领域的空白。

除企业性质、目的地区位优势外,对外投资项目涉及的不同行业也可能会给公司股价反应带来差异性的影响。不同行业的投资项目带有不同的经济特性。第一,重资产行业固定资产投入大,资产流动性较弱,行业进入和退出壁垒均较高,投资回报周期往往相对较长,轻资产行业则往往相反。第二,企业在投资于非主营业务的行业项目时,预期效果也存在差异。Berger and Ofek(1995)研究发现以业务多元化为目标的并购带来平均13%至15%的并购双方总价值损失,损失来源于过度投资与交叉补贴,损失程度与并购双方企业的业务关联度呈现负相关。综合以上得出,

推论5: 投资项目的行业差异影响对对外直接投资的股价反应,相比与主营业务无关的对外投资,与主营业务相似或有上下游行业关系的对外投资会对股价产生更大的正面影响。

我国的“一带一路”倡议以及国家对企业“走出去”的鼓励性政策也会对企业对外投资的股价反应产生影响。2017年多部委联合发布《意见》,将我国企业对外投资行业划分为受鼓励行业、受限制行业、受禁止行业、不受政策影响行业等四大行业。在受鼓励行业方面,国家的鼓励与支持可能会提高企业在这个行业对外投资的积极性,甚至让企业进行经济效益相对不高的对外投资,从而影响市场对投资项目的预期;在受限制行业方面,由于国家加强对这类行业的审核,能够通过国家审核的投资项目,往往在经济效益上比平均项目经济效益更好,市场也因此会对这些项目给予更高预期。因此,国家不同的行业投资政策导向,也有可能影响市场对企业对外投资的评价。由此得出,

推论6: “一带一路”国家倡议以及2017年国办发《意见》政策,会对对外直接投资的股价反应产生影响。

2 研究设计与数据说明

2.1 研究设计与变量设定

本文的研究样本包含了从2006年1月到2019年12月中国在A股和港股上市企业1亿美元以上的大额对外投资。本文对外投资数据来源于美国智库

传统基金会(The Heritage Foundation)的《中国全球投资追踪数据》(China Global Investment Tracker)。本文研究样本选择的标准如下:对外投资项目发生在2006年1月到2019年12月之间;项目为已经完成的对外投资项目;对外投资主体为A股或港股上市的非金融企业^①。

与企业“走出去”的其他相关研究一样,要研究企业对外投资的股价反应,需要选择合适的企业作为对照组。我们按照实验组企业的行业和企业特征,采用倾向评分匹配法匹配相应的对照组企业。

由于企业对外投资项目的具体时间我们只能获取到月份数据,而不能具体精确到日期,因此,参考相关文献,在主回归分析中,我们采用企业对外投资的月度股价表现。具体回归模型如下:

$$SP_{it} = \beta ODI_{it} + \theta X_{it} + \alpha_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, SP_{it} 是企业*i*在*t*月度的平均股价,具体计算方式是取该企业当月股价最高值和最低值的算术平均的对数值^②; ODI_{it} 是我们的对外投资变量,定义如下:若企业在当月对外投资则取值为1,否则取值为0; α_i 和 γ_t 分别表示企业固定效应和时间固定效应,用于以控制不可观察的时间因素和个体因素对企业股价反应的影响; X_{it} 为控制变量。参考以往的相关研究,这些变量包括企业成立年长、企业规模、财务杠杆率、资产回报率、市净率。具体定义如下:企业成立年长定义为该月股价所在年份减去企业成立年份;企业规模定义为企业总资产自然对数值;资产回报率定义为企业净利润与企业总资产之比;市净率定义为企业股价与每股净资产之比;财务杠杆率定义为总资产除以总负债。为部分消除内生性,以上变量除成立年长外均相对股价滞后一年,第*n*年股价对应*n-1*年企业数据。 ε_{it} 为模型误差项。

为检验对外投资的股价效应的持续性,在控制解释变量ODI的影响后,本文对其作滞后调整,在检验方程(1)中逐次加入滞后的对外投资变量,以研究对外投资股价效应的持续性:

$$SP_{it} = \beta(L) ODI_{it} + \theta X_{it} + \alpha_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中滞后算子 $\beta(L) = \beta_0 - \beta_1 L - \dots - \beta_j L^j$ 用以引入对外投资的滞后项。

在主回归模型的基础上,本文进一步讨论对外投资对股价的异质性影响,按照企业特征、投资东道国、行业特征等进行分类,进一步深入研究不同特征的对外投资对企业股价带来的影响:

$$SP_{it} = \beta G_i \times ODI_{it} + \theta X_{it} + \alpha_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, G_i 为各项分类标准,定义为如企业在当月有该类别的对外投资则取值为

① 由于金融公司在会计准则和监管审批有特殊要求,因此金融公司不适合与一般的非金融公司进行对比研究。

② 平均股价 $SP_{it} = \log[(\text{当月股价最高值}_{it} + \text{当月股价最低值}_{it})/2]$ 。

1,否则取值为0。其余变量的定义及赋值方式,以及控制变量同上文回归方程(1)。划分对外投资的各项标准为,第一,按企业性质划分:国有企业、私有制企业、外资企业;第二,按地理区域划分:亚洲、非洲、北美加拿大、西欧、中东欧^①、大洋洲、拉丁美洲、俄罗斯;第三,按收入划分^②:高收入国家、中高收入国家、中低收入国家、低收入国家;第四,按“一带一路”倡议背景划分^③:丝绸之路经济带(以下简称“一带”)对外投资,21世纪海上丝绸之路(以下简称“一路”)对外投资,非“一带一路”对外投资;第五,按行业划分:农业、化学业、能源业、娱乐业、金融业、医疗健康业、物流业、金属业、房地产业、科技业、旅游业、交通运输业、设施业、其他行业;第六,按照行业与企业主营业务关系划分:水平行业、垂直行业、其他行业;第七,按照2017年国办发《意见》行业政策划分:政策实施前鼓励行业、政策实施前限制行业、政策实施前未提及行业、政策实施后鼓励行业、政策实施后限制行业、政策实施后未提及行业。

2.2 数据处理与主要变量描述性统计

本文企业数据主要来自美国智库传统基金会(The Heritage Foundation)的《中国全球投资追踪数据》(China Global Investment Tracker)。具体方法为,根据美国智库传统基金会提供的企业一亿美元对外投资项目提供的投资主体信息,通过天眼查匹配投资主体企业信息,并通过聚宽数据、Wind资讯分别获取已上市的A股、港股对外投资企业的财务数据和股价数据,完善对外投资投资企业数据。《中国全球投资追踪数据》公布了一亿美元以上对外投资项目的投资主体名册、被投资主体名称、投资东道国、投资时间、投资项目金额、投资项目所属行业。

在数据处理中,本文参考谢千里等(2008)、田巍和余淼杰(2012)、Cai and Liu(2009)等的研究,采用以下标准剔除异常观测值:(1)股价数据、重要财务指标(如总资产、净利润、营业收入额等)有遗漏的观测值;(2)流动资产超过总资产的观测值;(3)净资产超过总资产的观测值;(4)资产回报率小于-100%的观测值;(5)总资产自然对数值小于零的观测值;(6)企业成立年长小于1的观测值。此外,为了避免奇异值的干扰,本文还分别剔除了资产回报率最大的百分之一和最小的百分之一,市净率最大的百分之一和最小的百分之一的观测值。在对数据进行严格可靠的筛选后,我们对企业的对外投资的企业股价效应进行

① 中东欧国家名单请参考“中国—中东欧国家合作网”,<http://www.china-ceec.org/chn/>。

② 文章收入划分标准采用世界银行2018年国家收入划分标准。

③ “一带一路”沿线国家定义为“一带一路”65国具体参考中共中央对外联络部组织编著《“一带一路”沿线国家及重要政党概览》,具体“一带”“一路”划分按照地理区域划分;“一带”对外投资时间限定为2013年9月及以后,“一路”对外投资限定在2013年10月及以后。

检验。

本文按照实验组企业的行业和企业特征,采用倾向评分匹配法匹配相应的对照组企业。具体做法如下:实验组 A 股上市样本企业涉及 29 个行业大类^①, 港股上市样本企业涉及 14 个行业分类^②,因此以行业中所有上市企业作为对照组企业初步选定范围。然后,我们以样本时间范围内企业首次对外投资前一年的企业规模、财务杠杆率、资产回报率、市净率、企业成立时长为协变量计算倾向评分,进行卡尺内最近邻匹配。卡尺设定为 0.01,一个实验组企业至多对应 5 个对照组企业。

在对数据进行以上处理后,本文 A 股研究样本共有 171 个上市企业,其中实验组(曾进行大额对外投资的上市企业)数量为 59,对照组(曾进行大额对外投资的上市企业)数量为 112,拥有大额对外投资的总月份数量为 239。表 3、表 4 分别汇报了 A 股实验组企业、对照组企业主要变量的观测值数、均值、标准差、最小值、最大值。港股研究样本共有 98 个上市企业,其中实验组数量为 24,对照组数量为 74,拥有大额对外投资的总月份数量为 138。表 5、表 6 分别汇报了港股实验组企业、对照组企业主要变量的观测值数、均值、标准差、最小值、最大值。如表可见,实验组和对照组企业之间在企业特征及财务变量上都比较接近。

表 3 A 股实验组企业主要变量描述性统计

主要变量	观测值数	均值	标准差	最小值	最大值
平均股价	8073	2.289	0.771	-1.492	5.062
对外投资	8073	0.03	0.17	0	1
资产回报率	8073	0.059	.05	-0.225	0.186
企业规模	8073	25.187	3.612	19.126	30.952
市净率	8073	3.47	2.021	0.782	19.951
财务杠杆率	8073	2.872	1.939	1.058	13.954
企业成立年长	8073	15.2	5.979	1	35

注:资产回报率、企业规模、市净率、财务杠杆率为年度变量,相对于股价变量滞后一年。

表 4 A 股对照组企业主要变量描述性统计

主要变量	观测值数	均值	标准差	最小值	最大值
平均股价	13523	2.347	0.765	-1.386	5.58
对外投资	13523	0	0	0	0

① 本文 A 股行业分类采用中国证券监督管理委员会《2020 年第一季度上市公司股票行业分类》作为标准。

② 港股行业分类采用恒生行业分类标准,各行业上市企业名单来源于 Wind 资讯。

续表					
主要变量	观测值数	均值	标准差	最小值	最大值
资产回报率	13523	0.051	0.054	-0.236	0.187
企业规模	13523	23.127	1.591	19.147	30.657
市净率	13523	3.554	2.95	0.797	22.346
财务杠杆率	13523	3.146	3.164	1.063	18.557
企业成立年长	13523	16.477	5.841	2	39

注：资产回报率、企业规模、市净率、财务杠杆率为年度变量，相对于股价变量滞后一年。

表 5 港股实验组企业主要变量描述性统计

主要变量	观测值数	均值	标准差	最小值	最大值
平均股价	2952	1.501	1.48	-3.121	6.13
对外投资	2952	0.047	0.211	0	1
资产回报率	2952	0.046	0.075	-0.324	0.295
企业规模	2952	24.518	1.725	17.122	27.345
市净率	2952	2.303	2.917	-1.712	22.158
财务杠杆率	2952	2.346	3.085	0.61	45.426
企业成立年长	2952	12.02	7.036	1	34

注：资产回报率、企业规模、市净率、财务杠杆率为年度变量，相对于股价变量滞后一年。

表 6 港股对照组企业主要变量描述性统计

主要变量	观测值数	均值	标准差	最小值	最大值
平均股价	9967	1.498	1.387	-3.833	4.995
对外投资	9967	0	0	0	0
资产回报率	9967	0.045	0.061	-0.551	0.241
企业规模	9967	24.619	1.607	19.149	27.322
市净率	9967	1.434	1.399	-0.383	18.929
财务杠杆率	9967	2.519	3.57	0.852	35.978
企业成立年长	9967	13.314	9.87	1	57

注：资产回报率、企业规模、市净率、财务杠杆率为年度变量，相对于股价变量滞后一年。

3 股价反应实证检验和结果分析

3.1 主回归分析

表 7 展示了主回归分析的具体结果。列(1)~(3)使用 A 股数据，而列(4)~(6)则使用港股数据。列(1)和(4)首先控制企业规模和成立年长进行回归，列(2)和(5)加入企业财务特征控制变量，列(3)和(6)进一步增加个体固定效

应与时间固定效应,以控制不可观察的宏观因素以及不随时间变化的个体因素,增强估计结果的稳健性。在加入企业财务控制变量后,企业对外投资变量系数值和显著性保持稳定。个体差异、时间差异会影响企业股价。就个体差异而言,个体的所处行业特点、估值方式和治理结构等个体差异会对股价造成不同影响;就时间差异而言,经济危机、证监会宏观政策变动、系统性金融风险、基准利率变动等因素均可能会影响企业股价。因此,如果不控制时间和个体因素,估计结果可能会产生偏差。在加入个体固定效应与时间固定效应后,企业对外投资变量系数值降低,显著性保持稳定。说明时间差异和个体差异并不改变企业对外投资给予企业股价显著积极影响的结论,符合本文推论1。这一结论也与目前大多数关于企业海外并购的股价反应研究保持一致。

表7 主回归分析

	A 股			港股		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
对外投资	0.115 ** (0.049)	0.121 *** (0.044)	0.100 *** (0.034)	0.196 *** (0.057)	0.193 *** (0.055)	0.164 *** (0.049)
企业规模	0.009 (0.007)	0.056 *** (0.008)	0.037 ** (0.010)	0.401 *** (0.073)	0.405 *** (0.090)	0.427 *** (0.093)
企业成立年长	-0.013 ** (0.006)	-0.015 *** (0.005)	-0.033 *** (0.009)	-0.045 *** (0.014)	-0.026 * (0.014)	0.030 *** (0.011)
市净率		0.069 *** (0.006)	0.054 *** (0.007)		0.110 *** (0.034)	0.113 *** (0.039)
财务杠杆率		-0.003 (0.011)	-0.003 *** (0.010)		0.011 (0.015)	0.015 (0.014)
资产回报率		2.238 *** (0.381)	2.558 *** (0.364)		2.422 *** (0.360)	2.537 *** (0.393)
N	21596	21596	21596	12919	12919	12919
企业固定效应	否	否	是	否	否	是
时间固定效应	否	否	是	否	否	是

注:1. 企业控制变量中,企业规模定义为企业总资产自然对数值,资产回报率定义为企业净利润除以总资产,市净率定义为企业股价除以每股净资产,财务杠杆率定义为总资产除以总负债以上变量相对股价滞后一年,第 n 年股价对应 $n-1$ 年企业数据。企业成立年长定义为该月股价所在年份减去企业成立年份。2. 回归系数下的括号内为系数标准差,“*、**、***”分别表示在“10%、5%和 1%的水平上显著”。(后表同)

分析其他控制变量,企业规模系数、资产回报率系数显著为正,说明企业规模越大,企业盈利能力越强,市场对企业的评价越高。对此我们不难理解,规模大和盈利能力较强的上市企业更能给予投资者信心支持。市净率系数显著为正,市净率越高,意味着市场对单位企业净资产的评价越高,也意味着较强的市场信心。财务杠杆率系数在 A 股市场显著为负,在港股市场则不显著。企业成

立年长系数在A股中显著为负,而在港股中显著为正。这可能由于两个市场的投资者的关注点存在差异。A股市场投资者可能更追逐热点,偏好处于发展期、具有潜在高增长性的成长型企业。港股市场投资者可能更稳健,关注企业经营稳定性与投资回报的稳定性,因此更偏好成熟型企业。

在对外投资的股价反应方面,在控制其他条件不变的情况下,A股市场上,企业对外直接投资带来企业平均股价上涨10.0%,而在港股市场上这一涨幅达到了16.4%。港股对外投资反应系数大于A股,可能是由于港股市场没有涨停板限制,完全依靠市场自身进行调节,且港股市场的交易制度为更灵活的 $t+0$ 交易,A股存在涨停板限制且交易制度为 $t+1$ 。因此港股市场对于对外投资的利好消息反应更强烈。

3.2 所有权差异与滞后效应分析

企业对外投资可能通过两种途径对股价产生影响。一方面,对外投资有可能通过扩展市场、整合海内外生产以降低成本等方式提高企业未来运营效率,增加企业未来经营收入,这一经营效率的提升可通过投资者预期而反映在股价中。企业在进行对外投资后,要充分整合资源,充分发挥对外投资的优势往往需要一年以上的较长时间,因此,这一途径的股价效应往往是长期的。另一方面,大额对外投资本身可作为一个意料之外的信息冲击,直接对股价造成短期影响。此外,不同性质企业的经营目标、外部约束条件不完全相同,由此产生的对外投资的股价效应不完全一致。因此,在表8中我们对以下两个命题进行了检验:第一,不同性质的企业大额对外投资的股价效应是否相同;第二,企业大额对外投资的股价效应是长期的还是短期的。

表8 所有权差异与滞后效应分析

	A股	港股		A股	港股		A股	港股
	(1)	(2)		(3)	(4)		(5)	(6)
对外投资			对外投资	0.097*** (0.033)	0.158*** (0.046)	对外投资	0.091*** (0.030)	0.131*** (0.037)
×国有企业	0.083* (0.044)	-0.012 (0.031)	对外投资 (滞后一期)	0.086** (0.036)	0.168*** (0.051)	对外投资 (滞后一期)	0.077** (0.032)	0.139*** (0.040)
×私营企业	0.171** (0.075)	0.220*** (0.053)				对外投资 (滞后二期)	0.080** (0.031)	0.136*** (0.039)
×外资企业	0.097** (0.042)	0.310*** (0.036)				对外投资 (滞后三期)	0.076*** (0.028)	0.125*** (0.039)
						对外投资 (滞后四期)	0.075** (0.030)	0.111*** (0.033)

续表					
	A 股	港股	A 股	港股	
	(1)	(2)	(3)	(4)	
					对外投资 (滞后五期)
					0.067** (0.030)
					0.113*** (0.034)
					对外投资 (滞后六期)
					0.054* (0.031)
					0.126*** (0.038)
N	21596	12919	21596	12919	
企业控制变量	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是

注：1. 在企业所有权回归方程中，外资企业包含港澳台企业。2. 企业控制变量为企业规模、资产回报率、市净率、财务杠杆率、企业成立年长。（下表同）3. 在回归方程（3）、（4）的基础上，本文依次加入滞后二期至滞后六期的对外投资变量，均显著。由于文章篇幅所限，在此文章不呈现，感兴趣的读者可向本文作者索取。

表 8 列（1）、（2）分别对 A 股和港股按所有制属性进行了回归。在 A 股有 239 个对外投资的月份中，国有企业、私营企业、外资企业分别为 174、45、20，占比 72.8%、18.8%、8.4%；在港股的 138 个月份中，国有企业、私营企业、外资企业分别为 36、95、7，占比 26.1%、68.8%、5.1%。在 A 股市场中，私营企业、外资企业、国有企业的系数值由大至小分布，前两者统计显著性高于国有企业；港股市场的结果也相似，国有企业系数不显著，而私营企业和外资企业对外投资均带来显著的正向股价反应，但外资企业对外投资股价反应最强。一方面，国有企业具有更浓厚的政治色彩，在服务国家战略、落实国家政策、承担社会责任等方面相比私营企业、外资企业有更重要的责任，国有企业高管也可能希望通过对外投资获取“政治资本”，这些因素都使得国有企业在做出大额对外投资决策时不完全以经济利益作为唯一考量；另一方面，国有企业相比私营企业、外资企业具有低息贷款、软预算、国家与政府支持等优势。A 股市场可能对于国企融资优势和政府背景更敏感，因此相比较港股市场对国企对外投资反应具有积极反应。港股市场普遍具有更高的红利回报，使得市场更关注企业实际经营绩效，因此对更关注实际经营绩效的私营企业、外资企业的海外直接投资有更积极的反应。实证结果表明，私营企业和外资企业对外投资的股价效应高于国有企业，基本符合本文推论 3。

列（3）~（6）逐步控制大额对外投资及其时间滞后效应。我们发现，A 股上市企业大额对外投资会给企业的股价带来显著的短期积极影响，这一影响的持续时间约为 5 个月。随着时间的推移，影响的显著性及影响的幅度总体呈现下降趋势。列（5）的回归结果表明，在控制对外投资后五个月的大额对外投资信

息“余音”后,在第六个月,大额对外投资的信息对企业股价不再具有显著的影响。但在港股市场中,对外投资的股价影响的显著性和影响的幅度在六个月内均稳定维持在较高水平,影响幅度与宣布对外投资的当月相似。整体而言,市场对于企业对外投资的股价的反应是基于信息冲击的短期反应,而非对于企业业绩改善预期的长期反应。随着时间推移,企业对外投资这一消息逐步“被遗忘”,其导致的企业股价影响逐渐消退。

3.3 东道国差异检验

邓宁的理论分析认为投资目的地的区位优势影响企业对外投资决策,投资目的地经济发展水平、制度建设、科技发展水平、市场规模、双边关系等均能构成吸引企业投资与影响企业投资效果的因素。东道国科技、制度、市场发展水平均与地理位置、经济发展水平有较强关系。从理论分析出发,我们推测,在经济发展水平越高、与我国政治、法律、社会环境更相似的国家进行投资,为公司带来的股价效应会更显著,我国“一带一路”倡议的实施,也有利于进一步提升相关企业对外投资的股价效应。所以,本节我们需要检验三个命题:第一,在不同地理区域的对外投资,对上市企业的股价影响是否存在差异。第二,在高收入水平国家的投资,其股价效应是否会高于在较低收入水平国家的投资。第三,“一带一路”国家倡议,是否会对上市企业股价效应带来额外影响。

东道国差异检验具体见下表9。比较列(1)、列(2),A股中亚洲、北美加拿大、西欧系数显著为正,港股中北美加拿大、大洋洲、西欧系数显著为正、而中东欧系数显著为负。这说明,在A股中,企业在亚洲、北美加拿大、西欧的对外投资有显著积极的股价反应;在港股中,企业在北美加拿大、大洋洲、西欧的对外投资有显著股价反应。此外,在港股中,企业对中东欧国家的投资会给企业股价带来消极影响。东南亚国家与中国有较好的政治经济合作关系,在文化传统、法律体系、政治氛围等与中国较为接近。中国企业在东南亚进行投资后,受国内外政治、经济、文化差异影响较小,能较迅速地融入当地环境。西亚中东国家具有丰富的石油资源。因此,对于中国企业而言,亚洲具有独特的投资区位优势。大洋洲、西欧、美国加拿大三地,经济与科技发展水平较高,制度较完善,市场需求广阔,其中大洋洲具有丰富的石油、煤矿、铁矿等资源。港股市场对企业在中东欧国家的投资有较强的“反感”,则需要更进一步研究。综合以上各地区位特征优势分析,上市企业在各个大洲对外投资的股价反应,基本符合邓宁区位优势理论与过往实证研究。

表9 东道国差异检验

	A 股	港股		A 股	港股		A 股	港股
	(1)	(2)		(3)	(4)		(5)	(6)
对外投资			对外投资			对外投资	0.110*** (0.036)	0.177*** (0.052)
×亚洲	0.124** (0.055)	0.093 (0.074)	×高收入	0.133*** (0.038)	0.235*** (0.053)	×“一带”	-0.048 (0.098)	-0.219 (0.114)
×非洲	-0.029 (0.070)	-0.022 (0.042)	×中高收入	0.082 (0.055)	-0.097 (0.081)	×“一路”	-0.034 (0.090)	-0.019 (0.088)
×北美加拿大	0.112** (0.050)	0.268*** (0.057)	×中低收入	0.065 (0.054)	0.115 (0.073)			
×拉丁美洲	0.012 (0.073)	0.019 (0.080)	×低收入	-0.060 (0.148)	-0.069 (0.117)			
×大洋洲	0.109 (0.077)	0.131*** (0.034)						
×西欧	0.162** (0.079)	0.224*** (0.069)						
×中东欧	0.053 (0.099)	-0.292** (0.114)						
×俄罗斯	0.031 (0.078)	-0.409 (0.476)						
N	21596	12919		21596	12919		21596	12919
企业控制变量	是	是		是	是		是	是
企业固定效应	是	是		是	是		是	是
时间固定效应	是	是		是	是		是	是

注:1.表中方程(1)、(2)、(3)、(4)、(5)、(6)的解释变量分别为以地理划分的对外投资月份、以国家收入水平划分的对外投资月份、企业有对外投资的月份及对外投资是否在“一带”或“一路”范围内。2.中东欧国家名单具体请参考“中国—中东欧国家合作网”,<http://www.china-ceec.org/chn/>。3.国家收入划分依照2018年世界银行标准:人均GDP低于995美元为低收入国家,在996美元至3895美元之间为中低收入国家,在3896美元至12055元之间为中高收入国家,人均GDP高于12055美元为高收入国家。4.“一带”“一路”划分标准涉及时间、地理位置两个维度;在时间上,“一带”确定为2013年9月及以后,“一路”确定为2013年10月及以后;在地理上,在中共中央对外联络部组织编著《一带一路沿线国家及重要政党概览》确定的沿线65国基础上,本文以“是否处于低纬度太平洋沿岸或印度洋沿岸”进一步区分“一带”国家与“一路”国家。

经济发展需要良好的制度环境支持,经济发展水平提升也会推动地区法律、制度建设与科技发展。因此,地区科技发展水平、法律与制度完善程度、政治和社会稳定程度与经济发展水平有较强的相关性。在进行地区分类检验后,我们按照世界银行2018年国家收入划分标准,对企业上市公司对外投资项目进行分类。在A股企业进行对外投资的月份中,分布在高收入国家、中高收入国家、中低收入国家、低收入国家的月份数分别为125、63、48、13,绝大多数对外

投资分布在高收入国家与中高收入国家;港股分别为92、20、27、3,集中在高收入国家。具体检验方程参见表9列(3)、列(4)。A股中,高收入国家、中高收入国家、中低收入国家的系数显著为正,且系数大小和显著性由大至小分布,而低收入国家系数不具备统计显著性。港股的系数分布也相似,中高收入国家受港股对中东欧国家对外投资“反感”影响,因而系数不显著为负。回归结论与理论预期分析相符。收入较高的国家,整体科技发展和社会发展水平较高,市场需求更广阔,法律、制度等各项措施均较为完善,在缺乏充足投资项目信息的情况下,投资者整体对投资企业在较高收入国家的投资更具有信心,因此股价反应更为积极。收入水平较低的国家,整体发展水平有限,且更可能受到社会矛盾、部落或种族冲突、政治动荡,甚至战争等突发事件影响,这些突发事件会对在外投资项目造成严重打击。因此市场整体对企业在较低收入国家的对外投资缺乏信心。对外投资的股价反应整体按投资目的地收入水平分布呈现正相关关系,这一结论符合理论预期。

进行大额对外投资决策时,企业需要将国家战略纳入考虑。“一带一路”倡议是近年国家最重要的对外经济合作战略,在“一带一路”沿线中,“一带”国家与“一路”国家整体特征有差异,因此我们将企业在“一带”国家与“一路”国家的对外投资分开考虑。具体见表9列(5)、列(6),“一带”“一路”的系数均不显著。这说明“一带一路”倡议的提出与实施并没有影响市场对公司对外投资的判断,这与预期有所差异。对此,有以下几点可能的解释。第一,一方面,“一带一路”倡议的实施在为企业对外投资提供良好政策环境条件与更完善的基础设施,为企业对外投资提供积极影响,为企业股价带来更积极的反应;但另一方面“一带一路”倡议也可能降低企业选择对外投资项目的标准,从而影响企业投资绩效,使得企业对外投资不一定带来额外的积极股价反应。第二,相比最初《一带一路沿线国家及重要政党概览》中定义的沿线65国,随着“一带一路”倡议深入推进,至目前为止,中国已与超过100个国家和国际组织签订“一带一路”倡议合作协议,且国家分布已超越原“一带一路”的地理分布,广泛分布在全球各个大洲。这使得我们对于“一带一路”实际影响的界定产生偏差,与现实不完全相符。第三,“一带一路”倡议通过相关政策与文件签署需要时间,这使得我们以提出“一带一路”倡议构想的时间作为“一带一路”倡议生效时间点有偏差。总之,实证上我们并未发现“一带一路”倡议对企业对外投资的股价效应产生额外影响的证据。投资者对不同区位优势的外资投资的反应有差异,符合本文推论4。

3.4 投资项目行业差异检验

项目所处的行业不同也可能对直接投资的股价效应产生差异影响。能源、金属、交通、设施等行业,运营规模大,要求大量的前期资本投入,行业集中程度较高;

医疗健康、科技等行业,研发支出规模大,且在成果产业化之前往往收入较小且不稳定。各行业在投入资金规模、行业竞争情况、利润稳定性、回报周期等方面均有较大差异,因此对外直接投资项目可能对不同行业的企业股价产生不同影响。当企业在与主营业务不同关系的行业进行投资,投资预期目标和企业具备的投资竞争优势也有差异,这些差异可能会使市场对企业对外投资“是否干自己本行”产生不同评价。此外,近年,针对发展迅速的对外投资,国家出台相应政策对企业对外投资进行引导和规范,对不同行业的对外投资分别进行鼓励、限制。国家政策调控整体作用较显著,2016 年以来我国对外投资“粗放式”增长得到限制,投资增量规模下降,投资行业结构得到优化。因此,我们以近年国家对外投资调整政策中最重要的政策——《意见》为例,对国家对外投资政策调控效果进行研究。

综上,本节我们三个检验命题:第一,企业在不同行业的对外投资,是否会对企业股价产生不同影响;第二企业在与自身主营业务关系不同的对外投资,是否会给予市场不一样的评价;第三,2017 年《意见》政策是否导致对投资项目的市场评价产生影响。

比较表 10 列(1)、列(2),A 股市场农业、能源、金融、娱乐、交通、设施、其他行业系数显著为正,港股市场在能源、娱乐、金融、医疗健康、旅游、交通运输、其他行业系数显著为正,在科技行业系数微弱显著为负。这说明 A 股市场对能源、交通、设施、其他行业的对外投资有积极反应;而港股对更多类型行业的对外投资有积极反应。两市市场对于交通运输行业对外投资的信心,源于中国具有强大基础设施建设能力,在国际竞争中具有优势。中国金融业的发展,以及国际化带来的建设境外金融分支机构的需求,也使得两市对金融业对外投资有较强的信心。2009 年以来,我国能耗总量超过美国,成为世界第一。2019 年,我国原油进口量 50572 万吨,增长 9.5%,石油对外依存度达 70.8%;天然气进口量 9660 万吨,同比增长 6.9%,对外依存度达 43%。巨大的市场需求,推动我国企业在能源行业实施对外投资,也给予 A 股市场投资者关于能源行业对外投资的信心。房地产行业、科技行业、金属行业对外投资的股价效应在两市均不显著,则说明两地市场对这些行业的对外投资回报并非特别有信心。实证结果表明市场投资者对不同行业的对外投资的反应有差异,符合本文推论 5。

表 10 行业差异检验

	A 股	港股		A 股	港股		A 股	港股
	(1)	(2)		(3)	(4)		(5)	(6)
对外投资			对外投资			对外投资		
×农业	0.159 ** (0.076)	0.073 (0.066)	×水平行业	0.100 *** (0.036)	0.172 *** (0.049)	×政策实施前 鼓励行业	0.103 ** (0.041)	0.012 (0.047)

续表

	A 股	港股		A 股	港股		A 股	港股
	(1)	(2)		(3)	(4)		(5)	(6)
对外投资			对外投资			对外投资		
×化学业	-0.125 (0.192)	0.044 (0.040)	×垂直行业	0.030 (0.061)	0.025 (0.062)	×政策实施前 限制行业	0.028 (0.064)	0.295*** (0.093)
×能源业	0.101*** (0.033)	0.134* (0.079)	×其他行业	0.207** (0.090)	0.175** (0.074)	×政策实施前 未提及行业	-0.134 (0.090)	0.156 (0.109)
×娱乐业	0.157* (0.094)	0.470*** (0.082)				×政策实施后 鼓励行业	0.135** (0.068)	0.272* (0.141)
×金融业	0.765*** (0.035)	0.314** (0.139)				×政策实施后 限制行业	0.502*** (0.115)	0.278** (0.131)
×医疗健康业	-0.070 (0.072)	0.183*** (0.033)				×政策实施后 未提及行业	0.175* (0.155)	0.472*** (0.158)
×金属业	0.029 (0.101)	0.001 (0.056)						
×房地产业	0.027 (0.079)	0.028 (0.077)						
×科技业	0.019 (0.249)	-0.125* (0.066)						
×旅游业	-0.008 (0.072)	0.269*** (0.080)						
×交通运输业	0.224*** (0.062)	0.262** (0.107)						
×设施业	0.291*** (0.040)	-0.006 (0.028)						
×其他行业	0.213*** (0.070)	0.211*** (0.060)						
N	21596	12919		21596	12919		21596	12919
企业控制变量	是	是		是	是		是	是
企业固定效应	是	是		是	是		是	是
时间固定效应	是	是		是	是		是	是

注:1.表中方程(1)、(2)、(3)、(4)、(5)、(6)的解释变量分别为以投资行业划分的对外投资月份、以投资行业与企业主营业务关系划分的对外投资月份、以《意见》政策划分行业大类划分的对外投资月份。2.《意见》政策涉及两个维度:政策实施时间与政策涉及行业,政策实施时间确定为2017年8月及以后,政策涉及行业参见国办发74号文件《关于进一步引导和规范境外投资方向指导意见的通知》。

列(3)~(4)对对外企业投资项目的行业与企业主营业务关系进行了检验。两地市场其他行业对外投资、水平行业对外投资的系数为正且显著,垂直行业对外投资的系数则不显著。在A股市场中,其他行业对外投资系数高于水平行业对外投资,港股市场中两者相近。按照传统理论,企业在水平行业的对外投

资,能充分发挥自身的经营经验优势与相关技术优势;企业经营能为企业决策者带来更详细的产业上下游信息,从而降低企业对外投资的信息不确定性,更有利于提升企业对外投资的实际效果。企业这一结论与传统理论分析不一致。对此,有以下两点可能的解释。第一,一般只有各个行业的龙头企业才有充足的资金和资源进行大额对外投资,这些企业已经占据较大的市场份额,产业上下游布局较完整。因此,市场可能认为相较用对外投资扩展原有行业市场份额和整合产业链,在其他行业进行投资的多元化经营带来的风险分散与市场拓展效应更显著,因此给予更高期待。第二,在自身行业相关领域进行投资时,企业可能存在基于自身经营经验导致的认知偏差,这可能使得企业在投资项目调查、信息获取与分析等方面存在不足。涉足新领域时企业完全涉入新领域,没有自己的经营经验,因此不存在这一认知偏差。总而言之,回归方程检验认为企业在其他行业、水平行业进行对外投资具有显著的积极股价效应,而在垂直行业的对外投资则没有,这一结论与传统理论不完全一致。

列(5)~(6)以《意见》对行业进行了分类,结果显示,《意见》在A股和港股均起到重要影响作用。从政策生效前后分析,在政策生效前,A股市场仅在《意见》涉及的鼓励行业对外投资的系数为显著正数,在限制行业、未提及行业的系数均为不显著;港股市场仅有限制行业的系数为显著正数,鼓励行业和未提及行业的系数均不显著。在政策生效后,A股市场鼓励行业、限制行业、未提及行业的对外投资的系数均为显著正数,系数值均增大;港股市场三类行业的系数总体增长,且均显著。整体而言,《意见》发布对A股市场限制行业、未提及行业对外投资股价作用提升更显著,对港股市场鼓励行业、未提及行业影响更大。一方面,政策出台前,人民币汇率下降,但我国对外投资增量仍在上涨,且行业分布结果出现问题。《意见》及这一时段前后出台的对外投资政策以调整、指导、规范对外投资为主。政策对我国企业对外投资项目质量有更高的要求,因此整体使市场投资者对企业对我国企业对外投资更具有信心。另一方面,《意见》对限制行业的对外投资项目审批标准更严格,能通过国家审批的项目更有可能是高质量,高回报的项目。因此,项目能通过国家对于限制行业更严格审核,这一结果向市场释放一个较强的信号,使得市场投资者对于该投资项目更具有信心。总体而言,《意见》对于企业对外投资项目的市场反应有显著差异影响,这一结论符合理论分析与政策作用预期。

3.5 企业经营绩效机制

我们进一步探讨企业对外直接投资对股价影响的两种可能路径机制——对外投资改善企业未来经营绩效,并通过股票回报提升折现而提升当前股价;或作为单纯的无法预测的信息冲击影响当前股价。从对外投资的股价效应实

证研究中,我们发现A股市场对外投资的股价效应具有约五个月的短期持续性,这一持续效应的显著性与效力总体随时间推移而逐步减弱,港股市场中这一影响持续更长。为进一步研究对外投资对股价影响的路径,讨论这一股价效应的特点,在这一部分,本文运用企业年度财务数据,研究海外投资对企业实际经营绩效的影响。

衡量企业经营绩效的指标很多,本文参考相关研究,选择资产回报率、营业收入资产比、劳动生产率作为衡量企业经营绩效的指标。其中劳动生产率以对数化的单位雇员营业收入额来衡量,资产回报率直接衡量企业经营绩效;营业收入资产比衡量企业资产在主营业务上的收入能力、衡量企业资产运用效率。企业财务数据来源于聚宽数据、wind 资讯,研究样本、对照组企业选择的标准与第2部分相似,为避免奇异值干扰,本文运用 winsor 缩尾方法对杠杆率、市净率、资产回报率、企业成立年长进行缩尾处理。此外,并购会计处理可能使企业并购当年财务指标丧失与非并购年的可比性,因此本部分删去企业并购当年的观测值。回归模型如式(1),只是将因变量换成各项年度经营业绩指标,解释变量 ODI 定义为“对外投资前后”,即记录期内企业首次对外投资后取值均为1。为了控制各行业不同的发展趋势,我们控制了行业年份固定效应。

企业经营绩效研究结果如表11所示。A股企业对外投资后与对外投资前相比,资产回报率有所下降,而营业收入资产比、劳动生产率有所上升,港股企业三个指标均有所上升,但是两地市场中,除港股市场的资产回报率有较微弱的统计显著性外,其余指标在对外投资前后的差异均不具有统计显著性。整体回归结果表明,企业对外投资并不会显著影响企业经营绩效以及企业资产利用效率、雇员创收能力。这一回归结果在上文提及的两种不同的对外投资股价影响渠道中,能从两个角度展开解读。在企业预期业绩提升折现的渠道中,回归结果说明市场倾向于高估企业对外投资的未来业绩效应,实际绩效并未达到市场预期。在信息冲击渠道中,回归结果表明对外投资作为一项未被预测的“利好消息”,直接给予企业股价积极冲击,但这一冲击随着时间流逝而逐渐消失,这一“利好消息”并未能真正给企业实际运营带来利好影响。仿照回归模型(2),我们替换因变量,并解释变量定义为“对外投资前后”及其滞后因子,进一步对企业经营绩效进行逐年检验。检验结果如表12所示,A股市场中,对外投资整体未能给企业的三个指标带来显著积极影响,其中对资产回报率指标的影响更是持续五年为负值。港股市场中,对外投资仅为企业第一年的资产回报率和劳动生产率带来显著积极影响,对资产利用效率则无显著影响。但对外投资的资产回报率、劳动生产率的积极影响并不具有持续性。整体而言,在香港市场上市的中国企业对外投资的绩效略好于在A股市场上市的中国企业,中国企业对外投资的质量及投后管理能力仍待提升。

表 11 企业经营绩效研究

	A 股			港股		
	(1) 资产 回报率	(2) 营业收入 资产比	(3) 雇员营业 收入额(对数)	(4) 资产 回报率	(5) 营业收入 资产比	(6) 雇员营业 收入额(对数)
对外投资后	-0.010 (0.007)	0.050 (0.052)	0.095 (0.081)	0.020* (0.011)	0.034 (0.102)	0.194 (0.126)
公司规模	0.012** (0.005)	-0.104** (0.040)	0.063 (0.071)	-0.004 (0.007)	0.047* (0.027)	0.104 (0.125)
杠杆率	0.001** (0.001)	0.000 (0.002)	0.003 (0.006)	0.002*** (0.001)	-0.003 (0.006)	-0.006 (0.027)
市净率	0.000 (0.002)	0.002 (0.002)	0.011 (0.007)	0.009** (0.003)	0.011 (0.007)	0.031 (0.025)
企业成立 年长	-0.007*** (0.001)	0.001 (0.007)	0.101*** (0.012)	0.002 (0.001)	-0.024 (0.056)	0.033* (0.020)
N	1571	1571	1571	953	921	708
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
行业×年份 固定效应	是	是	是	是	是	

注：1. 表中列(1)、(2)、(3)为 A 股企业经营绩效回归分析，列(4)、(5)、(6)为港股企业经营绩效回归分析，被解释变量分别为资产回报率、营业收入资产比、对数处理的雇员营业收入额。

表 12 企业经营绩效逐年检验

	A 股			港股		
	(1) 资产 回报率	(2) 营业收入 资产比	(3) 雇员营业 收入额(对数)	(4) 资产 回报率	(5) 营业收入 资产比	(6) 雇员营业 收入额(对数)
对外投资后第一年	-0.002 (0.007)	0.040 (0.043)	0.093 (0.072)	0.032** (0.014)	0.038 (0.087)	0.309* (0.166)
对外投资后第二年	-0.024* (0.014)	0.088 (0.057)	0.151* (0.085)	0.014 (0.012)	0.011 (0.097)	0.271 (0.166)
对外投资后第三年	-0.008 (0.009)	0.066 (0.065)	0.104 (0.101)	0.023 (0.016)	0.027 (0.119)	0.261* (0.142)
对外投资后第四年	-0.005 (0.009)	0.037 (0.056)	0.042 (0.103)	-0.005 (0.019)	0.037 (0.117)	-0.026 (0.267)
对外投资后第五年	-0.017** (0.008)	-0.015 (0.076)	0.042 (0.112)	0.024 (0.019)	0.066 (0.128)	-0.037 (0.254)
N	1571	1571	1571	953	921	708
企业控制变量	是	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
行业×年份 固定效应	是	是	是	是	是	是

注：1. 表中列(1)、(2)、(3)为 A 股企业经营绩效回归分析，列(4)、(5)、(6)为港股企业经营绩效回归分析，被解释变量分别为资产回报率、营业收入资产比、对数处理的雇员营业收入额。

4 总结

近年来,中国对外投资净流量增长迅速,中国企业国际化进程举世瞩目。中国企业对外投资、企业国际化战略也成为学术界研究的热点话题。深入研究中国企业对外投资,对于微观企业行为与宏观国家政策调控均有较强的现实指导意义。因此,本文基于企业对外投资最终记录数据与股价数据,对不同分类的对外投资项目引起的企业股价反应进行实证研究。研究发现,在A股市场和港股市场,上市企业大额对外投资会对股价具有短期的积极作用,这一作用具有短期持续性,但对外投资并未给企业实际经营绩效带来显著影响;企业所有制属性、投资目的地地理分布和收入分布、投资行业与项目和企业主营业务关系、2017年国办发74号文件《关于进一步引导和规范境外投资方向指导意见的通知》政策对对外投资的股价影响具有显著影响,以上因素的影响,在A股市场和港股市场不完全一致;“一带一路”国家倡议对企业对外投资的股价没有显著的差异性影响。

本文研究发现具有一定的政策意义。于企业而言,企业需要增强对外投资风险把控,提升对外投资质量,促进企业竞争力的提升;于国家而言,在企业“走出去”步伐进一步加快时,国家需要有效引导与规范企业对外投资,进一步优化企业对外投资结构,从而推动国民经济更高质量地发展。近期发布的中共中央“十四五”规划建议大力提倡高水平的对外开放,其中促进企业对外直接投资是重要一环。本文研究发现对外直接投资对企业股价有显著影响而对企业经营绩效影响不显著,说明对外投资的质量有待进一步提高。

参考文献

- 陈泽,侯俊东,肖人彬. 2012. 我国企业海外并购价值创造决定因素实证研究[J]. 中国科技论坛, (12): 62-68.
- Chen Z, Hou J D, Xiao R B. 2012. Research on determinants of value creation of the cross-border M&As for Chinese enterprises [J]. *Forum on Science and Technology in China*, (12): 62-68. (in Chinese)
- 冯根福,吴林江. 2001. 我国上市公司并购绩效的实证研究[J]. 经济研究, (1): 54-61, 68.
- Feng G F, Wu L J. 2001. An empirical analysis of the merger performance of Chinese listed companies[J]. *Economic Research Journal*, (1): 54-61, 68. (in Chinese)
- 高越,李荣林. 2008. 异质性、分割生产与国际贸易[J]. 经济学(季刊), 8(1):

- 159-178.
- Gao Y, Li R L. 2008. Heterogeneities, fragmentation and international trade[J]. *China Economic Quarterly*, 8(1): 159-178. (in Chinese)
- 顾露露, R R. 2011. 中国企业海外并购失败了吗? [J]. *经济研究*, 46(7): 116-129.
- Gu L L, Robert R. 2011. Do Chinese acquirers fail in overseas M&As? [J]. *Economic Research Journal*, 46(7): 116-129. (in Chinese)
- 胡章宏, 王晓坤. 2008. 中国上市公司 A 股和 H 股价差的实证研究[J]. *经济研究*, 43(4): 119-131.
- Hu Z H, Wang X K. 2008. The empirical study on Chinese A-H share premium [J]. *Economic Research Journal*, 43(4): 119-131. (in Chinese)
- 蒋冠宏, 蒋殿春. 2014. 中国工业企业对外直接投资与企业生产率进步[J]. *世界经济*, 37(9): 53-76.
- Jiang G H, Jiang D C. 2014. Outward direct investment of Chinese industry firms and the increase of productivity[J]. *The Journal of World Economy*, 37(9): 53-76. (in Chinese)
- 蒋冠宏. 2015. 企业异质性和对外直接投资——基于中国企业的检验证据[J]. *金融研究*, (12): 81-96.
- Jiang G H. 2015. Outward direct investment and Chinese firm's heterogeneity: Evidence from the Chinese firms[J]. *Journal of Financial Research*, (12): 81-96. (in Chinese)
- 刘晓光, 杨连星. 2016. 双边政治关系、东道国制度环境与对外直接投资[J]. *金融研究*, (12): 17-31.
- Liu X G, Yang L X. 2016. Bilateral political relation, host country institutional environment and outward foreign direct investment [J]. *Journal of Financial Research*, (12): 17-31. (in Chinese)
- 吕越, 陆毅, 吴嵩博, 等. 2019. “一带一路”倡议的对外投资促进效应——基于 2005—2016 年中国企业绿地投资的双重差分检验[J]. *经济研究*, 54(9): 187-202.
- Lyu Y, Lu Y, Wu S B, et al. 2019. The effect of the belt and road initiative on firms' OFDI: Evidence from China's Greenfield Investment[J]. *Economic Research Journal*, 54(9): 187-202. (in Chinese)
- 田巍, 余淼杰. 2012. 企业生产率和企业“走出去”对外直接投资: 基于企业层面数据的实证研究[J]. *经济学(季刊)*, 11(2): 383-408.
- Tian W, Yu M J. 2012. Firm productivity and outbound foreign direct investment: A firm-level empirical investigation of China [J]. *China Economic Quarterly*, 11(2): 383-408. (in Chinese)

- 王泽宇, 刘刚, 梁晗. 2019. 中国企业对外投资选择的多样性及其绩效评价[J]. 中国工业经济, (3): 5-23.
- Wang Z Y, Liu G, Liang H. 2019. Research on diversity choice of China's companies making outward foreign direct investment and its' performance[J]. *China Industrial Economics*, (3): 5-23. (in Chinese)
- 谢千里, 罗斯基, 张轶凡. 2008. 中国工业生产率的增长与收敛[J]. 经济学(季刊), (3): 809-826.
- Jefferson G H J, Rawski T G, Zhang Y F. 2008. Productivity growth and convergence across China's industrial economy [J]. *China Economic Quarterly*, (3): 809-826. (in Chinese)
- 徐寿福. 2009. “双重上市”公司 A、H 股价格差异的因素研究[J]. 证券市场导报, (2): 54-60.
- Xu S F. 2009. The determinants of price difference between dual listed A-H shares [J]. *Securities Market Herald*, (2): 54-60. (in Chinese)
- 阎大颖. 2009. 国际经验、文化距离与中国企业海外并购的经营绩效[J]. 经济评论, (1): 83-92.
- Yan D Y. 2009. International experience, cultural distance and operational performance of Chinese enterprises' overseas mergers and acquisitions[J]. *Economic Review*, (1): 83-92. (in Chinese)
- 祝继高, 王谊, 陈琪仁. 2021. “一带一路”倡议提出的股票市场反应——基于企业对外投资视角的研究[J]. 金融论坛, 26(2): 26-36.
- Zhu J G, Wang Y, Chen Q R. 2021. The stock market reaction of the proposal of the Belt and Road initiative—A research from the perspective of firm OFDI [J]. *Finance Forum*, 26(2): 26-36. (in Chinese)
- Agrawal A, Mandelker G N. 1987. Managerial incentives and corporate investment and financing decisions[J]. *The Journal of Finance*, 42(4): 823-837.
- Andrade G, Stafford E. 2004. Investigating the economic role of mergers[J]. *Journal of Corporate Finance*, 10(1): 1-36.
- Berger P G, Ofek E. 1995. Diversification's effect on firm value [J]. *Journal of Financial Economics*, 37(1): 39-65.
- Cai H B, Liu Q. 2009. Competition and corporate tax avoidance: Evidence from Chinese industrial firms[J]. *The Economic Journal*, 119(537): 764-795.
- Dunning J H. 1977. Trade, location of economic activity and the MNE: A search for an eclectic approach[M]//Ohlin B, Hesselborn P O, Wijkman P M. The International Allocation of Economic Activity. London: Palgrave MacMillan, 395-418.
- Franks J R, Harris R S. 1986. The role of the mergers and monopolies commission in merger policy: Costs and alternatives[J]. *Oxford Review of Economic Policy*, 2(4):

58-78.

Healy P M, Palepu K G, Ruback R S. 1992. Does corporate performance improve after mergers? [J]. *Journal of Financial Economics*, 31(2): 135-175.

Houston J F, James C M, Ryngaert M D. 2001. Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders [J]. *Journal of Financial Economics*, 60(2/3): 285-331.

Jensen M C, Ruback R S. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 11(1/4): 5-50.

Li X Y. 2013. Productivity, restructuring, and the gains from takeovers[J]. *Journal of Financial Economics*, 109(1): 250-271.

Outward Direct Investment and Corporate Stock Prices: An Empirical Study Based on Corporate and Project Differences

Zhaoyin Liang¹ Yuan Xu² Hong Ma²

(1. *Fanhai International School of Finance, Fudan University;*

2. *School of Economics and Management, Tsinghua University*)

Abstract This paper uses data on Chinese companies' outbound direct investment (ODI) and stock prices of listed companies on A-share and Hong Kong market from 2006 to 2019 to study the impacts of stock price and operating performance of ODI of Chinese corporations. We finds that, first, in the short term, ODI will bring out a positive stock price response, and the impact in Hong Kong market is stronger and more durable. But it has no significant impact on the actual operating performance of the company. Second, the two markets have different responses to ODI with different ownership attributes. Third, differences in geographic location and income level of target country of ODI have a significant impact on the stock price response. Fourth, the differences in the industry of ODI, the differences of the relation between project industry and the main business of the enterprise significantly affect the stock price response. Fifth, in 2017, the state's guidance and regulations of OFI also had a significant impact on the stock price response, while the Belt and Road did not show a significant impact. Finally, responses of the two markets to different characteristics of foreign investment are quite different.

JEL Classification F21, F23, G14