

中国企业为何以高股权对东盟进行资产增强型直接投资

——基于99个案例的模糊集定性比较分析

周英, 黄炎琦

(中央民族大学经济学院, 北京 100081)

摘要: 中国企业对东盟投资以高股权为主, 这一特征在资源型企业和中小企业中尤为明显。东盟国家的资源、市场需求和相对技术优势, 在贸易协定的加持下, 能够为企业提供战略性资产。本文利用模糊集定性比较分析的方法将中国高股权投资东盟的企业分为三种模式: 对东盟高风险国家的资源进取型投资、对东盟高经济自由度国家的资源拓展型投资和对东盟优良营商环境国家的能力增强型投资。资源型企业对东盟高股权投资具有复杂性, 企业可能愿意承担较高风险获取关键战略资源, 也可能为了谋求资源的稳步拓展, 更看重当地的政策便利性。所有权存在劣势的企业非常看重东道国的营商环境, 希望通过合作共赢增强企业自身能力。

关键词: 对外直接投资; 股权比例; 中国—东盟; 模糊集定性比较分析

[中图分类号] F830.593 [文献标识码] A [文章编号] 1002-4034(2026)03-0126-21

引言

近年来, 东盟成为备受中国企业投资青睐的市场。虽然东盟被普遍认为是低成本投资的目的地, 但是大量中国企业在东盟的直接投资是为了获取或创造新的所有权优势, 以及开展战略资产增强型直接投资, 例如在印度尼西亚的金属加工产业集群投资, 在马来西亚围绕消费电子、半导体封装等高端制造业部分环节的产业集群投资, 在泰国以电动汽车为主的新产业集群投资(薛安伟, 2024)。此外, 中国企业对东盟的投资以高股权投资为主。根据中国全球投资追踪数据(China Global

[收稿日期] 2024-04-29

[基金项目] 国家自然科学基金一般项目“韧性提升视角下中国与东盟产业链供应链合作模式优化研究”(24B11028)

[作者简介] (通讯作者)周英(1976—), 女, 内蒙古呼和浩特人, 中央民族大学经济学院副教授, 研究方向: 国际商务、国际贸易; 黄炎琦(1999—), 女, 北京人, 中央民族大学经济学院硕士研究生, 研究方向: 国际商务

Investment Tracker, CGIT), 在 2005—2023 年中国对东盟的全部投资事件中, 股权比例在 51% 以上的投资事件占 70% 以上, 且近年来占比不断提升, 在 2023 年达到 84%^①。

在海外市场进入模式方面, 现有研究主要聚焦于市场化交易与直接投资决策、并购与新建决策, 较少关注股权决策。此外, 现有经验研究多是采用计量回归的方法, 仅关注一个核心解释变量对企业海外投资模式的影响。在理论基础方面, 近年来国际商务理论的折中范式开始关注企业所有权优势的动态发展, 研究企业如何通过资产增强型投资获取所有权优势。资产增强型对外直接投资(FDI)是指跨国企业通过在国际范围内寻找、获取、整合战略性资产, 以增强或补充其现有的所有权优势, 而非仅仅利用其现有优势的一种投资模式。在此背景下, 本文基于 2011—2023 年中国对东盟的 99 起投资事件, 采用模糊集定性比较分析(fsQCA)方法, 对中国企业在东盟开展资产增强型高股权直接投资的影响因素进行组态分析, 试图形成对中国企业实践和国家政策的启示, 并为资产增强型对外直接投资的理论做出贡献。

一、文献综述

企业进入海外市场, 需要使用各种资源进行制度性安排, 这就引出了海外市场的进入模式或组织形式的问题。经济学家主要探讨了市场化交易与 FDI 两种国际化的组织方式。第一种视角是企业边界的交易成本分析, 以 Dunning(1977)的折中方法为代表。第二种视角是内部化的管理激励分析(Grossman 和 Helpman, 2004; Marin 和 Verdier, 2008)。第三种视角是建立在不完全契约理论基础上的企业组织产权方法(Grossman 和 Helpman, 2002; Antràs, 2003; Antràs 和 Helpman, 2004)。以 Antràs 为代表的第三种视角亦成为新新贸易理论体系的一个分支, 被称为内生边界模型, 从企业采购、寻求供应的角度思考问题, 针对低成本区位的垂直型 FDI 的行业特征和企业特征进行了研究(Antràs 和 Helpman, 2004)。生产商选择何种形式进入海外市场是由其生产链的位置决定的(Antràs 和 Chor, 2013)。新新贸易理论的另一分支, 是从企业营销的角度考虑问题, 研究企业应该以出口方式还是以水平型对外直接投资的方式供应国外市场的决策问题(Helpman 等, 2004)。

以投资方式进入海外市场还可以划分为股权式投资与非股权式投资两类模式(蓝海林等, 2010)。在股权式投资中, 建立方式有所不同, 可分为并购方式和新建方式; 按照股权比例的不同又可分为合资方式和全资方式(周经和张利敏, 2014)。现有研究主要是聚焦并购或新建方式的决策(Nocke 和 Yeaple, 2007; Slangen 和 Hennart, 2008; 赵晶和王根蓓, 2013; 孙黎和常添惠, 2024)。然而, 股权比例是重要的决策问题, 它代表着企业内部控制权的分配(许凌峰, 2024), 意味着投资者对资源的承诺、风险、回报、默会知识的有效转移以及控制程度的不同

^①资料来源: 美国企业研究院, 中国全球投资追踪 CGIT 数据库, <https://www.aei.org/china-global-investment-tracker/>(访问日期 2025-04-01)。

(Anderson 和 Gatignon, 1986; Luo 和 Kotabe, 2001; Chari 和 Chang, 2009)。对企业的股权决策问题往往简化为独资和合资两方面的研究(Hennart 和 Larimo, 1998; 周经和蔡冬青, 2014; 金鹿, 2018; 谭晓霞等, 2022)。

企业对外直接投资的股权决策受到区位特征、企业特征和行业特征的影响。区位特征主要关注了东道国的国家风险(Chari 和 Chang, 2009)、市场开放度(林季红和张璐, 2013)、营商环境(林季红和张璐, 2013)、腐败程度(Grande 和 Teixeira, 2012)、东道国政府限制(张明等, 2019)、劳动合同的僵化程度(Chari 和 Chang, 2009)、制度环境和距离(谭晓霞等, 2022)、文化距离(Chari 和 Chang, 2009; 林季红和张璐, 2013; 张明等, 2019; 谭晓霞等, 2022)、东道国并购活动的水平(Chari 和 Chang, 2009)。企业特征主要关注了企业的规模(Chari 和 Chang, 2009)、跨国经验(张明等, 2019; 谭晓霞等, 2022)、研发能力和政治资源(谭晓霞等, 2022)、企业所有制(林季红和张璐, 2013)。行业特征主要关注企业是否涉及自然资源行业(林季红和张璐, 2013)、行业相关性(Chari 和 Chang, 2009; 张明等, 2019)、研发密集度(Chari 和 Chang, 2009), 也有研究关注了母国因素, 例如外汇储备、人民币汇率等(林季红和张璐, 2013)。

现有研究多采取计量回归的方法研究企业对外直接投资股权决策的问题(周经和蔡冬青, 2014; 周经和张利敏, 2014; 林季红和张璐, 2013)。近年来开始使用fsQCA方法对股权决策的影响因素进行组态分析(张明等, 2019; 谭晓霞等, 2022)。

综上, 本文在海外市场进入模式的科学问题上, 聚焦资产增强型对外直接投资, 研究中国企业对外直接投资的股权比例问题。鉴于投资股权比例很难有单一因素解释, 本文以fsQCA方法进行组态分析, 并进行典型案例分析以获取更多的情境脉络; 从实践角度, 本文对东盟区域国别市场进行针对性研究。

二、研究设计

(一) 理论基础

Dunning 的折中范式(Ownership, Location and Internalization, OLI)从所有权优势、内部化优势和区位优势三个方面考虑了直接投资的驱动因素(Dunning, 1977)。所有权优势对应了企业因素, 区位优势对应了区位因素。内部化优势比较抽象, 意思是跨境中间品市场的内部化所带来的净收益越大, 企业就越有可能自行进行海外生产, 而非将这种权利授权给外国企业(Dunning, 2000)。所以, 内部化优势与中间品有关, 是一种行业因素。例如, 可以推测某些行业(石油和制药)可能会比其他行业(钢铁或飞机制造)的内部化优势更大(Dunning, 2000)。

早期 OLI 范式侧重于解释发达国家跨国企业如何利用现有的所有权优势进行海外扩张。随着全球化深入和知识经济的兴起, 越来越多的投资目的不再是“利用优势”, 而是“获取优势”。Dunning 将这种动机正式纳入 OLI 范式, 使其从一个解释“优势利用”的理论, 升级为一个同时能解释“优势利用”和“优势寻求”的更具包容

性的通用理论框架,从而完美地诠释了何为“资产增强型对外直接投资”。Dunning (2000)指出,折中范式引入了纵向维度,更加重视动态的竞争优势和企业的区位策略,在对企业升级核心竞争能力的路径依赖的研究当中,特别关注企业联盟的出现以及资产增强型对外直接投资。资产增强型对外直接投资更加重视获取动态的所有权优势,企业往往会认为在国外比在国内获取或创造这些资产更具经济优势,因此会通过选择能够提供最佳组合的不可移动战略资产的国家或地区,以支持竞争优势的创造和利用。在组织方式上,企业更倾向于通过 FDI 来保护或增强其现有的所有权优势,或降低其竞争对手的所有权优势。随着这些变量的动态组合变得愈发重要,折中范式每个部分彼此之间的相互依存性也日益增强。

新兴经济体企业往往会开展资产增强型对外直接投资。专有技术、市场影响力和全球品牌等传统优势并不一定是企业走向全球的先决条件,企业对外直接投资反而是获取战略资产的跳板。跳板理论将走向全球的重点放在填补自身薄弱的领域上。新兴经济体的企业之所以选择内部化,并非由于市场化交易存在缺陷,而是将所获取的主要能力整合回本国,并进一步提升其全球竞争力。该理论并不认为诸如劳动力成本等区位优势在新兴经济体企业的决策中占据核心地位,而是认为制度环境、资源可用性和大规模市场更为重要(Luo 和 Tung, 2018)。在新兴经济体企业资产增强型对外直接投资的机制方面,LLL(Linkage-Leverage-Learning, 联系—杠杆—学习)理论指出,企业外部联系通过获取资源、利用杠杆效应来整合资源,并通过持续学习提升国际竞争力(Mathews, 2006)。为了便于在跨境收购过程中转移关键或默会资产,在东道国知识保护方面存在较大差异的情况下,新兴经济体的企业会采取提高股权参与度或进行全盘收购的策略(Gaffney 等, 2016)。

(二) 研究框架

根据以上理论基础,本文从区位因素、行业因素和企业因素出发,识别主要的影响资产增强型对外直接投资的相互依赖的因素,构建研究框架如图 1 所示:

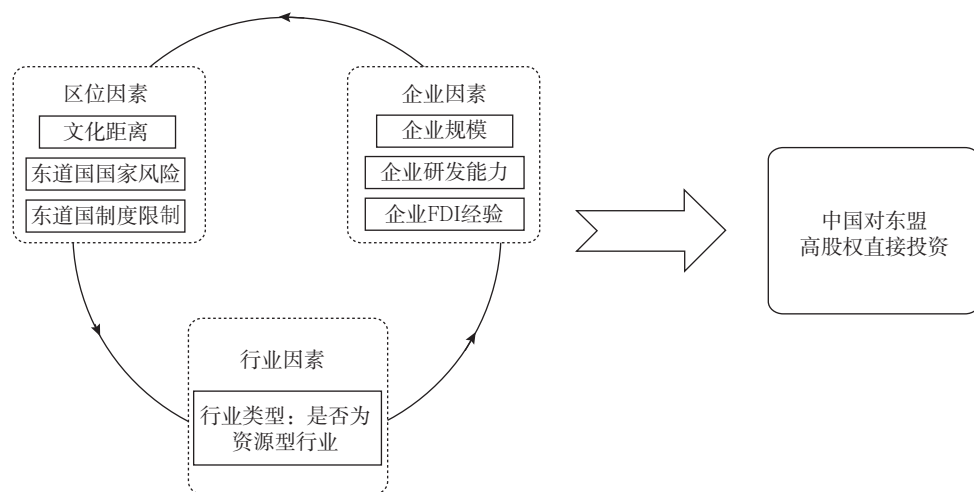


图 1 研究框架图

1. 区位因素

21世纪以来,全球新一轮投资体制规则的变迁和国家间对引进外商直接投资的竞争引起了学者对投资便利化条件等国家软实力的关注(丁杰,2022)。

(1) 东道国与中国的文化距离

Chari 和 Chang(2009)认为文化距离越大,FDI 的股权比例越小,而林季红和张璐(2013)、Lee 等(2014)则持相反观点。张明等(2019)、谭晓霞等(2022)利用fsQCA 研究认为,丰富的跨国并购经验能够有效降低文化距离带来的不确定性和成本方面的消极影响;并购的行业相关性也有助于克服或降低文化距离导致的信息不对称;非市场竞争优势(例如国有企业的母国政府支持、母国运营中积累的治理能力)促使新兴经济体跨国企业在制度环境较差且文化距离较远的东道国采用高股权的海外市场进入模式。

(2) 东道国国家风险

从政治角度来看,蒋冠宏(2015)指出,东道国的政治环境与法律环境越好,中国企业所需要承担的风险就越低,更容易对其进行对外直接投资。与之相对的是,Buckley 等(2007)认为中国对外直接投资具有特殊性,表现出明显的“制度风险倾向”。从经济角度来看,余官胜(2017)将 FDI 分为两个维度,指出中国企业在集约增长维度上表现出风险规避性,但在扩展维度上表现出风险偏好。蔡承彬(2019)认为中国企业在海外工程项目与对外直接投资上存在“经济风险偏好”的现象。从社会角度来看,邱立成(2012)指出中国企业在经济发展水平高的国家进行直接投资时容易遇到环保制度及其他社会风险问题的阻碍。

(3) 东道国制度限制

东道国制度限制体现在东道国政府在金融和社会政治方面,既包括法律法规方面的正式限制,又包括文化传统方面的非正式限制(North,1991)。经济开放、市场自由度高的国家更能吸引 FDI 进入,并对 FDI 股权比例限制较少(鲁明泓,1999;Herrera-Echeverri 等,2014)。

2. 行业因素

林季红和张璐(2013)指出企业所属行业的特点会在一定程度上决定企业的经营策略,进而影响企业对外直接投资的股权比例,这一影响在资源型行业中更为明显。张建等(2012)基于中国海外投资数据,发现收益高、技术密集度高的产业海外投资意愿更高。阎大颖(2011)从东道国限制角度,指出由于对外直接投资会吸收东道国优势产业的战略资源,所以涉及敏感行业的投资,如重要能源、稀缺自然资源和核心科技等,容易引起当地政府的警惕,从而受到直接或间接的阻挠。因此属于敏感性或战略产业的企业,其投资股权会受到东道国政策的影响。中国全球投资追踪数据显示,从具体投资部门来看,中国对东盟有一半的投资需要依赖当地的自然资源。基于以上事实,本文参考林季红和张璐(2013)的分析方法,重点考虑投资行业是否为资源型行业。

3. 企业因素

海外并购活动的主体是企业, 企业因素对跨国并购战略的影响最为直接。

(1) 企业规模

黄速建和刘建丽(2009)认为企业规模直接影响企业股权承诺的能力。中国的企业规模越大, 对外投资模式选择合资而非独资的概率越大(周经和蔡冬青, 2014)。

(2) 企业研发能力

研发能力是企业所有权优势的重要体现, 对企业海外市场进入模式有深刻的影响。根据资源基础理论, 研发能力可归类为企业特定资产, 有必要进行高水平控制, 因此研发能力强的企业在对外直接投资时更倾向于高股权投资(Chen 和 Hu, 2002)。但 Luo 和 Tung(2018)认为, 缺乏研发能力的跨国企业反而更倾向于采取独资的方式, 利用激进的海外扩张模式获取东道国技术和战略资源。

(3) 企业 FDI 经验

企业经验是影响对外直接投资成功与否的关键因素。Elango 等(2013)指出, 对外直接投资经验越丰富的企业投资行为越激进, 投资股权越多。在对比全资与合资决策时, 周经和蔡冬青(2014)实证表明中国跨国企业的国际化经验越丰富, 选择全资的可能性越大。在股权比例方面, 黄嫚丽等(2017)提出相反观点, 认为丰富的 FDI 经验有助于克服机会主义, 因而企业 FDI 经验越丰富, 投资股权比例越小。

综上, 在不同条件下, 单个因素对于企业股权决策的影响是不同的, 因素之间是相互关联的, 因此, 对于股权决策的研究应该采取多种因素的组态分析。本文采取 fsQCA 方法, 将影响中国企业对东盟投资股权决策的因素概括为国家文化距离、东道国国家风险、东道国制度限制、行业类型、企业规模、企业研发能力和企业 FDI 经验等七个方面, 并进行组态分析。

(三) 样本与数据

中国企业对外直接投资股权比例数据来自美国企业研究院提供的中国全球投资追踪 CGIT 数据库^①, 既包括并购型投资, 也包括新设型绿地投资。CGIT 字段包括金额、股权比例、中国母公司、东道国和部门等信息。本文选取 2011—2023 年中国对东盟的完整投资数据, 通过以下筛选标准来确定研究样本: ①投资目标国为东盟国家, 且条件变量指标完整的国家; ②剔除投资方为财务金融机构的投资事件; ③剔除缺少投资股权比例、企业规模、企业资产等详细信息的并购案例; ④剔除多个中国企业合资赴东盟投资的案例。此外, 东盟成员国中缅甸、老挝、文莱和柬埔寨这四个国家的数据较难获取, 本文剔除了这些国家的案例。最终, 本文获得了中国企业于 2011—2023 年期间在新加坡、泰国、马来西亚、越南、印度尼西亚、菲律宾六个国家, 实施的 99 起对外直接投资交易。本文的变量、相应指标和数据来源如表 1 所示。

^①资料来源: 美国企业研究院, 中国全球投资追踪 CGIT 数据库, <https://www.aei.org/china-global-investment-tracker/> (访问日期 2025-04-01)。

表 1 变量指标选取及数据来源

条件和结果	指标选取	数据来源
FDI 股权比例 (<i>SHARE</i>)	投资股权比例	中国全球投资追踪 CGIT 数据库
文化距离 (<i>CULD</i>)	Hofstede 提出的文化距离指数	Hofstede 官方网站①
东道国国家风险 (<i>RISK</i>)	国家风险指数	国际国家风险指南②
东道国制度限制 (<i>RESTR</i>)	全球经济自由度指数	Heritage Foundation③
企业规模 (<i>SCALE</i>)	企业市值	同花顺网站④
企业 FDI 经验 (<i>EXPER</i>)	投资事件前完成的对所有国家的投资累计次数	中国全球投资追踪 CGIT 数据库
企业研发能力 (<i>R&D</i>)	无形资产占总资产比重	国泰安数据库的企业年报⑤
资源型行业 (<i>INDUS</i>)	是否属于资源型行业	中国全球投资追踪 CGIT 数据库

(四) 测量和校准

本文模型的各变量取值可划分为高、低两个集合。但是 fsQCA 并不截然将变量取值划分为两个集合，而是通过计算隶属度分数，在 0~1 之间的区间来扩展清晰集。校准即是将原始数据转换为集合隶属度分数，以便判断案例在多大程度上属于某个特定的集合。本文运用直接校准法将数据转换为模糊集隶属度分数(参见表 2)。

表 2 结果与条件的校准

条件和结果	校准		
	上锚点	交叉点	下锚点
FDI 股权比例 (<i>SHARE</i>)/%	100	70	20
文化距离 (<i>CULD</i>)	2.35	1.41	0.55
东道国国家风险 (<i>RISK</i>)	50	35	20
东道国制度限制 (<i>RESTR</i>)	50	35	20
企业规模 (<i>SCALE</i>)/亿元	14 466.83	541.76	31.05
企业 FDI 经验 (<i>EXPER</i>)	有经验赋值为“1”	—	无经验赋值为“0”
企业研发能力 (<i>R&D</i>)	18.64	3.64	0.09
资源型行业 (<i>INDUS</i>)	属于资源型行业赋值为“1”	—	不属于资源型行业赋值为“0”

注：直接校准法是基于 logit 函数，将各种尺度的变量值转换为 0~1 之间的值，被称为模糊隶属度。其中，上锚点对应的模糊隶属度为 0.95，交叉点对应的模糊隶属度为 0.5，下锚点对应的模糊隶属度为 0.05。

①资料来源：Geert Hofstede, <https://geerthofstede.com/hofstedes-globe/> (访问日期 2025-04-01)。
②资料来源：The International Country Risk Guide (ICRG), <https://www.prsgroup.com/explore-our-products/icrg/> (访问日期 2025-04-01)。
③资料来源：Heritage Foundation, <https://economicfreedom.heritage.org/> (访问日期 2025-04-01)。
④资料来源：<https://www.51find.com/> (访问日期 2025-04-01)。
⑤资料来源：<https://data.csmar.com/> (访问日期 2025-04-01)。

(1) FDI 股权比例 (*SHARE*)

参考林季红和张璐(2013)、张明等(2019)的校准尺度以及社会公认的股权比例划分标准,使用样本期间中国企业对东盟实施的投资事件所涉及股权比例的 95%分位数(取值为 100%)作为上锚点,5%分位数(取值为 20%)作为下锚点,50%分位数(取值为 70%)作为交叉点^①。

(2) 文化距离 (*CULD*)

使用 Hofstede(1980)提出的六个维度来衡量文化距离。采用 Kogut 和 Singh(1988)的计算方法对各国的文化特征以 0~100 分进行量化,计算公式如下:

$$CULD_j = \sum_{i=1}^6 [(I_{ij} - I_{ic})^2 / V_i] / 6 \quad (1)$$

式(1)中,下标 *C* 代表中国,*i* 为 Hofstede 所提出的六个文化维度之一,*CULD* 是东道国与中国的文化差异值,*I_{ij}* 是 *j* 国家在 *i* 维度的得分,*V_i* 是 *i* 维度上各国得分的方差。借鉴 Fan 等(2017)的做法,本文使用样本期间中国企业在亚洲(而非仅对东盟国家)实施的投资事件所涉及的文化距离的 95%分位数(取值为 2.35)作为上锚点,5%分位数(取值为 0.55)作为下锚点,50%分位数(取值为 1.41)作为交叉点。

(3) 东道国国家风险 (*RISK*)

参考 Ahammad 等(2017)的做法,采用《国际国家风险指南》(The International Country Risk Guide)提供的国家风险指数来测量东道国国家风险,该指数是对一个国家在政治、金融和经济三个方面风险的整体概括^②,指数的取值范围为 0~100,并分为五个等级。为了使最终呈现的组态便于理解,本文将数值倒置,即数值越大表示国家风险越大,评分标准为:非常低(0~20)、低(20~30)、中等(30~40)、高(40~50)、非常高(50~100)^③。基于这一等级划分特征,本文选取投资事件前一年的东道国国家风险指数,将 50 作为上锚点,35 作为交叉点,20 作为下锚点。

(4) 东道国制度限制 (*RESTR*)

本文选取 Heritage Foundation 每年公布的全球经济自由度指数(Economic Freedom Index, EFI)作为衡量东道国制度限制的指标。与东道国国家风险的指标处理方式相同,本文将经济自由度指数数值倒置,五个等级变为:较大自由(0~20)、大部分自由(20~30)、有限度自由(30~40)、比较不自由(40~50)、不自由(50~100)^④。选取投资事件当年的东道国经济自由度指数,将 50 作为上锚点,35 作为交叉点,20 作为下锚点。

①经模糊集校准后,本文将隶属度 ≥ 0.5 的案例视为具有高股权比例,所对应的原始股权比例 $\geq 70\%$ (校准交叉点)。

②政治方面:政府稳定性、社会经济状况、投资概况、内部冲突、外部冲突、腐败、军方参与政治、宗教紧张局势、法律与秩序、民族紧张局势、民主问责制、官僚质量。金融方面:外债占 GDP 的百分比、外债偿还额占商品与服务出口额的百分比、经常账户余额占商品与服务出口额的百分比、国际净流动性(相当于进口覆盖月数)、汇率稳定性。经济方面:人均 GDP、实际 GDP 增长率、年通货膨胀率、预算余额占 GDP 的百分比、经常账户余额占 GDP 的百分比。

③边缘数值被纳入到数值较大的组别当中。

④同上。

(5) 企业规模 (*SCALE*)

参考黄速建和刘建丽(2009)的做法,采用企业投资交易前一年的企业市值来衡量企业规模,数据来源于同花顺数据库并进行手动匹配。将95%分位数(取值为14 466.83亿元)作为上锚点,5%分位数(取值为31.05亿元)作为下锚点,50%分位数(取值为541.76亿元)作为交叉点。

(6) 企业 FDI 经验 (*EXPER*)

考虑企业在此次投资事件前是否有过海外的投资经历,有海外投资经历的赋值为“1”,没有海外投资经历的则赋值为“0”。

(7) 企业研发能力 (*R&D*)

参考 Hennart 和 Park(1993)的做法,用无形资产占总资产比重作为研发强度的指标,数据来源于企业年报,进行手动匹配。将95%分位数(取值为18.64)作为上锚点,5%分位数(取值为0.09)作为下锚点,50%分位数(取值为3.64)作为交叉点。

(8) 资源型行业 (*INDUS*)

基于 CGIT 公布的每个投资事件所属行业部门,考虑中国企业对东盟的投资多为资源型行业,将属于资源型行业的企业赋值为“1”,不属于资源型行业的企业赋值为“0”。

三、分析结果

(一) 单个条件的必要性分析

首先须检查单个条件及其非集是否构成高股权投资的必要条件。如果判断出某条件(或条件组合)为结果的必要条件,但在随后的 fsQCA 求解中不存在,则需要在解中补上。一致性是衡量必要条件的重要标准,当一致性水平大于0.9时,则可认为该条件是结果的必要条件(Ragin, 2008)。计算结果显示,所有条件的一致性水平平均不高于0.9,故在针对企业采取高股权进入的对外直接投资决策当中的7个条件中不存在必要条件。

(二) 条件组态及充分性分析

在校准数据的基础上可以构建真值表,即评估在本文七个条件的所有逻辑组合上的案例分布情况。这些逻辑组合有 2^7 种组合,也被称为前因组合,相当于七个条件变量所构建的向量空间上的 2^7 个角,对应于真值表中的各行。前因组合、真值表各行和向量空间角之间存在一对一的关系。在模糊集中,每个案例在向量的所有角中均有不同程度的隶属关系,因此在每个真值表行当中具有不同程度的隶属关系^①。

为了突出具有实证重要性的构型,本文将删除案例频数低于设定阈值的偶然性条件组合,对真值表进行精炼。在确定案例频数阈值时应考虑样本规模的大小。对

^①构建真值表之前在每个校准数据后面都加了0.001,这是因为很多校准数据恰好是0.50,fsQCA 会无法判断它究竟是隶属还是不隶属。

于小样本,案例频数阈值可以设置为“1”(即仅删除案例分布频数为“0”的组合)。阈值的设定还应当保证所剩案例至少包含 75% 的观察案例(杜运周和贾良定,2017)。本文的样本属于中等规模,案例频数阈值设置为“2”。

组态分析旨在解释多个条件构成的不同组态引致结果产生的充分性,即考察由多条件构成的组态集合是否构成结果集合的一个子集。使用一致性这一统计量对结果变量进行编码,达到一致性阈值以上的,结果变量编码为“1”,否则编码为“0”。Schneider 和 Wagemann(2012)建议,确定充分性的一致性水平应不低于 0.75。参考程聪和贾良定(2016)的做法,本文将一致性阈值定为 0.8。此外,PRI(不一致性的比例减少)是子集关系一致性的替代测量。为了避免某一组态同时为高股权对外直接投资和低股权对外直接投资的充分性组态,PRI 一致性阈值应该大于或等于 0.75。本文 PRI 一致性阈值设置为 0.78^①。随即,可以得到精炼真值表。本文假定七个条件变量与结果变量的逻辑关系是对称的。运用 fsQCA 软件进行逻辑最小化运算:如果两个与结果相关的原始行只在一个条件上不同,那么这个条件可以被认为是逻辑上冗余的,可以省略,从而使两行合并成一个更简单的表达式。计算会得到三种解:复杂解、中间解和简约解。其中,复杂解只利用现有案例中的信息;中间解和简约解都利用了反事实分析,也就是考虑了那些没有搜集到的条件组态。复杂解包含的条件最多,化简最不完全,但最依据案例事实;简约解包含的条件最少,化简最充分,但利用了最多的反事实分析。本文假设所有的条件都是对称性条件,复杂解与中间解是一样的(见表 3)。同时出现在简约解和中间解中的条件为核心条件,仅出现在中间解中的条件为边缘条件。

表 3 中的四种组态,无论是单个解还是总体解的一致性水平均要高于可接受的最低标准 0.8。其中,总体解的一致性为 0.88,意味着有 88% 的案例满足中国企业高股权投资东盟的条件组态。同时,总体解的覆盖度为 0.31,同经管领域的定性比较分析研究基本持平。这说明表 3 中的四种组态可以被视为中国企业在对东盟国家投资时选择高股权形式的充分条件组合。

组态 1a(~文化距离×东道国国家风险×东道国制度限制×~企业研发能力×~企业 FDI 经验×资源型行业^②)和组态 1b(~文化距离×东道国国家风险×~企业规模×~企业 FDI 经验×资源型行业)中,它们的核心条件是一致的,并且有三个共享案例,其他非核心条件亦不矛盾,因此可以合并为一个大组。其中,“企业无 FDI 经验”“属于资源型行业”均发挥核心作用,但辅助条件有所不同。组态 1a 中,“文化距离小”“企业研发能力低”“国家风险大”和“制度限制高”发挥辅助作用,该组态一致性是所有组态中的第二高水平,达到 0.95。唯一覆盖度为 0.001 5,覆盖了五个案例。组态 1b 中,“文化距离小”“企业规模小”和“国家风险大”发挥了辅助作用,一致性水平为 0.85,唯一覆盖度为 0.027,覆盖了 11 个案例。

^①fsQCA 软件只能设置 raw consist 的阈值,而 PRI consist 的阈值无法设定。故本文在设置完 raw consist 的阈值生成精炼真值表后,再手动对结果变量进行编码,将表格中 PRI 达不到阈值的案例的结果变量编码为“0”。选择 0.78 是根据精炼真值表中现有的 PRI 值选择的一个阈值,在该阈值下,有两个案例的结果变量的编码由“1”改为“0”。

^②条件前有“~”的表示条件缺席,无符号的表示条件存在。条件缺席意味着该条件取低值。

组态 2(文化距离×~东道国国家风险×~东道国制度限制×~企业规模×企业研发能力×资源型行业)中,“制度限制低”“属于资源型行业”发挥核心作用。“文化距离大”“企业规模小”“国家风险小”“企业研发能力高”发挥辅助作用。该组态一致性水平在四种组态中最高,达到 0.96,唯一覆盖度 0.084 在所有组态中最高,覆盖了六个案例。

表 3 中国企业对东盟高股权直接投资的决策组态

前因条件	中间解			
	组态 1a	组态 1b	组态 2	组态 3
文化距离 (CULD)	⊗	⊗	•	●
东道国国家风险 (RISK)	•	•	⊗	⊗
东道国制度限制 (RESTR)	•	—	⊗	⊗
企业规模 (SCALE)	—	⊗	⊗	⊗
企业研发能力 (R&D)	⊗	—	•	⊗
企业有对外投资经验 (EXPER)	⊗	⊗	—	⊗
资源型行业 (INDUS)	●	●	●	⊗
一致性	0.952 9	0.851 0	0.959 7	0.873 7
原始覆盖度	0.122 3	0.152 5	0.126 1	0.070 0
唯一覆盖度	0.001 5	0.027 2	0.083 8	0.070 1
总体解的一致性	0.878 2			
总体解的覆盖度	0.307 8			

注：●表示核心条件成立，⊗表示核心条件缺席，•表示辅助条件成立，⊗表示辅助条件缺席。

组态 3(文化距离×~东道国国家风险×~东道国制度限制×~企业规模×~企业研发能力×~企业 FDI 经验×~资源型行业)中,“文化距离大”和“企业无 FDI 经验”发挥核心作用,其他条件的缺席发挥辅助作用。该组态一致性为 0.87,唯一覆盖度为 0.07,共覆盖四个案例。

从单个条件来看,“属于资源型行业”这一条件在三种组态中都发挥了核心作用。“企业无 FDI 经验”也在三种组态中发挥了核心作用,这与黄嫚丽等(2017)基于中国企业跨国并购数据做出的回归分析结论一致,即中国企业缺少 FDI 经验反而有着高股权投资倾向。

(三)稳健性检验

根据 Schneider 和 Wagemann(2012)的做法,本文通过调整一致性水平来验证研究结果的稳健性,将一致性水平阈值从 0.8 调整至 0.85, PRI 一致性阈值仍为 0.78,频数阈值仍为 2。结果显示,调整后组态构型的总体解的一致性为 0.878 2,

总体覆盖度为 0.307 8, 与调整前的结果保持一致, 同时组态结果及各组态的一致性水平及覆盖度也与调整前一致, 证实了本研究结论的稳健性。

四、中国企业对东盟高股权投资的决策模式

组态分析仅仅给出了条件组合, 本文结合案例的情景脉络和理论启示诠释了中国企业对东盟高股权投资的模式。

(一) 对东盟高风险国家的资源进取型投资

1. 模式解释

组态 1a 和组态 1b 可以概括为对东盟高风险国家资源的进取型投资。中国资源型企业尽管缺乏 FDI 经验, 但是在东盟国家丰富资源的吸引下, 采取高股权投资策略进行投资。这种模式的企业所有权优势比较薄弱, 例如缺乏 FDI 经验、企业规模小或者企业研发能力低; 东道国国家区位存在劣势, 例如国家风险高或制度约束高。在这种不利条件下, 往往是资源型行业选择文化距离较小的国家进行投资。该模式体现了企业对外直接投资当中收益—成本—风险的权衡(希尔, 2013), 虽然东道国国家具有高风险或高制度限制, 但是东道国丰富的资源带来的收益能够改善企业的所有权优势, 对企业具有战略意义, 并且较小的文化距离减少了交易成本。此外, 尽管东道国区位存在劣势, 企业所有权优势比较低, 但是出于战略投资东道国重要资源的考虑, 企业需要更具冒险精神, 选择更具风险和高控制的进入模式, 这与跳板理论相符(Luo 和 Tung, 2007)。

资源丰富的东道国通常面临较高的腐败问题(Kolstad 和 Wiig, 2009)。实证研究表明, 在资源寻求动机下, 中国企业倾向于选择那些政治制度较弱但自然资源丰富的国家(张纪凤, 2013; 田原和李建军, 2018)。在这些东道国中, 自然资源的丰富度在一定程度上抵消了其不完善的政治制度的影响(张纪凤, 2013; 田原和李建军, 2018)。文化距离意味着较高的交易成本, 文化距离较大时, 为了克服交易成本, 企业倾向于合资(Hennart 和 Larimo, 1998)。在此模式下, 东道国与母国的文化距离比较小, 所以企业倾向于独资或者高股权。

2. 典型案例分析

组态 1a 和组态 1b 共有的一个案例是, 2023 年 5 月江苏龙蟠科技集团股份有限公司(以下简称龙蟠科技)以 2.9 亿美元投资印度尼西亚, 设立 100%控股的锂源(印度尼西亚)新能源有限公司, 建设一期 3 万吨磷酸铁锂项目。龙蟠科技 2003 年成立, 2022 年的企业市值为 148.73 亿元, 属于中小规模的企业, 成立之初主营润滑油等车用化学品, 2021 年正式跨界磷酸铁锂。对印度尼西亚磷酸铁锂项目的投资正是龙蟠科技实现跨界并弯道超车的战略举措, 此举使得龙蟠科技提前布局东南亚市场, 形成先发优势。此外, 印度尼西亚拥有全球最丰富的镍资源, 在印度尼西亚建厂可以保证生产资源的充足; 印度尼西亚紧挨着世界海上贸易的重要通道马六甲海峡, 在印度尼西亚生产的产品, 可以很便捷地销往世界各地; 印度尼西亚受到了国际清洁能源领域头部企业的关注, 如德国化工巨头巴斯夫、法国镍业巨头埃赫曼、韩

国LG新能源等;2009年印度尼西亚发布新《矿产和煤炭矿业法》,要求矿产品必须先在印度尼西亚精炼完成才能出口。龙蟠科技负责人指出:“目前全球磷酸铁锂的产能主要集中在中国,海外磷酸铁锂产能较小。未来海外新能源汽车、锂电池与储能等领域客户对磷酸铁锂正极材料的需求有望得到提升。公司本次印度尼西亚项目的投建立足于海外锂离子电池发展趋势,符合海外磷酸铁锂市场需求。”2023年,龙蟠科技一跃成为全球第四大磷酸铁锂材料制造商,市场份额达6.5%。但是,受锂电产能内卷、行业下行的影响,2023年的净利润由盈转亏,这一趋势延续到了2024年前三季度。龙蟠科技选择了不断募资甚至背负债务,承担印度尼西亚二期工厂的资本及运营开支,以及一期工厂和目标公司的日常运营开支,试图通过持续扩张确保在关键市场的生存与长期增长能力。

通过该案例可以发现,抢先布局东盟重要资源供应市场是中小企业的战略决策,例如调整企业发展方向或实现弯道超车;中国资源型企业在追求当地资源时,不仅受该国资源禀赋的吸引,东盟国家所处的地理位置、发达国家对东道国资源的关注等因素,对资源禀赋也具有增强调节效应。

(二)对东盟高经济自由度国家的资源拓展型投资

1. 模式解释

组态2可以概括为:对东盟高经济自由度国家资源的拓展型投资。中国的某些资源型企业,以开拓国际市场获得产业发展为动机,投资时更重视东道国较低的国家风险和比较自由的制度。这会缓解高文化距离产生的负面影响。在自身研发能力具有优势的条件下,规模小的劣势会被抵消,并且企业倾向于通过内部化研发优势对东盟进行高股权投资。虽然组态2也属于资源型行业,但与组态1不同的是,投资企业具有研发能力,非常看重东道国的制度优势,例如自由的制度和较低的国家风险。中国企业不仅在当地生产制造,还基于当地的人力资源从事研发活动,将更多国内产业转移至生产成本更低、市场需求更旺盛、制度更为自由、国家风险更低,且自然资源更丰富的国家,例如马来西亚和泰国。

2. 典型案例分析

东道国良好的政策环境和自由的营商环境吸引了中国拥有先进技术的企业对当地高股权的投资。晶科能源股份有限公司(以下简称晶科能源),在2015年以1亿美元投资马来西亚,建设100%控股的太阳能电池组件制造工厂。从市值角度,晶科能源属中小型企业,但其拥有着国内最成熟、高效的电池和组件技术。马来西亚与中国长期保持友好经贸往来,世界银行《2014年全球营商环境报告》指出,马来西亚营商环境在全球189个经济体中排名第六位,在东盟地区仅次于新加坡。在共建“一带一路”及国际产能合作中,中国与马来西亚开展投资、承包工程、劳务合作步伐加快,互利合作项目不断涌现。从生产角度来说,马来西亚拥有丰富的太阳能资源和较为低廉的劳动力,基础设施相对完善;从经营角度来说,马来西亚政府对可再生能源产业提供了政策扶持。2022年9月,马来西亚发布《2022—2040年国家能源政策》,强调了太阳能在马来西亚能源转型的重要作用,具体举措包括加强

可再生能源的发展机制,通过结构性改革提供融资和监管框架的支持,吸引外资和企业进入马来西亚。从销售角度来说,美国对中国光伏产品采取了贸易限制措施,对中国太阳能电池额外征收反倾销和反补贴税。而马来西亚当地不仅对光伏电池的需求量大幅增加,同时也是对美国太阳能电池板出口量最大的国家之一,是中国光伏产品销往美国的中转站。2015 年,晶科能源对马来西亚进行了 1 亿美元、100%控股的绿地投资,之后又于 2020 年向马来西亚建设太阳能组件项目并注资 2.2 亿美元。晶科能源介绍其投资动因时指出“马来西亚不仅拥有充足的太阳能资源,相对有竞争力的成本和大批经过良好教育的工程师人才储备,而且有较高的工业水平以及优惠的税收政策。同时,马来西亚政府对于可再生能源产业的支持也有目共睹。”

(三)对东盟优良营商环境国家的能力增强型投资

1. 模式解释

组态 3 可以概括为:对东盟优良营商环境国家的能力增强型投资。与前两个组态有明显区别的是,组态 3 属于非资源型企业,且组态 3 中投资企业的所有权存在劣势,例如研发能力不足、规模小并且缺乏海外投资经验;组态 3 中的东道国具有优良的营商环境,例如经济自由度高、国家风险低。中国非资源型中小企业,在企业所有权优势薄弱的情况下,以寻求东盟先进的生产技术为目的展开投资,此时东盟国家风险低、制度约束少,能够抵消高文化距离所带来的负面影响。这类中国企业在国家政策扶持和对先进技术需求的推动作用下,高股权投资东盟国家。

该投资模式与金鹿(2018)通过三家企业案例研究分析得出的结论一致。金鹿指出,国际化经验欠缺的企业倾向于借助东道国已有技术和研发能力,采用跨国并购的模式进入东道国,这类技术寻求型企业以获得被并购企业前沿技术为动机,所以会选择完全控制、独立决策的高股权投资模式。这种海外市场进入模式与跳板理论相符,比较重视本国和东道国的制度条件;缓解国内的制度和市场限制,绕过贸易壁垒,利用其他国家的竞争优势和市场机会;试图通过对外直接投资来积极寻求战略资产,弥补他们的能力空缺,并利用其增强的能力和改进后的国内基础来进行全球竞争,进而实现快速国际化(Luo 和 Tung, 2018)。

2. 典型案例分析

2015 年通富微电子股份有限公司(以下简称通富微电)以 3.7 亿美元投资马来西亚,收购超威半导体(Advanced Micro Devices, Inc., 以下简称 AMD)位于马来西亚的全资子公司所持有的 AMD 槟城 85% 股权。通富微电的主营业务之一是提供集成电路封装测试服务,但从集成电路的制造角度来说,包括通富微电在内的大部分中国企业都较为依赖国外。首先,通富微电并不掌握高效先进的集成电路制造技术,而马来西亚是全球重要的芯片封装和测试中心,占据了全球 40% 的市场份额,长期以来承接英特尔、摩托罗拉、惠普等大型半导体公司集成电路制造和封测工作,其芯片产业已形成成熟的生态系统。AMD 掌握多种世界主流的先进封装技术,业务经历和管理经验也相当丰富,通富微电通过收购 AMD 子公司可以将其先进的技术和成本优势结合,发挥协同优势,提升品牌优势以及海外知名度。其次,中国

与马来西亚合作的加深为中国小规模企业提供融资便利。马来西亚的经济稳定,营商环境较为自由,政策支持力度大。同时,中国对集成电路行业提供扶持,2014年6月,国务院发布《国家集成电路产业发展推进纲要》,要求加快提升先进封测业的发展水平。一些外部因素也影响着通富微电这类小规模企业的对外直接投资。AI产业高速发展使得半导体需求增加,为了抓住这股半导体热潮,中国规模较小的半导体设计公司也在努力从外部获得足够的先进封装服务。同时,美国出台了越来越多的先进芯片和制造设备的限制措施。中国企业通过与马来西亚企业合作,可以降低美国对中国半导体产业制裁的风险。收购完成后,通富微电控股马来西亚AMD公司,不仅获得其技术优势,还掌握了AMD槟城的销售区域和市场份额,方便其更深层次挖掘先进封测行业的需求。苏州通富超威半导体有限公司充分利用通富超威(苏州)微电子有限公司和通富超威槟城基地这两个封测平台,积极承接国内外客户高端产品的封测业务。大部分世界前20强半导体企业和绝大多数国内知名集成电路设计公司都已成为其客户。

此外,通过组态的横向分析,本文发现中小企业(市值小于500亿元)、不具有FDI经验(2/3的企业为首次FDI)的中国企业更加倾向于对东盟开展高股权投资;大型、超大型企业对于东盟多为低股权投资,且投资经验起到重要作用。在“一带一路”倡议和《区域全面经济伙伴关系协定》(Regional Comprehensive Economic Partnership,以下简称RCEP)协议下,中小企业敢于“走出去”,往往需要以高股权形式投资东盟,保证其生产经营的独立自主。这些中小企业在东盟的投资属于长期投资,是其国际化战略的核心环节,未来将会在东盟进行深度的研发、生产制造和销售活动。大型、超大型企业(市值大于500亿元)倾向于分散投资行业和区域,以降低投资风险,并且有能力向欧美发达国家投资,而不单单侧重于对东盟的高股权投资。

五、进一步总结:跨模式分析

以上是对三种模式的纵向分析,接下来本文对三种模式进行跨模式的横向分析。

(一)资源型企业高股权投资的复杂性

中国资源型企业虽然受到东盟丰富资源的吸引,但是其在投资以及股权决策时还会对东道国的其他区位特征和自身所有权优势进行综合判断。

第一,对东盟资源领域的投资,可能会成为中小企业实现弯道超车的战略举措。企业会选择高股权投资,通过剩余控制权(Antràs和Helpman, 2004),平衡东道国风险和制度的不确定性以实现战略目标。东盟国家当地的资源禀赋、较小的文化距离和强劲的海外市场需求将抵消东道国政策限制和国家风险的负向作用。

第二,谋求资源稳步拓展的中国资源型中小企业,向东盟高股权投资更看重当地的政策便利性,并不在意文化距离。东盟国家的部分资源具有共性,如泰国、马来西亚、印度尼西亚等国都具有丰富的太阳能资源。在资源禀赋相似的情况下,制度约束小、市场自由度高的东盟国家更能吸引中国企业高股权投资,且中国企业在

当地不仅从事生产制造活动,还利用当地技术和政策促进产业升级,缓解欧美国家贸易壁垒带来的出口压力。

(二) 能力增强型中小企业高股权投资的营商环境导向性

在非资源型行业中,企业所有权处于劣势的中小企业对东盟高股权投资的主要目的是为了获得东道国的战略资产,例如先进的生产技术或产业生态位,这类企业十分重视当地营商环境。在进行投资股权决策时,这些企业虽存在研发能力低、企业规模小、缺少投资经验的劣势,但东道国的技术优势和海外的高市场需求仍然推动企业对外直接投资。东道国较低的国家风险、比较自由的制度能抵消高文化距离带来的负面影响。能力增强型的投资动因和比较自由的东道国制度,使得中小规模企业以高股权的方式进行投资。

(三) 高股权投资东盟的企业特征

三种模式中,追求高股权投资的企业所有权优势都比较弱,除了组态 2 中的企业具有研发优势外,各组态企业均具有规模小、FDI 经验不足和研发能力弱的特点,他们倾向于对东盟进行高股权直接投资,以期获得战略资产,抓住市场机遇。因此,尽管东盟国家基本上都是发展中国家,但由于其丰富的资源、旺盛的市场需求和相对技术优势,以及 RCEP 等贸易协定的加持,中国的中小企业仍然会从获取战略资产的角度对东盟投资,并且采取高股权、高控制的组织模式。同时,恰恰是由于东盟多数国家并非发达国家,这才成为所有权优势比较薄弱的中小企业对外直接投资的理想场所。

(四) 高股权投资东盟的区位特征

区位的单一因素不足以推动企业出海。企业在选择区位时,往往将区位优势与劣势进行平衡。即使是冒险精神比较强的资源型行业的投资,也会在高风险、高制度限制的劣势下,选择低文化距离的区位进行平衡。

(五) 高股权投资的外部推动因素

从具体的案例分析中,例如组态 2 的晶科能源和组态 3 的通富微电,可以发现,在中美贸易战背景下,避开美欧贸易壁垒成为推动中国对东盟高股权投资的重要因素。再比如,样本案例中的歌尔股份有限公司(以下简称歌尔股份)是苹果公司的无线耳机 AirPods 的主要组装厂, AirPods 属于被美国征收 25% 惩罚性关税的产品之一,于是,歌尔股份于 2019 年在越南投资 2.6 亿美元,把完全控股的 AirPods 生产线搬至越南。在越南制造和组装产品,再向美国出口。这一现象尤其存在于中国的热门行业,如新能源电池、光伏、半导体芯片等行业,且对中国中小企业的影响更为严重。

六、理论启示和实践启示

在理论方面,本文呼应了国际商务的 OLI 范式和跳板理论,聚焦动态所有权优势,指出新兴市场的中小型企业开展对外直接投资时更倾向于高股权控制。同

时,本文进行了对外直接投资股权决策的计量实证研究和组态分析。基于此,本文对中国的中小企业对外直接投资实践提出启示,即宜发掘东盟国家在赋能企业所有权优势动态发展方面的潜力。

(一)理论启示

在国际化理论视角上,本文呼应了OLI范式的动态化发展,更加重视企业所有权优势的获取,而不是原有所有权优势的利用(Dunning, 2000)。本文呼应了跳板理论(Luo和Tung, 2007, 2018; Gaffney等, 2016)。跳板理论指出新兴经济体的跨国企业将国际扩张视为跳板,以获取战略资源或寻求机会。在选择进入模式时往往不遵循路径依赖,而是选择更具风险和高控制性的进入模式。本文研究表明东盟的确成为中国中小企业寻求关键战略资源、拓展资源优势、提升技术能力和获得渠道机会的重要市场。本文也为跳板理论提供了补充,研究表明新兴经济体的中小企业在资源和机会的驱动下开展对外直接投资,需要平衡考虑东道国的区位优势与劣势,例如在东道国的国家风险、文化距离以及制度限制之间寻求平衡,并且通常以高股权方式开展资产增强型的对外直接投资。

对外直接投资股权决策的有关计量分析表明:在企业特征上,国际化经验丰富、规模小的投资企业倾向于高股权控制;在区位特征上,东道国市场越开放、资本管制越松、国家风险越低的投资越倾向于高股权投资;在行业特征上,非能源企业倾向于高股权投资(周经和蔡冬青, 2014; 林季红和张璐, 2013; Chari和Chang, 2009)。此外,针对企业的研发强度、东道国的文化距离等因素对股权投资决策的影响在实证结论上存在矛盾。本文研究表明中小企业投资倾向于高股权投资,与计量分析得出的结论一致(周经和蔡冬青, 2014),但是在其他条件上,本文研究表明其对股权投资比例的影响取决于各类条件的交叉影响。有关对外直接投资股权决策的组态分析文献较少。张明等(2019)侧重从并购能力的视角,探讨实现完全控股的条件组态。谭晓霞等(2022)在模式分析中考虑了东道国制度和母国政治资源的平衡。

本文在理论视角上聚焦资产增强型投资,为理论做出边际性贡献。在实践上,本文将研究对象具体化为对东盟的投资:一方面,研究对象的相对聚焦减少了异质性,进而减少所需要考虑的条件变量,从而使组态分析更有内在效度;另一方面,研究对象的具体化使得研究结论更具有实践意义,有利于针对东盟的区域国别市场提供投资启示。

(二)实践启示

第一,东盟不仅仅是低劳动力成本的投资区位,东盟国家丰富的资源、旺盛的市场需求和相对技术优势,在RCEP等贸易协定的加持下,能够为企业、特别是中国的中小企业提供战略性资产。同时,东盟也是所有权优势薄弱的中国中小企业比较容易投资的东道国。为了获得战略性资产实现弯道超车,中国中小企业出海东盟,可以适度承担一定的区位风险,投资于制度限制和国家风险较高的国家。以稳步拓展资源为目标的中国中小企业,需要重点考虑东盟国家的营商环境,不必纠结

于文化距离的远近。企业投资区位的选择,不能仅仅考虑单一因素,还需要综合平衡区位优势与劣势,特别是可以在文化距离与国家风险,文化距离与制度约束之间进行平衡。出于获取和拓展资源的目的、中小企业薄弱的所有权优势和东道国的不确定性等因素,对东盟投资可以采取高股权的治理方式。

第二,与东盟存在技术差异的中国企业,需要在东道国营商环境适宜的情况下,及时把握全球需求和技术发展动向,积极寻求先进技术,或发挥企业自身技术优势并在东盟国家展开高股权投资。从企业自身能力来看,即使企业没有足够的海外投资经验及充足的资金,但在“一带一路”倡议和 RCEP 等自贸协定利好政策之下,也能够以高股权投资东盟。那些具有技术优势的中国企业,以高股权在东盟投资建厂,能够获得更广阔的市场,缓解欧美国家贸易壁垒带来的压力;那些期待技术升级的中国企业,同样可以在利好政策的加持下,选择低风险国家,借助高股权投资,吸收东盟地区先进的生产技术并获得稳定而便捷的销售渠道。

第三,进一步加强与东盟国家经贸政策的互惠互利,重视对国内中小企业的扶持。东道国营商环境及两国经贸政策对中国企业的跨国投资行为有着重要影响。从本文样本看,无论国有或私有、规模大小、是否属于资源型行业、有无投资经验,中国企业均具有对东盟投资的较高积极性。便利的投资政策对私有中小企业对外直接投资行为有显著促进的作用,中国对热门产业的扶持和中国—东盟的深层次交流合作能有效降低东盟国家投资风险,为中小企业对外直接投资提供保障。

[参考文献]

- [1] 蔡承彬. 东道国经济风险对中国企业对外投资的影响——基于中国对外直接投资与工程项目投资两个维度的分析[J]. 宏观经济研究, 2019(4): 107-115.
- [2] 程驰, 贾良定. 我国企业跨国并购驱动机制研究——基于清晰集的定性比较分析[J]. 南开管理评论, 2016(6): 113-121.
- [3] 丁杰. “一带一路”倡议下对外直接投资效应分析[J]. 西安财经大学学报, 2022, 35(6): 103-117.
- [4] 杜运周, 贾良定. 组态视角与定性比较分析(QCA): 管理学研究的一条新道路[J]. 管理世界, 2017(6): 155-167.
- [5] 黄嫚丽, 张慧如, 刘朔. 中国企业并购经验与跨国并购股权的关系研究[J]. 管理学报, 2017(8): 1134-1142.
- [6] 黄速建, 刘建丽. 中国企业海外市场进入模式选择研究[J]. 中国工业经济, 2009(1): 108-117.
- [7] 蒋冠宏. 制度差异、文化距离与中国企业对外直接投资风险[J]. 世界经济研究, 2015(8): 37-47+127-128.
- [8] 金鹿. 中国企业技术寻求型对外直接投资进入模式选择分析[J]. 中国科技论坛, 2018(8): 92-99.
- [9] 蓝海林, 汪秀琼, 吴小节, 等. 基于制度基础观的市场进入模式影响因素: 理论模型构建与相关研究命题的提出[J]. 南开管理评论, 2010(6): 77-90+148.
- [10] 林季红, 张璐. 中国企业海外并购的股权策略选择[J]. 财贸经济, 2013(9): 76-84.
- [11] 鲁明泓. 制度因素与国际直接投资区位分布: 一项实证研究[J]. 经济研究, 1999(7): 57-66.
- [12] 邱立成, 赵成真. 制度环境差异、对外直接投资与风险防范: 中国例证[J]. 国际贸易问题, 2012(12): 112-122.

- [13]孙黎,常添惠.数字化转型如何影响中国企业对外直接投资的模式选择[J].当代财经,2024(11):1-17.
- [14]谭晓霞,吴小节,马美婷,等.中国企业海外市场进入模式的驱动机制研究[J].管理学季刊,2022(4):50-71+145-146.
- [15]田原,李建军.中国对“一带一路”沿线国家 OFDI 的区位选择——基于资源与制度视角的经验研究[J].经济问题探索,2018(1):79-88.
- [16]希尔.国际商务(英文版·第9版)[M].王蕾改编.北京:中国人民大学出版社,2013.
- [17]许凌峰.股权结构调整对公司治理结构及上市效应的影响分析[J].全国流通经济,2024(23):73-76.
- [18]薛安伟.中国制造业企业向东南亚投资的新动机、新机遇与新挑战[J].国际经济评论,2024(1):91-120.
- [19]阎大颖.制度距离、国际经验与中国企业海外并购的成败问题研究[J].南开经济研究,2011(5):75-97.
- [20]余官胜.东道国经济风险与我国企业对外直接投资二元增长区位选择——基于面板数据门槛效应模型的研究[J].中央财经大学学报,2017(6):74-81.
- [21]张纪凤.制度因素、资源寻求与中国对外直接投资的区位选择[J].工业技术经济,2013,32(9):56-62.
- [22]张建红,葛顺奇,周朝鸿.产业特征对产业国际化进程的影响——以跨国并购为例[J].南开经济研究,2012(2):3-19.
- [23]张明,陈伟宏,蓝海林.中国企业“凭什么”完全并购境外高新技术企业——基于94个案例的模糊集定性比较分析(fsQCA)[J].中国工业经济,2019(4):117-135.
- [24]赵晶,王根蓓.创新能力、所有权优势与中国企业海外市场进入模式选择[J].经济理论与经济管理,2013(2):100-112.
- [25]周经,蔡冬青.企业微观特征、东道国因素与中国 OFDI 模式选择[J].国际贸易问题,2014(2):124-134.
- [26]周经,张利敏.制度距离、强效制度环境与中国跨国企业对外投资模式选择[J].国际贸易问题,2014(11):99-108.
- [27]AHAMMAD M F, LEONE V, TARBA S, et al. Equity Ownership in Cross-border Mergers and Acquisitions by British Firms: An Analysis of Real Options and Transaction Cost Factors[J]. British Journal of Management, 2017, 28(2): 180-196.
- [28]ANDERSON E, GATIGNON H. Models of Foreign Entry: A Transaction Cost Analysis and Propositions[J]. Journal of International Business Studies, 1986, 17(3): 1-26.
- [29]ANTRÀS P. Firms, Contracts, and Trade Structure[J]. Quarterly Journal of Economics, 2003(4): 1375-1418.
- [30]ANTRÀS P, CHOR D. Organizing the Global Value Chain[J]. Econometrica, 2013, 81(6): 2127-2204.
- [31]ANTRÀS P, HELPMAN E. Global Sourcing[J]. Journal of Political Economy, 2004, 112(3): 552-580.
- [32]BUCKLEY P J, CLEGG L J, CROSS A R, et al. The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment [J]. Journal of International Business Studies, 2007, 38(2): 499-518.
- [33]CHARI M D R, CHANG K Y. Determinants of the Share of Equity Sought in Cross-border Acquisitions[J]. Journal of International Business Studies, 2009, 40(8): 1277-1297.
- [34]CHEN H, HU M Y. An Analysis of Determinants of Entry Mode and Its Impact on Performance[J]. International Business Review, 2002, 11(2): 193-210.
- [35]DUNNING J H. Trade, Location of Economic Activity and the MNE: A Search for an Eclectic Approach[A]. In: Ohlin B et al(eds). The International Allocation of Economic Activity: Proceedings of a Nobel Symposium Held at Stockholm [C]. London: Macmillan, 1977
- [36]DUNNING J H. The Eclectic Paradigm as an Envelope for Economic and Business Theories of MNE Activity[J]. International Business Review, 2000, 11(2): 163-190.

- [37] ELANGO B, LAHIRI S, KUNDU S K. How Does Firm Experience and Institutional Distance Impact Ownership Choice in High-technology Acquisitions[J]. *R&D Management*, 2013, 43(5): 501-516.
- [38] FAN D, LI Y, CHEN L. Configuring Innovative Societies: The Crossvergent Role of Cultural and Institutional Varieties[J]. *Technovation*, 2017: 43-67.
- [39] GAFFNEY N, KARST R, CLAMPIT J. Emerging Market MNE Cross-border Acquisition Equity Participation: The Role of Economic and Knowledge Distance[J]. *International Business Review*, 2016, 25(1): 267-275.
- [40] GRANDE M, TEIXEIRA A A C. Corruption and Multinational Companies' Entry Modes: Do Linguistic and Historical Ties Matter[J]. *South African Journal of Economic & Management Sciences*, 2012(3): 269-281.
- [41] GROSSMAN G M, HELPMAN E. Integration versus Outsourcing in Industry Equilibrium[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2002, 117: 85-120.
- [42] GROSSMAN G M, HELPMAN E. Managerial Incentives and the International Organization of Production[J]. *Journal of International Economics*, 2004, 63: 237-262.
- [43] HELPMAN E, MELITZ M J, YEAPLE S R. Export versus FDI with Heterogeneous Firms[J]. *American Economic Review*, 2004, 94(1): 300-316.
- [44] HENNART J F, LARIMO J. The Impact of Culture on the Strategy of Multinational Enterprises: Does National Origin Affect Ownership Decisions[J]. *Journal of International Business Studies*, 1998, 29(3): 515-538.
- [45] 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.
- [46] HERRERA-ECHEVERRI H, HAAR J, ESTÉVEZ-BRETÓN J B. Foreign Direct Investment, Institutional Quality, Economic Freedom and Entrepreneurship in Emerging Markets[J]. *Journal of Business Research*, 2014, 67(9): 1921-1932.
- [47] HOFSTEDE G. Culture's Consequences: International Differences in Work-related Values[M]. Beverly Hills, Calif.: Sage Publications, 1980.
- [48] KOGUT B, SINGH H. The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode[J]. *Journal of International Business Studies*, 1988, 19: 411-432.
- [49] KOLSTAD I, WIIG A. What Determines Chinese Outward FDI[R]. Bergen, Norway: CMI (Chr. Michelsen Institute) Working Paper, 2009.
- [50] LEE Y, HEMMERT M, KIM J. What Drives the International Ownership Strategies of Chinese Firms? The Role of Distance and Home-Country Institutional Factors in Outward Acquisitions [J]. *Asian Business & Management*, 2014, 13(3): 197-225.
- [51] LUO Y, KOTABE M. Equity Sharing in International Joint Ventures: An Empirical Analysis of Strategic and Environmental Determinants[J]. *Journal of International Management*, 2001, 7(1): 31-58.
- [52] LUO Y, TUNG R L. International Expansion of Emerging Market Enterprises: A Springboard Perspective[J]. *Journal of International Business Studies*, 2007, 38(4): 481-498.
- [53] LUO Y, TUNG R L. A General Theory of Springboard MNEs[J]. *Journal of International Business Studies*, 2018, 49(2): 129-152.
- [54] MARIN D, VERDIER T. Power Inside the Firm and the Market: A General Equilibrium Approach[J]. *Journal of the European Economic Association*, 2008, 6: 758-788.
- [55] MATHEWS J A. Dragon Multinationals: New Players in 21st Century Globalization[J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2006, 23(2): 139-141.
- [56] 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.
- [57] NORTH D. Institution[J]. *Journal of Economic Perspective*, 1991, 5(1): 97-112.

- [58] RAGIN C. C. Redesigning Social Inquiry: Fuzzy Sets and Beyond [M]. Chicago: University of Chicago Press, 2008.
- [59] SCHNEIDER Q., WAGEMANN C. Set-Theoretic Methods for the Social Sciences: A Guide to Qualitative Comparative Analysis [M]. Cambridge: Cambridge University Press, 2012.
- [60] SLANGEN A. H., 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, 472-490.

Why do Chinese Companies Pursue Asset Augmenting Direct Investment in ASEAN with High Equity Stakes — fsQCA Analysis Based on 99 Cases

ZHOU Ying, HUANG Yanqi

(School of Economics, Minzu University of China, Beijing, 100081)

Abstract: Chinese enterprises predominantly engage in high-equity foreign direct investment (FDI) in Association of Southeast Asian Nations (ASEAN) countries, particularly among resource-based firms and small or medium-sized enterprises. ASEAN countries' natural resources, market demand, and relative technological advantages—further reinforced by regional trade agreements—offer Chinese firms access to strategic assets. Using fuzzy-set Qualitative Comparative Analysis (fsQCA), this study identified three distinct modes of high-equity investment by Chinese enterprises in ASEAN: aggressive resource-seeking investment in high-risk countries, resource-expanding investment in countries with high economic freedom, and capability-enhancing investment in countries with favorable business environments. Resource-based enterprises' high-equity investment in ASEAN exhibits complexity. Some firms are willing to bear elevated risks to secure critical strategic resources, while others prioritize policy facilitation to achieve steady resource expansion. Chinese firms facing ownership disadvantages particularly emphasize the host country's business environment and aims to enhance corporate capabilities through win-win cooperation.

Keywords: Outward Foreign Direct Investment; Equity Share; China-ASEAN; Fuzzy-set Qualitative Comparative Analysis

(责任编辑 祝子白 白光)