

中国现实经济热点问题系列



中国企业对外直接投资 进入模式研究

Study on the Entry Mode of Chinese
Enterprises' Outward Foreign Direct Investment

徐登峰 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

中国企业对外直接投资进入模式研究

徐登峰 著

经济管理出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国企业对外直接投资进入模式研究/徐登峰
著. —北京:经济管理出版社, 2010. 5

ISBN 978—7—5096—0969—9

I. ①中… II. ①徐… III. ①企业—对外投资:
直接投资—研究—中国 IV. ①F279. 23

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 082457 号

出版发行:经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话:(010)51915602

邮编:100038

印刷:

经销:新华书店

组稿编辑:杜 菲

责任编辑:杜 菲

技术编辑:黄 铄

责任校对:超凡

720mm×1000mm/16

14. 75 印张 210 千字

2010 年 6 月第 1 版

2010 年 6 月第 1 次印刷

定价:42. 00 元

书号:ISBN 978—7—5096—0969—9

• 版权所有 翻印必究 •

凡购本社图书,如有印装错误,由本社读者服务部

负责调换。联系地址:北京阜外月坛北小街 2 号

电话:(010)68022974

邮编:100836

序

随着中国企业在更深的层面上参与世界经济，跨国投资发展战略成为更多企业的选择，对外直接投资对中国经济的全球化进程和中国企业的发展也起着越来越重要的促进作用。首先，对外直接投资是在全球的范围内运筹、配置与重组资源，从而有效增加了中国企业资源的供给渠道，拓展了企业的市场空间，这对于解决中国经济快速发展过程中原料和能源日益紧缺的问题显得尤其重要。同时，对外直接投资是中国企业脱离本国经济环境，参与国际市场更为激烈竞争的经济活动，因而可促进企业提高运作效率，改进经营管理水平。

对外直接投资首先遇到的是投资进入的模式选择问题。对外直接投资的进入模式既关系到企业是否可以顺利地进入目标市场，也关系到跨国企业的未来发展和直接收益。研究对外直接投资进入模式不仅是企业国际化经营战略研究的主要议题，也是国际投资领域研究的主要方面。

与对外直接投资进入模式选择相关的研究成果，大部分集中于有着近 130 年对外直接投资历史的西方经济发达国家。一般地，相关研究主要聚焦于两个方面：一是获得海外公司的具体方式，是跨国收购还是绿地（新建）投资；二是海外公司的持股比例，是全资还是合资。大部分西方学者认为，影响直接投资进入模式选择的因素是一个群组，如威斯通（1998）归纳出 11 个影响跨国收购的因素：企业运作效率、经营协同效应、财务协同效应、战略性重组、价值低估、信息、代理问题与管理、经理阶层、市场力量、税收因素、再分配等。也有学者



认为,选择跨国收购还是新建投资作为市场的进入模式,应考虑东道国的市场增长、东道国对对外直接投资的相关政策、文化差异、母公司跨国经营经验、技术能力、产品竞争能力、国际战略等因素。Agarwal 和 Ramaswami (1992) 认为,跨国投资者在海外设立公司时是采取独资还是合资的进入模式,主要考虑公司规模、国际化经营的经验、市场发展的潜力、投资国市场优势、企业优势、文化距离、多元化能力、投资风险、合约风险等。

目前,对发展中国家企业,尤其是对有着较为特殊经济体制的中国企业的对外直接投资行为特点的研究较少。但是,中国对外直接投资的迅速发展,迫切需要中国学者对对外直接投资进入模式进行分析及研究。

从西方学者的研究中,我们可以把影响直接投资进入模式选择的主要因素分为东道国因素和母国企业因素。显然,中国企业对外投资时面对的东道国因素与经济发达国家是一致的。但是,中国的经济发展阶段因素和经济制度因素等,使中国企业有着不同于经济发达国家企业的母国条件。这些条件与东道国因素的排列组合,构成了更为复杂的影响直接投资进入模式选择的因素群组。

作者曾参与企业跨国投资的工作,有通过实践积累起的感悟。在博士论文选题时,他认识到通过实证研究揭示中国企业 FDI 进入模式选择中的特征,不仅会为对外直接投资的实践活动提供参考,也可以丰富国内现有研究,为今后研究提供有益的基础和素材。

作者采取了实证研究的方法,通过对文献的研究和定性分析,推导出影响中国企业对外直接投资的假设,设计了调查问卷,并向中国的境外企业发放了 800 份调查问卷,回收 151 份,其中有效问卷 132 份。被调查企业分布在 49 个国家的 14 个行业中;采取新建投资的 100 家,跨国并购的 32 家;跨国子公司采取合资方式的 68 家,独资 64 家。被调查对象的数量和分布,基本反映了中国对外直接投资企业的特征。之后,通过对调查数据的统计分析、验证假设,建立了中国企



业对外直接投资进入模式选择的模型。

作者通过实证研究归纳了影响中国企业对外直接投资进入模式的主要因素及其作用特征，而且发现投资方式的选择与股权结构的选择之间有显著的关联关系，即中国企业跨国并购时倾向选择合资的股权结构，新建时倾向选择独资的股权结构。

作者将其实证研究成果付梓出版，是期望对中国企业的对外直接投资的实践和理论研究有所促进。希望他能基于前期的成果继续研究相关问题，对补充和丰富中国对外直接投资理论有更大的贡献。

中国人民大学商学院副院长 李平

2010 年 5 月

前 言

“引进来”与“走出去”是中国对外投资制度的两项重要内容。经过 30 多年的改革开放，中国引进外资取得了举世瞩目的成就，也呈现了一批外商投资的理论研究成果。在中国利用外资结束了快速增长进入平稳发展期的同时，中国资本输出的高潮即将到来，中国企业面临着对外直接投资（Foreign Direct Investment, FDI）的巨大机遇和严峻挑战。2002 年以来，中国企业对外直接投资增速强劲，2005 年中国 FDI 流量首次突破 100 亿美元，2006 年突破 200 亿美元，2007 年达到 265.1 亿美元。截至 2007 年底，中国 FDI 存量首次超过 1000 亿美元，达 1179.1 亿美元，7000 多家境内投资主体在全球 173 个国家（地区）设立境外直接投资企业超过 1 万家。在此背景下，“走出去”的中国企业普遍面临着 FDI 进入模式的选择问题，有待理论工作者进一步研究。因此，本书的研究目的是，丰富我国“走出去”战略的相关理论，为中国 FDI 进入模式选择问题构筑一个较为完整的分析框架，给中国企业提供 FDI 进入模式的理论支持，为从事 FDI 进入模式研究的学者提供良好的素材和思路，并为中国政府和企业提供相关的理论参考和现实指导。

对外直接投资进入模式包含两项内容：一是投资方式的选择，即跨国公司是通过新建投资（也称绿地投资）还是通过跨国并购进入海外市场；二是股权结构的选择，即跨国公司在境外设立独资还是合资公司。这两类进入模式的研究在本书中是独立的。从现有的文献看，或者仅研究基于投资方式的进入模式选择，或者只研究基于股权结构



的进入模式选择,尚缺乏对股权结构和投资方式的集成研究。本书将两者纳入一个框架并独立进行研究,从研究视角上有理论集成的创新和贡献。

20 世纪 60 年代以来,众多学者不断运用不同的理论对 FDI 进入模式选择进行解释。这些理论整体上相互补充、不断演进,解释能力不断发展。但中国现有的 FDI 研究尚未系统化,缺少理论的创新和突破,最主要的问题是:①多数文章停留在定性的讨论上,针对中国 FDI 的实证研究不足。②多数研究集中于探讨和检验一个或几个因素对 FDI 进入模式选择倾向性的影响。在这些影响因素中,产业与国家层面的发现更为有力,而企业层面的发现却不够清晰,关于企业层面的变量选择和变量测量仍然是一个挑战,许多细化的指标将为实证研究增添价值。

本书首先进行导论和文献综述,并分析中国企业 FDI 的现状和特点。然后,分股权结构和投资方式两种情况,分别提出影响中国企业 FDI 进入模式选择的分析框架、影响因素和研究假设。为验证假设,本书分别建立投资方式选择和股权结构选择的 Logistic 模型。在模型中,进入模式 Y 以 0、1 变量(并购为 1,新建为 0;独资为 1,合资为 0)来表示。影响因素 X 则通过建立量表形成调查问卷,或通过查找资料进行计算(如文化距离)来测量。

2008 年 10 月至 2009 年 1 月,笔者向中国的境外公司或其中方股东共发放问卷 800 份,回收 151 份,经过剔除后共保留有效问卷 132 份(新建投资 100 份,跨国并购 32 份;合资 68 份,独资 64 份),样本分布在 49 个国家和地区,涉及 14 个行业,基本反映了中国 FDI 存量的特征。本书使用 SPSS12.0 软件检验问卷的结构信度和效度,删除了不适合的问卷题项,最后采用相关分析、Logistic 回归分析、单因素方差分析等方法检验研究假设,得到 Logistic 模型。

本书的主要结论和可能的创新有:

(1) 研究视角的创新。



(2) 投资方式选择的模型创新。建立了基于投资方式的中国企业 FDI 进入模式的分析框架和选择模型。

根据该模型, 中国企业对外直接投资时, 选择并购的概率为:

$$E(Y) = \frac{e^{1.888 - 0.905JISHUYS - 0.623GONGSGJH + 0.528ZIBENFZSP}}{1 + e^{1.888 - 0.905JISHUYS - 0.623GONGSGJH + 0.528ZIBENFZSP}}$$

发现并验证了技术优势 [JISHUYS (-, 代表负向影响, 下同)]、公司国际化程度 [GONGSGJH (-)]、东道国资本市场发展水平 [ZIBENFZSP (+, 代表正向影响, 下同)] 对中国企业 FDI 投资方式选择的影响规律。还发现在中国, 进入壁垒 (CHANYBL)、文化距离 (WENHJL)、进入目的 (JIRUMD) 对企业 FDI 投资方式选择没有显著影响。其中, 东道国资本市场发展水平这一变量是本书新提出的。

(3) 股权结构选择的模型创新。建立了基于股权结构的中国企业 FDI 进入模式的分析框架和选择模型。

根据该模型, 中国企业对外直接投资时, 选择独资进入模式的概率为:

$$E(y) = \frac{e^{-4.049 - 1.078TOUZFS + 0.320GONGSGJH + 0.597JIQUANPH}}{1 + e^{-4.049 - 1.078TOUZFS + 0.320GONGSGJH + 0.597JIQUANPH}}$$

发现并验证了投资方式 [TOUZFS (-)]、公司国际化程度 [GONGSGJH (+)]、集权偏好 [JIQUANPH (+)] 对中国企业 FDI 股权结构选择的影响规律。还发现在中国, 技术优势 (JISHUYS)、技术隐性 (JISHUYX)、市场潜力 (SHICQL) 和文化距离 (WENHJL) 对企业 FDI 股权结构选择没有显著影响。本书新提出了投资方式和集权偏好两个影响因素。

(4) 面向中国企业 FDI 进入模式的实证研究创新。中国目前缺乏对外直接投资进入方式的企业统计数据。经文献检索, 除本书外, 中国 FDI 进入模式研究中尚没有较大样本的中国企业 FDI 进入模式问卷调查。因此, 本书填补了这一空白, 是相关数据和实证研究的一种



创新。

总之，本书在把握国内外最新学术动态的基础上，根据中国企业的 FDI 实践，采用理论与实证相结合的方法，研究了中国企业 FDI 投资方式选择和股权结构选择的影响因素，建立了分析框架和 Logistic 模型，验证了研究假设。本书进行了研究视角创新、变量创新、模型创新和实证研究创新，是问卷调查样本较大的一次中国 FDI 进入模式的实证研究，对现有的中国 FDI 进入模式研究具有一定的改进和完善。

目 录

第一章 导论	1
一、研究的背景	1
二、研究的意义	5
三、研究的内容和相关概念界定	8
四、研究方法	11
五、研究的技术路径	12
六、创新与不足	14
第二章 文献综述	17
一、FDI 基本理论	17
二、FDI 投资方式选择理论	24
三、FDI 股权结构选择理论	37
第三章 中国企业的 FDI 状况	58
一、中国企业 FDI 迅速发展的制度环境	58
二、中国企业 FDI 迅速发展的经济背景	64
三、中国企业 FDI 的现状和特点	69
第四章 FDI 进入模式的分析框架和基本假设	83
一、FDI 进入模式的影响因素分析	83



二、FDI 投资方式选择的分析框架和基本假设	94
三、FDI 股权结构选择的分析框架和基本假设	112
 第五章 模型与研究方法	127
一、Logistic 模型	127
二、变量定义和测量	131
三、问卷设计、调研和最终确定	148
四、数据来源	149
 第六章 数据分析	156
一、样本数据的描述性统计分析	156
二、数据预处理	171
三、量表的信度和效度检验及相关分析	174
四、假设检验与数据结论	178
 第七章 结论	183
一、研究结论	183
二、研究展望	194
 附录 调查问卷	197
 参考文献	201
 后记	218

第一章 导 论

一、研究的背景

2008 年，中国改革开放 30 周年。30 年来，中国的对外经济贸易取得了举世瞩目的成绩，开启了中国融入世界经济的进程，丰富了对外开放的伟大实践。“中国需要世界、世界需要中国”真正变成了现实。

1978 年中国改革开放之初，由于资本、技术、人才等要素短缺，为提高中国的技术和管理水平，中国的对外投资以“引进来”为主。1983 年中国吸收外国直接投资仅 9.16 亿美元，1992 年中国吸收外资首次突破 100 亿美元，开始呈现出蓬勃发展势头，1993 年达到 200 亿美元，1994 年超过 300 亿美元。此后，中国吸收外资规模稳步扩大，全球投资热点的地位逐步确立。2006 年，中国的吸引外资流量在连续六年的增长之后首度下降，较前一年降低 4% 至 690 亿美元^①。2007 年，中国吸引外资流量达 748 亿美元，世界 500 强企业有 480 多家在

^① 联合国世界贸易组织（UNCTAD）：《2007 年世界投资报告》，不包括中国香港 2006 年吸引的 430 亿美元的外国直接投资。



华投资；这一年末，全国外商直接投资累计超过 7700 亿美元，在中国实有注册的外商投资企业超过 28 万家^①。中国利用外资结束了快速增长的阶段，进入了平稳、低速增长期。

与此形成对比的是，2002 年以来中国企业对外直接投资增速强劲。中国对外直接投资净额（简称流量）在 2005 年首次突破 100 亿美元，2006 年首次突破 200 亿美元，2007 年达到 265.1 亿美元。2008 年中国对外直接投资流量突破 500 亿美元，为 559.1 亿美元，达到了 2003 年中国实际利用外资水平^②。截至 2007 年底，中国对外直接投资累计净额（简称存量）首次超过 1000 亿美元，达到 1179.1 亿美元；中国近 7000 家境内外投资主体在全球 173 个国家（地区）设立境外直接投资企业超过 1 万家^③。

“引进来”与“走出去”是中国对外投资制度的两项重要内容。在中国引进外资取得举世瞩目成就的同时，中国政府 1998 年提出“走出去”发展战略，并在 2001 年将“走出去”战略写入全国人大九届四次会议通过的《国民经济和社会发展第十个五年计划纲要》，该战略和西部大开发战略、城镇化战略、人才战略并称为四大新战略。在中国重返 WTO 和世界经济一体化的背景下，中国对外开放政策的重心也逐步从“引进来”向“走出去”^④转变，中国政府鼓励和支持有条件的各类所有制企业对外投资和跨国经营，积极参与经济全球化。

发展对外直接投资不仅是中国政府的政策取向，也是中国经济发展的必然选择。①中国 2006 年人均 GDP 为 2042 美元，首次超过 2000 美元，2008 年人均 GDP 超过 3000 美元。根据英国学者邓宁提出的发展中国家投资发展周期理论，中国正进入对外投资快速增长的第三阶段。这时，对外投资更有利于逐步调整中国的经济增长模式，优化经

① 李英辉：《我国引进外资增速高于 GDP 增速》，《京华时报》2008 年 10 月 29 日。

② 商务部、国家统计局、国家外汇管理局：《2008 年度中国对外直接投资统计公报》。

③ 商务部、国家统计局、国家外汇管理局：《2007 年度中国对外直接投资统计公报》。

④ 中国企业“走出去”包括两个层次：第一层次是商品和劳务的对外输出；第二层次是资本的对外输出。通常所说的“走出去”战略指第二层含义。本书的“走出去”指的也是第二层含义。



济结构。②国际收支持续较大顺差，外汇流动性泛滥加剧，外汇储备规模庞大。中国外汇储备 1996 年底首次突破 1000 亿美元，2006 年底首次突破 1 万亿美元，2008 年底超过 2 万亿美元。超额的外汇储备加大了成本和风险，容易导致人民币升值和通货紧缩，不利于增加国内有效需求，而对外投资可以缓解外汇储备迅速增加的趋势。③中国地大物博，但人均占有资源量少，可通过对外投资利用国外石油、矿产等资源；中国企业的技术尚不领先，对发达国家的对外投资可以提高中国的技术水平。④国内市场生产能力过剩。中国一些具有比较优势行业（如彩电）已经出现生产过剩和利润下降，加快对外直接投资拓展国际市场，可寻求企业长足发展之路。⑤跨国公司的发展历程中，低级阶段是单纯的产品出口，高级阶段是通过直接投资实行属地化生产。中国企业走向世界也必然经历这一过程。

显然，中国企业将继续加大对外投资的步伐，迎来对外直接投资的新高潮。在经济领域，伟大的实践呼唤相应的理论研究，伟大的实践往往存在共性的问题和挑战。Madhok (1997) 指出，在对外直接投资过程中有两个突出的问题：一是对外直接投资的动机；二是对外直接投资的进入模式选择。对外投资进入模式包括投资方式（并购或新建）和股权结构选择（独资或合资）两方面，是中国企业在“走出去”过程中遇到的普遍而重要的问题。

就对外直接投资的投资方式选择而言，20 世纪 90 年代以来，在全球贸易投资自由化和资本市场自由化的发展趋势下，许多国家取消了对外资股权的限制，放松了对电信、运输、金融服务等行业的管制，越来越多的国家开启资本账户自由化，为跨国并购解除了制度障碍，使并购投资的比重上升，如表 1—1 所示。总体上，全球平均“并购/FDI 流量”的比例超过 50%，以跨国并购为主；中国企业 FDI 还是以新建投资的方式为主，跨国并购占 FDI 的比例虽有增长，但“并购/FDI 流量”的平均比例仍低于 50%。



表 1-1 中国和全球通过跨国并购实现的对外直接投资

年份	跨国并购（亿美元）		FDI 流量（亿美元）		并购/FDI 流量（%）	
	中国	全球	中国	全球	中国	全球
1990	0.60292	2003.8873	8.30000	2391	7.26	83.81
1991	2.95141	1166.4152	9.13000	2005	32.33	58.19
1992	5.95506	1129.3926	40.00000	2041	14.89	55.35
1993	4.79758	1234.9169	44.00000	2420	10.90	51.04
1994	1.44626	1705.7508	20.00000	2879	7.23	59.25
1995	2.04944	2315.7695	20.00000	3616	10.25	64.05
1996	3.12082	2642.5380	21.14000	3984	14.76	66.34
1997	10.41409	3709.8690	25.62490	4761	40.64	77.91
1998	14.28436	/	26.33807	6886	54.23	/
1999	2.07370	9038.6824	17.74313	10881	11.69	83.07
2000	/	/	9.15777	12316	/	/
2001	7.75164	7304.4066	68.85398	7513	11.26	97.22
2002	12.94628	4832.3823	25.18407	5374	51.41	89.92
2003	19.08313	4113.0175	28.54650	5628	66.85	73.09
2004	16.77527	5658.7065	54.97990	9202	30.51	61.50
2005	55.99189	/	122.61170	8808	45.67	/
2006	153.83703	11180.6790	211.60000	13232	72.70	84.50
2007	45.29287 ^①	16371.0670	224.68860	19965	20.16	82.00

注：跨国并购数据来自联合国贸易与发展会议（UNCTAD），Value of Cross-border M&A's, by region/Economy of purchaser, 1987—2008a, <http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=3277&lang=1>。

FDI 流量数据来自联合国贸易与发展会议（UNCTAD），Outward FDI flows, by Host Region and Economy, 1970—2007, <http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=3277&lang=1>。

① 商务部《2007 年度中国对外直接投资统计公报》中中国 2007 年 FDI 流量为 265.1 亿美元，跨国并购为 63 亿美元，为统一 2007 年各项数据来源，此处全部用 www.unctad.org 的数据。



在对外直接投资股权结构选择上,改革开放以来,跨国公司在中国的直接投资经历了一个从参股到控股再到独资,逐步加强控制权的过程。中国对外投资的股权结构目前还没有显现这一特征。

FDI 投资方式和股权结构选择是企业投资决策的重要内容。中国企业在具体实践中,为何选择了跨国并购而不是新建投资、为何选择了独资而不是合资的对外投资方式?进入模式的选择和战略绩效是否具有明显的相关性?要回答这些问题,有必要深入研究中国企业对外投资进入模式选择的特点、影响因素、作用规律,有必要提出中国企业对外投资进入模式选择的分析框架,有必要深入分析企业进入模式选择和绩效之间的关系。

总之,在微观上,中国企业的对外直接投资普遍面临着进入模式的选择问题。在宏观上,中国目前已在引进外资领域取得了一些理论成果,但在对外投资领域的研究还不够充分,中国政府需要这样的理论研究来丰富中国“走出去”战略的制度内涵,指导“走出去”的中国企业。在这一背景下,本书尝试通过实证研究的方式对这些问题进行深入研究,力求反映时代特征和突出理论贡献。

二、研究的意义

1. 实践意义

(1) 对外投资的风险和不确定性高,中国企业在国际化进程中必将面临前所未有的挑战。中国资本输出的高潮即将到来,中国企业面临着经济全球化的巨大机遇和严峻挑战。通过对外投资、最终造就一批大型跨国公司已成为摆在中国企业面前不可回避的问题。作为发展中国家,中国企业在管理、技术、经验、资金等国际竞争力还不足,中国企业的跨国经营之路还刚刚开始,未来的道路还很曲折和漫长。