

对外直接投资的不确定性理论

陈舜

西南财经大学出版社

XALP/110

97
F831.6
82

2

云南财贸学院学术基金资助

对外直接投资的不确定性理论

陈 舜



3 0116 5752 9

西南财经大学出版社

1995年·成都

366816



C

(川)新登字 017 号

责任编辑:左 强

封面设计:梁建成

书 名:对外直接投资的不确定性理论

作 者:陈 舜

出版者:西南财经大学出版社

(四川省成都市光华村西南财经大学内)

邮编:610074 电话:(028)7763785

印 刷:成都飞机工业公司印刷厂

发 行:西南财经大学出版社

四 川 省 新 华 书 店 经 销

开 本:850×1168mm 1/32

印 张:17.5

字 数:435 千字

版 次:1995 年 12 月第 1 版

印 次:1995 年 12 月第 1 次印刷

印 数:1500 册

定 价:26.00 元

ISBN7-81017-999-3/F·824

1. 如有印刷、装订等差错,可向本社发行部调换。
 2. 版权所有,翻印必究。
-

序 言

第二次世界大战后，特别是 60 年代初以来，跨国公司得到了迅速发展，国际直接投资与企业跨国经营的理论与实践，也成为举世公众广泛注意的课题。

企业的跨国经营活动，大体上可以分为两类，一类是市场交换，如进出口贸易、技术转让，以及证券投资；另一类则是在国外投资，从事国际生产，如建立独资或合资企业，其中包括着资本、技术和管理技能等生产要素的转移，直接影响着国际分工和东道国的经济发展。

为了解释对外直接投资现象，60 年代初美国学者海默首先提出了垄断优势理论，开创了跨国公司对外直接投资的理论研究，接着又有寡占反应理论、产品周期理论、内部化理论，以及国际生产的折衷理论等等。以上这些理论，从不同的角度解释跨国公司从事对外直接投资的动机与条件，见仁见智，使这方面的研究逐步深入。但正如专家们指出的那样，这些理论都各有侧重，也就各有偏颇，建立一个更一般的理论，是进一步深入研究的需要，是学者们面临的共同的课题。

企业跨国经营，希望取得长期稳定的收益，但国际经济环境有很大的不确定性，既有政治方面的，也有经济方面的。即跨国经营存在风险问题。如何处理风险与收益的关系，是企业跨国经营决策所必须面对的客观事实。有的学者发现，跨国公司的收益率并不比国内企业显著地高，但比国内企业显著地稳定，现有的理论还不能很好地解释这种现象。在这方面有的学者在其著述中，以只言片语的形式提出了一些“猜想”，如弗农就曾指出过：“对

外直接投资可能是对环境不确定性的反证”，但在中外学者的著作中，却几乎没有对这个问题进行深入系统的讨论。

本书正是从不确定性出发，对对外直接投资的原因、形式、规模、区位和时间进行了系统的探讨。其目的是要回答在两类国际经营方式中，企业是如何选择的。由于是从经济个体的效用最大化角度出发，垄断优势论难以解释的现象，在这里得到了较为合理的说明；由于从比交易成本更基础、更具体的概念——不确定性——出发，使其推论具有一定程度的可检验性，使其结论具有实际的管理意义。可以说，作者的目标，是循着内部化理论的路径，力图回答国际生产的折衷理论提出的问题，以期建立更一般的具有管理意义的系统理论。在研究方法上，作者从不确定性和效用理论出发，用数理方法进行推理，用统计检验支持结论，这在同类文献中，是比较罕见的。

我们的跨国公司理论研究，从引进到进行较深入的探讨，历来对国际上有关的发展给予力所能及的关注；中、加联合培养，又给了作者同更多的国外专家讨论的机会。本书原是作者的博士论文《对外直接投资的不确定性理论与跨国公司的风险管理》，曾以逻辑严谨、论证充分、方法新颖、富有新意而得到同行专家和答辩委员的赞许。现在承云南财贸学院资助，由西南财经大学出版社出版，与更多的读者见面，是对我国研究跨国公司理论与实践的一份贡献。书中错误与不足之处，尚祈读者予以批评指正。

陈荫枋

1995年4月于南开大学国际经济研究所

目 录

导论	(1)
第一章 国际经济环境的不确定性	(17)
第一节 经典答案 平价体系	(18)
第二节 平价体系的检验	(21)
第三节 国际经济变量的预测	(41)
第二章 不确定性与国际资源配置	(51)
第一节 不确定性与国际贸易增长	(51)
第二节 不确定性与国际资本流动	(62)
第三章 对外直接投资的效率	(77)
第一节 不确定性条件下的企业	(77)
第二节 不确定性对进出口企业的影响	(84)
第三节 对外直接投资的效率	(91)
第四章 宏观经济波动、市场不确定性与跨国公司风险	(113)
第一节 宏观经济波动与汇率的不确定性	(114)
第二节 不确定性、暴露与风险	(125)
第三节 风险的种类	(131)
第五章 跨国公司宏观经济暴露的系统分析方法	(144)
第一节 换算暴露与国际会计方法	(144)
第二节 经济暴露分析	(159)
第三节 宏观经济暴露分析	(186)
第四节 宏观经济暴露对跨国公司影响的直接估计	(196)

第六章 跨国公司短期风险的市场管理	(222)
第一节 保值：交易暴露的市场管理.....	(223)
第二节 市场管理宏观经济暴露的系统方法.....	(270)
第三节 市场保值理论.....	(306)
第四节 风险、风险市场与对外直接投资.....	(327)
第七章 跨国公司风险的计划管理	(345)
第一节 经济暴露的计划管理.....	(345)
第二节 最佳外汇组合与市场工具的结合.....	(359)
第三节 资本成本、资本结构与资本预算.....	(372)
第八章 政治风险分析与管理	(398)
第一节 政治环境、跨国公司、利益冲突.....	(398)
第二节 政治风险评估.....	(411)
第三节 政治风险与对外直接投资.....	(429)
第四节 政治风险管理.....	(444)
第九章 跨国公司风险的战略管理	(453)
第一节 国际多元化和区位选择.....	(454)
第二节 对外直接投资形式的合理选择.....	(470)
第三节 对外直接投资的时机选择.....	(494)
第十章 结论	(518)
附录	(521)

导 论

各国资源禀赋和技术水平的不同,导致同种要素边际生产力的差别;各国产品结构和消费偏好的不同,导致同种商品边际效用的差别。消除或减少这种差别,能增进世界的福利水平。国际经济活动的目的,就是要实现这种差别形成的比较利益。国际经营的方式有很多,如资本流动、产品贸易、技术出口和跨国生产,但基本上可分为两类:国际市场交换和对外直接投资。

本书试图回答的问题是:在什么情形下,在两类国际经营方式中,企业选择对外直接投资?

一、传统理论的回答

试图对上面的问题作出回答而提出的理论已有好几种。居主流地位者有二:一是对外直接投资的代表理论——产业组织理论,或垄断优势论;一是内部化理论,或跨国公司(TNC)的交易成本理论。

(一)产业组织理论

1960年以前,几乎都认为,到国外去投资设厂或直接投资,是资本流动的一种形式,和国际借贷或国际证券投资一样,是一种资本输出。因此,没有区分对外直接投资(FDI)和证券投资,在理论上把二者作为同一对象进行研究。1960年海默(Hymer, 1960)在作博士论文的时候,利用邓宁(Dunning, 1958)提供的资料和其他学者的研究成果,经过对比对外直接投资和间接投资,他发现,二者具有不同的行为表现。并进一步论证对外直接投资的动机和证券投资不同,第一次提出了对外直接投资的理论。在海默的博士论

文完成以后，他在文中表述的观点，得到了很多人的认同和修正。其中较为重要的，一是其师金德尔伯格(Kindelberger, C. P. 1969)的表述和宣扬，二是凯夫斯(Caves, R. E. ,1971, 1974)的论证和推广。因此，今天常把这一理论称为海默—金德尔伯格—凯夫斯传统。虽然有些修正，但其核心并没有超出海默的论文。并且，至今仍是两大理论之一。

海默说明证券投资和对外直接投资有不同行为表现之后，指出证券投资是为了国外资本市场上较高的利息收入，但对外直接投资是为了控制国外企业。为什么要控制国外企业？因为如果某一企业在国内拥有某种成本优势，就会逐步占领国内市场，成为国内垄断企业。这时的国内企业要想进一步发展，必须进入国外市场。若东道国已有相同的企业，或别的(本国及别国)企业也想进入该市场，就会发生冲突(Conflicts)。要象在国内市场一样稳定地获取国外市场上的收益，就要消除这种冲突。消除的办法是将国外生产相同产品的企业变为受制于自己的企业，或建立属于自己的企业，避免发生冲突。为了达到控制的目的，母公司就要向子公司投入一定的资源(不能全部在当地筹资，否则就没有控制权)，所以产生了对外直接投资。

从以上简述中可以发现，海默的理论在于找出对外直接投资的原因和动机，对外直接投资的前提条件是公司具有某种优势，对外直接投资的目的是垄断国外市场。将这两者合在一起，称为垄断优势论。在更大的范围来看，这一理论是从企业 and 市场两个方面来研究对外直接投资，因此，很多学者较为规范地称其为产业组织论。

垄断优势论，能在一定程度上解释对外直接投资现象，但也有不完善之处，至少存在以下几方面的问题：

1. 现实中，并不一定是垄断企业才进行对外直接投资，这意味着垄断是对外直接投资的企业常表现出来的一种特征，而不一定

是对外直接投资的基础。

2. 垄断优势论认为,对外直接投资的目的是垄断国外市场,垄断专门优势的使用。因此,跨国公司在海外获取的是一种租金。这就不可避免地得出一个结论,也是海默本人始终坚持认为的,跨国公司对东道国有剥削现象,会导致不平衡发展。(因此,在完成博士论文后,他转向发达国家向发展中国家对外直接投资的研究,试图揭示跨国公司带给第三世界的不公平性。以此得出跨国公司无益于世界福利水平提高的结论)。在政策上,这必然导致这样的结论:维护和促进对外直接投资的世界政治经济秩序是不公正的,发展中国家应禁止外来资本,发达国家不应对外直接投资;合理的世界经济秩序,应是通过商品和信息的流动来实现国际间资源配置的效率。这一观点,使海默在西方学界被论定为激进经济学家;也正是这一点,招来了内部化理论的猛烈抨击,成为产业组织论最致命之处。因为,进入70年代以来,第三世界不是排斥外资,而是竞相以优惠政策抢夺外资。产业组织论难以解释这种现象,给内部化理论“占了上风”。

3. 发达国家与发展中国家之间,优势较显著,垄断易实现,对外直接投资的机会应较多。但事实上,对外直接投资,不论存量或是流量,历来都主要集中在发达国家之间。垄断优势论很难对此给出合理的解释。

4. 关于垄断。海默强调,对外直接投资的目的是为了控制当地企业,控制的目的是为了垄断当地市场(排斥其他企业的进入)。这一推理并不一定总是成立,因为虽然母公司能控制子公司,但通过子公司并不一定能控制当地市场。再者,即然子公司的产品能控制当地市场,为什么出口不能?这就导致产业组织论的又一个结论,即对外直接投资是为了绕开贸易壁垒:一种结构性市场失效。倘若如此,随着贸易障碍的消除,对外直接投资应该是减少。但事实上,自东京回合以来,在贸易壁垒大幅度降低的同时,对外直接投资却

在迅猛发展,而不是减少。

5. 企业为什么不直接出售其优势,获取相应的收益?

对外直接投资只是多种国际经营方式中的一种,国际经济的收益方面的基础,主要是比较利益。不排除对外直接投资可以在特殊情形下获取租金,但这不应是其根本目的。否则,就与现实相去甚远了。

(二)内部化理论

60年代以后,科斯(Coase, R. H., 1937)关于企业的观点,即认为企业是一种用内部调配代替外部交换,以完成资源配置的组织,得到了较普遍的认同。同期,威廉姆森(Williamson, O. E., 1970, 1971, 1973)等人系统地发展了交易成本学说,阐述了层级制度的效率,说明当市场的交易成本显著时,企业就会将外部市场内部化,完成资源配置的功能。这种关于企业的观点,到70年代以后,代替了新古典理论中企业是一个生产函数的传统,成为较普遍接受的一种企业理论。一些研究跨国公司的学者,如巴克莱和卡森(Buckley & Casson, 1976)等,用这种一般的企业理论,去解释跨国公司的形成,提出了跨国公司的内部化理论。其主要论点是:由于市场中存在交易成本,交换的利益受到限制,市场配置资源的功能受到约束;企业是一种层级组织,在其内部,用计划分配来代替市场交换;用集中的信息处理代替个别的信息收集;用行政指令来代替合同谈判;用长期合同来代替短期合同;因而可以节约交易成本。当外部市场的交易成本太高时,企业的规模就会扩大,取代市场完成资源配置的功能。当然,企业的扩大也会提高内部管理成本。于是,企业的边界(规模),决定于内部管理成本(或层级制度的效率)和外部交易成本的比较。

内部化理论作为跨国公司的理论,虽然目前较为注目,但也有一些不完美之处。

第一,这是一个一般性的企业理论,认为跨国公司和国内企业

并没有什么特别不同之处,只是交易成本的构成不同而已。虽然在逻辑上给出了跨国公司形成的推理,但同交易成本学说一样,是一个难以检验的假说,因为交易成本的度量至今仍是一个难题。

第二,内部化理论认为,跨国公司的效率来自于用内部管理成本代替交易成本,只要能降低交易成本,形成跨国公司就是有效的。于是,企业管理能力的提高(内部管理成本的降低),成为跨国公司扩张的关键。一般来说,管理能力决定于科技水平(如信息收集、处理、传递技术)的进步和制度(包括正式制度和非正式制度)环境的改善,一般来说,二者的变化都是较缓慢的。这就很难解释,为什么对外直接投资会在一段时期内急剧上升。

第三,跨国公司并没有完全消除交易成本。对外直接投资后,新的交易成本又产生了(具有更少的国外信息、更不稳定的合作伙伴、更易受到不确定性影响的专用资产),如何判断新的交易成本是否比原来的低。

第四,内部化理论太过一般化,以至于不能为跨国公司的管理提供具有实际意义的指导性原则。

由上看出,对外直接投资或跨国公司的主流理论,都存在一定的不足之处。需要寻找较为统一、合理的新理论。

二、传统理论的启示

寻找新理论的工作从来没有停止过,弗农(Vernon, 1966)的产品生命周期论,尼克博克(Knickerboker, 1973)的寡占反应论,阿利伯(Aliber, 1973)的通货区理论,小岛(Kojima, 1975)模式等。这些理论大都只能解释某一类特殊的投资现象,因而比两种主流理论更不具一般性。

还能从其他渠道分析对外直接投资现象吗?

用抽象的语言来描述跨国公司的形成,而不涉及具体的度量或比较,内部化理论在逻辑上是严密的。新的理论不论以何种形式

出现,应至少具有与内部化理论同等的解释力而不应与此有冲突。这预示着,用以分析的基础概念,即要克服交易成本的高度抽象性,又要保持与交易成本的一致性。符合这一要求的概念是什么呢?

内部化理论的基础是交易成本学说和层级制度的效率,但在跨国公司研究领域,前者得到更多的重视。交易成本包括寻找成本、谈判成本、监督成本。交易成本的产生,源于三个基本事实:一是有界理性,指任何经济个体不可能尽知整个经济系统的所有状态并且总是采取理性的反应;二是机会主义行为动机,指经济个体在有利于自身的条件下,存在不顾他人的利益而采取违背合同行为的可能性;三是资产专用性,会导致生产某种产品的专有资本,在非完全竞争的市场上,转作他用或转让,其价值会降低。事实上,这三种因素要能形成交易成本而降低市场交易的效率,必须和另一个环境因素不确定性相结合。在确定性情况下,交易对象是确定的,市场参与者不必为寻找交易对象而付出寻找成本;市场是确定的,任何一个交易方都没有必要也不能够采取机会主义行为,因而也就不必付出监督成本;即使是确定性的,信息失去了作用,不存在信息不完全以及信息不对称的问题,也就不存在谈判成本;由于不存在不确定性,投产后,专有资本的价值会随着生产过程逐渐转移到最终产品中去,资产专用性不会给企业造成负效应,一切未来的情况都在投资前完全考虑到;某种优势技术,也会在确定性的市场上获取能够弥补其成本的价格。正是不确定性的存在,使有界理性的经济个体,不能够掌握所需的全部信息,承受着作出错误决策的可能性;正是不确定性的存在,使企业在投资时,不能正确地作出关于未来的预测,使得当不利情况出现而停产时,专门资产不能收回;正是因为不确定性的存在,使得需要信息的个体不能从市场上公平地买到所需信息,造成了市场的分割,给采取机会主义行为的参与者以可乘之机;正是因为不确定性的存在,使优势技术不

能通过市场交换,而必须由所有者独立使用。总之,有界理性、机会主义动机是市场参与者的一种基本特征,资产专用性是资本的一种基本特征,这些基本特征,都要在不确定性这一环境因素下,才能起作用而形成交易成本。

环境的不确定性,这是可以观察到的,因而比交易成本概念更具体;不确定性是导致交易成本产生的基础变量,因而与交易成本的作用具有一定的一致性。

垄断优势论指出,之所以要控制当地企业,是为了垄断市场以获取长期收益。也就是说,防止其他企业竞争导致的国外市场不稳定(不确定性)。

能否从不确定性出发,寻求对外直接投资的理论呢?

三、相关的研究

不确定性与对外直接投资之间的关系,早就为学者所注意。

拉格曼(Rugman, A. M., 1979)的博士论文提出:对外直接投资是企业对环境不确定性的一种反应,其目的是为了获取多元化的利益。二者之间的关系是,多元化可以降低不确定性。证明的过程是:先计算国际金融市场上证券收益的相关性,再分地区或行业计算企业收益率(用股价指数和生产指数)的相关性,拉格曼发现,实际收益率的相关性,比市场上的证券收益率的相关性低。这就说明,通过对外直接投资,进行实际生产,比在国际市场上间接投资获取的多元化利益,要显著一些。拉格曼的证明,为其议题提供了间接的支持,准确地说,该文主要是揭示了对外直接投资的一种利益来源。

1983年,弗农(Vernon, 1983)发表“论对国际风险的组织和制度反应”,文中写到:“对外直接投资通常表现为对某种国际风险的反应”(Vernon, 1983, p191),“部分学者(Caves, 1973, p117; Buckley and Casson, 1976, pp33—59; Casson, 1979, pp45—62)已观察

到,某些跨国交易的内部化,很象是降低风险的一种重要方式”(Vernon,1983,p192)。遗憾的是,该文只就合资企业作了论述,文中的大部分内容,似乎不能为其议题提供支持。

以上两文提出了对外直接投资的一个可能的动机,但未作深入分析。其中一个十分重要的原因,就是没有足够的经验证据。

1991年,K. D. 米勒(Miller, K. D., 1991)的博士论文,提出TNC的战略,受环境不确定性的影响,并利用中美和巴拿马的资料,对此提供了支持;1992年,M. C. 奥奴克(Onuk, M. C., 1992)的博士论文提出,跨国公司的国际生产多元化,是为了稳定收益。

拉蒙金(Lambkin, 1988)、巴特莱特(Bartlett, 1986; Bartlett and Ghoshal, 1986)、比米什和班克斯(Beamish and Banks, 1987)、哈里根(Harrigan, 1985)、莱克若(Lecraw, 1984)、伊通和吉尔索维兹(Eaton and Gersovitz, 1983)、拉格曼(Rugman, 1982)、克姆和黄(Kim and Hwang)等人的经验研究,也都在一定程度上得出,对外直接投资或跨国公司,受风险因素的显著影响。但所有这些检验,都是一种局部的结果。

较为系统和全面的检验有两个:一是阿加沃尔和拉默斯哇咪(S. Agarwal and S. N. Ramaswami, 1991)的工作,他们利用美国跨国公司的资料,系统研究进入国外市场的战略,发现国际经营方式(出口、合资或是独资)的选择,受东道国的不确定性特征和企业风险管理能力的共同的显著影响;二是法特米(A. M. Fatemi, 1984)的统计研究,通过对比美国国内企业和跨国公司的收益及其稳定性发现,不能排除两类企业的收益率没有区别的假设(意味着二者来自同一统计总体),但可以排除二者系统风险相同的假设。结论是:跨国公司的收益率并不显著地比国内企业高,但其收益显著地比国内企业稳定。

这意味着,对外直接投资追求的目标之一(甚至是主要动机),是收益的稳定性。

收益的稳定性对消费者和企业有什么影响呢？

四、收益波动是一种成本

(一) 收益波动与消费者行为

大概在 18 世纪前几年, N. 伯努力(N. Bernoulli)提出了著名的匹兹堡悖论, 为了得到合理的解释, 1738 年, D. 伯努力(D. Bernoulli, 1738)才假设: 个人最终关心的不是平均预期收益, 而是平均预期效用, 随着财富的增加, 单位收益带来的效用递减。效用同收益的关系可用下图来表示:

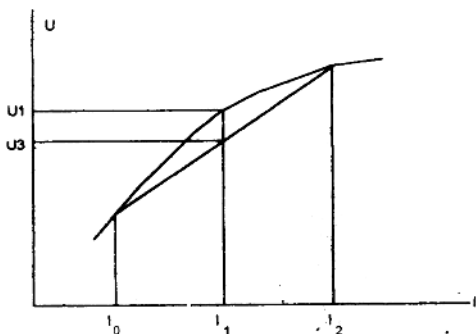


图 1 收入与效用的关系

用现在的数学语言来说, 就是效用是收益的单增凹函数。若个体有确定的收益 I_1 , 则其效用为 U_1 ; 若其收益不确定, 有 50% 的可能性降为 I_0 , 或以 50% 的可能上升相同的幅度, 到 I_2 , 平均收益仍为 I_1 , 但此时的平均预期效用却为 U_3 , 低于 U_1 。这是因为, 边际效用递减, 增加单位收益带来的效用, 不足以抵消降低单位收益造成的效用损失。如果存在如图 1-1 所示的效用函数, 就能确定不确定性对消费者的影响。保证这样一条曲线存在的, 是冯·诺伊曼摩

根斯顿公理体系(Von Neumann and Morgenstern, 1947)。本文的论述,以此公理体系成立为基础。从图中还可以看到,曲线的曲率越大,不确定性对消费者效用的降低越显著,阿罗(Arrow, 1965)和普拉特(Pratt, 1964)正是以此来度量风险厌恶程度的,本文也采用相同的度量方法。

这样,就可得出结论,当不确定性本身不能给承担者带来足够的效用增加时,收益的波动会降低理性消费者的效用。

(二)收益波动与企业管理

传统理论认为,企业收益的波动对其所有者(以及管理者)没有影响,因为在一个完善的资本市场上,投资者可以任意组合其资产,通过市场分散过高(与整个市场的平均风险水平相比)的风险,通过多元化减少单一收入波动的负效应。这样,尽管消费理论中已证明收益的不确定性会降低消费者的效用水平,但加入一个完善的资本市场(忽略交易成本),在企业理论中,就不必考虑经营收入的波动。因为在一个包含风险的均衡经济中,承担某一程度的风险,会获取相应的报酬。于是,企业管理者只需追求平均预期收益最大化,而不必关心收益的稳定性。虽然这一推论在理论上有着重要意义,但并不尽符合客观事实。在实际经济中,企业必须关心收益的稳定性。为此提供支持的,至少有以下事实。

1. 由企业稳定收益的成本较低。将单一风险在市场上通过多元化分散,就要准确了解自身资产以及市场上其他资产的收益风险水平。每一个市场参与者都需要建立完整的信息系统。不论在相关信息的拥有、收集、和处理方面,还是市场分析和金融工具的应用方面,企业都比分散的持股人更有优势。由企业集中管理风险,存在规模经济;

2. 收益波动降低企业的市场价值。不论是企业所有者或是管理者,资产升值都对其有益,而下降则会造成损失。在均衡的资本市场上,按资本资产定价模型(CAPM),某企业资产(如股票)的收