

中国企业对外直接投资的区位选择

——基于专用性投资与比较制度优势的视角*

杨其静 谭 曼

内容提要:关于中国企业对外直接投资的区位选择,同时存在“制度风险偏好”和“制度风险规避”两种对立观点,造成一定的理论和现实困扰。文章从专用性投资与比较制度优势的视角考察中国企业对外直接投资的区位选择规律。基于 fDi Markets 数据库中 2006—2017 年中国企业绿地投资数据,本文研究发现:(1)专用性投资强度高的行业投资倾向于制度环境良好的国家,而专用性投资强度低的行业投资倾向于资源丰富但制度环境欠佳的国家;(2)相较于契约制度,那些专用性投资强度高的对外直接投资更看重东道国良好的产权制度。这些结论表明,在对外直接投资的决策中,中国企业并不存在单纯的制度偏好,而是根据投资行业的专用性投资强度特征和东道国的制度环境特征做出彼此匹配的理性抉择。

关键词:专用性投资 不完全契约 制度环境 对外直接投资

作者简介:杨其静,中国人民大学经济学院教授,中国经济改革与发展研究院研究员,100872;

谭 曼,中国人民大学经济学院博士研究生,100872。

中图分类号:F425 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2022)05-0052-14

一、引言

为适应我国经济发展阶段的变化和应对错综复杂的国际环境变化,党的十九届五中全会提出要加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。在这个大战略下,中国不仅需要高质量地“引进来”,而且需要鼓励和引导中国企业高水平地“走出去”。由于不同的国家往往具有不同的商业机会和投资风险,因此深入探究对外直接投资(OFDI)目的地选择的规律就具有重要的现实意义。正因如此,学者们早已围绕该问题展开了激烈讨论,完成大量文献,形成了“制度风险偏好”和“制度风险规避”两种对立观点。前者认为,中国企业对外直接投资因看重投资

* 基金项目:国家社会科学基金重大项目“中国特色政策试点机制研究”(20&ZD118)。衷心感谢杨登宇出色的研究助理工作,第三届“中国发展经济学前沿”学术研讨会、中国共产党百年经济思想研讨会、第三届“中国发展理论”国际年会暨第十五届中华发展经济学年会与会者以及两位匿名审稿专家的宝贵建议,文责自负。杨其静电子邮箱:qijing_yang@ruc.edu.cn。

收益而更偏好于那些要素禀赋丰裕的国家,哪怕要承受较大的制度风险;但后者认为,与世界上其他跨国公司一样,中国企业因对制度风险很敏感而更愿意到制度环境良好的国家投资。可是,上述两种观点都面临挑战,因为中国在制度环境良好和制度环境欠佳的国家都有大量投资。

我们注意到,中国企业对外直接投资不仅涉及众多国家,而且在不同国家具有不同的行业分布。这就引发了一个重要问题,即在不同的东道国,中国企业对外投资的行业分布有何规律?对此,不完全契约理论下的比较制度优势理论提供了一个很有启发性的分析视角。该理论认为,行业的专用性投资强度越高,投资者就越担心事后被东道国的政治精英和商业伙伴敲竹杠。由此,在那些专用性投资强度高的行业,对外直接投资偏好于那些具有良好制度环境的国家,尽管可能要承担比较高的要素成本和合规成本;反之,在那些专用性投资强度低的行业,对外直接投资对东道国的制度质量要求较低,而且在那些制度质量欠佳的国家投资还有可能享受资本稀缺所带来的超额收益。据此,本文可推测:在制度环境较差的发展中国家,中国企业大量投资于那些专用性投资强度较低的行业;但在制度环境较好的发达国家,中国企业主要积极投资于专用性投资强度较高的行业。

为了检验上述推断,文章基于FDi Markets数据库中2006—2017年中国企业对137个国家的绿地投资数据,系统分析了投资行业的专用性投资强度、东道国的制度环境与中国企业对外直接投资之间的关系。与现有文献相比,本文可能的边际贡献是:(1)基于比较制度优势理论,从专用性投资强度与制度环境相互匹配的角度阐述了中国企业对外直接投资的区位选择规律,较好地弥合了现有关于中国企业对外直接投资目的地选择的分歧;(2)从跨国企业与东道国不同契约主体之间的互动关系深入挖掘制度环境影响中国企业对外直接投资区位选择的微观机制,拓展了制度环境与中国对外直接投资区位选择的研究;(3)探究了企业所有权性质、投资经验以及东道国要素禀赋和政治风险等因素的影响,进一步丰富了中国企业对外直接投资区位选择的文献。

二、文献综述与理论假说

(一)文献综述

1. 制度环境与对外直接投资

关于中国企业对外直接投资倾向于选择制度环境较好的国家还是制度环境较差的国家,已有丰富的文献,但存在较大分歧。

一些文献认为,与发达国家的跨国企业一样,中国企业十分重视投资风险而特别关心东道国的制度环境,因此更愿意到那些制度环境良好的国家投资(王永钦等,2014)。这是因为,东道国稳定的政治环境、较低水平的腐败和良好的政府基础设施能够降低企业经营的不确定性和投资风险,从而保障投资安全(Cuervo-Cazurra,2006)。与之相反,有些文献认为中国企业的对外直接投资偏好那些制度环境较差的国家,即存在所谓的“制度风险偏好”(Buckley等,2007),因为这类国家往往拥有丰裕的劳动力和自然资源,但缺少资本,从而可为投资带来高收益(王泽宇等,2019)。与此同时,还有一些文献强调,若母国和东道国之间制度距离远,则跨国公司很可能缺乏在东道国经营的知识和技巧,并由此推断中国企业倾向于到制度距离接近的发展中国家投资(邓明,2012)。不仅如此,还有学者据此认为,中国企业在这些国家还拥有某种相对于发达国家跨国公司的竞争力优势(Cuervo-Cazurra和Genc,2008)。

虽然上述研究丰富了我们对中国企业对外直接投资区位选择的理解,却未能充分考察对外直

接投资的异质性,从而限制了其解释力。比如,第一种观点虽可解释中国企业对发达国家的大量投资,却无法解释中国企业对亚非拉国家的大量投资;第二种和第三种观点虽可解释中国对亚非拉国家的投资,却难以回答中国企业对发达国家的大量投资。

为了缓和该困境,有一些学者认识到,不同的中国企业具有不同的对外直接投资动机,对东道国制度质量的敏感度也不相同;各国所具有的资源禀赋和制度质量共同影响着中国企业对外直接投资的区位选择(王恕立、向姣姣,2015;吴先明、黄春桃,2016;文余源、杨钰倩,2021)。遗憾的是,相关研究仍然缺乏对中国企业对外直接投资项目本身的行业特征刻画,因此并不能很好地探究不同行业属性的对外投资在不同东道国所面临的异质性收益,尤其是异质性的风险。结果这些研究仍然停留在以东道国的资源禀赋特征和制度质量去解释中国企业对特定国家对外直接投资的整体规模,而未能直接考察不同产业属性的对外直接投资如何选择东道国。

2. 不完全契约、专用性投资与跨国投资

随着哈特等人所倡导的不完全契约理论的兴起,一些学者开始在该理论框架下探讨跨国公司,尤其是北方发达国家的跨国公司如何根据产业投资的专用性强度及潜在的被敲竹杠风险来决定其全球化布局。在这些模型中,北方国家拥有完善成熟的法律制度和高质量的劳动力,但劳动力成本高;相反,南方国家的制度环境较差但劳动力便宜。结果,跨国公司倾向于将那些需要大量专用性投资的研发和生产环节放在北方国家,而将那些成熟的、技术含量较低的、可进行标准化大规模生产的环节放到南方国家(Antras,2005);而且,若一定要将那些需要高强度专用性投资的产业环节放在南方国家,跨国公司也会避免选择外包方式而优先选择一体化的方式组织生产(Antras和 Helpman,2004)。事实上,即便放松假设而令专用性投资具有可缔约性,跨国公司仍然会避免在那些制度环境欠佳的国家进行专用性投资强度较高的产业投资,因为缔约概率依赖当地是否拥有良好的制度环境(Antras和 Helpman,2006)。简言之,在不完全契约理论看来,跨国公司会在北方的制度优势与南方的劳动力优势之间权衡,并依据专用性投资的重要性程度进行投资抉择。

上述理论研究激发出不少重要的实证研究。比如,一些文献发现随着北方总部企业的专用性投资的重要性增加,企业垂直一体化的概率和程度也会提高;而且,这些企业主要选择在政府治理质量较好的国家中实施一体化投资(Bernard等,2010)。相对而言,Corcos等(2013)的证据更为精确。他们利用1999年法国“企业-国家-产品”维度的进口数据发现:中间品供应商和最终品生产商的专用性投资强度越高,企业一体化的概率越高;而且,企业一体化更可能发生在资本和技能密集型企业、高生产率企业以及司法机构运行良好的国家。

总之,不完全契约理论为理解制度在企业对外直接投资中的作用提供了非常有力的分析工具。不过,既有文献仍然存在若干不足。首先,该理论及其实证研究主要关注发达国家的跨国公司,考察其为寻找中间品供应商而在全球范围内的投资布局。对于广大发展中国家的企业,尤其是对于不断成长的中国企业而言,它们会如何在全球布局?这是目前有待深入探索的重要问题。其次,相关研究主要聚焦于跨国企业交易双方的契约风险,而非更为重要和敏感的产权被掠夺风险及其对跨国投资决策的影响。鉴于此,本文在不完全契约的框架下,利用企业层面的数据,力图更细致地考察中国企业与不同主体的契约风险,以及专用性投资对异质性风险的敏感程度。

(二)理论假说

一般来说,给定其他条件不变,投资者自然会喜欢那些拥有丰富且廉价劳动力和自然资源的国家。不幸的是,这些国家往往并不具有良好的制度环境(Robinson等,2006),从而使得投资者在事后很容易遭遇当地商业伙伴和政府敲竹杠的风险。对于那些专用性投资强度较低的投资项目,

这种风险可能并不是非常大,因而不足以抵消其投资收益的诱惑。不过,随着投资项目专用性投资强度的提高,投资者所面临的制度性投资风险将大幅上升,以至于廉价的要素和自然资源所带来的好处都无法弥补风险损失。此时,企业更倾向于将这些项目投资于那些制度环境优越的国家和地区,哪怕须承担更高的要素成本。由此,本文提出假说1。

假说1:中国企业会依据东道国的制度环境进行合理的投资布局,即在制度环境良好的国家进行专用性投资强度较高的行业投资,而在制度环境较差的国家进行专用性投资强度较低的行业投资。

经典的不完全契约理论认为,由于面临当地商业伙伴和政府事后敲竹杠的风险,企业的事前专用性投资通常不足。不过,独立的司法部门、完整的法律体系以及完备的第三方机构有助于公平、公正、高效地裁决商业纠纷,降低专用性投资的机会主义风险及损失,从而缓解专用性投资事前投资不足的问题(Tirole,1999)。也就是说,东道国良好的契约制度能够在一定程度上降低投资风险,从而促进高强度专用性投资的增加。

此外,企业还可事先以一体化的组织方式,即在当地构建控股,甚至独资企业来组织生产经营活动,以有效规避巨大的事后敲竹杠风险。需注意的是,上述分析隐藏着一个重要的前提假设,即东道国在制度上已承诺不会征用跨国公司在当地的业务并实施有效的产权保护,以至于跨国公司在东道国仅仅面临一些由商业纠纷所引发的契约风险(Henisz和Williamson,1999)。然而,各国政府都在一定程度上存在掠夺投资人的可能性,尤其是当这种掠夺行为正好符合当时特定的政治目标时。而且,那些来自东道国的合作伙伴或竞争对手还可能会机会主义地接近政府,要求政府采取相应的行动,以牺牲跨国公司的利益来为自身牟利。

相较于交易对手的敲竹杠行为而言,跨国企业对于东道国政府的“掠夺性行为”往往无力反抗,因为后者是东道国合法的暴力垄断者和契约纠纷的最终仲裁人。因此,跨国公司对东道国产权制度提出了更高的要求(Acemoglu和Johnson,2005),尤其是那些需要高强度专用性投资的项目。由此,本文提出假说2。

假说2:相对于契约制度,中国企业在进行专用性投资强度较高的对外直接投资时,更看重东道国的产权制度。

三、研究设计

(一)数据来源及处理

本文主要使用2006—2017年中国企业绿地投资数据,数据来自FDi Markets数据库。^① FDi Markets隶属英国金融时报,是目前跨境绿地投资最全面的数据库,所涉及的绿地投资信息包含公司名称、标的国、投资金额、所属行业等20个子项。该数据库收集了2003年以来中国企业对外绿地投资数据,是中国绿地投资项目的重要参考。鉴于行业的“专用性投资强度”仅有制造业数据且为ISIC.Rev2编码,本文对样本做如下处理:(1)删除服务业、软件服务、采掘业、能源、房地产、医疗

^① 中国企业在2005年以后才开始大规模“走出去”。2017年,中国政府加强了外汇控制政策并出台《境外投资项目核准和备案管理办法》,从而导致中国企业对外直接投资大规模减少。为避免政策干扰,本文最终将样本限定为2006—2017年。由于跨国并购通常与企业自身发展状况、东道国安全审查以及产业政策等高度相关,因此文章以绿地投资作为样本,以避免遗漏变量导致的估计偏误,尽管我们发现将企业跨国并购纳入样本之后,文章的回归结果不发生显著改变。

行业、物流仓储等非制造业数据；(2)删除对英属维尔京群岛、开曼群岛、百慕大群岛等“避税天堂”的投资；(3)根据“sector”和“sub-sector”为每家企业所属行业匹配相应的 ISIC. Rev2 编码。最终得到 2006—2017 年 1718 家中国企业对 137 个国家的 3228 条绿地投资数据。

此外，出口数据源自 UN Comtrade 数据库，地理距离、是否接壤以及官方语言是否相同等源自 CEPII 数据库，其他控制变量原始数据来自 WDI 数据库。

(二) 模型设计

为了从专用性投资和比较制度优势的视角探究中国企业对外直接投资区位选择的规律，本文设计如下识别策略：

$$ofdi_{ijt} = \alpha_i + \beta_1 Ins_{jt} + \beta_2 (Ins_{jt} \times Z_t) + \sum X_{jt} \lambda + year_t + \zeta_{ijt} \quad (1)$$

其中， $ofdi_{ijt}$ 表示企业 i 在 t 年对国家 j 行业 t 的对外直接投资额，单位为亿美元； α_i 和 $year_t$ 分别表示投资行业和时间固定效应； Ins_{jt} 表示国家 j 在第 t 年的制度环境； Z_t 表示投资行业 t 的专用性投资强度； X_{jt} 为相关控制变量。本文最感兴趣的解释变量是制度环境与行业专用性投资强度交互项 ($Ins_{jt} \times Z_t$) 的估计系数 β_2 。若 $\beta_2 > 0$ ，则中国企业会在制度环境较好的国家进行更多专用性投资强度较高的行业投资。

为深入探究专用性投资对制度不同维度的敏感程度，文章后续以产权制度 (Ins_{jt}^{pro})、产权制度与行业专用性投资强度交互项 ($Ins_{jt}^{pro} \times Z_t$)，契约制度 (Ins_{jt}^{con})、契约制度与行业专用性投资强度交互项 ($Ins_{jt}^{con} \times Z_t$) 展开进一步分析。

(三) 关键解释变量

1. 专用性投资强度

Nunn (2007) 利用 1997 年美国投入产出表将各行业中间投入品划分为三类：(1) 有公开市场交易的商品；(2) 有参考价格的商品；(3) 没有参考价格且不在公开市场交易的商品。其中，公开交易的市场通常有众多的买家和卖家，面临较低的敲竹杠风险；有参考价格的投入品有一定程度的专用性；既没有参考价格且不在公开市场交易的中间投入品，专用性的程度较高。依据上述原理，Nunn (2007) 采用如下方法测度各行业的专用性投资强度：

$$Z_1 = \sum_k \theta_{ik} R_k^{neither}, Z_2 = \sum_k \theta_{ik} (R_k^{neither} + R_k^{refprice}) \quad (2)$$

其中， θ_{ik} 是行业 i 所有投入中中间投入品 k 所占的比例， $R_k^{neither}$ 是投入品 k 中没有参考价格且不在公开市场交易的商品。类似地， $R_k^{refprice}$ 是投入品 k 中有参考价格的商品。 Z_1 和 Z_2 的区别在于， Z_2 将有参考价格的中间投入品也看作专用性投资。

Ciccone 和 Papaioannou (2009) 借鉴 Nunn (2007) 的研究，在美国三字节制造业行业代码专用性投资强度的基础上，依据行业投入的成本，加权平均计算出两字节制造业行业代码的专用性投资强度，而后得到广泛应用。参照已有研究，本文也采用该数据衡量投资行业的专用性投资强度。

2. 制度环境

作为企业生产和交换活动所必须遵守的游戏规则，制度具有广泛且巨大的影响力，但其测度是一项极具挑战性的工作。目前，关于各国制度环境的测度主要有四个数据来源，即美国传统基金会和《华尔街日报》联合发布的经济自由度指数 (EFI)、政治风险服务集团 (PRS Group) 出版的国际国别风险指南 (ICRG)、世界经济论坛发布的全球竞争力指数 (GCI)，以及世界银行的全球治

理指数(WGI)。一般认为,与前三个指数相比,WGI在评估内容和样本上更胜一筹,是目前参考性最强、使用最为广泛的指标。具体而言,世界银行自1996年开始,基于30多个基础数据来源,从腐败控制、政府效率、政治稳定、法律规则、监管质量、话语权与问责制六个维度,对200个国家和地区的制度环境进行评估。各维度指标的数值范围从-2.5到2.5,数值越大,表明该项指标的质量越好。不过,考虑到WGI各维度指标存在较强的共线性,本文利用WGI各指标一阶主成分衡量各国制度质量,并以各维度指标和平均值以及其他指标进行稳健性检验。

遗憾的是,WGI指数缺少各维度的细分指数,难以区分东道国的产权制度和契约制度,但庆幸的是,ICRG、GCI和EFI具有可供使用的细分指数。为此,本文利用这三个指数下的细分指数来衡量东道国的产权制度和契约制度。具体而言,三个产权制度的代理指标分别是:(1)ICRG的政治风险指数下的征用风险指数(Ins^{pro1})^①;(2)GCI的产权保护指数(Ins^{pro2})^②;(3)EFI的产权保护指数(Ins^{pro3})^③。三个契约制度的代理指标分别是:(1)ICRG的政治风险指数下的法律规则指数(Ins^{con1})^④;(2)GCI的契约指数(Ins^{con2})^⑤;(3)EFI的政府廉政指数(Ins^{con3})^⑥。这些指数都是数值越大,表示制度质量越好。

3. 控制变量

现有研究认为,中国企业对外直接投资具有寻求市场、资源、效率、技术等多重动机。倘若投资风险较高的东道国也提供丰厚的回报,那么中国企业的OFDI仍然会流向这些国家。为了最大限度地减轻遗漏变量导致的估计偏误问题,方程(1)还有必要加入一些重要的控制变量:(1)燃料出口与矿石金属出口之和占总出口的比重(*nature_resource*),用于测度当地的自然资源禀赋;(2)15~64岁劳动人口占总人口的比重(*labor_force*),用于测度当地的劳动力供给状况;(3)人口规模(*population*)和人均GDP(*pgdp*),用于反映当地的市场规模和质量;(4)专利申请数(*patent*),用于测度当地的技术水平。此外,我们还控制了以下变量:(5)出口(*export*),用于测度企业所投资行业对东道国的出口规模;(6)母国与东道国之间的特征,包括母国与东道国的地理距离(*distance*)、是否接壤(*contig*)、官方语言是否相同(*comlang_off*)。

本文主要变量的描述性统计见表1。

表1 主要变量描述性统计

| 变量 | 变量名 | 观测值 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|-----------|--------------|------|--------|-------|--------|-------|
| 企业对外直接投资额 | <i>ofdi</i> | 3228 | 0.706 | 2.465 | 0.0001 | 50.00 |
| 制度环境 | <i>Ins</i> | 3228 | -0.184 | 2.365 | -6.373 | 3.075 |
| 产权制度1 | Ins^{pro1} | 3016 | 3.308 | 0.695 | 0.500 | 4.000 |
| 契约制度1 | Ins^{con1} | 3016 | 4.282 | 1.155 | 0.100 | 6.000 |
| 产权制度2 | Ins^{pro2} | 3063 | 4.971 | 1.018 | 1.558 | 6.606 |

① 该指数用于衡量合同被单边修改或取消的风险,以及在最坏情况下外国资产被完全没收的风险,取值范围为[0,4]。

② 测度问题为“在您的国家,财产权受到多大程度的保护?”,取值范围为[1,7]。

③ 对东道国产权保护状况进行打分,取值范围为[0,100]。

④ 该指数衡量了法律制度的力量、公正性以及公众遵守法律的情况,取值范围为[0,6]。

⑤ 该指数测度了东道国法律解决纠纷的效率、法律挑战规则的效率、政府决策透明度、政府支出效率、政府管制负担,取值范围为[1,7]。

⑥ 在法律规则总指数下,除产权保护指数外,另一细分指数“政府廉政指数”评估了东道国政府的廉政程度,取值范围为[0,100]。

续表 1

| 变量 | 变量名 | 观测值 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|----------|--------------------|------|--------|--------|--------|--------|
| 契约制度 2 | Ins^{con2} | 3063 | 4.067 | 0.781 | 1.406 | 6.054 |
| 产权制度 3 | Ins^{pro3} | 3209 | 65.727 | 24.881 | 0.000 | 97.100 |
| 契约制度 3 | Ins^{con3} | 3209 | 58.428 | 22.826 | 10.000 | 96.000 |
| 专用性投资强度 | Z | 3228 | 0.654 | 0.197 | 0.058 | 0.859 |
| 自然资源禀赋 | $nature_resource$ | 3099 | 19.342 | 21.038 | 0.081 | 99.773 |
| 劳动力供给 | $labor_force$ | 3192 | 66.377 | 4.516 | 47.650 | 86.158 |
| 人口规模 | $population$ | 3192 | 18.011 | 1.431 | 11.565 | 21.015 |
| 人均 GDP | $pgdp$ | 3185 | 9.698 | 1.351 | 5.271 | 11.586 |
| 专利申请数 | $patent$ | 3053 | 9.752 | 2.225 | 0.693 | 13.316 |
| 出口规模 | $export$ | 3190 | 14.719 | 2.127 | 1.649 | 18.868 |
| 地理距离 | $distance$ | 3194 | 8.828 | 0.544 | 6.696 | 9.868 |
| 是否接壤 | $contig$ | 3194 | 0.153 | 0.360 | 0.000 | 1.000 |
| 官方语言是否相同 | $comlang_off$ | 3194 | 0.063 | 0.243 | 0.000 | 1.000 |

四、实证分析

(一) 基准回归

表 2 报告了方程(1)的回归结果。在所有的回归方程中,被解释变量是 2006—2017 年中国企业绿地投资额($ofdi$),主要解释变量是制度环境和行业专用性投资强度的交互项($Ins \times Z$)。具体而言,在第(1)列中仅控制时间和行业固定效应,但暂不加入其他控制变量。结果显示, Ins 的估计系数显著为负,而 $Ins \times Z$ 的估计系数显著为正。随后,在第(2)、(3)、(4)和(5)列中依次叠加东道国的自然资源禀赋、劳动力供给、人口规模与人均 GDP 以及专利申请数等控制变量。结果显示,东道国这些丰富的禀赋条件确实会在一定程度上影响中国企业对外直接投资,但 Ins 和 $Ins \times Z$ 仍然在 1% 的水平下显著。在第(6)列,进一步考虑出口规模、母国与东道国的地理距离、是否接壤以及官方语言是否相同等因素的影响,结果仍然不发生显著改变。这表明假说 1 成立,即尽管中国企业对外直接投资确实更偏好那些制度环境不太好的国家,但随着行业的专用性投资强度的提高,中国企业的对外直接投资就变得更偏好于那些拥有良好制度环境的国家。

表 2

基准回归

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | $ofdi$ | $ofdi$ | $ofdi$ | $ofdi$ | $ofdi$ | $ofdi$ |
| Ins | -0.636*** (0.128) | -0.424*** (0.119) | -0.429*** (0.119) | -0.393*** (0.124) | -0.446*** (0.127) | -0.461*** (0.127) |
| $Ins \times Z$ | 0.697*** (0.182) | 0.461*** (0.168) | 0.461*** (0.168) | 0.460*** (0.168) | 0.542*** (0.178) | 0.539*** (0.175) |
| $nature_resource$ | | 0.007** (0.003) | 0.006* (0.003) | 0.008** (0.003) | 0.007** (0.003) | 0.008** (0.004) |

续表 2

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|--------------------|-------------|-------------|------------------|--------------------|-------------------|-------------------|
| | <i>ofdi</i> | <i>ofdi</i> | <i>ofdi</i> | <i>ofdi</i> | <i>ofdi</i> | <i>ofdi</i> |
| <i>labor_force</i> | | | 0.012 (0.008) | 0.017** (0.009) | 0.018 (0.011) | 0.007 (0.014) |
| <i>population</i> | | | | 0.046 (0.030) | 0.070 (0.073) | 0.049 (0.104) |
| <i>pgdp</i> | | | | -0.052 (0.080) | -0.060 (0.087) | -0.073 (0.137) |
| <i>patent</i> | | | | | -0.015 (0.044) | -0.066 (0.055) |
| <i>export</i> | | | | | | 0.124 (0.083) |
| <i>distance</i> | | | | | | -0.034 (0.100) |
| <i>contig</i> | | | | | | -0.100 (0.255) |
| <i>comlang_off</i> | | | | | | 0.132 (0.207) |
| 常数项 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 时间、行业 固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 样本量 | 3228 | 3099 | 3099 | 3098 | 2994 | 2964 |
| R ² | 0.105 | 0.300 | 0.300 | 0.301 | 0.234 | 0.225 |

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平下显著；括号内为聚类在企业层面的稳健标准误。下同。

(二)内生性

在此,我们还须谨慎对待表1实证分析之中可能存在的内生性问题。第一,中国高专用性投资强度的绿地投资可能会影响东道国的制度环境。例如,对于那些对外直接投资于高强度专用性投资行业的企业,它们可能会单独或者联合其他供应商和经销商,通过地方商会、企业圆桌会议、联合委员会等渠道对当地政府施加压力,敦促其改善制度环境。第二,那些吸引中国企业进行高强度专用性投资的国家,具有更强的动力去改善和维持良好制度环境。第三,对于那些通过专家打分而形成的制度质量指标,相关专家可能认为那些吸引了更多高强度专用性投资的国家具有更好的制度,而给予高分值。

借鉴 Nunn(2007)、Wang等(2014)的研究,本文使用法律起源指标构建交互项,以隔绝上述影响。首先,已有研究表明,法律起源是国家间司法质量和合同执行差异的重要决定因素(Djankov等,2003)。其次,各国法律起源是早期决定的,不受中国对外直接投资以及其他因素的影响。具体而言,法律起源分为英国法、法国法、德国法、社会主义法以及日耳曼法。相应地,交互项分别为英国法与行业专用性投资强度交互项($B \times Z$)、法国法与行业专用性投资强度交互项($F \times Z$)、德国法与行业专用性投资强度交互项($G \times Z$)、社会主义法与行业专用性投资强度交互项($SO \times Z$)。

考虑到共线性问题,本文省略了日耳曼法与行业专用性投资强度交互项($SC \times Z$)。

表3展示了两阶段最小二乘法(2SLS)的估计结果,所有变量均控制了时间和行业固定效应,并在第(2)列加入了相关控制变量。第一阶段的F值显著大于10,法律起源并非制度环境的弱工具变量,该回归结果与Djankov等(2003)、Nunn(2007)基本一致。第二阶段回归结果显示,制度环境的估计系数显著为负,制度环境与行业专用性投资强度交互项的估计系数显著为正。在考虑反向因果的影响后,基准回归结果依然成立。

表3 工具变量估计

| 第一阶段回归 | (1) $Ins \times Z$ | (2) $Ins \times Z$ |
|----------------|-----------------------|-----------------------|
| $B \times Z$ | -2.638 *** (0.104) | -0.567 *** (0.131) |
| $F \times Z$ | -4.427 *** (0.103) | -1.711 *** (0.125) |
| $G \times Z$ | -1.305 *** (0.079) | -0.463 *** (0.103) |
| $SO \times Z$ | -8.006 *** (0.270) | — |
| F值 | 176.859 | 157.103 |
| 第二阶段回归 | $ofdi$ | $ofdi$ |
| Ins | -0.492 ** (0.196) | -0.803 *** (0.284) |
| $Ins \times Z$ | 0.505 * (0.265) | 0.864 ** (0.337) |
| 控制变量 | 否 | 是 |
| 常数项 | 是 | 是 |
| 时间、行业固定效应 | 是 | 是 |
| 样本量 | 3224 | 2964 |
| R^2 | 0.221 | 0.220 |

注:“—”表示无数据,这是因为社会主义法与行业专用性投资强度交互项($SOXZ$)与衡量当地技术水平的变量($Patent$)存在共线性,故在加入控制变量之后,变量 $SOXZ$ 的解释力被 $Patent$ 吸收。

(三)稳健性检验

本文还进行了一系列稳健性检验。(1)替换制度环境和行业专用性投资强度的衡量方式。分别使用WGI指数的六个维度及其均值、EFI的经济自由度总指数、ICRG的政治风险指数作为制度环境的替代变量,以行业专用性投资强度(Z_2)、行业技能强度、外部融资依赖度以及资产可逆性指数衡量投资行业的专用性投资强度。(2)控制潜在遗漏变量。一是在制度环境良好的国家,中国企业之所以更积极地投资于那些需要高强度专用性投资的行业,可能是出于对人力资本和技术水平的追求,而非其制度环境。为此,还需进一步控制人力资本、技术水平与行业专用性投资强度的交互项。二是其他随时间变化的变量可能会影响中国企业投资区位选择,因此还需控制行业-时

间固定效应,以及企业-时间固定效应。三是有文献指出制度距离、自然资源、双边关系以及“一带一路”倡议等也是重要的影响因素,故还有必要将制度距离变量以及制度环境分别与自然资源、双边关系、“一带一路”倡议的交互项加入回归方程。(3)考虑到样本的特殊性,删除央企投资、企业对目的地的非首次投资、企业对港澳台地区的投资。(4)考虑到极端值的影响,对所有连续变量进行1%的缩尾处理,并以东道国接收的绿地投资次数作为被解释变量。经过上述处理之后,本文的核心结论仍然成立。^①

五、进一步分析

(一) 产权制度还是契约制度

上文分析表明,中国企业对外直接投资会依据投资行业特性选择适宜的东道国,在制度环境优越的国家,企业进行了专用性投资强度较高的行业投资。通常而言,制度环境主要包括良好的产权保护(产权制度)和公平、高效的契约执行(契约制度)。^②那么,中国企业对外直接投资对哪种制度更为敏感呢?为了回答这个问题,本文设计如下方程:

$$ofdi_{ijt} = \gamma_1 + \sigma_1 Ins_{jt}^{pro} + \sigma_2 (Ins_{jt}^{pro} \times Z_t) + \nu_1 Ins_{jt}^{con} + \nu_2 (Ins_{jt}^{con} \times Z_t) + \sum X_{jt} \eta + year_t + \varepsilon_{ijt} \quad (3)$$

在此,核心解释变量是产权制度与行业专用性投资强度的交互项($Ins_{jt}^{pro} \times Z_t$),契约制度与行业专用性投资强度的交互项($Ins_{jt}^{con} \times Z_t$)。相应地,它们的估计系数分别为 σ_2 和 ν_2 。若 $\sigma_2 > 0$,则表示在进行高强度的专用性投资时,中国企业很看重东道国的产权制度;同理,若 $\nu_2 > 0$,则表示中国企业很看重东道国的契约制度。其中,产权制度以ICRG的政治风险指数下的征用风险指数(Ins^{pro})衡量,契约制度以ICRG的政治风险指数下的法律规则指数(Ins^{con})衡量。

相关的回归结果见表4。第(1)、(2)列显示, Ins^{pro} 和 Ins^{con} 的估计系数都在1%的水平下显著为负, $Ins^{pro} \times Z$ 和 $Ins^{con} \times Z$ 的估计系数都在1%的水平下显著为正。这表明,东道国良好的产权制度和契约制度会吸引中国企业进行行业专用性投资强度较高的投资。不过,第(3)列显示,一旦将 Ins^{pro} 、 Ins^{con} 、 $Ins^{pro} \times Z$ 和 $Ins^{con} \times Z$ 同时放进方程, Ins^{pro} 和 $Ins^{pro} \times Z$ 的系数仍然显著,但 Ins^{con} 和 $Ins^{con} \times Z$ 的系数不再显著。此外,分别以EFI和GCI中的产权制度与契约制度重复表4的回归,估计结果基本一致。^③可见,假说2成立,即相比于契约制度,中国企业在进行专用性投资强度较高的行业投资时更看重东道国的产权制度。

① 限于篇幅,留存备案。

② 虽然产权制度和契约制度存在一定相关性,但两者也存在较大区别。首先,根据定义,两类制度的关注点不同。产权制度意在防止当地政府及社会精英可能会利用政治权力对投资者的财产进行侵占,侧重于调节政府与投资者的关系;契约制度意在有效维护契约精神、便于商业纠纷被公正且高效处置,侧重于调节投资者之间或投资者与其他非政府主体的关系。其次,在现实中,两类制度并不存在简单的正相关关系。比如,即便西方发达国家在宪法层面保护私有产权,且政府受到社会比较有效的监督和约束,但是各国的司法制度和体系还是存在差异的——有些国家司法系统复杂,诉讼程序烦琐,司法审判和执行效率低下,从而导致商业纠纷通过司法体系来解决的成本很高。与此同时,虽然一些发展中国家并无健全而稳定的产权保护制度,政府强大且并未受到社会的有效监督和约束,但在特定的历史条件下,为了促进经济增长而大力吸引投资,这些国家可能会大力改善营商环境,提高司法系统解决商业纠纷的效率。正因如此,Acemoglu和Johnson(2005)才明确地区分了“产权制度”和“契约制度”。最后,就实证而言,不同制度的衡量方式也较好地体现了两者的差异。例如,ICRG的产权制度测度了在最差的情况下外国资产被完全没收的风险,而契约制度则主要衡量法律制度的力量、公正性以及公众遵守法律的情况。

③ 限于篇幅,留存备案。

表 4 产权制度还是契约制度

| | (1) <i>ofdi</i> | (2) <i>ofdi</i> | (3) <i>ofdi</i> |
|----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|
| Ins^{pro} | -1.027 *** (0.235) | | -0.764 ** (0.316) |
| $Ins^{pro} \times Z$ | 1.428 *** (0.319) | | 1.140 *** (0.440) |
| Ins^{con} | | -0.580 *** (0.140) | -0.265 (0.188) |
| $Ins^{con} \times Z$ | | 0.706 *** (0.189) | 0.242 (0.261) |
| 控制变量 | 是 | 是 | 是 |
| 常数项 | 是 | 是 | 是 |
| 时间、行业固定效应 | 是 | 是 | 是 |
| 样本量 | 2840 | 2840 | 2840 |
| R ² | 0.224 | 0.223 | 0.225 |

(二) 异质性分析

虽然上述分析已说明对外直接投资的专用性投资强度会影响中国企业对东道国制度环境的敏感程度,但相关回归结果仅反映了所有企业和国家的平均效应。为了更精细地了解此效应在不同特征的企业和东道国之间的差异,我们还有必要展开异质性分析。

1. 区分所有制

为了避免和缓解东道国政府的机会主义行为的负面影响,所有跨国公司,尤其是国有跨国公司会利用其母国的政治影响力来对抗东道国政府的强制力量,以便降低其投资风险(Duanmu, 2014)。鉴于此,有必要将样本划分为国有企业和民营企业。表5第(1)、(2)列回归结果显示:在国企样本和民企样本中, Ins 的估计系数均显著为负, $Ins \times Z$ 的估计系数均显著为正;在民企样本中 Ins 的估计系数的绝对值稍小一些, $Ins \times Z$ 的估计系数相对较大。这表明,虽然国企和民企都在那些制度环境较差的国家中进行了更多的直接投资,但随着行业的专用性投资强度的提高,它们都越来越看重东道国的制度环境;民企对外直接投资,尤其是那些专用性投资强度高的行业投资对东道国制度环境的敏感程度可能高于国企。

2. 区分投资经验

一般而言,企业是否拥有在东道国的投资经验,对于企业在该国直接投资具有十分重要的影响(Lu等,2014)。这是因为:一家企业通过先前的直接投资对东道国的政治、经济和文化有了比较充分的了解,从而可以减少后续投资决策失误的风险;同时,后续投资往往是先前投资的延续或者拓展,可以在很大程度上摊薄投资成本。鉴于此,根据企业是否首次进入东道国投资,可将样本划分为两个子样本。表5第(3)、(4)列的回归结果显示:在首次投资样本中 Ins 的估计系数在1%的水平下显著为负, $Ins \times Z$ 的估计系数在1%的水平下显著为正,但在非首次投资样本中这两个估计系数都不显著。这意味着,中国企业对外直接投资,尤其是专用性投资强度高的行业投资对东道国制度环境的敏感度主要体现在对东道国的首次直接投资之中。

3. 区分国家样本

中国企业对外直接投资涉及全球众多国家和地区。它们的禀赋存在较大差异因而会对中国企业对外直接投资产生不同的影响。在此,依据世界银行标准,1980年及以前加入经济合作与发展组织(OECD)的国家称为发达国家,其他为发展中国家。表5第(5)、(6)列显示,在发展中国家样本中 Ins 的估计系数在5%的水平下显著为负, $Ins \times Z$ 的估计系数在5%的水平下显著为正,而在发达国家样本中这两个估计系数都不显著。这意味着,中国企业对外直接投资,尤其是专用性投资强度高的行业投资对东道国制度环境的敏感度主要体现在对发展中国家的直接投资之中。

4. 区分政治风险

相比于国内投资而言,企业对外直接投资通常面临更高的不可逆成本,因此东道国的不确定性和风险是阻碍企业对外直接投资的重要因素(吕越等,2019)。通常而言,相比于不确定性和风险较低的国家,企业对于不确定性和风险较高国家和地区的投资会更加注重风险敞口。为检验该观点,本文以ICRG中的政治风险指数衡量企业对外直接投资所面临的政治风险,并以得分占总分比例的80%为参照,得分高于80分的为低政治风险国家。据此,样本被划分为高政治风险和低政治风险两个组别。表5第(7)、(8)列显示: Ins 的估计系数在两列中都在5%的水平下显著为负且数字非常接近,但 $Ins \times Z$ 的估计系数仅在高政治风险国家样本中在5%的水平下显著为正,而在低政治风险样本中不显著。这意味着,无论是在高政治风险国家还是在低政治风险国家,中国企业对制度环境欠佳的国家和地区有更多的直接投资;不过,专用性投资强度高的行业投资对优良制度环境的偏好主要体现在高政治风险国家之中。导致该现象的一个可能的原因是,对于专用性投资强度高的行业投资,那些低政治风险的国家普遍具有足够好的制度环境且彼此之间不存在质的差异。

表5 异质性分析

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
|----------------|----------------------|---------------------|----------------------|--------------------|---------------------|-------------------|---------------------|---------------------|
| | 国企 <i>ofdi</i> | 民企 <i>ofdi</i> | 首次 <i>ofdi</i> | 非首次 <i>ofdi</i> | 发展中 <i>ofdi</i> | 发达 <i>ofdi</i> | 高风险 <i>ofdi</i> | 低风险 <i>ofdi</i> |
| Ins | -0.574*** (0.188) | -0.394** (0.160) | -0.458*** (0.137) | -0.244 (0.176) | -0.503** (0.199) | -0.787 (0.635) | -0.466** (0.207) | -0.473** (0.197) |
| $Ins \times Z$ | 0.496** (0.237) | 0.546** (0.243) | 0.578*** (0.187) | 0.055 (0.200) | 0.630** (0.276) | 0.793 (0.828) | 0.588** (0.285) | 0.176 (0.224) |
| 控制变量 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 常数项 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 时间、行业 固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 样本量 | 668 | 2296 | 2450 | 514 | 1347 | 1617 | 1520 | 1444 |
| R ² | 0.388 | 0.176 | 0.216 | 0.519 | 0.234 | 0.124 | 0.232 | 0.202 |

六、结论及启示

本文利用FDi Markets数据库中2006—2017年中国企业绿地投资数据,在不完全契约理论的框架下,从专用性投资和比较制度优势的视角比较系统地考察了中国企业对外直接投资的区位选择

规律。在控制对外直接投资的市场寻求、资源寻求、效率寻求和技术寻求等动机,并采取多种稳健性检验之后,研究结果显示:(1)虽然中国企业在那些制度环境欠佳的国家有更多直接投资,但是积极地在制度环境良好的国家进行专用性投资强度较高的行业投资;(2)相较于契约制度,那些专用性投资强度高的对外直接投资更看重东道国良好的产权制度。进一步的异质性分析还显示:在面对发展中国家和高政治风险国家,以及对东道国进行首次直接投资时,中国企业的对外直接投资,尤其是专用性投资强度高的对外直接投资,对东道国的制度环境就显得更为敏感。此外,相对于国有企业,民营企业对外直接投资对东道国的制度环境也显得更敏感一些。总之,本文的研究结果表明,中国企业对外直接投资是理性的投资行为,会依据投资项目的专用性投资强度特性,在全球范围内寻找与其相匹配的制度环境。

事实上,本研究也很好地弥合了已有关于中国对外直接投资区位选择的分歧。根据本文的分析,“制度风险偏好”假说侧重反映了在那些资源禀赋丰富但制度环境欠佳的国家,中国企业大量地投资于那些专用性投资强度低的行业;与此同时,“制度风险规避”假说侧重反映了在那些制度环境优良的国家,中国企业更积极地投资于那些专用性投资强度高的行业。

上述研究结果还具有重要的政策含义。当下,世界正处于百年未有之大变局,中华民族要实现伟大复兴就需要构建新的发展格局。在此过程中,一个重要的抓手就是促进中国企业对外直接投资,在产业链上实现全球合理布局。一方面,中国企业要积极投资于发展中国家和地区,以便化解国内的产能过剩问题并充分利用当地丰富的自然资源和劳动力资源,但是不易过分鼓励企业向制度环境欠佳的东道国进行高专用性投资强度行业的投资。另一方面,要积极推动有能力的中国企业投资于科学技术发达的国家 and 地区,以便更充分地利用这些国家和地区的先进知识和技术、高级的人力资本,从而有助于推动国内产业转型升级和经济高质量发展。

参考文献:

1. 邓明:《制度距离、“示范效应”与中国 OFDI 的区位分布》,《国际贸易问题》2012 年第 2 期。
2. 吕越、陆毅、吴嵩博、王勇:《“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》,《经济研究》2019 年第 9 期。
3. 王恕立、向姣姣:《制度质量、投资动机与中国对外直接投资的区位选择》,《财经研究》2015 年第 5 期。
4. 王永钦、杜巨澜、王凯:《中国对外直接投资区位选择的决定因素:制度、税负和资源禀赋》,《经济研究》2014 年第 12 期。
5. 王泽宇、刘刚、梁晗:《中国企业对外投资选择的多样性及其绩效评价》,《中国工业经济》2019 年第 3 期。
6. 文余源、杨钰倩:《投资动机、制度质量与中国对外直接投资区位选择》,《经济学家》2021 年第 1 期。
7. 吴先明、黄春桃:《中国企业对外直接投资的动因:逆向投资与顺向投资的比较研究》,《中国工业经济》2016 年第 1 期。
8. Acemoglu, D., & Johnson, S., Unbundling Institutions. *Journal of Political Economy*, Vol. 113, No. 5, 2005, pp. 949–995.
9. Antras, P., Incomplete Contracts and the Product Cycle. *American Economic Review*, Vol. 95, No. 4, 2005, pp. 1054–1073.
10. Antras, P., & Helpman, E., Contractual Frictions and Global Sourcing. NBER Working Paper, No. 12747, 2006.
11. Antras, P., & Helpman, E., Global Sourcing. *Journal of Political Economy*, Vol. 112, No. 3, 2004, pp. 552–580.
12. Bernard, A. B., Jensen, J. B., Redding, S. J., & Schott, P. K., Intrafirm Trade and Product Contractibility. *American Economic Review*, Vol. 100, No. 2, 2010, pp. 444–448.
13. Buckley, P. J., Clegg, L. J., Cross, A. R., Liu, X., Voss, H., & Zheng, P., The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment. *Journal of International Business Studies*, Vol. 38, No. 4, 2007, pp. 499–518.
14. Ciccone, A., & Papaioannou, E., Human Capital, the Structure of Production, and Growth. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 91, No. 1, 2009, pp. 66–82.
15. Corcos, G., Irac, D. M., Mion, G., & Verdier, T., The Determinants of Intrafirm Trade: Evidence from French Firms. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 95, No. 3, 2013, pp. 825–838.

16. Cuervo-Cazurra, A. , Who Cares about Corruption?. *Journal of International Business Studies*, Vol. 37, No. 6, 2006, pp. 807 – 822.
17. Cuervo-Cazurra, A. , & Genc, M. , Transforming Disadvantages into Advantages: Developing-Country MNEs in the Least Developed Countries. *Journal of International Business Studies*, Vol. 39, No. 6, 2008, pp. 957 – 979.
18. Djankov, S. , La Porta, R. , Lopez-de-Silanes, F. , & Shleifer, A. , Courts. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 2, 2003, pp. 453 – 517.
19. Duanmu, J. L. , State-Owned MNCs and Host Country Expropriation Risk: The Role of Home State Soft Power and Economic Gunboat Diplomacy. *Journal of International Business Studies*, Vol. 45, No. 8, 2014, pp. 1044 – 1060.
20. Henisz, W. J. , & Williamson, O. E. , Comparative Economic Organization-Within and between Countries. *Business and Politics*, Vol. 1, No. 3, 1999, pp. 261 – 277.
21. 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. *Journal of International Business Studies*, Vol. 45, No. 4, 2014, pp. 428 – 449.
22. Nunn, N. , Relationship-Specificity, Incomplete Contracts, and the Pattern of Trade. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 122, No. 2, 2007, pp. 569 – 600.
23. Robinson, J. A. , Torvik, R. , & Verdier, T. , Political Foundations of the Resource Curse. *Journal of Development Economics*, Vol. 79, No. 2, 2006, pp. 447 – 468.
24. Tirole, J. , Incomplete Contracts: Where Do We Stand?. *Econometrica*, Vol. 67, No. 4, 1999, pp. 741 – 781.
25. Wang, Y. , Wang, Y. , & Li, K. , Judicial Quality, Contract Intensity and Exports: Firm-level Evidence. *China Economic Review*, Vol. 31, 2014, pp. 32 – 42.

Location Choice of Chinese Firms' OFDI from the Perspective of Specific Investment and Comparative Institutional Advantages

YANG Qijing, TAN Man (Renmin University of China, 100872)

Abstract: There are two competing views on the location choice of Chinese firms' outward foreign direct investment (OFDI): the institutional risk appetite vs. the institutional risk aversion, which leads to some theoretical and practical problems. From the perspective of specific investment and comparative institutional advantages, this paper analyzes the location choice of Chinese firms' OFDI, using data of Chinese firms' greenfield investment for the period of 2006 – 2017. The results show that high-intensity specific investment tends to be in countries with a good institutional environment, while low-intensity specific investment prefers countries with rich resources but a poor institutional environment. Further analysis shows that, compared to the contract system, Chinese companies value more the sound property rights protection system in the host country for high-intensity specific investment. These findings suggest that Chinese firms do not have a simple institutional preference, but make rational location choices by weighing both the intensity of the specific investment and the quality of the institutional environment in the host country.

Keywords: Specific Investment, Incomplete Contract, Institutional Environment, Outward Foreign Direct Investment

JEL: F21, K11

责任编辑:诗 华