

doi:10.19920/j.cnki.jmsc.2024.07.007

“一带一路”倡议、市场进入与企业长期经济绩效^①

丁浩员¹, 李怡^{2*}, 靳玉英¹

(1. 上海财经大学商学院, 上海 200433; 2. 青岛行政学院经济学教研部, 青岛 266071)

摘要: 本研究选取2009年—2018年间我国上市公司为样本, 利用事件分析法测算企业对“一带一路”倡议的短期资本市场反应, 进而基于“一带一路”倡议这一准自然实验环境构建双重差分模型, 探究“一带一路”倡议对企业绩效以及企业市场进入行为的长期影响。研究发现: 1) “一带一路”倡议引致的企业累计异常收益为正, 但异常收益为负值的企业占比略高于正值企业; 2) “一带一路”倡议显著促进了企业投资的扩大、规模的扩张、收益的提高以及企业市场进入行为的增加, 且倡议的积极影响主要通过融资约束机制实现; 3) “一带一路”倡议对企业绩效及市场进入的影响因企业特征、地区制度环境及行业特征存在一定的异质性。本研究为当前保护主义抬头背景下“一带一路”倡议的建设、经济全球化的发展, 以及如何依托“一带一路”建设, 更好地构建新发展格局提供了经验证据。

关键词: “一带一路”倡议; 企业绩效; 市场进入; 制度环境

中图分类号: F125.1; F272.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2024)07-0118-24

0 引言

习近平总书记于2013年提出“一带一路”倡议, 该倡议为我国在当下逆全球化的世界经济背景下, 加强国际合作和推动经济全球化提供了方向指引。截至2021年10月, 已有141个国家和32个国际组织签署了共建“一带一路”的合作文件。“一带一路”倡议与各国、各区域以及全球发展规划对接, “六廊六路多国多港”的互联互通架构基本形成, 一大批项目成功落地。

有关“一带一路”倡议的经济影响已经得到学术界的广泛关注。现有文献已从对外直接投资^[1, 5]、贸易^[6]、融资^[7-9]、生产率^[10, 11]、创新^[12, 13]及环境^[14]等维度, 探究了“一带一路”倡议的微观作用机制。研究表明, “一带一路”倡议显著促进了中国企业对外绿地投资的增长^[2], 降低了受倡议支持企业的融资约束^[7], 促进了企业全要素

生产率的提高^[10], 并发现全要素生产率的提高以技术创新为实现路径^[11]。

总的来看, 现有研究尚存在较大拓展空间, 本研究试图从两个方面予以补充。首先, 现有研究均从“一带一路”倡议的内容与框架出发, 分析当前的“一带一路”框架设计和建设成果如何实现其经济效应, 却未将倡议引致的社会预期从而可能发挥的长期影响考虑在内。如吕越等^[2]发现“一带一路”倡议对中国企业绿地投资的积极促进效应通过“五通”实现; 王桂军和卢潇潇^[10, 12]、徐思等^[7]、李建军和李俊成^[8]分别依据企业是否属于重点省份、是否为“一带一路”概念股以及是否与沿线国家开展业务往来构建双重差分模型, 分析“一带一路”倡议对企业创新、融资约束以及融资规模的影响。事实上, “一带一路”倡议作为中国向世界提供的国际合作平台和公共产品, 是一项

① 收稿日期: 2021-05-25; 修订日期: 2022-10-13。

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(72173082); 国家社会科学基金资助项目(21&ZD082; 23&ZD056); 教育部人文社会科学重点研究基地资助项目(22JJD790011)。

通讯作者: 李怡(1993—), 女, 山东潍坊人, 博士, 讲师。Email: wfly2166@163.com

长期发展的合作倡议,当前的框架设计和“互联互通”建设仅是“一带一路”建设的初步蓝图与阶段性成果.对其绩效的判断不能仅仅局限于依托实际发生投资、贸易等经济行为的分析,对其未来潜在成效进行前瞻性判断对于“一带一路”倡议如何推进以及双循环的相互促进具有关键的政策含义.企业等经济主体对“一带一路”建设的信心、对倡议未来将提供的市场、投资等前景预期,是做此判断的重要抓手,而股市反应和企业的市场进入等行为均是体现经济主体对此倡议未来前景判断的外在呈现.“一带一路”倡议提出后,上市公司短期股市收益反映了资本市场对企业“一带一路”背景下发展前景的预期,能够较为真实地刻画企业受“一带一路”倡议影响的敞口.同时,资本市场就企业未来发展前景的预期对于企业的自我判断具有重要参考价值,进而对其行为决策及绩效产生重要影响.由此可见,考察“一带一路”倡议引致的短期资本市场反映,一方面有助于把握资本市场对倡议推进的信心及对企业发展机遇的预期;另一方面,为就“一带一路”倡议对企业经济行为与绩效的影响进行分析中将资本市场及企业的预期考虑在内提供了可能.

其次,已有文献更多关注现存企业如何受“一带一路”倡议的影响,鲜有学者探究此倡议对潜在市场进入者的影响.蒋冠宏^[1]考察了“一带一路”倡议对企业市场进入策略的影响,但主要聚焦于企业向“一带一路”沿线国家这一特定市场的进入行为.然而,对国内市场的潜在进入者而言,它可以通过构成与直接参与“一带一路”建设企业的前向和后向的关联等方式来利用“一带一路”倡议所提供的商机.由此看来,对国内市场的企业进入行为的影响亦是“一带一路”倡议实现其经济绩效的重要途径.因此,探究倡议对国内市场企业进入行为的影响对于评估其经济效应同样具有重要意义.

基于以上两点,本研究的工作如下:首先,考察了“一带一路”倡议对我国上市公司短期股市收益的影响;其次,利用股市反应作为衡量企业受倡议影响的代理,构建广义双重差分模型,检验了该倡议对企业投资、规模、收益及市场进入的影

响;再次,检验了上述影响的作用机制;进一步地,就企业自身及其所处环境的差异,分析了“一带一路”倡议对企业经济绩效及市场进入的异质性影响,其中包括企业国际化经营行为、社会责任感、规模、所在地区、所属行业以及企业所处外部制度环境的差异.研究表明,从“一带一路”倡议的短期影响来看,该倡议引致的平均企业累计异常收益为正,但累计异常收益为负值的企业占比略高于正值企业;从长期来看,“一带一路”倡议显著促进了企业投资的扩大、规模的扩张、收益的提高以及企业市场进入行为的增加,且倡议的积极影响主要通过融资约束机制实现;此外,本研究发现“一带一路”倡议对企业行为、绩效和市场进入的影响因企业性质、地区特征和行业特性存在异质性.

本研究的边际贡献主要体现在:首先,本研究同时考察了“一带一路”倡议的短期资本市场反应和长期市场绩效,并利用“一带一路”倡议的准自然实验对二者进行了结合,以短期资本市场反应衡量企业受倡议影响的程度,探究倡议对企业长期经济行为和绩效的影响,实现就“一带一路”倡议对我国企业影响从短期到长期、从金融到实体的多维度研究;其次,本研究有关企业市场进入行为的研究将现有有关“一带一路”对企业影响的研究从“集约边际”拓展到“广延边际”;最后,本研究将制度环境纳入分析框架,分别考察了正式制度与非正式制度对“一带一路”倡议经济绩效的影响,为推进“一带一路”倡议从制度层面出发的政策设计提供了证据支持.

1 数据与研究设计

1.1 样本与数据来源

本研究主要涉及上市公司数据,样本区间为2009年到2018年.本研究利用事件分析法估计得到企业累计异常收益,用以衡量企业对倡议的短期资本市场反应.为确保事件分析中估计窗口的完整性,进而保证事件分析结果的准确性,本研究剔除未能在估计窗口内持续交易的企业样本.进一步地,为增强数据代表性,本研究剔除了

金融类企业和ST企业.最终得到1 282个有效企业样本,11 040个“企业—年度”层面观测值.本研究涉及上市公司股票收益及财务数据来自国泰安CSMAR数据库.此外,本研究利用“数阅经济洞察平台”的行业维度数据,收集得到2011年—2018年行业层面的企业数量信息,进行市场进入的分析.“数阅经济洞察平台”包括宏观经济监测平台、产业经济洞察平台和企业画像三个应用子系统.其中产业经济洞察平台通过行业概览、产业聚集、经营稳定性、创新能力、发展能力、风险失信等主题对区域产业运行进行监测.该数据已被前沿的学术研究所应用^[15].

1.2 “一带一路”倡议的短期影响

事件分析法已被广泛应用于研究突发的经济事件对于投资者所持有股票资产价值的影响^[16-25].要计算“一带一路”倡议引致的累计异常收益(CAR),首先需要确定一个代表性事件.2013年9月和2013年10月,习近平总书记分别提出共同建设“丝绸之路经济带”与21世纪“海上丝绸之路”,这是“一带一路”倡议的首次亮相.随后,中央经济工作会议及政府工作报告中均提到要推动“一带一路”建设,并成立了推进“一带一路”建设工作领导小组.但二者均未对“一带一路”建设进行详细阐释.直至2015年3月28日,国家发改委、外交部、商务部联合发布《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》(后称《愿景与行动》).这是中国政府对外公开发布的首个“一带一路”文件,明确了“一带一路”建设的时间表、路线图.在此文件中,中国政府系统阐述了“一带一路”的主张与内涵,提出了共建“一带一路”的方向和任务.这说明“一带一路”倡

议已由最初的蓝图转向实施阶段.因此,本研究将《愿景与行动》的发布这一事件视为“一带一路”倡议提出的代表性事件.

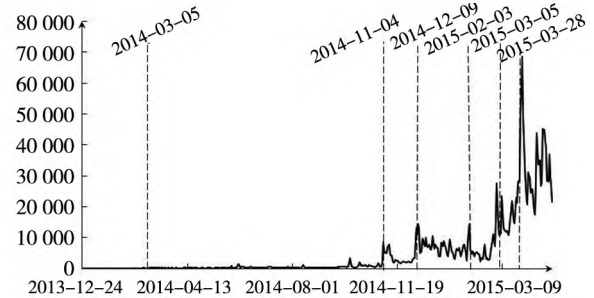


图1 “一带一路”百度搜索指数

Fig. 1 Baidu Index of the Belt and Road Initiative

为进一步确保事件选择具有足够代表性,本研究首先查看了“一带一路”这个词条的百度搜索指数,如图1所示,相比其他事件^②的发生,2015年3月28日《愿景与行动》发布时该词条搜索量涨幅最大;其次,考虑到本研究以资本市场的反应作为判断企业与“一带一路”倡议关联程度的标准,故进一步查看了相关事件发生当日“一带一路”概念股的涨跌幅,发现《愿景与行动》发布当日此类概念股的涨幅最大.因此,本研究将《愿景与行动》的发布作为代表性事件具有较为充分的合理性.

在确定了代表性事件后,本研究选择以《愿景与行动》的发布^③为中心的三天期窗口(-1,1)作为事件窗口^④,2012年9月1日—2013年8月31日内所有交易日为估计窗口^⑤.利用估计窗口内企业收益与市场风险溢价因子、市值因子、账面市值比因子间关系,本研究预测得到企业在事件

② 2014年3月5日,“丝绸之路经济带”和21世纪“海上丝绸之路”被写进政府工作报告;2014年11月4日,习近平总书记主持召开中央财经领导小组第八次会议,研究丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路规划,发起建立亚洲基础设施投资银行和设立丝路基金;2014年12月9日,中央经济工作会议召开,会上将“一带一路”列入来年实施的重大战略之一;2015年2月3日,推进建立“一带一路”建设工作会议召开,成立推进“一带一路”建设工作领导小组;2015年3月5日,第十届全国人民代表大会第三次会议的《政府工作报告》,再次强调“一带一路”;2015年3月28日,国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》.

③ 2015年3月28日《愿景与行动》发布,但此日为非交易日(周六),故将事件日期推后至2015年3月30日.

④ 事件窗口的选择,一方面应足够大,确保股票市场有足够时间对倡议的提出做出充分反应;另一方面须足够聚焦,确保股票市场的变动不受倡议之外事件的影响.在半强有效市场假说成立条件下,证券市场对事件信息的反应足够迅速,因此本研究在确定事件窗口时,更注重于排除“一带一路”倡议外其他事件对市场的影响,最终选择以《愿景与行动》的发布为中心的三天期窗口(-1,1)作为事件窗口.

⑤ 为确保估计结果的准确性,估计窗口内不应存在任何与所研究事件相关的信息产生,因此本研究选择“一带一路”倡议提出之前一年的全部交易日作为估计窗口.

窗口内不受“一带一路”倡议影响情况下的正常收益^⑥,并计算事件窗口内累计实际收益与预测所得累计正常收益之差,得到“一带一路”倡议引致的企业累计异常收益。

若 CAR 大于 0,说明“一带一路”倡议提高了公司的股票价值,资本市场对该事件的反应较为积极;反之,若其小于 0,则意味着“一带一路”倡议降低了公司的股票价值,资本市场对该事件的反应较为消极.本研究计算所得 CAR 平均值为 0.003 6,市场对“一带一路”的反应总体较为积极.但从企业分布来看,56%企业的 CAR 为负值,说明倡议仅对部分企业是积极事件.本研究进一步进行了 CAR 的分行业统计,表 1 报告了样本量

为 10 以上行业的累计异常收益的均值与正值企业占比,行业代码为证监会 2012 年修订的《上市公司行业分类指引》所对应编码.根据统计结果,均值大于零的行业主要集中于非金属制品及金属加工与制品业(30、31、32、33),运输设备制造及交通运输业(37、54、55),电力、热力生产和供应(44),土木工程建筑(48),计算机与通讯设备制造(39),信息技术与商务服务(65、72)等行业,这些行业均与“一带一路”倡议的互联互通建设,特别是设施联通和贸易畅通密切相关.然而,从正值企业占比来看,该比值分布在 2%至 72%之间,即无论是否与倡议密切相关,各行业中的企业均有可能经历“一带一路”引致的股票价格提高。

表 1 累计异常收益分行业统计

Table 1 Classified statistics of cumulative abnormal returns by industry

行业	06	13	14	15	17	18	22	26	27	29	30
均值	-0.010 1	-0.012 9	-0.0231	-0.019 3	-0.002 0	-0.006 0	-0.003 9	-0.002 6	0.0177	-0.0069	0.012 5
占比	25%	27%	7%	2%	41%	4%	27%	39%	58%	39%	62%
行业	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	44
均值	0.009 8	0.001 9	0.005 5	-0.020 8	-0.006 4	-0.011 9	0.010 3	0.017 6	0.002 0	0.010 7	0.000 9
占比	31%	37%	42%	22%	37%	34%	42%	53%	45%	50%	4%
行业	48	51	52	54	55	64	65	70	72	77	
均值	0.036 8	-0.006 9	0.009 6	0.005 8	0.002 1	-0.005 9	0.002 6	0.032 3	0.012 9	0.029 2	
占比	72%	38%	51%	56%	35%	40%	45%	65%	50%	54%	

本部分所测得 CAR 将被作为后文长期经济绩效分析中判断企业受倡议影响敞口的依据,是后续广义双重差分模型构建的基础.为了检验该做法的合理性,本研究根据现有研究常用的实验组识别依据对样本进行分组,得到企业是否为“一带一路”概念股、是否位于“一带一路”重点省份、是否属于“一带一路”重点合作产业以及倡议提出之前是否在沿线国家存在国际化经营行为四类分组.在此基础上,对各类分组不同组别中 CAR 为正值的企业占比进行统计,并对各类分组内的 CAR 差异进行 T 检验,统计结果列于表 2。

从是否为“一带一路”概念股分组来看,在“一带一路”概念股中 CAR 为正值的企业占比为 56%,高于非概念股组别的 46%,两类企业均值为 0.012 7,在 5%水平上显著.这说明,概念股企业的 CAR 显著高于非概念股企业.从是否位于“一带一路”重点省份来看,两组别的 CAR 正值占比相差较小,重点省份的 CAR 均值大于非重点省份,但差距并不显著.究其原因,正如徐思等^[7]提出,部分支持企业虽并非位于“一带一路”重点省份,但它的业务范围和发展方向却与“一带一路”建设密切相关.从是否为“一带一路”重点合作产

⑥ 估计模型为 $R_{jt} = \alpha_j + \beta_j MKT_t + s_j SMB_t + h_j HMI_t + \varepsilon_{jt}$,其中, R_{jt} 为企业收益, MKT_t 为市场风险溢价因子, SMB_t 为市值因子, HMI_t 为账面市值比因子.首先,分别对每个企业依照式(1)模型,得到每个企业的估计系数 $\hat{\beta}_j$ 、 \hat{s}_{jj} 、 \hat{h}_j ;其次,利用 $\hat{\beta}_j$ 、 \hat{s}_{jj} 、 \hat{h}_j 与事件窗口内市场风险溢价因子 MKT_t 、市值因子 SMB_t 、账面市值比因子 HMI_t ,预测每个企业在事件窗口内不受“一带一路”倡议影响情况下的正常收益 R_{jt} .

业的分组来看,两组别的 *CAR* 正值占比相差较小,*CAR* 均值无显著差异.这是因为重点合作产业的划分标准过于宽泛,并非所有重点合作产业内企业均在“一带一路”建设中具有较好的发展前景;相反,对于非重点合作产业的企业来说,其依然可以通过产业关联受到倡议的间接影响.上述原因使得两组企业 *CAR* 的正值占比及均值的差距较小.从在沿线国家的国际化经营行为分组来看,两组企业 *CAR* 为正值的占比分别为 43%与 44%,*CAR* 均值差为负但不显著.这说明,倡议提出之前在沿线国家未有国际化经营行为的企业中,存在相当一部分企业的市场反应较为积极,即市场认为该部分企业与“一带一路”存在某些潜

在关联,并在倡议背景下将具有较好的发展前景;而在沿线国家已经有国际化经营行为的企业中亦存在一部分企业不被市场看好.正如王桂军和张辉^[11]研究发现“一带一路”倡议显著提高了投资非沿线发达国家的中国企业的生产要素生产率,即未对“一带一路”沿线国家进行投资的企业亦会受到倡议的影响,意味着仅以是否在沿线国家已经有国际化经营行为作为划分处理组与控制组的依据并不十分严谨.综上分析,本研究以 *CAR* 衡量企业受“一带一路”倡议影响的程度,与以往研究的实验组划分依据具有一定的重合度.同时,能够从微观企业层面根据市场的即时反应识别出以往研究中未能识别以及误判的实验组企业.

表 2 累计异常收益分类统计

Table 2 Classified statistics of cumulative abnormal returns

分组	概念股		重点省份		重点合作产业		在沿线国家的国际化经营行为	
	是	否	是	否	是	否	是	否
占比/%	56	46	43	45	45	43	43	44
均值差	0.012 7**		0.000 4		0.002 5		-0.004 2	

注:符号***、**、*表示变量在1%、5%和10%的显著性水平上显著.

1.3 广义双重差分模型

为考察“一带一路”倡议对企业长期绩效的影响,本研究参照 Greenland 等^[26]的做法构建如下双重差分模型

$$Outcome_{jt} = \beta_0 + \beta_1 CAR_j \times post15_t + \beta_2 X_j \times post15_t + \alpha_j + \alpha_t + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

其中 j 表示企业, t 表示年份. 因变量 $Outcome_{jt}$ 表示企业 j 在 t 年的行为和绩效,具体包括企业总投资 (*Investment*)、规模 (*Size*)、收益 (*Return*). CAR_j 为企业 j 在倡议提出期间的累计异常收益. $post15_t$ 代表倡议提出的虚拟变量,若 $t \geq 2015$,则该变量取值为 1,否则为 0. 交叉项 $CAR_j \times post15_t$ 是本研究关注的核心变量,其估计系数 β_1 刻画了对“一带一路”倡议的短期市场反应更为积极的企业与较为消极的企业在倡议提出前后,其经济行为与绩效的平均差异,即“一带一路”倡议提出对企业行为及绩效的因果效应. X_j 为企业的初始 (2011 年)属性,包括流动资产 (*current assets*)、杠杆率 (*leverage*)、账面市值比 (*BM*)、现金存量 (*cashholding*),交互项 $X_j \times post15_t$ 用以控制企业初始的投资机会和融资能力. 企业初始属性均经

过标准化处理. 在回归中,控制了企业固定效应 α_j 与年份固定效应 α_t , ε_{jt} 为随机误差项. 回归标准误在企业层面进行了聚类调整.

1.4 主要变量设计与描述性统计

表 3 报告了各变量的定义和具体的计算方法. 本研究的核心解释变量为“一带一路”倡议引致的企业累计异常收益,该值系利用事件分析法计算所得. 在 *CAR* 基准算法基础上,本研究通过改变估计模型、市场基准收益和事件窗口后再次计算企业 *CAR*,用于后文的稳健性检验. 此外,本研究利用企业累计异常收益加权平均得到行业 *CAR*,用以反映行业的短期资本市场反应. 本研究的被解释变量包括企业总投资 (*Investment*)、规模 (*Size*)、收益 (*Return*) 和企业进入 (*Entry*),分别用企业投资与投资相关活动所支付现金、总资产、净利润及行业内新增企业数量取对数表示. 控制变量的选取参考 Greenland 等^[26]、Ding 等^[27]. 变量的描述性统计见表 4.

表3 变量定义和计算方法
Table 3 Variables definitions and calculation methods

	变量名	变量含义	定义和计算方法
解释变量	<i>CAR</i>	累计异常收益	事件分析法(详见正文)
	<i>Ind CAR</i>	行业累计异常收益	以企业总资产占行业总资产的比为权重对企业 <i>CAR</i> 加权平均
被解释变量	<i>Total Asset</i>	总资产	企业资产总计的对数
	<i>Return</i>	净收益	企业净利润的对数
	<i>Investment</i>	总投资	企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金,投资支付的现金(权益性投资和债权性投资所支付的现金)及支付其他与投资活动有关的现金总和的对数
	<i>Entry</i>	企业进入	行业层面当年的企业数量与上一年的企业数量之差取对数
控制变量	<i>Current Assets</i>	流动资产	流动资产除以总资产
	<i>Leverage</i>	杠杆率	总负债除以总资产
	<i>BM</i>	账面市值比	股东权益除以总市值
	<i>Cash Holding</i>	现金持有	现金及现金等价物余额除以总资产
稳健性 检验变量	<i>Market-modal CAR</i>	市场模型累计异常收益	利用市场模型,以沪深300指数作为估计企业累计正常收益的基准市场回报,采用事件分析法计算得到
	<i>Value-weighted CAR</i>	市值加权累计异常收益	在市场模型基础上,以样本收益的市值加权平均作为市场基准回报,利用事件分析法计算得到
	<i>CAR(-1,10)</i>	十二天期累计异常收益	以《愿景与行动》发布的前一天至后十天为事件窗口,利用事件分析方法计算得到
	<i>Market-modal Ind CAR</i>	市场模型行业累计异常收益	以企业总资产占行业总资产的比为权重,对企业的市场模型累计异常收益加权平均
	<i>Value-weighted Ind CAR</i>	市值加权行业累计异常收益	以企业总资产占行业总资产的比为权重,对企业的市值加权累计异常收益加权平均
	<i>Ind CAR(-1,10)</i>	十二天期行业累计异常收益	以企业总资产占行业总资产的比为权重,对企业的十二天期累计异常收益加权平均

表4 变量描述性统计结果

Table 4 Summary statistics

	变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
企业短期资本市场反应	<i>CAR</i>	1 282	0.003 6	0.051 0	-0.141 0	0.271 9
	<i>Market-modal CAR</i>	1 282	0.001 7	0.050 9	-0.143 2	0.278 3
	<i>Value-weighted CAR</i>	1 282	-0.002 8	0.051 0	-0.145 2	0.271 9
	<i>CAR(-1,10)</i>	1 276	0.049 5	0.134 5	-0.322 8	1.101 1
行业短期资本市场反应	<i>Ind CAR</i>	71	-0.000 7	0.025 4	-0.053 4	0.074 9
	<i>Market-modal Ind CAR</i>	71	-0.002 0	0.025 1	-0.053 9	0.073 1
	<i>Value-weighted Ind CAR</i>	71	-0.002 1	0.025 0	-0.050 9	0.077 2
	<i>Ind CAR(-1,10)</i>	71	0.041 5	0.076 1	-0.083 2	0.344 6
被解释变量	<i>Investment</i>	8 865	19.892 5	89.251 8	0.000 0	2 498.385
	<i>Total Asset</i>	11 040	162.387 3	697.503 6	0.934 2	18 618.4
	<i>Return</i>	10 260	6.846 9	32.860 5	0.000 3	802.89
	<i>Entry</i>	623	44 246.47	131 581	13	1 274 565
控制变量	<i>Current Assets</i>	1 209	0.612 1	0.223 6	0.017 8	0.999 9
	<i>Leverage</i>	1 209	0.414 0	0.35 04	0.007 0	9.841 0
	<i>BM</i>	1 149	0.714 2	0.204 7	0.118 4	1.282 8
	<i>Cash Holding</i>	1 209	0.196 0	0.175 3	0.000 7	0.883 9

注:所统计信息为变量未进行对数变化或标准化处理的原始值,其中 *Investment*、*Total Asset*、*Return* 单位为亿元, *Entry* 单位为个,其余变量为比值。

2 实证结果分析

2.1 基准回归结果

基准回归结果如表5所示。其中,第(1)列—第(3)列分别报告了以总投资 (*Investment*)、企业规模 (*Size*) 和收益 (*Return*) 为被解释变量,仅纳入核心解释变量的回归结果。表5第(1)列 *Investment* 的回归结果显示, $CAR \times post15$ 系数为 2.395 3 且在 1% 水平上显著。这表明,与对照组企业(即 *CAR* 低的企业)相比,处理组企业(即 *CAR* 高的企业)的总投资实现了更大幅度的增加,即“一带一路”倡议显著促进了企业投资的扩大^⑦。表5第(2)列 *Size* 的回归结果显示, $CAR \times post15$ 系数为 0.878 0 且在 5% 水平上显著。这表明,与短期资本市场反应更差的企业相比,短期资本市场反应更好的企业规模实现更大幅度的扩大,即“一带一路”倡议显著促进了企业规模扩张。表5第(3)列 *Return* 的回归结果显示, $CAR \times post15$ 系数为 1.282 4 且在 5% 的水平上显著。这意味着对“一带一路”倡议短期市场反应更积极的企

业,倡议提出的收益提高效应更大,即“一带一路”倡议显著促进了企业收益的增长。第(4)列—第(6)列为在前三列的基础上加入了企业初始属性以控制企业的投资机会和融资能力,三列回归结果依然显著为正。这再次表明“一带一路”倡议显著促进了企业投资的扩大、规模的扩张及收益的提高。从本质而言,“一带一路”倡议是中国全面推进对外开放的新引擎,它的提出是为了加强中国与“一带一路”沿线国家的交流合作,实现各国共赢共享^[7]。已有研究发现“一带一路”的基础设施项目建设已经在全球范围内缩短了运输时间和贸易成本^[28],这拉近了中国与国际市场的距离,为中国企业依托国际市场谋求自身发展提供了便利条件。与此同时,“一带一路”建设所蕴含的国际政策协调以及政府、金融和文化支持,为企业描绘了一个具有美好前景的新市场蓝图。对于 *CAR* 值较大的企业来说,资本市场认为这些企业在“一带一路”建设过程中具有良好的发展前景。它们基于倡议现有的建设成效以及对新市场机遇的预期,倾向于扩大生产,以备未来能够迅速抓住发展机遇,与此伴随的便是资产规模与净收益的提高。

表5 “一带一路”倡议对企业影响的基准回归

Table 5 The impacts of the Belt and Road Initiative on enterprises

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Investment</i>	<i>Size</i>	<i>Return</i>	<i>Investment</i>	<i>Size</i>	<i>Return</i>
$CAR \times post15$	2.395 3 ***	0.878 0 **	1.282 4 **	1.814 0 **	0.783 0 **	1.365 8 **
	(2.842)	(2.318)	(2.206)	(2.214)	(2.110)	(2.344)
<i>CurrentAssets</i> × <i>Post15</i>				0.313 3 ***	0.076 2 ***	-0.033 4
				(7.758)	(4.448)	(-1.207)
<i>Leverage</i> × <i>Post15</i>				-0.047 1	-0.044 6 **	0.083 9 ***
				(-1.124)	(-2.431)	(2.626)
<i>BM</i> × <i>Post15</i>				-0.105 6 ***	-0.062 4 ***	-0.040 7
				(-2.781)	(-3.745)	(-1.425)
<i>CashHolding</i> × <i>Post15</i>				0.071 9 *	-0.008 9	0.004 8
				(1.929)	(-0.515)	(0.152)
<i>Constant</i>	18.643 1 ***	3.148 0 ***	0.023 1	18.622 3 ***	3.138 4 ***	0.037 3
	(411.035)	(181.020)	(0.759)	(420.916)	(186.770)	(1.243)

⑦ 本研究还检验了倡议对企业总投资与总资产比值的影响,结果并不显著,说明企业的总投资与规模的扩张为等比例的。此外,本研究分别对股权投资、非股权投资进行检验,发现“一带一路”倡议显著促进了非股权类投资,对股权投资没有显著影响。考虑到投资性房地产目的在于赚取租金或资本增值,其虽属于非股权类投资,但从本质上看并未直接贡献于企业实体的发展,故本研究分别对非股权类投资中固定资产与投资性房地产进行检验。发现:倡议对企业固定资产投资具有显著促进作用,对投资性房地产不存在显著影响。总体来看,倡议促进了企业实体投资的扩张,对金融投资没有显著影响。

续表5
Table 5 Continues

<i>Firm FE</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Year FE</i>	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	8 864	11 040	10 260	8 864	11 040	10 260
<i>R</i> ²	0.692	0.924	0.746	0.701	0.926	0.747

注：括号内为 *t* 统计量，符号***、**、*表示变量在1%、5%和10%的显著性水平上显著，*R*²为调整后数值，标准误差聚类在企业层面。

2.2 稳健性检验

为检验基准回归结果是否仅在特定的 CAR 算法下成立，本研究通过更换计算过程中的估计模型、市场基准、事件窗口进行一系列稳健性检验^⑧。首先，利用市场模型估计事件窗口内的正常收益，计算得到 *Market_modelCAR_j*，并以此替换模型(1)中的 *CAR_j* 后进行回归，所得结果列于表6第(1)列—表6第(3)列。其次，以企业市值占全部样本总市值的比为权重，计算观测样本在估计窗口内收益的加权平均，以所得平均值代替沪深300指数作为市场基准收益，利用市场模型计算得到 *Value_weighted CAR_j*，代入式(1)进行回归，所得结果如表6第(4)列—表6第(6)列所示。此外，在基准回归中计算 *CAR_j* 时，考虑到半强有效市场假说下市场对外部冲击的反应足够迅速，事件窗口的选择重点在于排除无关事件的影响。事实上，在此假说下并不能保证市场在三日期窗口内对事件的反应足够充分，因此本研究延长事件窗口至十二天(-1,10)计算得到 *CAR(-1,10)*，再次替换 *CAR_j* 对模型(1)进行回归，结果列于表6第(7)列—表6第(9)列。各组各列结果与基准回归一致，说明“一带一路”倡议显著促进了企业投资扩大、规模扩张及收益提高的结论不依赖于特定的 CAR 算法，这一定程度上支持基准回归结果的稳健性。除更换 CAR 算法外，本研究还采用自举法(Bootstrap)重复抽样100次进行检验，估计结果报告于表6第(10)列—表6第(12)

列，所得结论亦与基准回归一致。

2.3 广义 DID 的有效性检验

基准模型报告的实证结果可信度取决于双重差分方法估计的有效性。本部分将通过平行趋势检验和安慰剂实验进行有效性检验。

双重差分的前提假设为，在政策事件发生前，处理组和对照组的变化趋势应该是一致的。借鉴 Liu 和 Qiu^[29] 与吕越等^[2] 的做法，本研究对样本的变化趋势进行考察。实证方程设定如下

$$\ln(outcome_{jt}) = \alpha + \beta_k \sum_{k \geq -5}^3 CAR_j \times year_{2015+k} + \gamma_k \sum_{k \geq -5}^3 X_j \times year_{2015+k} + \delta_j + \delta_t + \varepsilon_{jt} \quad (2)$$

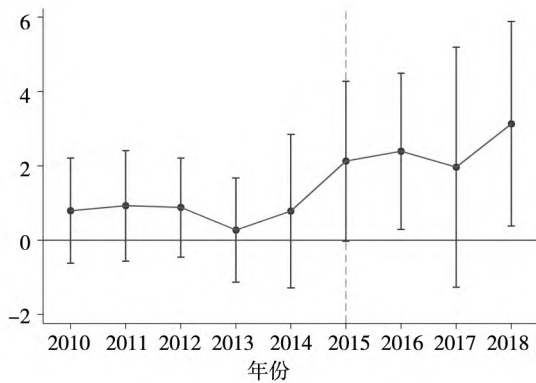
其中 *year_t* 为年度虚拟变量，当年观测值取1，其他年份观测值为0，其它变量与式(1)一致。参考 Chen 等^[30]、Alam 等^[31] 和 Wand 等^[32] 的做法，该检验采用 Bootstrap 方法，重复抽样100次。图2中(a)、(b)、(c)分别汇报了企业投资、企业规模和企业收益的检验结果，图中所示为95%的置信区间。发现2015年以前的所有回归结果均不显著，表明在“一带一路”倡议实施前，对倡议提出的短期资本市场反应不同的企业具有相同的变化趋势；而2015年及之后，对倡议提出在短期资本市场反应更积极的企业其投资、规模和收益方面表现更好。因此，本研究所用样本通过了双重差分法估计所需的平行趋势检验。

⑧ 除此之外，考虑到企业相关公告可能影响本研究 CAR 计算的准确性，本研究剔除了在事件窗口内曾发布过兼并收购公告以及人事变动公告的企业，再次回归模型(1)；本研究还利用倡议提出之前180天作为估计窗口计算 CAR，替换基准回归中的 CAR 进行再检验。所得结果均与基准结果一致。

表6 “一带一路”倡议对企业影响的稳健性检验
Table 6 Robustness test of the impact of the Belt and Road Initiative on enterprises

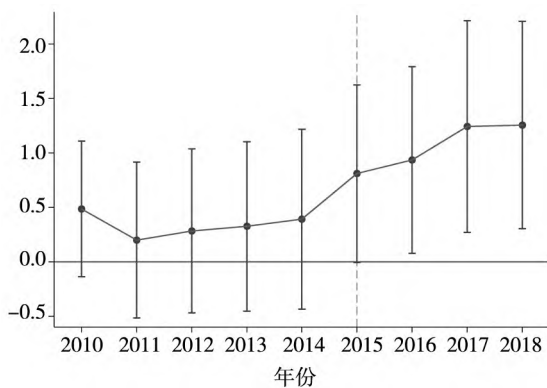
模型 变量	Market Modal			Value-weighted			Alternative Window (-1,10)			Bootstrap		
	(1) Investment	(2) Size	(3) Return	(4) Investment	(5) Size	(6) Return	(7) Investment	(8) Size	(9) Return	(10) Investment	(11) Size	(12) Return
<i>CAR × post15</i>	1.749 0** (2.135)	0.726 9* (1.953)	1.276 2** (2.188)	1.745 4** (2.136)	0.668 8* (1.799)	1.177 7** (2.026)	0.756 7*** (2.609)	0.290 7** (2.057)	0.893 1*** (4.341)	1.814 0** (2.325)	0.783 0* (1.883)	1.365 8** (2.420)
<i>CurrentAssets × Post15</i>	0.314 6*** (7.795)	0.076 7*** (4.481)	-0.032 4 (-1.173)	0.315 5*** (7.824)	0.077 3*** (4.508)	-0.031 5 (-1.140)	0.320 3*** (7.911)	0.078 5*** (4.540)	-0.028 1 (-1.016)	0.313 3*** (8.178)	0.076 2*** (4.459)	-0.033 4 (-1.162)
<i>Leverage × Post15</i>	-0.048 2 (-1.151)	-0.045 0** (-2.451)	0.083 1*** (2.599)	-0.049 7 (-1.188)	-0.045 5** (-2.474)	0.082 2** (2.568)	-0.036 0 (-0.845)	-0.041 6** (-2.230)	0.093 6*** (2.920)	-0.047 1 (-1.121)	-0.044 6** (-2.501)	0.083 9*** (2.613)
<i>BM × Post15</i>	-0.105 3*** (-2.770)	-0.062 1*** (-3.729)	-0.040 2 (-1.407)	-0.106 0*** (-2.788)	-0.062 3*** (-3.738)	-0.040 5 (-1.417)	-0.114 6*** (-3.005)	-0.065 8*** (-3.871)	-0.052 9* (-1.858)	-0.105 6*** (-2.626)	-0.062 4*** (-3.522)	-0.040 7 (-1.506)
<i>CashHolding × Post15</i>	0.072 2* (1.937)	-0.008 7 (-0.502)	0.005 1 (0.162)	0.072 3* (1.941)	-0.008 5 (-0.489)	0.005 4 (0.171)	0.081 7** (2.190)	-0.006 1 (-0.355)	0.011 3 (0.361)	0.071 9** (1.986)	-0.008 9 (-0.498)	0.004 8 (0.170)
<i>Constant</i>	18.622 4*** (420.931)	3.138 5*** (186.782)	0.037 3 (1.245)	18.622 5*** (420.964)	3.138 5*** (186.806)	0.037 4 (1.248)	18.617 3*** (419.008)	3.137 7*** (185.517)	0.038 1 (1.269)	18.622 3*** (263.814)	3.138 4*** (86.009)	0.037 3 (0.759)
<i>Firm FE</i>	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
<i>Year FE</i>	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	8 864	11 040	10 260	8 864	11 040	10 260	8 826	10 991	10 216	8 864	11 040	10 260
<i>R²</i>	0.740	0.926	0.776	0.701	0.926	0.747	0.701	0.926	0.749	0.695	0.926	0.747

注：括号内为t统计量，符号***、**、*表示变量在1%、5%和10%的显著性水平上显著，R²为调整后数值，标准误差聚类在企业层面。



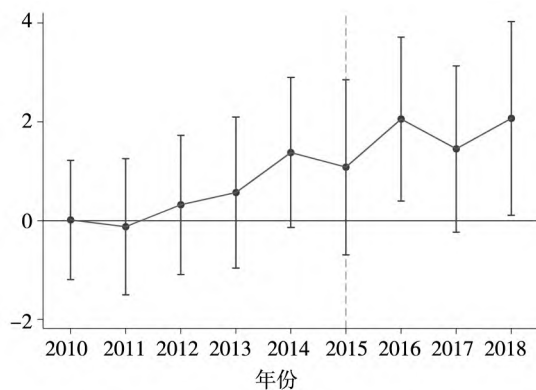
(a) 企业投资

(a) Firm investment



(b) 企业规模

(b) Firm size



(c) 企业收益

(c) Firm revenue

图2 平行趋势检验结果

Fig. 2 Results of parallel trend tests

为进一步判断模型设定的有效性,本研究参考 Topalova^[33] 与王伟等^[34] 的做法,假设“一带一

路”倡议发生在 2015 年之前,本部分将样本期设定在 2009 年—2014 年,将政策冲击时间设定为 2010 年、2011 年、2012 年、2013 年、2014 年进行安慰剂实验.表 7 第(1)列至表 7 第(5)列分别汇报了相应的估计结果,发现核心变量的估计系数并不显著,可以排除其他潜在不可观测因素对企业行为与绩效的影响.

2.4 “一带一路”倡议与市场进入

“一带一路”倡议主旨是增强沿线国家国际经济合作.对于企业而言,意味着更大的潜在商机.一方面,对于现存企业而言,它们可通过扩大投资等行为利用这一机会;另一方面,企业可通过市场进入行为利用该机会.前者可理解为“一带一路”倡议对企业“集约边际”的影响,后者可理解为对企业“广延边际”的影响.对于“集约边际”,本研究已得到“一带一路”倡议促进了企业投资、规模和收益显著提高.“广延边际”则是考察“一带一路”倡议是否促进了潜在市场参与者的进入.本研究进一步从行业层面检验了“一带一路”倡议对企业进入的影响.这里依然以《愿景与行动》的发布为准自然实验,构建双重差分模型^⑨,利用 2011 年—2018 年各行业的企业进入数量信息,检验倡议的提出对企业市场进入行为的影响.

回归结果如表 8 第(1)列所示, $CAR \times post15$ 的系数为 8.117 3 在 5% 水平上显著.这表明与对照组行业(即 CAR 低的行业)相比,处理组行业(即 CAR 高的行业)在“一带一路”倡议提出后存在更大规模的企业进入.这意味着“一带一路”倡议带来更多投资机会,增进了市场竞争,激发了市场活力.表 8 第(2)列—表 8 第(5)列分别报告了利用以市场模型、样本收益的加权平均作为市场收益、延长事件窗口重新计算所得行业 CAR 以及采用 Bootstrap 方法回归所得结果.四列结果均支持“一带一路”倡议显著增加行业层面企业进入的结论.

⑨ 模型设定 $\ln(Entry_{it}) = \beta_0 + \beta_1 CAR_i \times post15_t + \alpha_i + \alpha_t + \varepsilon_{it}$. 其中 i 表示行业, t 表示时间; $Entry_{it}$ 表示 t 期 i 行业的企业进入. CAR_i 为行业 i 在倡议提出期间的累计异常收益,以企业总资产与行业总资产的比值为权重,对企业 CAR_j 进行加权平均,得到行业 CAR_i ,即行业层面对“一带一路”倡议的短期资本市场反应. α_i 为行业固定效应, α_t 为年份固定效应, ε_{it} 为随机误差项.

表7 安慰剂检验

Table 7 Placebo tests

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
Panel A 企业投资					
$CAR \times post15$	0.6543 (0.568)	0.4497 (0.562)	0.5639 (0.696)	0.1114 (0.125)	-0.1056 (-0.106)
N	4668	4668	5460	4668	4668
R^2	0.726	0.726	0.726	0.730	0.726
Panel B 企业规模					
$CAR \times post15$	-0.1370 (-0.441)	-0.1788 (-0.741)	-0.1198 (-0.548)	-0.1555 (-0.708)	-0.2087 (-0.809)
N	4758	4758	4758	4758	4758
R^2	0.965	0.965	0.965	0.966	0.965
Panel C 企业收益					
$CAR \times post15$	0.5240 (0.843)	0.1785 (0.307)	0.2413 (0.399)	0.2880 (0.498)	0.8647 (1.482)
N	4429	4429	4429	4429	4429
R^2	0.819	0.819	0.819	0.819	0.818
Control Variables	是	是	是	是	是
Firm FE	是	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是	是

表8 “一带一路”倡议对企业进入的影响

Table 8 The impact of the Belt and Road Initiative on enterprises' entry

模型	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Benchmark	Market Model	Value-weighted	Alternative Window	Bootstrap
$CAR \times post15$	8.1173** (2.252)	7.3694* (1.971)	6.6807* (1.792)	3.1701*** (3.774)	8.1173** (2.054)
Constant	0.0000 (0.000)	0.0000 (0.000)	0.0000 (0.000)	0.0000 (0.000)	-0.0000*** (-2.628)
Industry FE	是	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是	是
N	552	552	552	552	552
R^2	0.955	0.955	0.955	0.955	0.955

注：括号内为 t 统计量，符号***、**、* 表示变量在1%、5%和10%的显著性水平上显著， R^2 为调整后数值，标准误差聚类在行业层面。

2.5 影响机制分析

根据基准回归的结果，“一带一路”倡议显著促进了企业投资，进而引致资产规模的扩大与净收益的提高。资金是企业投资的一个重要限制性因素，“一带一路”倡议作为一个具有影响力的外部事件，对于 CAR 更高的企业来说可能是一个积极信号，能帮助其获得更多融资机会，提高融资能力。因此，本部分检验“一带一路”倡议对企业融资

约束(WW指数)的影响，结果列于表9第(1)列。可以发现融资约束结果显著为负，说明融资约束的降低是“一带一路”倡议促进企业投资的重要机制。一方面，“一带一路”作为中国政府提出的国际合作倡议，配套了一系列财政政策支持；另一方面，“一带一路”倡议在推行之初就获得了各大金融机构的积极响应，它们在扩大银行授信、贷款利息优惠等方面为相关企业提供支持^[7]。那么，企

业融资约束的缓解究竟来自政府财政支持还是银行信贷支持. 针对这一问题, 本部分进一步检验了“一带一路”倡议对企业获得政府补贴与银行贷款的影响, 结果分别列于表9第(2)列和表9第

(3)列. 政府补贴结果不显著, 银行贷款结果显著为正, 说明“一带一路”倡议对企业融资约束的缓解, 主要是通过银行贷款的放宽而非政府补贴的提高.

表9 “一带一路”倡议对企业绩效及市场进入影响的机制检验

Table 9 The mechanisms of the impact of the Belt and Road Initiative on enterprises' performance and entry

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Financing</i>	<i>Subsidy</i>	<i>Loan</i>	<i>Invest-efficiency</i>	<i>Over-investment</i>	<i>Entry</i>
<i>CAR</i> × <i>post15</i>	-0.070 3 ** (-2.351)	0.921 3 (1.511)	1.198 4 * (1.847)	0.358 4 ** (2.083)	0.399 0 *** (2.673)	46.577 6 *** (3.459)
<i>CAR</i> × <i>post15</i> × <i>financing</i>						-10.868 2 ** (-2.541)
<i>CurrentAssets</i> × <i>Post15</i>	-0.000 9 (-0.514)	0.076 4 ** (2.196)	0.100 4 *** (3.165)	0.003 6 (0.596)	0.001 7 (0.253)	
<i>Leverage</i> × <i>Post15</i>	0.001 6 (0.911)	-0.108 7 *** (-3.049)	-0.150 8 *** (-4.438)	-0.009 8 (-1.418)	-0.007 3 (-0.930)	
<i>BM</i> × <i>Post15</i>	0.003 5 * (1.894)	0.010 0 (0.311)	-0.038 4 (-1.315)	-0.014 6 ** (-2.020)	-0.0138 ** (-2.052)	
<i>CashHolding</i> × <i>Post15</i>	0.000 1 (0.050)	0.013 0 (0.386)	0.015 2 (0.482)	-0.004 6 (-0.662)	-0.004 3 (-0.496)	
<i>Constant</i>	-0.398 1 *** (-217.738)	-3.070 1 *** (-71.105)	2.314 2 *** (74.713)	0.083 6 *** (16.945)	0.011 8 ** (2.121)	-0.000 0 (-0.000)
<i>Firm FE</i>	是	是	是	是	是	否
<i>Industry FE</i>	否	否	否	否	否	是
<i>Year FE</i>	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	9 309	10 535	6 882	7 563	7 563	552
<i>R</i> ²	0.374	0.697	0.879	0.271	0.187	0.955

注: 括号内为 *t* 统计量, 符号***、**、* 表示变量在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著, *R*² 为调整后数值, 企业回归与行业回归的标准误差分别聚类在企业层面和行业层面.

如前文所述, “一带一路”倡议提出之后, 企业投资的扩大有一部分原因来自企业对倡议前景的积极预期, 企业认为“一带一路”建设可能提供的新市场将是其未来发展的新机遇. 与此同时, 银行贷款的放宽则是基于金融机构对于政府政策的积极响应. 那么基于企业未来发展战略的、由政策影响下的融资约束缓解所推动的企业投资扩大行为在当下是否为有效率的, 这一问题值得进一步探究. 为此, 本部分对企业投资效率和过度投资进行检验. 参考刘娟和唐加福^[35], 本研究利用 Rich-

ardson 模型计算企业的投资效率与过度投资, 其中, 投资效率指标数值越大, 投资效率越低; 过度投资指标数值越大, 企业过度投资程度越高. 回归结果分别列于表9第(4)列、表9第(5)列, 投资效率回归结果显著为正, 说明“一带一路”倡议导致企业投资效率降低; 过度投资回归结果显著为正, 说明“一带一路”倡议带来了过度投资. 由此可见, “一带一路”倡议引致的投资扩大行为, 虽然在总量上促进了企业资产规模和收益规模的提高, 但企业单位资产的投资效率有所降低^⑩. 这意

⑩ 此外, 本研究还检验了“一带一路”倡议对企业资产收益率的影响, 回归系数为正, 但未通过显著性检验, 说明倡议对企业的收益率并未有显著影响, 这意味着企业净收益的提高仅源于规模效应, 而非通过促进企业效率实现. 企业投资效率的降低或许是企业效率未能提高的一个合理解释. 进一步地, 本研究检验了倡议对单位资产营业成本的影响, 结果并不显著, 这一结果佐证了“一带一路”倡议未能促进企业效率提升的结论.

味着,可能存在盲目与跟风式投资.同时,也不排除企业的投资扩大是一种预见性的行为,是为未来可能出现的新市场机遇做准备,尽管从当前来看这种投资行为是低效率的.

在基准回归中,本研究发现“一带一路”倡议显著促进了企业的市场进入.企业的进入需克服一定的“壁垒”,最直接的影响因素是进入市场所需付出的成本^[36],这意味着融资约束或许同样是“一带一路”倡议对市场进入影响的重要机制.因此,本研究对企业融资约束程度在行业层面进行加权平均,在市场进入回归模型中加入 $CAR \times post15 \times financing$ 三重交互项,检验“一带一路”倡议对企业“广延边际”的影响机制(结果列于表9第(5)列).可以发现“一带一路”倡议通过缓解融资约束促进了市场进入.由此可见,“一带一路”倡议对企业“集约边际”和“广延边际”的影响均通过融资约束渠道实现.

2.6 异质性分析

2.6.1 基于企业国际化经营行为的区分

“一带一路”倡议是针对沿线国家的对外开放政策,倡议之前已经对沿线国家进行投资或出口的企业在参与“一带一路”建设上可能更具有优势.一方面,这些企业在先前国际化经营过程中已了解沿线国家的政策、市场、人文等各方面经营环境,在经营策略和生产模式上积累了经验;另一方面,此类企业在先前的国际化战略中已经完成相关固定成本的投入,其在参与“一带一路”建设过程中无需再次克服这些进入门槛.以上两方面的优势意味着,该类企业在“一带一路”建设过程中能以更快的速度和更低的成本抓住新的市场机遇,这些企业应更有意愿扩大投资,进而实现资产规模和利润规模的扩张.因此,本部分以企业在倡议提出之前是否已对“一带一路”沿线国家投资或出口为依据,对总样本进行分组并分别回归式(1),结果报告于表10的Panel A.可以发现“一带一路”倡议显著促进了在沿线国家已有贸

易或投资行为企业的投资扩大、规模扩张及收益提高,而对未有这类经济行为的企业无显著影响.这说明,在倡议提出之前对沿线国家已进行投资或出口的企业对“一带一路”倡议更加积极^①.这一结论与吕越等^[2]的研究是一致的,其发现现阶段“一带一路”倡议的投资促进效应主要表现为集约边际的扩张,即主要带动对已有投资基础或投资项目国家的投资增长.

2.6.2 基于企业社会责任的区分

“一带一路”倡议是中国为国际治理体系变革提供的新方案,体现了中国的国际担当.“一带一路”沿线国家在经济发展水平、文化等方面存在较大差异,与其合作往往是长周期的,经济回报见效慢.从微观企业的角度,愿意承担社会责任的企业可能更有意愿参与“一带一路”倡议.这里将从社会责任角度对企业进行分组.具体的,若企业发布过社会责任(CSR)报告^②,说明该企业愿意接受利益相关方的监督,本研究认为该企业对承担社会责任较为重视,否则认为该企业对承担社会责任并未充分重视.回归结果报告于表10的Panel B.可以发现“一带一路”倡议显著促进了披露过社会责任报告企业收益的提高,对其投资及规模没有显著影响,说明企业的资产收益率有所提高;对未披露过社会责任报告的企业,倡议的提出促进了其投资的增加和规模的扩张而对其收益的提高没有显著影响,说明企业的资产收益率有所下降.本研究对此的解释为:发布社会责任报告的企业因面临着利益相关者中各个契约主体对公司经营行为的监督而具有较高的公司治理绩效^[37],因此,企业面对“一带一路”倡议提供的潜在市场机遇时,能够理性调整投资结构,减少过度投资行为,从而具有更高的获利能力而未披露过社会责任报告的企业,因缺少利益相关方的监督而盲目扩大投资,虽实现了资产规模的扩张,但其净利润未有显著提高.

① 为了检验产生该结果的原因是否为沿线国家的进入壁垒较高,本研究基于现有的数据可得性,检验了“一带一路”倡议对事前未曾投资于沿线国家的企业在事后对沿线国家投资行为的影响,并从行业层面检验了倡议对行业内投资于沿线国家的企业占比的影响.发现倡议并未显著影响企业层面对沿线国家的投资和行业层面的投资企业占比,说明从对外直接投资来看,沿线国家或许存在较高的进入壁垒.

② 企业社会责任报告(即CSR报告,也称可持续发展报告)是企业将其履行社会责任的理念、战略、方法,及其经营活动在经济、社会、环境等维度产生的影响定期向利益相关方进行披露的沟通方式,报告内容覆盖了股东、债权人、职工、客户、社区与环境六个方面.

表10 “一带一路”倡议对企业绩效影响的异质性检验

Table 10 The heterogeneous impact of the Belt and Road Initiative on enterprises' performance

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Investment</i>	<i>Size</i>	<i>Return</i>	<i>Investment</i>	<i>Size</i>	<i>Return</i>
Panel A 对沿线国家直接投资与出口的差异						
分组	ODI or Export			No ODI and Export		
$CAR \times post15$	2.084 8 *	1.156 8 *	2.732 5 ***	1.171 3	0.526 0	0.370 9
	(1.883)	(1.903)	(2.847)	(1.030)	(1.180)	(0.552)
<i>N</i>	4 158	5 183	4 814	4 707	5 857	5 446
R^2	0.710	0.925	0.746	0.696	0.926	0.751
Panel B 社会责任差异						
分组	Disclosed			Undisclosed		
$CAR \times post15$	2.057 5	0.681 2	2.348 3 *	1.692 8 *	0.728 5 *	0.950 1
	(1.412)	(0.983)	(1.810)	(1.792)	(1.715)	(1.473)
<i>N</i>	2 702	3 288	3 119	6 162	7 752	7 141
R^2	0.779	0.964	0.817	0.617	0.866	0.631
Panel C 市值差异						
分组	Large			Small		
$CAR \times post15$	2.264 7 *	1.258 9 **	2.339 6 ***	1.440 5	0.437 5	0.566 7
	(1.684)	(2.369)	(2.750)	(1.461)	(0.829)	(0.723)
<i>N</i>	4 567	5 569	5 220	4 297	5 471	5 040
R^2	0.701	0.921	0.711	0.549	0.739	0.529
Panel D 重点省份						
分组	Supported			Unsupported		
$CAR \times post15$	1.909 1 *	1.195 1 **	1.652 7 **	1.687 8	0.348 6	0.919 6
	(1.657)	(2.414)	(2.197)	(1.430)	(0.610)	(0.980)
<i>N</i>	4 734	5 848	5 423	4 130	5 192	4 837
R^2	0.690	0.916	0.733	0.715	0.937	0.763
Panel E 重点合作产业						
分组	Supported			Unsupported		
$CAR \times post15$	2.782 2 *	1.116 7 *	1.487 2 *	0.673 7	0.414 4	1.003 3
	(1.908)	(1.922)	(1.696)	(0.704)	(0.854)	(1.288)
<i>N</i>	4 150	5 150	4 770	4 715	5 890	5 490
R^2	0.723	0.934	0.763	0.669	0.907	0.727
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Firm FE</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Year FE</i>	是	是	是	是	是	是

注：括号内为 t 统计量，符号 ***、**、* 表示变量在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著， R^2 为调整后数值，标准误差聚类在企业层面。

2.6.3 基于企业规模的区分

对市值较大企业的股东而言，负面信息将导致其产生巨大损失，因此董事会有更有动机履行监督职责。这意味着公司治理状况更好，信息披露质量更高^[38]，公司与外部投资者之间的信息不对称程度较低，股权融资成本相对较低。因此，市值较大企业更有能力扩大投资，实

现资产规模和收益规模的扩张。本部分根据企业市值大小以样本均值为标准将企业分为市值较大与较小两组，对式(1)进行回归，结果报告于表10的Panel C。可以发现，“一带一路”倡议显著促进了市值较大企业的投资扩大、规模扩张及收益提高；而对市值较小企业没有显著影响。

2.6.4 基于重点省份的区分

《愿景与行动》文件圈定了重点涉及的 18 个省份,辐射全国,并明确各省定位及对外合作重点方向.在此基础上,各省结合自身战略定位与资源优势,在“一带一路”整体建设框架下,出台相应的文件做出具体的发展规划和政策支持.重点省份在参与“一带一路”建设的过程中具有明显的地理优势和政策优势,那么位于重点省份的企业或许对于“一带一路”未来将提供给他们市场机遇更有信心,因此更为积极得响应“一带一路”倡议.基于此,这里根据企业注册地是否为重点省份对总样本进行分组,分别回归式(1),结果报告于表 10 的 Panel D.可以发现“一带一路”倡议对重点省份企业的投资扩大、规模扩张及收益提高具有显著影响,而对非重点省份企业的影响并不显著.这一结论与陈胜蓝和刘晓玲^[39]的研究结论一致,其以上市公司注册地是否在重点省份为分组依据,利用双重差分模型,检验发现在“一带一路”倡议的重点省份,上市公司的投资水平显著提高.

2.6.5 基于重点合作产业的区分

为配合“一带一路”建设顺利推进,商务部确定了“一带一路”重点合作产业,具体包括新兴优势产业、富余产能产业和以商贸服务为主的配套性支持产业.过往研究发现,政府产业政策覆盖的企业更容易从银行获得贷款^[40, 41],而本研究的机制检验发现,倡议主要通过降低企业的融资约束促进企业绩效提高,那么重点合作产业内企业的长期绩效或许更易受“一带一路”倡议的积极影响.参考李建军和李俊成^[8]对重点合作产业的划分定义,本部分将总样本分为两组进行检验,结果报告于表 10 的 Panel E.结果显示,“一带一路”倡议显著促进了重点合作产业内企业的投资扩大、规模扩张及收益提高,而对非重点合作产业内企业的影响并不显著.

2.6.6 “一带一路”倡议影响市场进入的异质性分析

从企业“集约边际”来看,“一带一路”倡议显著促进了重点合作产业内企业的长期绩效提高,

本研究认为这主要源于重点合作产业内企业更易获得贷款.前文对于企业“广延边际”的检验发现,融资约束同样是“一带一路”倡议影响市场进入的机制,那么理论上来说,倡议对重点合作产业市场进入的影响更大.本部分在市场进入基准回归模型中加入是否重点合作产业的三重交互项 $CAR \times post15 \times support$,结果报告于表 11 第(1)列.回归结果与预期一致,“一带一路”显著促进了重点合作产业的市场进入.

表 11 “一带一路”倡议对市场进入影响的异质性检验

Table 11 The heterogeneous test of the Belt and Road Initiative on the entry of enterprises

模型	(1)	(2)
	重点合作产业	要素密集度
$CAR \times post15$	0.207 4 (0.051)	
$CAR \times post15 \times support$	18.055 3 ** (2.557)	
$CAR \times post15 \times labor$		9.477 6 * (1.684)
$CAR \times post15 \times capital$		10.602 4 (1.626)
$CAR \times post15 \times skill$		6.084 5 (0.828)
Constant	0.000 0 (0.000)	-0.000 0 (-0.000)
	是	是
Industry FE	是	是
Year FE	是	是
N	552	536
R ²	0.956	0.954

注:括号内为 *t* 统计量,符号***、**、*表示变量在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著, R²为调整后数值,标准误差聚类在行业层面.

进一步地,本研究检验了“一带一路”倡议对不同要素密集度行业的市场进入的影响,分别设置劳动密集型行业 (*labor*)、资本密集型行业 (*capital*) 和技术密集型行业 (*kill*) 虚拟变量,通过考察“一带一路”倡议与不同行业虚拟变量的交互项,检验行业性质对倡议绩效提升效应的影响.结果报告于表 11 第(2)列,发现“一带一路”倡议仅促进了劳动密集型行业的市场进入.这似乎与机制检验部分的结论有所冲突.根据前

文的结论,“一带一路”倡议通过缓解融资约束促进市场进入,而资本密集型行业与技术密集型行业普遍存在较高的融资约束,却并未受“一带一路”倡议的影响.对此,本研究给出的解释为:企业进入市场除了要支付进入成本外,还要考虑多重风险,退出障碍作为企业进入后一旦退出可能发生的沉淀成本,也是企业进入时需要考虑的风险因素,或者说退出障碍实质上也是一种进入障碍^[42-44],显然资本密集型与技术密集型行业退出的沉没成本较高,这降低了市场进入激励,导致“一带一路”的市场进入效应不显著.

3 进一步研究:制度环境的作用

前文表明,“一带一路”倡议显著促进了企业长期绩效的提高,而企业绩效因其国际化经营行为、社会责任、规模、所在地区与所属行业的不同而不同.这为我国推动“一带一路”倡议从企业层面提供了抓手.换言之,针对不同的企业,政府可采取不同的措施,旨在有效推动该倡议更好取得实效.除了企业自身的异质性,制度安排作为企业存在的客观环境,亦是影响企业行为的重要因素.从制度理论的角度来看,政府治理的效率取决于治理体系与制度环境之间的匹配程度^[45].“一带一路”倡议作为政府治理的一项具体措施,其伴随的各种规则和服务与不同地区制度环境的匹配程度,导致倡议对不同地区企业的绩效提升具有异质性影响.

具体来说,在“一带一路”建设的总体框架下,各地区依据自身的实际情况,制定具体的发展规划并配套针对性的支持政策.在较好的制度环境下,市场竞争公平有效,企业参与“一带一路”建设及获得相应政策支持的成本较低,企业个体响应“一带一路”建设的积极性较高.同时,较好的制度环境下产品市场、要素市场及各市场中介组织发育良好,市场信息流通顺畅,企业较易获得“一带一路”建设及沿线国家的相关信息,企业参与“一带一路”倡议的信息成本较低,对倡议

未来前景更有信心,普遍更有意愿参与该倡议.此外,更便捷的市场准入和更完善的营商环境,可以让更多有创新潜质的企业进入市场^[46-48],并降低创新活动的制度性成本^[49],从而推动企业创新^[50].这意味着制度环境更优地区的企业生产效率更高,这是企业国际化的重要门槛,或许对企业参与“一带一路”这一国际经济合作倡议的动力与收益具有重要影响.

根据新制度经济学的定义,制度是人为设定的决定经济行为主体间相互关系的游戏规则,包括法律法规等正式制度与诸如文化习俗等非正式制度^[51].基于此,本部分从正式制度与非正式制度两个方面,考察了制度环境在“一带一路”倡议促进企业绩效提升中的作用.

3.1 关于正式制度的区分

参考邵朝对等^[52]、许金花等^[53]、朱丽娜等^[54],本研究采用王小鲁等^[55]构建的地区层面市场化指数作为正式制度的衡量指标.首先,计算每个省份2011年—2014年的平均市场化程度作为各省份的初始市场化程度.其次,以企业所在地市场化程度的中位数为标准,将企业分为所处市场化程度较高与市场化程度较低两组.最后,以不同分组为样本对式(1)进行回归.结果报告于表12第(1)列、表12第(2)列中,Panel A、Panel B、Panel C分别为企业投资、规模以及收益的回归结果.可以发现高市场化程度样本组的投资、规模和收益对应的 $CAR \times post15$ 回归系数均显著为正;而低市场化程度样本组投资、规模和收益对应的 $CAR \times post15$ 回归系数均不显著.这意味着“一带一路”倡议对企业规模、收益和投资的影响依赖较好的正式制度环境.主要原因在于:对于市场化程度较高的地区,该地区的企业因面临更为激烈的市场竞争而具有更强的生存能力,能够更好地适应“一带一路”倡议引发的市场环境变化,对于未来在新市场中发展的信心更强,因此该地区的企业更积极地扩大投资,实现规模的扩张和收益的提高.为了防止使用市场化程度这一单一变量可

能导致的研究结果偏差,本部分利用企业经营环境^⑬和制度性交易成本^⑭进行稳健性检验,结果分别报告于表 12 第(3)列至表 12 第(6)列,均发现较好的正式制度环境有助于“一带一路”倡议促进企业投资的扩大、规模的扩张和收益的提高。

随后,本研究就王小鲁等^[55]市场化指标形成的分项指标对总体样本进行分组.表 13 报告了根

据“政府与市场关系”、“非国有经济的发展”、“产品市场的发育程度”、“要素市场的发育程度”、“市场中介组织的发育和法治环境”各分项指标的回归结果.它们与市场化程度总指标回归结果基本一致.可见,无论从市场化程度的何种维度来看,较好的正式制度均是“一带一路”倡议投资效应、规模效应及收益效应实现的重要保障。

表 12 “一带一路”倡议对企业影响的异质性检验——正式制度差异

Table 12 The heterogeneous test of the Belt and Road Initiative on enterprises' performance:

Formal institutional environment

变量	市场化程度		企业经营环境		制度性交易成本	
	(1) Higher	(2) Lower	(3) Good	(4) Bad	(5) Lower	(6) Higher
Panel A: 企业投资						
$CAR \times post15$	2.133 5** (2.061)	1.323 6 (1.045)	2.853 8** (2.391)	0.995 1 (0.918)	2.313 0** (2.191)	1.196 2 (0.988)
N	4 778	4 086	3 930	4 862	4 589	4 275
R^2	0.718	0.680	0.719	0.683	0.721	0.679
Panel B: 企业规模						
$CAR \times post15$	0.985 3* (1.931)	0.515 2 (0.993)	1.518 3** (2.562)	0.238 6 (0.550)	1.053 6** (2.006)	0.490 4 (0.987)
N	5 879	5 161	4 824	6 128	5 634	5 406
R^2	0.937	0.912	0.937	0.916	0.937	0.913
Panel C: 企业收益						
$CAR \times post15$	2.006 6*** (2.761)	0.446 2 (0.487)	2.821 7*** (3.300)	0.265 1 (0.358)	2.093 6*** (2.855)	0.521 1 (0.588)
N	5 528	4 732	4 522	5 666	5 305	4 955
R^2	0.783	0.705	0.782	0.719	0.784	0.710
Controls	是	是	是	是	是	是
Firm FE	是	是	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是	是	是

注: 括号内为 t 统计量,符号***、**、*表示变量在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著, R^2 为调整后数值,标准误差聚类在企业层面。

3.2 关于非正式制度的区分

借鉴 Alesina 和 Giuliano^[58]的研究,本研究采用文化代表非正式制度.文化是指种族、宗教和社会群体代代相传的传统信仰和价值观^[59].从广义上讲,儒家已然成为中国传统文化思想的代名词,

笼统地讲它是中国人的价值观^[60].宋至明中前期的“祠堂之制”是祠堂士庶化的过程,士大夫利用祠堂进行思想的生产、传播(包括立儒和抑佛等)以及文化再创造,引发了基层社会宗祠的创造^[61].由此可见,地区宗祠的分布数量反应了该地区受

⑬ 企业经营环境指数来自《中国分省企业经营环境指数 2013 年报告》,由王小鲁等^[56]在对全国各省 4 000 多家企业主要负责人进行的联合问卷调查结果的基础上建立的包含政府行政管理、企业经营的法制环境、金融服务、人力资源供应、基础设施条件、中介组织和技术服务以及企业经营的社会环境等七大方面指数组成的中国分省企业经营环境指数体系。

⑭ 制度性交易成本是企业因制度性因素产生的不合理成本,宏观层面是指因经济体制改革中政府与市场关系未理顺造成各环节体制性障碍所带来的成本;微观方面是指规制实施过程中对企业等微观经济主体活动所形成的障碍成本.本研究制度性交易成本指数采用卢现祥和朱迪^[57]所构建指标。

儒家文化的影响程度,即反应了该地区受传统文化的影响程度.因此,这里采用前文有关正式制度的分组方法,将企业分为位于儒家宗祠较多省份与儒家宗祠较少省份两组,分别代表受传统文化影响较强和较弱的两类省份.回归结果报告于表14的Panel A.可以发现在更注重传统文化传承的地区,“一带一路”倡议显著促进企业投资增加、规模扩大和收益提高;受传统文化影响较小的地区,“一带一路”倡议对企业长期绩效的提升作用无法实现.导致这一结果的

原因可能在于,儒家思想的核心为“仁”,所崇尚的仁义道德倡导仁爱亲人、推己及人,强调人应该从爱自己身边的人开始,推衍至他人.这一思想与我国希望通过“一带一路”倡议,参与全球开放合作、改善全球经济治理体系、促进全球共同发展繁荣、推动构建人类命运共同体的战略目标是统一的.因此,受传统文化影响更大的地区更容易接受倡议的思想内涵,从而该地区企业参与“一带一路”建设的积极性更高涨,投资、规模和收益均有所增长.

表13 “一带一路”倡议对企业影响的异质性检验——市场化程度分指标检验

Table 13 The heterogeneous test of the Belt and Road Initiative on enterprises' performance:
Test of the sub-indices of the degree of marketization

分组	政府与市场的关系		非国有经济的发展		产品市场的发育程度		要素市场的发育程度		市场中介组织的发育和法治环境	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
变量	Higher	Lower	Higher	Lower	Higher	Lower	Higher	Lower	Higher	Lower
Panel A: 企业投资										
CAR × post15	2.288 9** (2.265)	0.841 1 (0.677)	2.031 8** (1.967)	1.147 9 (0.946)	2.139 4** (2.136)	0.659 4 (0.500)	3.392 6** (2.357)	1.038 7 (1.137)	2.133 5** (2.061)	1.323 6 (1.045)
N	5 420	3 444	4 715	4 149	5 280	3 584	2 655	6 209	4 778	4 086
R ²	0.671	0.742	0.711	0.690	0.660	0.748	0.743	0.678	0.718	0.680
Panel B: 企业规模										
CAR × post15	1.125 8** (2.254)	0.099 7 (0.208)	1.181 1** (2.331)	0.038 7 (0.076)	0.896 6** (1.974)	0.330 9 (0.534)	1.525 9* (1.843)	0.486 8 (1.271)	0.985 3* (1.931)	0.515 2 (0.993)
N	6 684	4 356	5 786	5 254	6 516	4 524	3 299	7 741	5 879	5 161
R ²	0.917	0.937	0.935	0.918	0.914	0.938	0.943	0.916	0.937	0.912
Panel C: 企业收益										
CAR × post15	1.954 6*** (2.638)	0.219 8 (0.255)	1.835 0** (2.429)	0.407 4 (0.481)	1.510 4** (2.089)	0.782 8 (0.833)	2.815 7** (2.526)	0.761 1 (1.171)	2.006 6*** (2.761)	0.446 2 (0.487)
N	6 277	3 983	5 449	4 811	6 079	4 181	3 099	7 161	5 528	4 732
R ²	0.746	0.752	0.777	0.715	0.722	0.777	0.810	0.716	0.783	0.705
Controls	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
Firm FE	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是

注: 括号内为t统计量,符号***、**、*表示变量在1%、5%和10%的显著性水平上显著,R²为调整后数值,标准误差聚类在企业层面.

在全球化背景下,一个地区价值观的形成不仅源自对传统文化的继承与发展,外来文化的影响亦具有举足轻重的地位.因此,本部分进一步就

外来文化传播在“一带一路”倡议影响企业绩效中的作用进行考察.宗教是外来文化影响中国的重要载体,其中以基督教为主^⑮.本研究以基督教

⑮ 根据2015年中国综合社会调查数据计算得出,在具有宗教信仰的个体样本中,有37%信奉外来宗教,其中17.9%为基督教,17.4%为伊斯兰教,1.7%为天主教,0.1%为犹太教.2011年北京大学中国经济研究中心进行的“村庄选举调查”中,将宗教信仰分为佛教、道教、基督教、天主教和其他五类,郭云南和王春飞^[62]根据这一调查计算出信仰佛教的村庄占总体的29.2%,信仰道教的占9.4%,信仰基督教的占37.7%、信仰天主教的占11.3%、信仰其他宗教的占5.2%.

堂的数量作为外来文化的衡量指标,基督教越多的区域,其对外来文化的包容性越强.采用与前文一致的分组方法,利用两组样本分别对式(1)进行回归,结果报告于表14的Panel B.可以发现:在对外来文化更为包容的地区,“一带一路”倡议显著促进企业投资增加、规模扩大和收益提高;而对外来文化包容性较差时,“一带一路”倡议对企业长期绩效并无影响.其中的原因可能在于:若某

一地区文化开放程度更高,该地区企业对外来文化具有更高的包容性和接纳度,“一带一路”沿线涉及文化的多元化,与中国文化差异性大,我国企业与该区域的合作方向和效果很大程度上受制于这种文化差异的约束.处于文化开放程度较高地区的企业,更易融入“一带一路”沿线国家的多元化文化,因此“一带一路”倡议对我国文化开放度更高地区的企业经济行为的影响更大.

表14 “一带一路”倡议对企业影响的异质性检验——非正式制度差异

Table 14 The heterogeneous test of the Belt and Road Initiative on enterprises' performance:

Informal institutional environment						
变量	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
	<i>Investment</i>	<i>Size</i>	<i>Return</i>	<i>Investment</i>	<i>Size</i>	<i>Return</i>
Panel A 受传统文化影响						
分组	较强			较弱		
<i>CAR</i> × <i>post15</i>	3.008 7*** (2.774)	0.961 9* (1.720)	1.869 4** (2.018)	0.624 4 (0.417)	0.008 3 (0.014)	0.563 3 (0.588)
<i>N</i>	3 637	4 472	4 178	2 734	3 444	3 171
<i>R</i> ²	0.671	0.911	0.709	0.685	0.916	0.734
Panel B 对外来文化的包容性						
分组	较强			较弱		
<i>CAR</i> × <i>post15</i>	2.891 2** (2.221)	1.193 5** (2.084)	2.122 0** (2.250)	0.939 2 (0.973)	0.484 0 (1.061)	0.713 8 (1.023)
<i>N</i>	3 288	4 023	3 723	5 576	7 017	6 537
<i>R</i> ²	0.654	0.908	0.709	0.723	0.934	0.766
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Firm FE</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Year FE</i>	是	是	是	是	是	是

注:括号内为*t*统计量,符号***、**、*表示变量在1%、5%和10%的显著性水平上显著,*R*²为调整后数值,标准误差聚类在企业层面.

4 结束语

本研究就“一带一路”倡议对我国企业的影响从短期、长期两个维度进行分析.在短期,考察其对我国上市公司股市收益的影响;在此基础上,检验了该倡议对企业投资、市场进入等经济行为的作用.其中,就企业的异质性在倡议影响企业经济行为与绩效中的作用予以分析,涉及企业国际化经营行为、社会责任感、企业所处外部制度环境的差异等;并就行业的异质性在倡议影响市场进入行为中的作用予以检验,涉及是否为重点合作产业与要素密集度.本研究的主要结论:第一,总体来看,“一带一路”倡议引致的企业累计异常收益为正,说明短期内市场对倡议的反应较为积极,

但该倡议仅被市场反应为对部分企业的积极事件;第二,“一带一路”倡议显著促进了企业投资的扩大、规模的扩张及收益的提高,在克服了指标特定算法以及样本选择引发的结果偶然性问题后,倡议促进了企业长期绩效提升的结论依然稳健;第三,企业投资的扩大主要因为倡议带来的融资约束的降低,这虽然引致资产规模和净收益规模的提高,但企业单位资产的投资效率有所降低;第四,“一带一路”倡议的提出显著促进了企业的市场进入行为,替换了解释变量以及使用自举法的检验结果依然稳健,市场进入的增多主要因为行业融资约束的降低;第五,异质性检验发现,“一带一路”倡议显著促进了在沿线国家存在国际化经营行为、规模更大企业以及重点省份和重点合作产业内企业的投资扩大、规模扩张和收

益提高;对社会责任重视程度更高的企业,其资产盈利能力有所提高,而对社会责任重视程度更低的企业则相反;倡议对市场进入的影响主要体现在重点合作产业以及劳动密集型行业;第六,就企业所处制度环境的异质性检验发现,较好正式制度是“一带一路”倡议微观经济绩效实现的前提;从非正式制度的角度,对传统文化的继承与对外来文化的包容均利于“一带一路”倡议微观经济绩效的实现。

本研究的研究结果具有较强的政策含义。第一,“一带一路”倡议的提出为我国企业的经济行为带来“集约边际”和“广延边际”双重积极效应,这意味着一带一路倡议在实践中存在坚实的企业微观基础,我国应通过更为积极的激励政策和制

度保障推动“一带一路”倡议的进一步深化;第二,“一带一路”倡议对企业收益的提高作用主要源自规模效应,说明倡议对企业效率的提升作用有限,未来在推动“一带一路”倡议的建设中应加大对效率的关注与引导;第三,企业自身属性和制度环境在“一带一路”倡议作用企业绩效中影响的差异性表明,应有重点的对企业主体进行激励,以便更有效地推动“一带一路”倡议的深入;第四,制度环境在“一带一路”倡议作用企业长期绩效中的差异性影响意味着,应提高国内经济市场化程度、加强儒家等传统文化的发扬和对外来文化的包容性,这对于“一带一路”倡议微观经济效应的实现具有重要影响。

参 考 文 献:

- [1] 蒋冠宏. 中国企业对“一带一路”沿线国家市场的进入策略[J]. 中国工业经济, 2017, (9): 119 - 136.
Jiang Guanhong. The strategy of market access about Chinese firms in the countries of the Belt and Road Initiatives[J]. China Industrial Economics, 2017, (9): 119 - 136. (in Chinese)
- [2] 吕越, 陆毅, 吴嵩博, 等. “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, 2019, (9): 187 - 202.
Lü Yue, Lu Yi, Wu Songbo, et al. The effect of the Belt and Road Initiative on firms' OFDI: Evidence from China's greenfield investment[J]. Economic Research Journal, 2019, (9): 187 - 202. (in Chinese)
- [3] Shao X. Chinese OFDI responses to the B&R initiative: Evidence from a quasi-natural experiment[J]. China Economic Review, 2020, 61: 101435.
- [4] Guo J, Zhang B, Guo Y, et al. Expectation or risk aversion when outward foreign direct investment firms invest in the Belt and Road: Evidence from China[J]. Research in International Business and Finance, 2022, 62: 101728.
- [5] Ding H, Li Y, Wang L, et al. The Belt and Road Initiative, political involvement, and China's OFDI[J]. International Studies of Economics, 2022, 17: 459 - 483.
- [6] 卢盛峰, 董如玉, 叶初升. “一带一路”倡议促进了中国高质量出口吗——来自微观企业的证据[J]. 中国工业经济, 2021, (3): 80 - 98.
Lu Shengfeng, Dong Ruyu, Ye Chusheng. Does “the Belt and Road Initiative” promote high-quality exports: Evidence from firms in China[J]. China Industrial Economics, 2021, (3): 80 - 98. (in Chinese)
- [7] 徐思, 何晓怡, 钟凯. “一带一路”倡议与中国企业融资约束[J]. 中国工业经济, 2019, (7): 155 - 173.
Xu Si, He Xiaoyi, Zhong Kai. The Belt and Road Initiative and Chinese firms' financial constraints[J]. China Industrial Economics, 2019, (7): 155 - 173. (in Chinese)
- [8] 李建军, 李俊成. “一带一路”倡议、企业信贷融资增进效应与异质性[J]. 世界经济, 2020, (2): 3 - 24.
Li Jianjun, Li Juncheng. The Belt and Road Initiative, corporate credit finance enhancement effects and heterogeneities[J]. The Journal of World Economy, 2020, (2): 3 - 24. (in Chinese)
- [9] 罗长远, 曾帅. “走出去”对企业融资约束的影响——基于“一带一路”倡议准自然实验的证据[J]. 金融研究, 2020, (10): 92 - 112.
Luo Changyuan, Zeng Shuai. “Going Global” and financial constraints of enterprises: The “Belt & Road” Initiative as a quasi-natural experiment[J]. Journal of Financial Research, 2020, (10): 92 - 112. (in Chinese)
- [10] 王桂军, 卢潇潇. “一带一路”倡议与中国企业升级[J]. 中国工业经济, 2019, (3): 43 - 61.
Wang Guijun, Lu Xiaoxiao. The Belt and Road Initiative and the upgrading of China's enterprises[J]. China Industrial E-

- economics, 2019(3): 43–61. (in Chinese)
- [11] 王桂军, 张辉. “一带一路”与中国 OFDI 企业 TFP: 对发达国家投资视角[J]. 世界经济, 2020, (5): 49–72.
Wang Guijun, Zhang Hui. The Belt and Road Initiative and the TFP of China's OFDI enterprises: A perspective on investing in developed countries[J]. The Journal of World Economy, 2020, (5): 49–72. (in Chinese)
- [12] 王桂军, 卢潇潇. “一带一路”倡议可以促进中国企业创新吗?[J]. 财经研究, 2019, (1): 19–34.
Wang Guijun, Lu Xiaoxiao. Can the Belt and Road Initiative promote China's corporate innovation?[J]. Journal of Finance and Economics, 2019, (1): 19–34. (in Chinese)
- [13] 王雄元, 卜落凡. 国际出口贸易与企业创新——基于“中欧班列”开通的准自然实验研究[J]. 中国工业经济, 2019, (10): 80–98.
Wang Xiongyuan, Bu Luofan. International export trade and enterprise innovation: Research based on a quasi-natural experiment of “CR express”[J]. China Industrial Economics, 2019, (10): 80–98. (in Chinese)
- [14] Cao X, Zhang H, Huang X, et al. Can the Belt and Road Initiative reduce pollution in enterprises? Evidence from quasi-natural experiments[J]. Energy Reports, 2022, 8: 11683–11694.
- [15] 朱奕蒙, 毕青苗, 徐现祥, 等. 商事制度改革与产业结构变迁: 微观视角[J]. 经济研究, 2022, 57(1): 189–208.
Zhu Yimeng, Bi Qingmiao, Xu Xianxiang, et al. Commercial system reform and structural transformation: A micro perspective analysis[J]. Economic Research Journal, 2022, 57(1): 189–208. (in Chinese)
- [16] Fama E F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work[J]. Journal of Finance, 1970, 25(2): 383–417.
- [17] 谭洪涛, 蔡利, 蔡春. 公允价值与股市过度反应——来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济研究, 2011, (7): 130–143.
Tan Hongtao, Cai Li, Cai Chun. Fair value accounting and the overreaction of the stock returns: Evidence from the security market in China[J]. Economic Research Journal, 2011, (7): 130–143. (in Chinese)
- [18] Deng X, Kang J, Low B S. Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 110(1): 87–109.
- [19] 罗进辉. “国进民退”: 好消息还是坏消息[J]. 金融研究, 2013, (5): 99–113.
Luo Jinhui. “Guojinmintui”: Good news or bad news[J]. Journal of Financial Research, 2013, (5): 99–113. (in Chinese)
- [20] 王永钦, 刘思远, 杜巨澜. 信任品市场的竞争效应与传染效应: 理论和基于中国食品行业的事件研究[J]. 经济研究, 2014, (2): 141–154.
Wang Yongqin, Liu Siyuan, Du Julan. Contagion effects vs competitive effects in credence goods markets: Theory and event study on China's food markets[J]. Economic Research Journal, 2014, (2): 141–154. (in Chinese)
- [21] Krüger P. Corporate goodness and shareholder wealth[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 115(2): 304–329.
- [22] 苏冬蔚, 倪博. 转融券制度、卖空约束与股价变动[J]. 经济研究, 2018, (3): 110–125.
Su Dongwei, Ni Bo. Qualified securities for short-sale refinancing, short-sale constraints and stock prices[J]. Economic Research Journal, 2018, (3): 110–125. (in Chinese)
- [23] 张程, 曾庆生, 贺惠宇. 事前披露能够降低董监高减持的获利能力吗? ——基于中国“减持新规”的实证检验[J]. 金融研究, 2020, (3): 189–206.
Zhang Cheng, Zeng Qingsheng, He Huiyu. Can pre-announcement reduce the profitability of insider selling? Evidence from the “New Regulation of Insider Selling” in China[J]. Journal of Financial Research, 2020, (3): 189–206. (in Chinese)
- [24] 叶彦艺, 王云, 万谍, 等. 机事不密: 股灾年降息降准前的知情交易[J]. 管理科学学报, 2020, 23(5): 54–75.
Ye Yanyi, Wang Yun, Wan Die, et al. Intolerable leakage: Informed trading before cuts on interest rate and reserve requirement ratio in 2015[J]. Journal of Management Sciences in China, 2020, 23(5): 54–75. (in Chinese)
- [25] 石晓军, 叶震. 中国债券评级变动峭壁的投资信息价值研究[J]. 管理科学学报, 2021, 24(7): 110–126.
Shi Xiaojun, Ye Zhen. Investment information value of Chinese bond credit rating cliff[J]. Journal of Management Sciences in China, 2021, 24(7): 110–126. (in Chinese)
- [26] Greenland A, Ion M, Lopresti J, et al. Using equity market reactions to infer exposure to trade liberalization[J]. NBER

- Working Papers, 2020. <https://www.nber.org/papers/w27510>.
- [27] Ding H, Fang H, Lin S, et al. Equilibrium consequences of corruption on firms: Evidence from China's Anti-Corruption Campaign[J]. NBER Working Papers, 2020. <https://www.nber.org/papers/w26656>.
- [28] De Soyres F, Mulabdic A, Murray S, et al. How much will the Belt and Road Initiative reduce trade costs? [J]. International Economics, 2019, 159: 151 – 164.
- [29] Liu Q, Qiu L D. Intermediate input imports and innovations: Evidence from Chinese firms' patent filings[J]. Journal of International Economics, 2016, 103: 166 – 183.
- [30] Chen Y, Long X, Salman M. Did the 2014 Nanjing Youth Olympic Games enhance environmental efficiency? New evidence from a quasi-natural experiment[J]. Energy Policy, 2021, 159: 112581.
- [31] Alam A, Dutta I, Haque M E, et al. Impact of Rohingya refugees on food prices in Bangladesh: Evidence from a natural experiment[J]. World Development, 2022, 154: 105873.
- [32] Wang K, Zheng L J, Zhang J Z, et al. The impact of promoting new energy vehicles on carbon intensity: Causal evidence from China[J]. Energy Economics, 2022, 114: 106255.
- [33] Topalova P. Factor immobility and regional impacts of trade liberalization: Evidence on poverty from India[J]. American Economic Journal: Applied Economics, 2010, 2(4): 1 – 41.
- [34] 王伟, 谭娜, 陈平. “8·11 汇改”推动了人民币汇率更加浮动吗? ——基于反事实方法的量化评估[J]. 管理科学学报, 2022, 25(6): 47 – 66.
Wang Wei, Tan Na, Chen Ping. Does the “8·11 exchange rate reform” promote the floating of RMB exchange rate? A quantitative evaluation based on counterfactual approach[J]. Journal of Management Sciences in China, 2022, 25(6): 47 – 66.
- [35] 刘娟, 唐加福. 营商环境、投资承载力与企业投资效率——基于我国上市公司的实证研究[J]. 管理科学学报, 2022, 25(4): 88 – 106.
Liu Juan, Tang Jiafu. Doing-business environment, investment carrying capacity and enterprise investment efficiency: An empirical study of listed companies in China[J]. Journal of Management Sciences in China, 2022, 25(4): 88 – 106. (in Chinese)
- [36] 周开国, 闫润宇, 杨海生. 供给侧结构性改革背景下企业的退出与进入: 政府和市场的作用[J]. 经济研究, 2018, 53(11): 81 – 98.
Zhou Kaiguo, Yan Runyu, Yang Haisheng. Exit and entry of firms from the perspective of supply-side structural reform: The roles of the government and the market[J]. Economic Research Journal, 2018, 53(11): 81 – 98. (in Chinese)
- [37] 曹亚勇, 王建琼, 于丽丽. 公司社会责任信息披露与投资效率的实证研究[J]. 管理世界, 2012, (12): 183 – 185.
Cao Yayong, Wang Jianqiong, Yu Lili. An empirical study on corporate social responsibility information disclosure and investment efficiency[J]. Journal of Management World, 2012, (12): 183 – 185. (in Chinese)
- [38] 胡奕明, 唐松莲. 独立董事与上市公司盈余信息质量[J]. 管理世界, 2008, (9): 149 – 160.
Hu Yiming, Tang Songlian. Independent directors and quality of earnings information of listed companies[J]. Journal of Management World, 2008, (9): 149 – 160. (in Chinese)
- [39] 陈胜蓝, 刘晓玲. 公司投资如何响应“一带一路”倡议? ——基于准自然实验的经验研究[J]. 财经研究, 2018, (4): 20 – 33.
Chen Shenglan, Liu Xiaoling. How does corporate investment respond to the Belt and Road Initiative? Evidence from a quasi-natural experiment[J]. Journal of Finance and Economics, 2018, (4): 20 – 33. (in Chinese)
- [40] 祝继高, 韩非池, 陆正飞. 产业政策、银行关联与企业债务融资——基于 A 股上市公司的实证研究[J]. 金融研究, 2015, (3): 176 – 191.
Zhu Jigao, Han Feichi, Lu Zhengfei. Industrial policy, bank connections, and debt financing: A empirical research on A-share listed companies[J]. Journal of Financial Research, 2015, (3): 176 – 191. (in Chinese)
- [41] Islam A R M, Luo R H. Financing constraints and investment efficiency: Evidence from a panel of Canadian forest firms [J]. Applied Economics, 2018, 50(48): 5142 – 5154.
- [42] Caves R E, Porter M E. From entry barriers to mobility barriers: Conjectural decisions and contrived deterrence to new competition[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1977, 91(2): 241 – 261.

- [43] Gilbert R J. Mobility barriers and the value of incumbency[J]. *Handbook of Industrial Organization*, 1989, 1: 475 – 535.
- [44] Caves R E. Industrial organization and new findings on the turnover and mobility of firms[J]. *Journal of Economic Literature*, 1998, 36(4): 1947 – 1982.
- [45] 赵云辉, 张哲, 冯泰文, 等. 大数据发展、制度环境与政府治理效率[J]. *管理世界*, 2019, (11): 119 – 132.
Zhao Yunhui, Zhang Zhe, Feng Taiwen, et al. Big data development, institutional environment and efficiency of government governance[J]. *Journal of Management World*, 2019, (11): 119 – 132. (in Chinese)
- [46] Klapper L, Laeven L, Rajan R. Entry regulation as a barrier to entrepreneurship[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 82(3): 591 – 629.
- [47] Branstetter L, Lima F, Taylor L J, et al. Do entry regulations deter entrepreneurship and job creation? Evidence from recent reforms in Portugal[J]. *The Economic Journal*, 2014, 124(577): 805 – 832.
- [48] 毕青苗, 陈希路, 徐现祥, 等. 行政审批改革与企业进入[J]. *经济研究*, 2018, (2): 140 – 155.
Bi Qingmiao, Chen Xilu, Xu Xianxiang, et al. Administrative approval reform and firm entry[J]. *Journal of Financial Economics*, 2018, (2): 140 – 155. (in Chinese)
- [49] 鲁桐, 党印. 投资者保护、行政环境与技术看新: 跨国经验证据[J]. *世界经济*, 2015, (10): 99 – 124.
Lu Tong, Dang Yin. Investor protection, administrative environment, and technological innovation: Transnational empirical evidence[J]. *The Journal of World Economy*, 2015, (10): 99 – 124. (in Chinese)
- [50] 王永进, 冯笑. 行政审批制度改革与企业创新[J]. *中国工业经济*, 2018, (2): 24 – 42.
Wang Yongjin, Feng Xiao. The reform of administration approval system and firms' innovation[J]. *China Industrial Economics*, 2018, (2): 24 – 42. (in Chinese)
- [51] North D. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- [52] 邵朝对, 苏丹妮, 李坤望. 服务业开放与企业出口国内附加值率: 理论和中国证据[J]. *世界经济*, 2020, (8): 123 – 147.
Shao Chaodui, Su Danni, Li Kunwang. Service sector openness and the domestic value-added ratio of firms' exports: Theory and evidence from China[J]. *The Journal of World Economy*, 2020, (8): 123 – 147. (in Chinese)
- [53] 许金花, 戴媛媛, 李善民, 等. 控制权防御是企业创新的“绊脚石”吗?[J]. *管理科学学报*, 2021, 24(7): 21 – 48.
Xu Jinhua, Dai Yuanyuan, Li Shanmin, et al. Will corporate defense hamper corporate innovation? [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2021, 24(7): 21 – 48. (in Chinese)
- [54] 朱丽娜, 贺小刚, 张正元. 家族控制、经济期望与企业绿色责任的关系研究: 来自中国上市公司的经验数据[J]. *管理科学学报*, 2022, 25(4): 107 – 126.
Zhu Lina, He Xiaogang, Zhang Zhengyuan. Family control, performance aspiration and firms' green responsibility: Empirical analysis from listed companies in China[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2022, 25(4): 107 – 126. (in Chinese)
- [55] 王小鲁, 樊纲, 胡小鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018) [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019.
Wang Xiaolu, Fan Gang, Hu Xiaopeng. *Marketization Index of China's Provinces (2018)* [M]. Beijing: Social Sciences Academic Press (CHINA), 2019. (in Chinese)
- [56] 王小鲁, 徐静文, 樊纲. 中国分省企业经营环境指数 2013 年报告 [M]. 北京: 中信出版股份有限公司, 2013.
Wang Xiaolu, Xu Jingwen, Fan Gang. *Business Environment Index for China's Provinces 2013 Report* [M]. Beijing: CITIC Press, 2013. (in Chinese)
- [57] 卢现祥, 朱迪. 中国制度性交易成本测算及其区域差异比较[J]. *江汉论坛*, 2019, (10): 31 – 40.
Lu Xianxiang, Zhu Di. Estimation of institutional transaction costs and comparison of regional differences in China[J]. *Jiangnan Tribune*, 2019, (10): 31 – 40. (in Chinese)
- [58] Alesina A, Giuliano P. Culture and institutions[J]. *Journal of Economic Literature*, 2015, 53(4): 898 – 944.
- [59] Guiso L, Sapienza P, Zingales L. Does culture affect economic outcomes? [J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2006, 20(2): 23 – 48.
- [60] 李桂荣. 儒家传统价值观与西方现代企业管理理论[J]. *管理世界*, 2002, (4): 144 – 145.
Li Guirong. Confucian traditional values and western modern business management theory[J]. *Journal of Management*

World, 2002, (4): 144 – 145. (in Chinese)

[61] 张小军. “文治复兴”与礼制变革——祠堂之制和祖先之礼的个案研究[J]. 清华大学学报(哲学社会科学版), 2012, (2): 17 – 30.

Zhang Xiaojun. Wenzhi renaissance and national ceremony reform: A case study of ancestral hall system and ancestor-worship ceremony[J]. Journal of Tsinghua University (Philosophy and Social Sciences), 2012, (2): 17 – 30. (in Chinese)

[62] 郭云南, 王春飞. 本土宗教、宗族网络与公共财政[J]. 经济学(季刊), 2017, (2): 833 – 858.

Guo Yunnan, Wang Chunfei. Native religions, lineage networks and publica finance[J]. China Economic Quarterly, 2017, (2): 833 – 858. (in Chinese)

The Belt and Road Initiative, market entry, and long-term firm performance

*DING Hao-yuan*¹, *LI Yi*^{2*}, *JIN Yu-ying*¹

1. College of Business, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;

2. Economics Teaching and Research Department, Qingdao Academy of Governance, Qingdao 266071, China

Abstract: With a sample of Chinese listed companies from 2009 to 2018, we adopt an event study approach to proxy the short-term capital market response of the Belt and Road Initiative (BRI). Subsequently, a general difference-in-differences framework is employed to explore the long-term impact of the initiative on corporate performance and market entry with BRI as a quasi-natural experimental. Our findings are as followed: 1) The cumulative abnormal returns induced by the BRI are positive, but the proportion of enterprises with negative abnormal returns slightly exceeds those with positive returns; 2) The BRI significantly promotes the expansion of investment, the growth of scale, the increase in returns, and the enhancement of market entry. And we find financing constraints as the main mechanism of the above findings; 3) We further provide some heterogeneities according to firm features, regional institutional environments, and industry characteristics. This study provides empirical evidences for the construction of the BRI, the development of economic globalization, and how to build a new development pattern under the current background of trade protectionism.

Key words: the Belt and Road Initiative; firm performance; market entry; institutional environment