

# 投资经验是否影响了中国异质性企业的 OFDI 模式选择

黄梅波 唐正明 李行云

**摘要：**本文研究了中国异质性企业在特定目的国<sup>①</sup>市场的前期投资经验与其后续 OFDI 模式选择的动态关系，并提出相关假说，然后使用 2003—2011 年中国企业 OFDI 数据进行了实证检验与分析。研究发现：对特定目的国市场前期投资经验越丰富，或者中国其他企业对目的国对行业投资经验越丰富，中国 OFDI 企业越倾向于跨境并购；从企业异质性影响看，当中国企业生产率越高时，该企业在目的国投资经验对其 OFDI 模式选择的影响也越大；企业前期投资经验与目的国制度、风险环境之间呈显著的逆向调节效应，差异性地作用于该企业后期 OFDI 模式选择；当然，中国 OFDI 企业在同一国前期的投资经验对其后期 OFDI 模式选择的影响强于相似国家，而非相似国家的投资经验则不具有显著影响。

**关键词：**投资经验；企业异质性；绿地投资；跨境并购

[中图分类号] F125 [文献标识码] A [文章编号] 1002-4670 (2019) 07-0128-14

## 引言

随着改革开放的不断深入，中国经济步入了从大量“引进来”到“引进来”与“走出去”并重的新的发展时期。在“走出去”“国际产能合作”等大背景下，中国企业 OFDI (Outward Foreign Direct Investment, 对外直接投资) 实现了高速增长。当前企业 OFDI 主要有两种模式：绿地投资 (Greenfield Investment, 或新建投资) 和跨境并购 (Merger and Acquisition, M&A)<sup>②</sup>。绿地投资通过在外国新建企业，能够较强地控制新设公司的技术和资源，但需投入大量的沉没成本；跨境并购则是通过兼并国外现有企业的技术、资源、市场渠道等实现海外投资 (Hennart and Park, 1994<sup>[1]</sup>；蒋冠宏和蒋殿春, 2017<sup>[2]</sup>)。OFDI 模式选择是企业国际化面临的重

[基金项目] 国家社会科学基金青年项目“中国对外援助的经济效应和协调机制研究”(17CGJ013)；国家社会科学基金青年项目“‘一带一路’背景下人民币计价结算地位及影响因素研究”(18CJL039)；湖南省社会科学基金项目“非对称性汇率传递效应与我国高新技术产品出口对策研究”(16JD21)。

[作者信息] 黄梅波：上海对外经济贸易大学国际经贸研究所教授；唐正明：中国人保资产管理有限公司-复旦大学博士后科研工作站、人保资产宏观与战略研究所；李行云（通讯作者）：南京财经大学会计学院 210023 电子信箱 xyun1988@foxmail.com。

①本文“目的国”包括“目的地或地区”的含义，遵循习惯表达和简化而如此行文。

②跨境并购是指兼并或并购，鉴于已有文献大多并不区分并购和兼并等，本文将之视为同义词。

要问题,其甚至关系到 OFDI 企业海外整体战略的成败。然而,为什么中国企业 OFDI 时有的选择绿地投资,有的选择跨境并购呢?企业 OFDI 的投资模式具体受哪些因素的影响?影响机制又是什么?

一方面,基于企业异质性视角, Nocke 和 Yeaple (2007)<sup>[3]</sup>首次建模分析认为在具有较强跨境移动能力优势(生产率、技术和资本密集度)的行业,强移动能力最高的企业选择跨境并购,而在具有较弱跨境移动能力优势(营销渠道等)的行业,弱移动能力最高的企业则选择绿地投资<sup>①</sup>。另一方面,企业前期 OFDI 经验是否产生了影响? Hennart 和 Park (1993)<sup>[4]</sup>和 Caves (2007)<sup>[5]</sup>认为国际(特别是目的国)经营知识是隐性的,缺乏国际或目的国经验的跨国公司很难购买此类知识,因而倾向于并购获取,拥有丰富投资经验的企业则已经掌握此类技能,更易选择绿地投资。Slangen 和 Hennart (2008)<sup>[1][6]</sup>使用荷兰企业在 35 个目的国的 171 宗绿地投资和并购数据实证分析发现,由于外来者劣势,文化距离越大,跨国公司越会采取绿地投资方式,但其在目的国的经营经验能在一定程度上克服这种劣势,增加并购概率。也有学者认为,企业对特定目的国的 OFDI 经验越丰富,越能帮助企业吸收、整合、转化内外部知识或技能,获取比较优势(Sirmon et al., 2007)<sup>[7]</sup>,强化企业处理在目的国经营时的风险或不确定性,减轻其应对“探索未知境域”的资源需求压力(Martin and Salomon, 2003)<sup>[8]</sup>。

然而关于中国异质性企业 OFDI 模式选择的研究不多,尤其是基于动态分析视角的对特定国家 OFDI 经验对该异质性企业后期 OFDI 模式选择影响方面的研究更少。囿于数据的匮乏,使用丰富的微观数据加以佐证的就更显不足。

现有研究多使用静态分析思路,忽略了企业“OFDI-OFDI”动态序贯投资策略:企业自身和其他企业前期 OFDI 经验对其后期 OFDI 模式选择的影响。因此,本文从理论和实证双重视角系统性地探究前期跨境投资经验如何动态影响中国异质性企业的后期 OFDI 模式选择。

不同于发达国家跨国公司的实践,来自中国的异质性企业,其面临的强、弱移动能力优势可能与发达国家的跨国公司存在一定的差距和差异性,更倾向于采用体现中国特色的“出口—OFDI”“OFDI—OFDI”动态序贯策略,以选择最优投资模式。特别是在近年来在中国推进“走出去”战略和开展国际产能合作等背景下,研究中国异质性企业的投资经验与其后续 OFDI 模式选择的关系,为中国企业“走出去”提供经验与理论支持,具有重要的研究意义。

## 一、理论分析和研究假设

### (一) 投资经验与企业 OFDI 模式选择

相较于绿地投资,跨境并购常常涉及目的国企业所有权人变更和行业内大企业

---

<sup>①</sup>异质性企业理论认为与企业生产有关的科技、组织、规模、资本密集度、成熟度等具有很强的跨境移动能力,称为强移动能力(Mobile capability)或上游资产(Upstream assets);而市场营销条件、消费偏好,企业与当地供应商、消费者的关系等则受限于来源国属性,难以有效跨境移动,则称为弱移动能力(Non-mobile capability)或下游资产(Downstream assets)。

的兼并,造就寡头垄断,甚至涉嫌危及国家安全问题,很容易招致目的国政府的严格审查、工会对抗或国民抵制等风险,由此会引发高昂的并购保证金、反向分手费和整合成本等沉没成本(Hennart and Park, 1993; Neto et al., 2008<sup>[9]</sup>; Wang and Sunny-Wong, 2009<sup>[10]</sup>)。

然而,随着企业对特定目的国的 OFDI 经验不断丰富,其能帮助企业吸收、整合、转化内外部知识或技能,获取比较优势(Sirmon et al., 2007),强化企业处理在目的国经营时的风险或不确定性,减轻其应对“探索未知境域”的资源需求压力(Martin and Salomon, 2003)。同时,企业的前期投资经验,可以使企业有效规避目的国的法律、法规,防范可能的国家政治风险审查以及反垄断等风险,减少未来 OFDI 时的进入成本和不确定性(Dow, 2009)<sup>[11]</sup>。对于首次进入 OFDI 的企业,虽然在目的国法律法规相同时,存在初始绿地投资成本小于跨境并购成本,但随着企业对特定目的国的 OFDI 经验越来越丰富,跨境并购相对于绿地投资的进入成本差异越来越小,或表示为其进入目的国的成本的下降速度越快,甚至可能实现两种模式进入成本的无差异性。因此,我们假设如下:

H1: OFDI 企业对目的国投资经验越丰富,该企业跨境并购的可能性越高。

## (二) 目的国制度、风险的调节作用

一般来说,目的国法律、法规等政治或经济制度水平越完善、政治风险越低,不确定性越小,投资进入成本越低,各种腐败、罚没、战争、政权实际变更等隐性风险成本也会越低。具体来说:一是良好的目的国政治经济环境有利于企业应对 OFDI 时的信息匮乏成本或歧视成本问题(Miller and Eden, 2006)<sup>[12]</sup>, OFDI 企业更容易跟随“游戏规则”,获取必要的经营管理信息(Schwens and Kabst, 2011)<sup>[13]</sup>;二是良好的政治经济环境有利于 OFDI 企业对接当地客户、供应商和商业社团,享受目的国的相关红利。例如:限制政府征没行为的产权保护制度,约束企业侵权、背约或破坏交易便利的合约体系(Acemoglu and Johnson, 2005)<sup>[14]</sup>;此外,同理于投资经验的影响,对于首次进入的 OFDI 企业,在目的国法律法规相同的情况下,虽然初始绿地投资成本小于跨境并购成本,但随着目的国政治或经济制度水平不断上升,政治风险不断下降,不确定性越来越小,跨境并购的进入成本将下降得更快。即目的国法律、法规等政治或经济制度水平越完善、政治风险越低,跨境并购相对于绿地投资的进入成本差异越小,或表示为其进入目的国的沉没成本的下降速度越快,甚至可能实现两种模式进入成本的无差异化。因此,我们假设如下:

H2: 当目的国政治或经济制度越完善、政治风险越小时, OFDI 企业在目的国的投资经验对其后续选择并购投资效应的影响越弱。

## 二、模型设定、变量和数据说明

### (一) 基础数据选择

本文基于 2003—2011 年我国商务部《中国境外投资企业(机构)名录》和 BVD (Zephyr) 统计数据库获得绿地投资和跨境并购型 OFDI 企业数据,再与工业企业数据库和海关贸易数据库相匹配获得的两种模式 OFDI 企业的异质性特征数

据。根据中国相关法规政策,中国企业进行绿地投资时需要到商务部登记备案,而跨境并购时则需要通过国家发展改革委审核(蒋冠宏和蒋殿春,2017),因此,本文把商务部《中国境外投资企业(机构)名录》数据视为绿地投资,跨境并购数据则来自BVD(Zephyr)统计数据库。

对于绿地投资,借鉴李丽丽和綦建红(2017)<sup>[15]</sup>、鲁晓东和刘京军(2017)<sup>[16]</sup>等做法,依据《2011年度中国对外直接投资统计公报》,选取2011年OFDI流量排名最前的42个目的国家或地区,占96.67%,截止2011年,存量占比为95.23%;其中英属维尔京群岛、开曼群岛和百慕大群岛3地为避税天堂,大多并非真正的OFDI最终目的国,予以排除,剩余39个国家,然后删除代表处和办事处等不具有太强OFDI属性的数据记录项,再与工业企业数据库和海关贸易数据库相匹配。最终得到2459笔绿地投资数据,涉及2064家企业,其中有189家企业在所投资目的国发生了263笔前期OFDI,1470家绿地企业在39个目的国市场发生了1770笔前期出口<sup>①</sup>。

而对于跨境并购数据,以2003—2011年BVD数据库(Zephyr)中“宣布日期”(Announced Date)为筛选标准:一是限定在上述39个目的国,把并购方缺失及并购方为私人投资者或大学、政府单位或目的国缺失的删除;二是删除少数股权交易额度(Minority stake unknown%)不清楚、少数股权交易额度(Minority Stake)在10%以下的<sup>②</sup>;三是删除少数股权投资适当增资的;四是删除“Management buy-out 100%”“Institutional buy-out unknown remaining stake”这类不符合OFDI属性的;最后再与工业企业数据库和海关贸易数据库相匹配。本文最终得到了187宗跨境并购案例,涉及146家企业,其中有33家企业在所投资目的国开展了46次前期OFDI,104家企业在这些目的国前期发生了118笔出口。

## (二) 模型设定

本文目标在于研究中国企业OFDI的模式选择:跨境并购还是绿地投资。本文被解释变量是二值离散选择的,因此使用Logit模型<sup>③</sup>来检验国际投资经验如何影响中国企业OFDI模式选择。具体模型为:

$$\text{logit}(C_{ijkrt}^{m\&a} = 1) = a \times ofdi_{ijk(r,t-1)} + \sum b_n firm_{ijk(t-1)}^n + \sum c_n s_{ijk(t-1)}^n + year_t + province_j + industry_k + county_r + \xi_{ijkrt} \quad (1)$$

其中, $i$ 、 $j$ 、 $k$ 、 $r$ 和 $t$ 分别表示企业、省市、行业、目的国和年份。 $C_{ijkrt}^{m\&a}$ 表示企业的OFDI模式选择情况,1表示跨境并购,0表示绿地投资。 $ofdi_{ijk(r,t-1)}$ 为企业对特定市场的投资经验<sup>④</sup>。 $firm_{ijk(t-1)}^n$ 为企业层面的异质性变量,包括对特定国家的出

①每笔投资或出口是指某企业在某年对某个市场的每笔投资或出口,没有投资或出口则为0笔。

②因为按照《中国对外直接投资统计公报》的定义,OFDI企业是指境内投资者直接拥有或控股10%或以上投票权或其他等价利益的境外企业。

③本文亦使用了Probit回归模型检验,结果一致,不再赘述。

④本文借鉴Lu等(2014)<sup>[17]</sup>的办法,投资经验为企业前3年中每年对相同市场投资次数,没有投资的记为0。

口强度、全要素生产率、资本密集度、年龄<sup>①</sup>等。 $s_{ijk(t-1)}^n$ 表示影响企业模式选择的目的地宏观变量,包括经济、政治制度、政治风险、收入水平、资源、技术、市场规模等。 $year_t$ 、 $province_j$ 、 $industry_k$ 和 $county_r$ 分别表示年份、省市、行业和目的国固定效应。 $\xi_{ijkrt}$ 为误差项,假设 $E(\xi_{ijkrt}) = 0$ 。

### (三) 变量选择

#### 1. 企业层面指标

借鉴 Lu 等 (2014) 做法,投资经验 (*ofdi*) 为企业前 3 年中每年对相同市场投资次数,没有投资的记为 0;为了稳健性检验需要,本文取企业前 3 年内对某国每年投资频次占其当年对全球投资总频次之比 (*pofdi*) 作为投资经验 (*ofdi*) 的替换变量。出口强度 (*export*) 为企业前 3 年中每年对相同市场出口额占其全球出口额比重,没有出口的记为 0。另外,为考察同目的国同行业其他企业投资经验的间接影响,使用中国其他 OFDI 企业在同目的国同行业前 3 年投资频次占这些企业在该国所有行业当年投资总频次之比,表示为其他企业投资经验 (*pofdi\_ind*)。一般来说,3 年以内的特定市场投资、出口实践对企业的影响较大,而 3 年以前的跨国实践可能受到目的国政治、制度、经济等变化影响而对企业后期投资模式的影响力有限,而且,作者测算表明前 3 年投资经验占过去所有 1 年以上 (2000 年以来) 投资经验数的 80% (如果包含 1 年以内情况,则占比 98%) [类似李丽丽和綦建红 (2017) 做法],所以本文选取企业对相同国家 3 年以内的投资和出口数据。需要说明的是投资项目次数比投资额度更能反映企业国际化程度,如 Ramasamy 等 (2012)<sup>[18]</sup>、Amighini 等 (2014)<sup>[19]</sup> 等都采用类似指标选取办法,而且与投资金额相比,投资项目次数更能客观地揭示企业的投资动机或策略,也有利于降低“返程投资”对我们研究甄别企业实际投资特性的干扰 (Amighini et al., 2014)<sup>[20]</sup>。与此同时,吸取一些文献稳健性的做法 (林莎等, 2014),使用企业在某市场 2000 年后第一次 OFDI 以来的投资时间长度,即前期投资年限 (*yofdi*) 作为投资频次 (*ofdi*) 的替换指标,度量企业投资经验的强弱。

企业生产率 (*tfp*): 由于 2008—2010 年中国工业企业数据库缺少“工业品中间投入”,2004 年、2008—2009 年缺“工业增加值”,无法使用 OP、LP 方法测算企业生产率,所以本文借鉴蒋冠宏 (2017a) 的做法使用面板数据,通过固定年份、行业来估算 Solow 剩余值,获得企业生产率 (*tfp*)。

企业资本密集度 (*k*) 表示为固定资本存量与从业人数之比;雇员人数 (*employee*) 表示企业从业人员数量;企业年龄 (*age*) 表示为企业成立年份与 OFDI 年份之差,再取对数;外资占比 (*fk*) 为实收资本金中中国港澳台和外商资本金所占比率,在一定程度上反映企业的国际化程度;企业利润率 (*profit*) 为企业利润总额与产品销售收入之比;企业研发密集度 (*R\_D*) 为研发费用与工业销售产值之比,反映企业研发水平;资本流动性 (*c\_k*) 为流动资本年均余额占资产总计的比例,反映企业流动性的强弱。

<sup>①</sup>参见蒋冠宏 (2017a)<sup>[21]</sup>。

## 2. 目的国宏观变量

制度可以分两个层面：政治制度和经济制度，为了衡量目的国制度与中国制度的差距，借鉴 Dow 和 Larimo (2011)<sup>[22]</sup> 做法，使用差值衡量。其中政治制度 ( $p\_inst$ ) 基于 WGI 的六大指标 (Control of Corruption、Government Effectiveness、Political Stability and Absence of Violence/Terrorism、Regulatory Quality、Rule of Law、Voice and Accountability: Estimate)，根据蒋冠宏 (2017b)<sup>[23]</sup> 的方法，使用加权平均而得，然后把目的国政治制度与中国政治制度作差，差值越大，说明目的国政治制度越好。经济制度 ( $e\_inst$ ) 来自世界银行历年 “Doing Business Report”，本文使用各国 8 个营商指标综合排名，即 “Ease of Doing Business Ranking” 的对数值，然后把目的国排名与中国排名作差，差值越大，说明目的国经济制度越好，排名越后，营商环境越差。政治制度 ( $p\_inst$ ) 和经济制度 ( $e\_inst$ ) 的相关性为 -0.8194，且显著有效，所以后面的回归中把经济制度作为政治制度的稳健性替换检验指标。类似的，借鉴李丽丽和綦建红 (2017) 方法，政治风险 ( $risk$ ) 使用 ICRG 中的 “Investment Profile” 指标，取值 1 至 12，数值越大，政治风险越小，首先取对数，然后把目的国政治风险与中国政治风险值作差，差值越大，说明目的国政治风险越小。

资源丰富度 ( $resource$ )，类似刘青等 (2017)<sup>[24]</sup> 做法，使用 WTO 数据库中燃料、矿产品 (Fuels and Mining) 和铁钢类金属 (Iron Steel) 资源的出口额占该国总出口额的比值表示；国别研发水平 ( $r\_d$ ) 用 WDI 数据中研发投入占 GDP 比值表示；汇率水平 ( $ex$ )，使用 IMF 的 IFS 中各目的国 (地区) 货币对美元汇率衡量；经济发展水平 ( $pgdp$ )，使用人均 GDP 衡量，取自 WDI，以 2005 年不变美元价格为基准，取对数 (刘青等，2017)。

### (四) 数据描述

为了减弱变量的异方差特征，除了比值、增长率变量之外，相关解释变量均如前文所述取对数引入。其次，利用方差膨胀因子 (都小于 10) 检验排除了各变量之间存在多重共线性的可能<sup>①</sup>。遵循主流文献 (Lu et al., 2014; 綦建红和刘慧, 2015<sup>[25]</sup>; 李丽丽和綦建红, 2017; 蒋冠宏和蒋殿春, 2017) 做法，企业国际化 OFDI 模式可能与企业除前期投资、出口强度 (前期投资经验、出口强度与被解释变量之间不存在反向因果问题) 以外的当期层面的微观特征变量、目的国宏观因素存在可能的同时性偏差，因此本文将解释变量都滞后 1 期，以期在一定程度上克服内生性。

## 三、实证检验和解读

### (一) 基准模型检验

为了检验前文异质性企业 OFDI 模式选择模型的结论和相关假设，本文的基准回归结果如表 1 所示。

在控制了行业、年份和地区固定效应后，从列 (1) 至列 (8) 来看，随着其

①版面有限，未展示具体方差膨胀因子，需要的可以联系作者。

他变量的不断加入,整体回归显著有效 ( $\chi^2 > 322.01$ ,  $p = 0.00$ ),对于同一市场的前期投资经验 (*ofdi*) 系数都是 5% 以上,显著为正,表明企业 OFDI 于某一市场时对该市场的前期投资经验越丰富越倾向于选择跨境并购,而不是绿地投资的方式(即 H1)。具体来说,对于前期投资经验是平均水平的企业而言,其对特定市场的投资经验占比每提高 1%,就可能使得该企业对特定国家(地区)投资中选择并购的概率增加 4.62% 以上(其他变量的边际效应类似道理)<sup>①</sup>。这表明中国企业在面对不确定的目的国市场时,其前期对该市场投资经验的增强,能帮助企业吸收、整合、转化内外部知识或技能,获取比较优势(Sirmon et al., 2007),强化企业处理在目的国经营时的风险或不确定问题,减轻其应对“探索未知境域”的资源需求压力(Martin and Salomon, 2003),进而这些企业甄别当地优秀企业的必然不断增强,更会融入当地政治、经济等制度体系,有效规避目的国政府审查、工会或民众阻挠,而且善于利用境外留存外资或境外融资,克服整合风险,降低并购成本,因而实现快速把控市场,变当地竞争企业为同盟军,获取资源协同效应,即选择跨境并购的机率大大增加。

作为企业弱移动能力的对特定国家(地区)的出口强度 (*export*) 系数都在 5% 以上,显著为负,表明企业对特定国家(地区)的出口强度越高,企业越倾向于在该国(地区)选择绿地投资。原因有二:一是正如 Nocke 和 Yeaple (2007) 所揭示的,作为企业弱移动能力的出口强度依存于特定目的国的市场渠道、营销网络,在跨境 OFDI 中,这类企业最可能倾向于绿地投资,通过当地获得的相关“资源”实现生产经营;二是正如蒋冠宏和蒋殿春(2017)分析指出的,与绿地投资相比,跨境并购沉没成本更高,对于具有弱移动能力优势的中国企业来说优先适合绿地投资,其次才是跨境并购。

此外,全要素生产率 (*tfp*)、资本密度 (*k*) 和年龄 (*age*) 的系数都是 1% 以上显著稳健为正,这表明中国企业的“强移动能力”越强,越倾向于跨境并购。这是因为,只有中国企业具有较高的成熟度、资本和技术优势,才可能获得足够的整合能力和资金能力承担收购、整合的沉没成本,进而形成新的技术、管理和营销能力。Nocke 和 Yeaple (2007)、蒋冠宏和蒋殿春(2017)等也都认为企业生产率越高、企业年龄越大、资本越密集越能克服企业并购资金、整合和协调管理等沉没成本。

再继续考察目的国(地区)宏观因素对企业 OFDI 模式的影响情况。从表 1 中的第(2)列、第(4)列和第(8)列可见,目的国政治制度 (*p\_inst*)、政治风险 (*risk*) 的影响系数分别在 5%、1% 以上显著为正,它们的边际效应分别为 0.03 以上和 0.10,表明目的国相对中国平均政治制度水平每提升 1%,或政治风险平均水平每降低 1%,中国企业对该国并购的可能性就分别上升 3% 以上和 10%。正如蒋冠宏(2017b)分析的,制度优越、政治稳定,跨境并购的确定性越高,并购成本越低时,中国 OFDI 企业才越可能偏向并购投资。作为政治制度的替换变量,第(3)列中经济制度 (*e\_inst*) 的回归影响系数在 1% 水平上显著为负(目的国营商

<sup>①</sup>本文也做了相关性回归,由于版面有限,只呈现了边际效应系数,若有需要,可联系作者。

环境相对中国排名越前,其经济制度越好),也验证了在优越的经济制度环境下,企业更愿意选择跨境并购。同时会发现,政治风险、政治制度和经济制度的影响系数依次减弱,体现宏观环境影响的差异性。

总之,来自新兴市场的中国企业 OFDI 投资模式选择中具有自身特征,对特定目的国(地区)市场投资经验越丰富、出口强度越低(弱移动能力)、生产率越高、资本密集度越高、越成熟(强移动能力)的企业越有可能选择跨境并购,反之则越有可能选择绿地投资。

表 1 基准检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>ofdi</i>	0.049** (0.019)	0.047** (0.020)	0.046** (0.020)	0.048** (0.020)	0.048** (0.020)	0.049** (0.020)	0.047** (0.020)	0.047** (0.020)
<i>export</i>	-0.053** (0.022)	-0.052** (0.021)	-0.056*** (0.022)	-0.055** (0.022)	-0.054** (0.022)	-0.054** (0.022)	-0.052** (0.021)	-0.049** (0.021)
<i>tfp</i>	0.027*** (0.006)	0.029*** (0.006)	0.029*** (0.007)	0.027*** (0.006)	0.030*** (0.006)	0.030*** (0.006)	0.029*** (0.006)	0.028*** (0.006)
<i>k</i>	0.025*** (0.005)	0.023*** (0.005)	0.024*** (0.005)	0.023*** (0.005)	0.023*** (0.005)	0.023*** (0.005)	0.023*** (0.005)	0.023*** (0.005)
<i>age</i>	0.039*** (0.009)	0.040*** (0.009)	0.041*** (0.009)	0.040*** (0.009)	0.041*** (0.009)	0.040*** (0.009)	0.040*** (0.009)	0.040*** (0.009)
<i>p_inst</i>		0.043*** (0.011)			0.031** (0.015)	0.040*** (0.012)	0.042*** (0.013)	0.084*** (0.025)
<i>e_inst</i>			-0.013*** (0.005)					
<i>risk</i>				0.099*** (0.035)				
<i>resource</i>					-0.059 (0.059)			
<i>r_d</i>						0.006 (0.006)		
<i>ex</i>							-0.000 (0.004)	
<i>pgdp</i>								-0.029* (0.015)
<i>industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>region</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>r2_p</i>	0.277	0.293	0.283	0.286	0.294	0.293	0.293	0.296
<i>chi2</i>	322.014	340.070	329.052	332.246	341.673	340.658	340.080	343.919
<i>p</i>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<i>N</i>	1 915	1 915	1 915	1 915	1 913	1 913	1 915	1 915

注:系数为边际效应值(margin),括号里为方差,\* $p < 0.1$ ,\*\* $p < 0.05$ ,\*\*\* $p < 0.01$ ,并购为被解释变量,若该企业选择跨境并购,则为1,否则为0。industry、year和region分别表示行业、年份和地区层面的固定效应。为了考察常见的控制变量影响情况,所以添加了第(5) — (8)列加以分析,但(1) — (4)列属于基准回归模型核心部分。

## (二) 稳健性检验

本文为验证基准结果的稳健性(表2),对基准模型进行了一系列稳健性检验。

(1) 将基准回归中的投资经验由之前“对某国前三年内每年投资频次(*ofdi*)”



换为“对某国前三年内每年投资频次占其当年对全球投资总频次之比 (*poftdi*)”；(2) 或者换为“对某国前期投资年限 (*yoftdi*)”；(3) 对基准模式改用 Probit 估计；(4) 为了减少“返程投资”，剔除伪 OFDI 的影响，目的地数据中去掉中国香港地区。经过稳健性检验后发现本文结果依然稳健。

表 2 稳健性检验

变量	投资频次占比	投资年限	Probit 检验	不含中国香港地区
<i>ofdi</i>	0.054* (0.029)	0.009** (0.004)	0.051** (0.020)	0.090*** (0.030)
<i>export</i>	-0.053** (0.022)	-0.047*** (0.018)	-0.055*** (0.020)	-0.046 (0.031)
<i>tfp</i>	0.030*** (0.006)	0.019*** (0.005)	0.029*** (0.006)	0.023*** (0.009)
<i>k</i>	0.023*** (0.005)	0.024*** (0.003)	0.021*** (0.005)	0.016** (0.007)
<i>age</i>	0.041*** (0.009)	0.036*** (0.006)	0.041*** (0.009)	0.045*** (0.011)
<i>p_inst</i>	0.044*** (0.011)	0.033*** (0.008)	0.044*** (0.011)	0.059*** (0.014)
<i>industry</i>	Yes	No	Yes	Yes
<i>year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>region</i>	Yes	No	Yes	Yes
<i>r2_p</i>	0.290	0.174	0.297	0.295
<i>chi2</i>	337.332	220.126	344.864	224.905
<i>p</i>	0.000	0.000	0.000	0.000
<i>N</i>	1 915	2 549	1 915	1 179

注：表中为边际效应值，括号里为方差，\*  $p < 0.1$ ，\*\*  $p < 0.05$ ，\*\*\*  $p < 0.01$ ，并购为被解释变量，如果该企业选择跨境并购，则为 1，否则为 0。industry、year 和 region 分别表示行业、年份和地区层面的固定效应。为了简化起见，只保留了每类回归中的政治制度 (*p\_inst*) 项结果。

### (三) 拓展性研究

进一步考察目的国政治、经济制度、政治风险等宏观因素，全要素生产率、外资占比等微观因素对中国企业的“前期投资经验——OFDI 选择模式”的差异性影响情况，并区分企业前期在不同相似度国家的投资经验对其后期的 OFDI 模式选择的差异影响效应。与此同时，来自中国其他 OFDI 企业在同一目的国同行业的投资经验是否对本企业的 OFDI 模式选择产生某种外溢效应呢？

结合理论假设，本文进一步研究目的国宏观政治、经济环境的影响情况。如表 3 所示，企业前期投资经验与政治制度交叉项 (*ofdi\_\_p\_inst*) 的系数、投资经验与经济制度差距交叉项 (*ofdi\_\_e\_inst*) 系数和投资经验与政治风险交叉项 (*ofdi\_\_risk*) 系数分别在 1% 以上显著为负、为正和为负，这表明当目的国政治或经济制度越完善、政治风险越小时，OFDI 企业在目的国的投资经验对其后续选择并购投资效应的影响越弱 (H2)。表现为 OFDI 与模式选择之间的关联关系受到目的国政治制度、经济环境的逆向影响，即投资经验有利于规避或降低目的国的较差政治制度、经济制度或政治风险的不利影响，包括降低进入成本、不确定性或整合成本等。而

目的国较优的政治、经济制度或政治风险则可以弱化投资经验对于企业后续跨境并购策略选择的影响,或者正如 Lu 等 (2014) 指出的,目的国政经环境质量的提升有利于强化企业应对 OFDI 问题的组织能力,进而弱化企业在目的国 OFDI 时对前期累积投资经验或能力的需求。并且,这里再一次佐证了表 1 基准检验中,政治风险、政治制度和经济制度的影响系数依次减弱,表现为投资经验与政治风险的交叉效应强于其与目的国政治制度、然后是经济制度的交叉效应,体现为随着投资经验的增强,中国企业更善于预见政治风险的影响,把控跨境并购行为。

如表 4 所示,在控制了行业、年份和国家的固定效应后,企业前期投资经验和全要素生产率交叉项 (*ofdi\_tf*) 的系数都在 10% 以上显著为正,可以看出,当中国企业生产率越高时,该企业前期在目的国市场投资经验对其 OFDI 模式选择的影响也越高。因为,生产率越高的企业,在目的国 OFDI 时市场收益能力也越高,越能克服海外市场巨大的收购资金、审查成本、整合和协调管理等沉没成本,进而形成新的技术、管理和营销能力,越会获得海外并购投资的成功。而企业前期投资经验和外资占比交叉项 (*ofdi\_fk*) 的系数为负,但不显著,虽然在一定程度上外资占比越高的企业,其国际化能力越强,对企业国际投资经验具有某种替代效应,但由于系数不显著,所以不具有解释力。

其次,如表 5 所示,本文在控制企业特征变量和行业、年份、地区和国家的固定效应后,可以发现中国企业在全球所有国家、相似国家和相同国家投资经验都对企业跨境并购产生了 5% 以上显著正向影响,且边际效应随着前期投资国与后期目的国相似度提升而增强 (Dow and Larimo, 2011)。而全球各国中来自非相似国家的投资经验并不与企业后期的跨境并购选择具有显著相关性。这些实证检验进一步佐证了中国企业海外投资经验对其后期 OFDI 模式的影响,而且越相似国家的前期投资经验越显著影响其后期 OFDI 模式的选择,或者说同一国前期直接投资经验影响强于相似国家,而非相似国家的投资经验则不具有显著影响,因为,在相似或同一国家的投资经验可以帮助企业获得特定群落市场实践知识 (Cluster-specific experiential knowledge) 和一般国际化知识 (General international experience), 而非相

表 3 投资经验对企业 OFDI 模式的影响:  
基于目的国制度、风险的分析

变量	(1)	(2)	(3)
<i>ofdi</i>	0.500*** (0.126)	0.504*** (0.158)	0.595** (0.236)
<i>p_inst</i>	0.157*** (0.051)		
<i>ofdi_p_inst</i>	-0.285*** (0.069)		
<i>e_inst</i>		-0.090* (0.047)	
<i>ofdi_e_inst</i>		0.205*** (0.065)	
<i>risk</i>			0.798* (0.477)
<i>ofdi_risk</i>			-1.413*** (0.411)
企业特征变量	Yes	Yes	Yes
<i>industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>region</i>	Yes	Yes	Yes
<i>r2_p</i>	0.698	0.647	0.693
<i>chi2</i>	114.429	106.056	113.506
<i>p</i>	0.000	0.000	0.000
<i>N</i>	220	220	220

注:表格系数为边际效应值,括号里为方差,\* $p < 0.1$ , \*\* $p < 0.05$ , \*\*\* $p < 0.01$ , 并购为被解释变量,如果该企业选择跨境并购,则为 1, 否则为 0。企业特征变量为: *tfp*、*k*、*export*、*profit*、*R\_D*、*C\_K*、*age* 和 *fk*; *industry*、*year* 和 *region* 分别表示行业、年份和地区层面的固定效应。

似市场的投资经验却只会帮助企业获得一般国际化知识 (Dow and Larimo, 2011)。

表 4 投资经验对企业 OFDI 模式的影响：基于企业异质性的分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>ofdi</i>	0.063*** (0.016)	0.056*** (0.016)	0.094*** (0.031)	0.081*** (0.029)
<i>export</i>	-0.045** (0.019)	-0.038** (0.019)	-0.054* (0.028)	-0.051* (0.028)
<i>age</i>	0.041*** (0.007)	0.035*** (0.007)	0.050*** (0.011)	0.042*** (0.011)
<i>k</i>		0.023*** (0.004)		0.030*** (0.006)
<i>tfp</i>			0.017** (0.008)	0.023*** (0.008)
<i>ofdi_tfp</i>	0.030* (0.017)	0.026* (0.016)		
<i>ofdi_fk</i>			-0.016 (0.084)	-0.015 (0.073)
<i>industry</i>	No	No	Yes	Yes
<i>year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>country</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>r2_p</i>	0.170	0.203	0.224	0.250
<i>chi2</i>	208.994	249.603	223.117	248.558
<i>p</i>	0.000	0.000	0.000	0.000
<i>N</i>	2320	2320	1412	1412

注：表格系数为边际效应值，括号里为方差，\*  $p < 0.1$ ，\*\*  $p < 0.05$ ，\*\*\*  $p < 0.01$ ，并购为被解释变量，如果该企业选择跨境并购，则为 1，否则为 0。*industry*、*year* 和 *country* 分别表示行业、年份和国家层面的固定效应。

表 5 不同相似度国家投资经验的影响<sup>①</sup>

变量	全球	非相似国家	相似国家	相同国家
<i>ofdi</i>	0.019** (0.009)	0.011 (0.011)	0.036** (0.017)	0.042** (0.021)
企业特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>region</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>country</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>r2_p</i>	0.361	0.368	0.320	0.330
<i>chi2</i>	6 567.245	6 065.837	516.733	374.950
<i>p</i>	0.000	0.000	0.000	0.000
<i>N</i>	28 779	25 710	2 522	1 786

注：表格系数为边际效应值，括号里为方差，\*  $p < 0.1$ ，\*\*  $p < 0.05$ ，\*\*\*  $p < 0.01$ ，并购为被解释变量，如果该企业选择跨境并购，则为 1，否则为 0。企业特征变量为 *tfp*、*k*、*export* 和 *age*。*industry*、*year*、*region* 和 *country* 分别表示行业、年份、地区、国家层面的固定效应。

①关于相似市场的界定，参照 Morales 等 (2014)<sup>[26]</sup>、李丽丽和綦建红 (2017) 等做法，将处于同收入 (高收入 OECD、高收入非 OECD、中高收入、中低收入以及低收入国家)、同大洲 (亚洲、非洲、大洋洲、欧洲和美洲)、相同官方语言的目的国视为相似市场。

而就其他企业投资经验的影响看,如表6所示,中国其他企业在同目的国同行业投资经验(*pofdi\_ind*)与本企业投资经验(*ofdi*)分别在1%和10%以上显著为正通过了检验。即OFDI企业可以获得其他企业的投资经验的溢出效应,获取特定目的国市场的相关情报。而且相对于不同行业企业投资经验的影响,同行业企业投资经验的影响更为明显(綦建红和刘慧,2015)。其他企业投资经验的影响渠道如下:一是信息溢出效应,同行业企业的先期投资会揭示目的国市场的相关情报信息,进而减少本企业再次投资该市场的进入成本或风险(Wagner and Zahler, 2015)<sup>[27]</sup>;二是同行业企业的集聚效应产生了相关外部性,实现了共享技术和资源,降低了企业的生产成本、市场搜索成本,增强了企业的生产力和需求等(Bobonis and Shatz, 2007)<sup>[28]</sup>,改善了已有投资的收益和利润。

表6 本企业与同行业其他企业同目的国前期投资经验对比

变量	(1)	(2)
<i>pofdi_ind</i>	0.071* (0.040)	0.072* (0.042)
<i>ofdi</i>	0.065*** (0.016)	0.063*** (0.017)
<i>export</i>	-0.072*** (0.026)	-0.066*** (0.026)
<i>k</i>	0.030*** (0.004)	0.029*** (0.004)
<i>profit</i>	0.119*** (0.037)	0.115*** (0.037)
<i>employee</i>	0.027*** (0.003)	0.030*** (0.003)
<i>p_inst</i>		0.039*** (0.010)
<i>year</i>	Yes	Yes
<i>r2_p</i>	0.197	0.211
<i>chi2</i>	264.031	284.018
<i>p</i>	0.000	0.000
<i>N</i>	2 371	2 371

注:表格系数为相似国家的边际效应值,括号里为方差,\* $p < 0.1$ ,\*\* $p < 0.05$ ,\*\*\* $p < 0.01$ ,并购为被解释变量,如果该企业选择跨境并购,则为1,否则为0。*year*表示年份固定效应。

#### 四、总结和 policy 启示

本文在理论分析的基础上,添加投资经验、制度和风险变量,提出了相关动态投资理论假设。随后,利用2003—2011年中国跨境并购和绿地投资数据、匹配中国工业企业数据库和海关数据加以实证检验。

通过检验,结论如下:(1)对特定目的国市场前期投资频次越高,或者中国其他企业对目的国同行业投资经验越丰富,中国企业越倾向于跨境并购;(2)从企业异质性看,当中国企业生产率越高时,该企业前期在某目的国市场投资经验对其OFDI模式选择的影响也越高,而企业的外资占比水平对上述“投资经验——OFDI模式选择”效应的影响并不显著;(3)企业于同一国家前期投资经验对其后期OFDI模式选择的影响强于相似国家,而非相似国家的投资经验则不具有显著影响;(4)企业前期投资经验与目的国政治、经济制度、风险环境之间产生显著的逆向调节效应,差异性地作用于企业后期OFDI模式选择;(5)对特定目的国市场前期出口占比越高的企业,其“弱移动能力”越明显,越有可能选择绿地投资;生产率越高、资本密度越高和越成熟的中国企业,其“强移动能力”越充足,越倾向于跨境并购。(6)目的国政治及经济制度越好、政治风险越小、收入水平越低,中国企业越可能选择跨境并购;而目的国层面的资源、技术、市场规模等则对中国企业OFDI模式不产生显著统计影响。

总体来说,对于中国企业在“走出去”开展OFDI的过程中,本文的研究有助

于其重点结合自身情况,重视在同一目的国或相似目的国的前期投资经验积累,综合当地政治、经济等制度环境,选择较优的投资模式。具体来说,如果中国企业开展跨境并购,特别需要结合自身前期市场经验、当地政治、经济环境,有效规避目的国政府审查、工会或民众阻挠,克服整合风险,降低并购成本,并且变当地竞争企业为同盟军,获取资源协同和市场规模效应;同时,在当前中国开展“走出去”和国际产能合作的背景下,需要综合考虑企业“强移动能力”“弱移动能力”的异质性情况。而当前中国部分企业海外投资经验有限,对此,相关机构还可以开展一定的市场评估、政策支持和与目的国信息沟通等,引导企业 OFDI,提升中国企业 OFDI 时获取特定资源和有效选择合适自身投资模式的能力。

### [参考文献]

- [1] HENNART J F, PARK Y R. Location, Governance, and Strategic Determinants of Japanese Manufacturing Investment in the United States [J]. *Strategic Management Journal*, 1994, 15(6): 419-436.
- [2] 蒋冠宏,蒋殿春. 绿地投资还是跨国并购:中国企业对外直接投资方式的选择 [J]. *世界经济*, 2017(7): 126-146.
- [3] NOCKE V, YEAPLE S. Cross-border Mergers and Acquisitions vs Greenfield Foreign Direct Investment: The Role of Firm Heterogeneity [J]. *Journal of International Economics*, 2007, 72(2): 336-365.
- [4] HENNART J F, PARK Y R. Greenfield vs. Acquisition: the Strategy of Japanese Investors in the United States [J]. *Management Science*, 1993, 39(9): 1054-1070.
- [5] CAVES R. *Multinational Enterprise and Economic Analysis* (3rd Edition) [M]. Cambridge: Cambridge University Press, 2007.
- [6] SLANGEN A H L, HENNART J F. Do Multinationals Really Prefer to Enter Culturally Distant Countries through Greenfields Rather than through Acquisitions? The Role of Parent Experience and Subsidiary Autonomy [J]. *Journal of International Business Studies*, 2008, 39(3): 472-490.
- [7] SIRMON D G, HITT M A, Ireland R D. Managing Firm Resources in Dynamic Environments to Create Value: Looking Inside the Black Box [J]. *Academy of Management Review*, 2007, 32(1): 273-292.
- [8] MARTIN X, SALOMON R. Tacitness, Learning, and International Expansion: A Study of Foreign Direct Investment in A Knowledge-intensive Industry [J]. *Organization Science*, 2003, 14(3): 297-311.
- [9] NETO P, BRANDAO A, CERQUEIRA A. The Impact of FDI, Cross-Border Mergers and Acquisitions and Greenfield Investments on Economic Growth [R]. FEP Working Paper, 2008.
- [10] WANG M, SUNNY-WONG M C. What Drives Economic Growth? The Case of Cross-Border M&A and Greenfield FDI Activities [J]. *Kyklos*, 2009, 62(2): 316-330.
- [11] DOW D. Factors Influencing Managerial Perceptions of Psychic Distance [R]. *Academy of International Business Meeting Paper*, 2009.
- [12] MILLER S, EDEN L. Local Density and Foreign Subsidiary Performance [J]. *Academy of Management Journal*, 2006, 49(2): 341-355.
- [13] SCHWENS C, KABST R. Internationalization of Young Technology Firms: A Complementary Perspective on Antecedents of Foreign Market Familiarity [J]. *International Business Review*, 2011, 20(1): 60-74.
- [14] ACEMOGLU D, JOHNSON S. Unbundling Institutions [J]. *Journal of Political Economy*, 2005, 113(5): 949-995.
- [15] 李丽丽, 蔡建红. 政治风险规避与中国企业的 OFDI 策略选择 [J]. *财经研究*, 2017(1): 110-121.
- [16] 鲁晓东, 刘京军. 不确定性与中国出口增长 [J]. *经济研究*, 2017(9): 39-54.
- [17] LU J, LIU X, Wright M, Filatotchev I. International Experience and FDI Location Choices of Chinese Firms: The Moderating Effects of Home Country Government Support and Host Country Institutions [J]. *Journal of International Business Studies*, 2014, 45(4): 428-449.

- [18] RAMASAMY B, YEUNG M, LAFORET S. China's Outward Foreign Direct Investment: Location Choice and Firm Ownership [J]. *Journal of World Business*, 2012, 47 (1): 17-25.
- [19] AMIGHINI A, COZZA C, RABELLOTTI R, SANFILIPPO M. An Analysis of Chinese Outward FDIs in Europe with Firm-Level data [R]. CIRCLE Working Paper No. 2014/2, 2014.
- [20] 林莎, 雷井生, 杨航. 中国企业绿地投资与跨国并购的差异性研究——来自 223 家国内企业的经验分析 [J]. *管理评论*, 2014 (9): 139-148.
- [21] 蒋冠宏. 我国企业跨国并购真的失败了吗——基于企业效率的再讨论 [J]. *金融研究*, 2017a(4): 46-60.
- [22] DOW D, LARIMO J. Disentangling the Roles of International Experience and Distance in Establishment Mode Choice [J]. *Management International Review*, 2011, 51(3): 321-355.
- [23] 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*, 2017b(9): 119-136.
- [24] 刘青, 陶攀, 洪俊杰. 中国海外并购的动因研究——基于广延边际与集约边际的视角 [J]. *经济研究*, 2017 (1): 28-43.
- [25] 基建红, 刘慧. 以往经验会影响 OFDI 企业序贯投资的区位选择吗——来自中国工业企业的证据 [J]. *经济理论与经济管理*, 2015 (10): 100-112.
- [26] MORALES E, SHEU G, ZAHLER A. Gravity and Extended Gravity: Using Moment Inequalities to Estimate a Model of Export Entry [R]. NBER Working Paper No. 19916, 2014.
- [27] WAGNER R, ZAHLER A. New Exports from Emerging Markets: Do Followers Benefit from Pioneers? [J]. *Journal of Development Economics*, 2015, 114: 203-223.
- [28] BOBONIS G J, SHATZ H J. Agglomeration, Adjustment, and State Policies in the Location of Foreign Direct Investment in the United States [J]. *Review of Economics and Statistics*, 2007, 89(1): 30-43.

(责任编辑 武 齐)

## Has the Investment Experience Affected the Model Selection of OFDI for Chinese Heterogeneous Firms

HUANG Meibo TANG Zhengming LI Xingyun

**Abstract:** Our study examined the dynamic correlation between the prior investment experience of Chinese heterogeneous enterprises in the specific host countries and their subsequent OFDI mode selection and proposed relevant hypotheses. Then we tested and analyzed the data of Chinese OFDI companies; our sample period was 2003-2011. The study finds that the more experienced the pre-investment in the specific host country's market, or the more investment experience of other Chinese companies in the same industry in the same destination country is, the more Chinese OFDI companies tend to cross-border mergers and acquisitions (M&A); from the perspective of firm heterogeneity, when the productivity of Chinese firm is higher, its previous investment experience in a host country market will have a higher impact on the choice of OFDI model; the host country's political and economic environment has a significant differential adverse effect on the relations of "investment experience and the selection of OFDI model"; the influence of Chinese OFDI firm's investment experience in the same country on the subsequent OFDI mode choice is stronger than that in the similar countries, while its investment experience in non-similar countries does not have a significant impact.

**Keywords:** Investment Experience; Firm Heterogeneity; Greenfield Investment; Cross-border M&A