

中国企业对“一带一路”沿线国家市场的进入策略

蒋冠宏

[摘要] 本文利用 2004—2009 年对“一带一路”沿线国家直接投资的中国企业数据,考察了“一带一路”沿线国家制度和资源对中国企业市场进入策略的影响。通过运用 Multinomial Logit 模型做实证检验,本文得到以下结论:生产率较高、资本较密集和规模较大的企业选择合资或并购;出口多的企业倾向于绿地新建。中国企业倾向于以合资或并购形式进入技术和研发资源密集的沿线国家,以获取沿线国家的“可转移”资源;“不可转移优势”明显的企业进入技术和研发资源密集的沿线国家通过选择合资或并购的概率较高。在制度质量较高、营商环境好或制度差异大的沿线国家,中国企业倾向于并购,但“可转移优势”明显的企业倾向于以绿地新建方式进入制度差异大的沿线国家。给定沿线国家的制度和资源,中国企业基于异质性“优势”选择最优进入策略:在制度环境优越的沿线国家,生产率较高的企业选择绿地新建,利润率较高的企业选择合资或并购。

[关键词] 对外直接投资; 进入策略; 跨国并购; 一带一路

[中图分类号]F125 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2017)09-0119-18

一、问题提出

“一带一路”发展纲要切合了中国企业转移过剩产能和利用全球要素提升企业国际竞争力的大背景。随着中国产业结构转型以及“去产能”和“调结构”政策的实施,在可预期的将来,中国企业对“一带一路”沿线国家的直接投资势必高速增长。近年来,中国企业对“一带一路”沿线国家的直接投资逐年增长,已经引起了学术界的广泛关注。“一带一路”沿线国家既包括经济发展水平较高和制度较完善的国家,也包括经济发展滞后和制度风险较大的国家。“一带一路”沿线国家的经济发展水平、技术资源和制度完备程度存在“天然”差异。如何规避上述国家的制度风险和有效利用其技术资源,这是摆在即将对沿线国家直接投资的中国企业面前的重大课题。特别是在“一带一路”倡议与中国企业“走出去”的双重背景下,对上述问题的探讨显得尤为重要。目前研究发现,选择适当的市场进入策略可以规避制度风险和有效利用东道国资源。根据传统 FDI 理论,东道国的技术资源和制度对企业对外直接投资(Outward Direct Investment, ODI)的市场进入策略有重要影响。企业 ODI 可以采取绿地新建、合资和并购三种方式进入东道国。企业是在东道国建厂,还是直接入股,抑或并购

[收稿日期] 2016-10-18

[基金项目] 国家自然科学基金青年项目“中国企业对外直接投资的贸易效应和就业效应”(批准号 71503221)。

[作者简介] 蒋冠宏(1981—),男,广西桂林人,厦门大学经济学院副教授,经济学博士。电子邮箱:jiangguanhong2009@163.com。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

已经存在的企业呢？基于中国企业 ODI 情况，本文发现，中国企业选择绿地新建、合资还是并购，呈现多样化。如 77.53% 的企业选择绿地新建，7.15% 的企业选择合资，还有 15.32% 的企业选择并购^①。有趣的是，中国企业偏好在制度较差的发展中国家绿地投资，且这些企业生产率较低、出口较多；中国企业倾向于在研发和技术资源丰富、制度质量较高的发达国家并购或合资，且这些企业的生产率较高。为什么不同企业 ODI 偏好不同市场进入模式？什么因素决定了企业 ODI 的市场进入策略？考虑到“一带一路”沿线国家制度和技术资源的“天然”差异，中国企业如何选择最优的市场进入策略，从而更有效利用沿线国家的技术资源和规避制度风险？在中国企业对“一带一路”沿线国家直接投资逐年增长的背景下对上述问题的解答显得十分迫切。

就上述问题，目前文献主要从企业异质性、管理学和制度经济学等理论展开研究。基于企业异质性理论，企业的“可转移优势”和“不可转移优势”对市场进入策略有重要影响(Nocke and Yeaple, 2007)。例如，目前文献考察了异质性和“特定优势”对企业绿地投资还是跨国并购的影响，或对合资和独资的影响(Raff et al., 2009)。从管理学的市场和资源观点看，东道国市场(市场规模、潜力和开放度等)、资源(研发、技术和品牌等)与企业 ODI 的进入策略密切相关(Meyer et al., 2009)。从制度经济学理论看，东道国制度也对企业 ODI 的市场进入模式有重要作用(Meyer and Peng, 2005)。例如，现有研究主要从东道国市场规模、资源禀赋和制度等角度，利用市场寻求、资源寻求和制度理论等观点来解释企业的进入策略。

目前虽然存在对中国企业 ODI 市场进入策略的局部研究，如周茂等(2015)、Cui and Jiang(2012)，但这些文献或研究并购和绿地新建，或研究独资和合资，还缺乏文献将并购、合资和绿地新建三种市场进入策略纳入同一框架来分析；而且，现有文献或考察企业异质性的作用，或考察东道国制度和资源的作用，缺乏文献将上述因素结合起来考察；更没有文献基于中国进入改革开放新阶段后“一带一路”倡议的提出来考察中国企业对“一带一路”沿线国家直接投资的市场进入策略问题。为此，本文的主要目的是基于资源观点和制度理论，探讨中国企业对“一带一路”沿线国家 ODI 的市场进入策略。本文的贡献主要体现在两个方面：①本文以中国新兴市场和转型特征为背景，系统考察中国企业进入“一带一路”沿线国家所采取的市场进入策略。与以往文献不同，本文同时考察了绿地投资、并购和合资三种市场进入策略，更加完整地体现了企业 ODI 进入东道国的市场策略。因此，本文克服了以往研究使用二值选择模型而导致的检验偏差。这不仅从研究广度也从研究方法上对中国企业 ODI 问题作了新的拓展，而且“一带一路”沿线国家资源和制度的“天然”差异提供了“自然实验”，本文正是基于“一带一路”沿线国家制度和技术资源的“天然”差异和“一带一路”倡议背景，来聚焦中国企业对沿线国家的直接投资，这对未来中国企业对“一带一路”沿线国家的直接投资提供了理论和经验指导。②目前研究要么关注微观企业异质性，要么关注宏观的市场、资源和制度等要素，与这些文献不同，本文将企业异质性区分为“可转移优势”和“不可转移优势”来分别考察；更重要的是，本文在考察沿线国家制度和资源的基础上，还考虑了制度和资源约束。因此，本文结合了微观和宏观因素及其相互影响，系统考察了上述因素共同作用会如何影响中国企业进入“一带一路”沿线国家的市场策略。

二、理论假设

企业所具备的特定优势是影响 ODI 如何选择市场进入策略的重要因素(Nocke and Yeaple,

^① 数据来自中国商务部和 BVD(Zephyr)数据库。

2007),而东道国的资源和制度也是决定企业 ODI 选择市场进入方式的重要因素(Meyer and Peng, 2005)。因此,企业特定优势、东道国资源(东道国的研发和技术资源)和制度等都是影响企业跨国投资方式的重要因素。根据异质性企业理论,在东道国资源和制度约束下,特定优势差异可能促使企业选择不同的市场进入策略。本文将从企业特定优势的微观因素入手,讨论“一带一路”沿线国家的资源和制度等宏观因素的影响,进而对企业特定优势、沿线国家资源和制度等宏观因素的交互作用进行阐述。本文结合企业异质性理论、制度经济学理论和管理学的资源观点,把企业异质性、沿线国家的资源和制度等融合起来,探讨中国企业对“一带一路”沿线国家直接投资的市场进入策略。在此基础上,提出相关理论假设,为实证检验提供理论机制。

1. 企业特定优势

有研究发现,生产率越高、资本越密集和规模越大的企业倾向于 ODI(Helpman et al., 2004)。中国企业 ODI 可以选择多种策略进入沿线国家市场,如绿地新建、合资或并购。从资本归属看,绿地新建和并购是企业拥有全部资本或绝对控制权,而合资只是获取部分股权(Meyer et al., 2009)。何种因素决定了企业选择绿地新建、合资还是并购?这取决于企业所拥有的“特定优势”(Nocke and Yeaple, 2007)。企业“特定优势”可分为“可转移特定优势”和“不可转移特定优势”。前者是指随中国企业 ODI 能够转移到沿线国家的特定优势,如技术和研发等;后者是指不能随中国企业 ODI 转移到沿线国家的优势,这种特定优势只适用于母国市场,如营销网络和客户资源等。当企业有“可转移特定优势”时,生产率较高的企业选择并购,生产率较低的企业选择绿地投资(Nocke and Yeaple, 2007)。

实际上,企业 ODI 还有第三种方式,即合资。如果企业进入东道国有足够的“可转移特定优势”,则倾向于直接利用并购或合资的方式来获取当地的“不可转移资源”(Raff et al., 2009)。反之,如果企业不具备“可转移特定优势”,则需要通过绿地投资来“生产”上述资源。因此,当同时面临上述三种市场进入方式时,具备“可转移特定优势”的企业倾向于合资或并购,而不具备的企业则选择绿地新建(Meyer et al., 2009)。所以,是否具有“可转移特定优势”,是企业选择并购(或合资)还是绿地投资的重要决定因素。企业的“可转移特定优势”主要体现在生产率、规模和资本密度等方面。如果企业生产率越高、规模越大和资本密度越高,则具备的“可转移特定优势”越明显(Helpman et al., 2004)。从中国企业看,ODI 的企业生产率较高、规模较大和资本较密集(田巍和余森杰, 2012)。这表明,与非 ODI 企业相比,ODI 的中国企业具备一定的“可转移特定优势”。所以,本文提出:

H1: 生产率较高、资本较密集和规模较大的中国企业,倾向于以合资或并购的方式进入“一带一路”沿线国家。

2. 沿线国家的资源

“一带一路”沿线国家的经济发展水平差异较大,因此,沿线国家的技术和研发资源存在“天然”差异。选择合适的市场进入策略对中国企业利用沿线国家的技术和研发资源有重要影响。中国企业进入先进国家的重要目的是获取战略资源,如先进技术、研发资源和品牌等。绿地新建则基于企业自身技术优势在沿线国家直接生产,不依赖于当地企业的“特定资源”。技术先进的企业为了尽量降低技术溢出,通常选择这种内部化方式来组织生产。因此,绿地新建投资对沿线国家的技术溢出相对较小。合资和并购是入股和购买沿线国家企业的资产。通过这种方式,企业直接掌握被并购企业的优势资源,如技术、研发和品牌等。这对提高企业的技术和创新能力,特别是对新兴市场国家的企业至关重要。目前经验发现,中国企业在欧美发达国家进行了相当程度的合资和并购,目的是利用被并购企业的资源提高竞争力和创新能力。实际上,后发型国家企业进入先进国家时,通常倾向于

合资和并购的进入方式(Yamawaki, 1993)。

后发型国家的企业由于自身管理和技术相对落后,一般通过合资或并购的方式来获取发达国家企业的战略资源。合资不涉及对企业的控制权,但能够分享目标企业的战略资源。并购是完全控制被并购企业资产,也有利于获取战略资源。无论合资还是并购,都是有效获取“一带一路”沿线国家战略资源的方式。因此,对于后发型国家中的企业,战略资源寻求型的ODI通常选择合资或并购的进入方式(Nunnenkamp and Andres, 2014)。而且,如果寻求战略资源,发达国家企业之间的ODI也倾向于合资或并购(Meyer et al., 2009)。所以,本文提出:

H2: 沿线国家技术和研发资源的增加,提升了中国企业选择合资或并购进入方式的可能性。

3. 沿线国家的制度

不仅在经济发展水平上,而且“一带一路”沿线国家的制度质量也存在“天然”差异。沿线国家的制度质量差异如何影响中国企业的市场进入策略?制度包含两个层面:一是指沿线国家社会治理和政治运行规则;二是指与市场经济运行密切相关的规则。上述都是宏观层面的制度,但都影响社会和市场经济运行的交易成本(North, 1990)。制度的基本作用是有效发挥市场机制,降低企业 and 个人的市场交易成本或风险(Peng et al., 2008)。如果沿线国家拥有优越的制度环境,则能够提供商业伙伴及其可能行为的信息,降低信息不对称和市场失灵,从而降低营商成本。然而,如果沿线国家的制度环境比较低劣,则扩大了信息不对称,迫使中国企业花费更多资源搜寻信息,增加了经营不确定性。因此,为了降低交易成本,企业根据制度环境选择组织形式,不同组织形式可能带来差异化的交易成本(Williamson, 1985)。由于合资能够获得当地企业的资源,包括关系网络、与当地权威部门沟通的经验和组织架构,因而降低了对优越制度的依赖(Delios and Beamish, 1999; Peng, 2006)。通过合资,可以利用沿线国家企业的“本地化”资源“疏通”正式或非正式制度障碍,降低交易成本,增加中国企业的经营效率。所以,在低劣的制度环境下,企业通常选择合资的市场进入策略(Stemma et al., 2005; Peng et al., 2008)。不仅如此,在低劣的制度环境下,沿线国家的政府也可能设置各种进入障碍,要求中国投资企业与当地企业合资,因而也增加了中国企业选择合资的可能性。

如果以并购方式进入,则要求“一带一路”沿线国家必须有高效率的市场机制,特别是金融市场和股权交易市场。有效的市场制度确保了金融市场交易的信息对称、可预见性和契约有效实施。然而,在低劣的制度环境下,证券市场缺乏流动性,缺乏有效的金融中介,市场波动也较大,这都减少了潜在的并购交易(Lin et al., 2008)。在这种制度环境下,当地企业可能被少数利益集团或国有资本控制,缺乏真实市场价值数据,甚至存在非正规交易,从而被并购企业的价值难以衡量(Young et al., 2008),这就导致在低劣的制度环境下并购难以发生。由于绿地新建投资不涉及股权和资产交易,因而中国企业也会采用绿地新建投资的方式。所以,如果沿线国家的制度比较低劣,则中国企业倾向于与当地企业合资或绿地新建,利用当地企业的本地化资源来降低交易成本;但如果沿线国家的制度环境比较优越,则降低了企业对本地化资源的需求,中国企业可能更倾向于并购;而且,优越的制度环境下沿线国家的优势资源(技术和研发)更密集,这为战略资源寻求型的企业提供了并购目标。

不仅制度本身,中国与“一带一路”沿线国家之间的制度差异也可能影响企业的进入策略。当制度差异较小时,社会、市场和营商环境差异较小,中国企业在沿线国家拥有的“特定优势”就有更强的适应性。如在制度较差的环境下经营的企业可能更加熟悉“非市场”操作,熟知如何建立行之有效的经营体系以降低交易成本。这样的企业进入制度低劣的沿线国家,自然能够通过非市场交易来降低交易成本。因此,当两国制度差异较小时,中国企业对本地化的资源依赖较小,企业倾向于选择绿

地新建的方式。此外,制度差异较小时,由于相近的制度和经营环境,中国企业与沿线国家的企业合作更加顺畅,这提高了双方企业合资的可能性。然而,当制度差异较大时,在母国建立起的“特定优势”不再适用,这需要企业获取当地资源来降低交易成本。在这种情况下,中国企业可能直接并购沿线国家的企业,利用本地化资源达到平滑市场交易的目的。因此,在制度差异较大情况下,中国企业可能倾向于并购,而不是绿地新建或合资。所以,基于以上分析,本文提出:

H3a:当沿线国家的制度质量较好时,中国企业倾向于并购的市场进入策略。

H3b:当中国与沿线国家的制度差异较大时,中国企业倾向于并购的市场进入策略。

4. 企业特定优势、沿线国家的资源和制度

在不同制度和资源背景下,企业依据自身特定优势选择不同的市场进入策略(Nocke and Yeaple,2008)。因此,在“一带一路”沿线国家资源和制度差异的背景下,中国企业具有特定优势的差异可能对市场进入策略有不同影响。具有“可转移优势”的中国企业进入沿线国家的目的是寻求“不可转移资源”。获取“不可转移资源”的方法有两种:一是通过市场直接购买,二是与当地企业合资。在优越的制度下,市场机制能够有效发挥,因而通过市场直接购买更有效率(Williamson,1985)。此外,在优越的制度下,交易信息对称,生产率较高的企业在市场上有更强的市场势力、筹码和搜寻能力。因此,在优越的制度下,生产率较高的中国企业倾向于以绿地新建的方式进入沿线国家。

然而,对具有“不可转移优势”的中国企业而言,制度对进入方式的影响可能存在差异。“可转移资源”包括技术、研发和创新等知识性资产。由于知识性资产的交易涉及信息不对称、资产专用性和转移的过高成本等问题(Buckley and Casson,1998),即使市场机制能够完全发挥,通过市场交易也会导致市场失灵或低效率(Williamson,1985)。在这种情况下,中国企业只能通过合资或并购的方式获取沿线国家的可转移资源。在优越的制度环境下,金融市场有效、稳定,当地企业市场价值可以度量,这为购买股权或并购创造了条件。因此,在优越的制度环境下,具有“不可转移优势”的中国企业(利润率较高的企业)倾向于以合资或并购的方式进入沿线国家。

关于沿线国家的研发与技术资源。研发和技术资源是可转移资源,具有“不可转移优势”的中国企业获取沿线国家的研发和技术资源是 ODI 的重要目标。要想获取沿线国家企业的技术和研发资源,通过合资或并购的方式是最优抉择。基于此,本文提出:

H4a:当沿线国家的制度质量较高时,生产率较高的中国企业倾向于绿地新建的进入方式。

H4b:当沿线国家的制度质量较高时,利润率较高的中国企业倾向于合资或并购的进入方式。

H4c:在研发和技术资源丰富的沿线国家,利润率较高的中国企业倾向于合资或并购的进入方式。

三、模型设定、指标和数据说明

1. 模型设定

考虑到绿地新建、合资和并购三种进入策略是同时发生且相互排斥的,即一种策略被选择,其他两种策略将不可能发生,参照 Meyer et al.(2009)等文献,本文用离散被解释变量的多值选择模型(Multinomial Logit-ML)进行实证分析。模型设定如下:

$$mlogit(odi_{ijct}) = \alpha_0 + \lambda_j + \sum_{k=1}^N \beta_k firm_{ijc(t-1)}^k + \sum_{k=1}^M \phi_k country_{c(t-1)}^k + \xi_{ict} \quad (1)$$

其中, i 、 j 、 c 和 t 分别表示企业、行业、国家和时间。 odi 表示企业的进入策略。如果企业绿地新建,则 odi 为1($Green\ Investment=1$);如果选择合资,则 odi 为2($Joint\ Venture=2$);如果并购,则 odi 为3($Acquisitions=3$)。在基准检验中,本文以绿地新建为基准,稳健分析时调整选择基准。 α 和 λ 分

别为常数项和行业固定效应。*firm* 表示企业层面的变量,包括生产率、资本密度、企业规模、经营时间、利润率、出口和外资股份等。*country* 表示国家层面的 3 类指标:①沿线国家市场要素,包括市场规模、市场潜力、经济稳定性和开放度;②沿线国家技术和研发资源;③沿线国家的制度和双边制度差异。还有两点需要说明:①本文将 *firm* 和 *country* 指标都滞后一期,以规避可能存在的逆向因果关系;②由于各沿线国家进入的企业数量存在差异,为了规避这种偏差带来的估计不一致,本文将标准差聚类(Cluster)到国家层面。

2. 指标设定

(1)企业层面指标。资本密度(*capital*)用固定资产存量与从业人数之比表示,企业规模(*scale*)用年均从业人数表示,企业出口(*export*)用出口交货值确定,企业外资股份(*fdi*)用实收资本中港澳台和外商资本的比重表示,利润率(*profit*)用利润额和销售额的比值表示。由于 2008—2009 年中国工业企业没有提供中间投入和增加值,无法用 OP 或 LP 等半参数方法计算生产率,本文采用带有固定效应的面板数据方法来计算企业生产率。与普通 OLS 计算索罗余值的方法相比,面板数据能够最大程度地控制组内差异,从而得到一致的资本和劳动系数。

(2)沿线国家的市场、技术和研发资源类指标。沿线国家的市场规模(*gdp*)用 GDP 表示,市场潜力(*ggdp*)用 GDP 增长率表示,经济稳定性(*cpi*)用通货膨胀指数(CPI)表示,市场开放度 *open* 用进出口占 GDP 的比重表示(Lipsey, 1999)。沿线国家的技术和研发资源(*rd*)用研发投入占 GDP 的比重、专利申请数(*patent*)和高校入学率(*enrollment*)等指标表示。

(3)沿线国家的制度指标。制度指标包括两个层面:①国家政治和社会治理方面的制度。②经济和市场机制方面的制度。第一层次的制度数据来自世界治理指标(Worldwide Governance Indicators, WGI)。该指标从政权稳定性、治理效率、监管质量、法制规则和腐败控制等 5 个方面衡量国家制度。世界治理指标将上述 5 个指标计算评分,分值越高,则该国的制度越好。根据 Kolstad and Wigg(2010)的方法,将上述 5 个指标加权平均得到总体制度指标(*ins*)。参照 Kogut and Singh(1988)设定文化差异的方法来设定制度差异(*dins*)。

关于经济和市场机制方面的制度。该指标来自世界银行调查的世界各国的营商环境报告。该报告调查了各国 8 个方面的营商制度,包括开创商业的难易程度、产权保护、得到信贷的难易程度、少数投资者保护、税收制度、进出口难易程度、契约执行、商业纠纷和破产。世界营商环境报告将 8 个指标进行综合排名,排名靠前表示营商环境越好。本文用该综合排名来表示各国的营商环境(*dob*)。

3. 数据说明

企业样本是 2004—2009 年对“一带一路”沿线国家直接投资的中国企业。本文根据 2017 年北京举办“一带一路”高峰论坛后确定的“一带一路”沿线国家最新名录来确定沿线国家(共计 75 个国家或地区)。具体数据分别来自中国工业企业数据库、商务部统计的中国对外直接投资企业数据和 BVD(Zephyr),绿地投资的企业由商务部统计的中国对外直接投资企业名录与工业企业合并而来。合资和并购企业数据来自 BVD(Zephyr),该数据库收录了全球发生的合资和并购事件。本文根据事件是 Joint Venture 还是 Acquisition 将合资和并购样本进行区分,然后与中国工业企业数据库匹配。本文舍弃既有绿地投资又有并购或合资的企业样本。为了规避以往 ODI 对市场进入的影响,本文只选择首次 ODI 的企业。根据数据筛选原则,本文最终获得 2004—2009 年绿地新建的样本 404 个、合资样本 26 个、并购样本 58 个,共计 488 个企业样本,分布在“一带一路”沿线 44 个国家。本文也考察了 2004—2014 年中国企业 ODI,但由于缺乏 2010—2014 年的企业数据,故只考察沿线国家宏观变量的影响。各指标的统计描述见表 1。

表 1 统计描述

变量	变量含义	均值	方差	最小值	最大值
<i>tfp</i>	生产率	0.0389	0.9756	-3.4212	5.8089
<i>capital</i>	资本密度	5.2244	2.7660	-4.2977	16.1563
<i>scale</i>	企业规模	6.3112	1.8787	1.9459	12.8064
<i>age</i>	经营时间	11.3865	13.3455	0.0000	94.0000
<i>profit</i>	利润率	0.0049	1.0681	-23.0157	2.1760
<i>export</i>	出口额	5.6019	5.8207	0.0000	16.0979
<i>fdi</i>	外资股份	0.0595	0.1948	0.0000	1.0000
<i>gdp</i>	市场规模	12.0319	1.8377	7.8080	15.3811
<i>ggdp</i>	市场潜力	4.9627	4.1455	-7.8209	26.1712
<i>cpi</i>	通货膨胀	117.7841	22.2777	85.6980	256.1584
<i>open</i>	开放度	102.3399	73.9447	30.3553	388.9611
<i>enrollment</i>	入学率	43.7065	26.6578	6.6881	94.4082
<i>ins</i>	制度	0.0160	0.8887	-1.5154	1.8276
<i>dins</i>	制度差异	1.8487	1.2822	0.7630	4.8529
<i>dob</i>	营商环境	68.8630	47.5577	1.0000	175.0000

注:表中 *capital*、*scale*、*export*、*gdp*、*ggdp* 和 *patent* 都取自然对数。

资料来源:作者利用 Stata 软件计算所得。

四、实证检验和结果分析

1. 基准检验一

各变量间的相关系数除了制度变量之间的相关系数较大之外,其他变量都不超过 0.52。由于制度指标之间的相关系数较大,后文检验时将分别考察。基准检验一的结果见表 2。控制其他因素后,方程(3)和(4)中的企业生产率(*tfp*)的系数在合资(用 b 标记)和并购(用 c 标记)的检验中都显著为正,说明生产率较高的中国企业倾向于以合资或并购的方式进入“一带一路”沿线国家。企业资本密度(*capital*)和规模(*scale*)的系数在合资(b)和并购(c)检验中也显著为正,说明资本密度较高和规模较大的中国企业倾向于以合资或并购的方式进入沿线国家,所以基准检验一验证了 H1。在并购(c)检验中,企业经营时间(*age*)的系数显著为负,说明经营时间长的企业选择绿地新建的可能性较大。利润率(*profit*)的系数在并购(c)检验中都显著为正,说明利润率高的中国企业选择并购的可能性较大。出口(*export*)的系数在合资(b)和并购(c)检验中都显著为负,说明出口比重高的中国企业以绿地新建的方式进入沿线国家。外资股份(*fdi*)的系数不显著,不能就此得到确切结论。综上所述,通过对企业层面变量的检验,本文发现 H1 成立。

关于沿线国家的市场因素。沿线国家市场规模(*gdp*)的系数在合资(b)和并购(c)检验中基本不显著且不稳健,因此,不能得到确切结论。市场潜力(*ggdp*)的系数在合资(b)检验中都为正且在方程(2)——(4)中显著,说明中国企业进入市场潜力较大的沿线国家倾向于合资。如果沿线国家市场规模增长较快,说明市场未来潜力较大(Lipsey, 1999)。在增长较快的市场中,前期进入的生产者进行了大量固定投资,以满足未来市场需求,因此,在位厂商对新进入者可能存在排斥和抵触。为了消除在

表 2 基准检验一

	方程(1)		方程(2)		方程(3)		方程(4)		方程(5)	
	合资(b)	并购(c)	合资(b)	并购(c)	合资(b)	并购(c)	合资(b)	并购(c)	合资(b)	并购(c)
<i>tfp</i>	0.3764 (0.8501)	0.3523 (0.9867)	0.3531 (0.6837)	0.2934 (0.7833)	1.1158* (1.6955)	1.2871*** (2.8501)	3.1624*** (2.6008)	2.3076** (2.5388)	-0.1580 (-0.2524)	-0.0547 (-0.1089)
<i>capital</i>	1.1020*** (3.7957)	1.3759*** (5.0891)	1.1181*** (4.3544)	1.3320*** (5.4327)	1.2086*** (3.5422)	1.3760*** (3.7373)	1.2348*** (3.6295)	1.3961*** (3.7711)	1.1236*** (3.9146)	1.3259*** (4.7317)
<i>scale</i>	1.0886*** (4.4703)	0.8586*** (3.5657)	1.1242*** (4.6618)	0.8897*** (4.2176)	1.1832*** (4.1009)	1.0726*** (4.7348)	1.2232*** (4.2691)	0.9499*** (3.9417)	1.1242*** (4.4927)	0.9195*** (4.4423)
<i>age</i>	-0.0164 (-0.5154)	-0.0313*** (-2.9567)	-0.0183 (-0.5749)	-0.0330*** (-2.8209)	-0.0178 (-0.6326)	-0.0545*** (-3.5699)	-0.0145 (-0.5714)	-0.0460*** (-3.4570)	-0.0162 (-0.5243)	-0.0351*** (-2.9942)
<i>profit</i>	0.0915 (1.0345)	0.9473** (2.3189)	0.1097 (1.2079)	0.6490* (1.8915)	0.1302 (1.3003)	1.4348** (2.4084)	0.0810 (0.7843)	0.8102* (1.8294)	0.1582* (1.8191)	0.5762* (1.7239)
<i>export</i>	-0.2512*** (-3.0759)	-0.1236*** (-2.8275)	-0.2572*** (-2.7711)	-0.1208** (-2.3069)	-0.3027*** (-2.7812)	-0.1996*** (-3.8088)	-0.2955** (-2.5156)	-0.1734*** (-2.9561)	-0.2517*** (-2.6031)	-0.1265** (-2.3879)
<i>fdi</i>	0.5694 (0.2230)	2.9622** (2.1581)	0.3069 (0.1054)	2.8374 (1.3227)	-0.9730 (-0.2659)	4.0683** (2.0057)	-0.8516 (-0.2946)	3.3522 (1.2093)	-0.0255 (-0.0083)	2.6249 (1.1192)
<i>gdp</i>	0.3111 (0.9499)	0.7508** (2.5321)	0.1597 (0.4360)	0.3429 (1.2473)	-0.0311 (-0.0614)	-0.1792 (-0.5849)	0.0167 (0.0373)	0.0626 (0.2080)	0.0443 (0.1335)	0.2190 (0.7602)
<i>ggdp</i>	0.1230 (1.1543)	-0.1619** (-2.4540)	0.1639* (1.6663)	-0.0560 (-0.8345)	0.1911** (2.0937)	0.0876 (0.9832)	0.2282*** (2.6203)	0.0734 (0.8100)	0.1551 (1.3339)	-0.0730 (-1.1497)
<i>cpi</i>	-0.0393** (-2.1277)	-0.0373** (-2.5626)	-0.0379** (-2.1768)	-0.0267* (-1.7827)	-0.0496** (-2.1580)	-0.0155 (-0.7594)	-0.0582*** (-2.9925)	-0.0274 (-1.5009)	-0.0414** (-2.2871)	-0.0295* (-1.7244)
<i>open</i>	0.0084*** (2.7321)	0.0106*** (3.3913)	0.0080** (2.2035)	0.0065** (2.0318)	0.0019 (0.3796)	-0.0082*** (-3.1903)	0.0040 (0.9727)	-0.0053* (-1.8375)	0.0055 (1.6361)	0.0041 (1.3048)
<i>rd</i>			0.0107 (0.5471)	0.0526*** (4.1346)	-0.0014 (-0.0481)	0.0154 (1.0665)	0.0067 (0.2405)	0.0352** (2.0377)	0.0026 (0.1352)	0.0464*** (3.4290)
<i>ins</i>					0.7095 (0.6707)	3.0679*** (6.4213)				
<i>ins×tfp</i>					-1.4164*** (-3.7504)	-1.3181** (-2.3023)				
<i>dins</i>							-0.0203 (-0.0385)	1.1813*** (4.9568)		
<i>dins×tfp</i>							-1.0676*** (-3.6660)	-0.7476** (-2.0848)		
<i>dob</i>									-0.0085 (-1.1159)	-0.0088 (-0.8993)
<i>dob×tfp</i>									0.0107 (1.1791)	0.0084 (1.0076)
<i>constant</i>	-14.2940*** (-2.8283)	-16.3059*** (-3.3339)	-13.9844*** (-2.6778)	-15.9077*** (-4.0507)	-11.2375* (-1.8261)	-11.6218*** (-3.4408)	-12.4292** (-2.3776)	-14.9479*** (-4.1589)	-11.5391** (-2.3635)	-13.4790*** (-3.0830)
<i>industry</i>	yes		yes		yes		yes		yes	
<i>N</i>	488		488		488		488		488	
<i>Cluster</i>	44		44		44		44		44	

注：系数下括号内为 z 值，***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著；*industry* 是指行业层面的固定效应。下同。

资料来源：作者利用 Stata 软件计算所得。

位企业抵触,新进入厂商往往采取合资(Zejan, 1990)。不仅如此,市场规模增长较快的国家在外商投资进入的谈判中筹码更大。这种优势地位迫使外商企业与当地企业合资(Gomes-Cassers, 1990)。

沿线国家经济稳定性(*cpi*)的系数在合资(b)和并购(c)检验中基本显著为负,说明中国企业进入经济不稳定的沿线国家倾向于绿地新建。沿线国家经济不稳定通过两个渠道阻碍了企业合资或并购。如果经济波动较大,不仅商品价格不稳定,资产价格也不稳定。资产价格不稳定使得沿线国家企业的资产和股权价值难以度量,这对合资和并购的企业存在较大估值风险,所以阻碍了企业合资或并购。经济不稳定增加了沿线国家企业经营的不确定性,这种不确定性提升了企业经营风险,如果与这类企业合资或并购,也将增加并购企业的经营风险。因此,在经济波动较大的沿线国家,企业为了规避不确定性,倾向于绿地投资(Brouthers and Brouthers, 2000)。

沿线国家的开放程度(*open*)在检验中的系数和显著性都不稳健,不能得到确切结论。沿线国家经济开放度对企业 ODI 进入策略的影响比较复杂。一方面,经济开放度较大的国家降低了外商投资的不确定性,激励外商企业绿地新建(Gatignon and Anderson, 1988);另一方面,经济开放度大的国家对外商投资吸引力增加,出于保护国内企业或增加外商企业的“技术溢出”的目的,东道国鼓励外资与当地企业合资(Gomes-Cassers, 1990)。因此,沿线国家开放度对企业 ODI 进入策略的影响是不确定的。

关于沿线国家的技术和研发资源。除方程(3)外沿线国家技术和研发资源(*rd*用高校入学率表示)的系数在并购(c)检验中都显著为正,说明进入研发和技术资源较多的沿线国家,中国企业倾向于并购的市场进入方式。因此,通过上述检验,本文发现中国企业进入技术和研发资源较多的沿线国家倾向于并购。这验证了 H2。

关于沿线国家制度变量。沿线国家制度(*ins*)的系数在合资(b)检验中为正但不显著,而在并购(c)检验中沿线国家制度的系数显著为正,说明中国企业进入制度质量高的沿线国家倾向于并购。双边制度差异(*dins*)的系数在合资(b)检验中为负但不显著,而在并购(c)检验中其系数显著为正,说明制度差异越大,中国企业倾向于以并购的方式进入沿线国家。沿线国家营商环境(*dob*)的系数在合资(b)和并购(c)检验中都为负但不显著。由于 *dob* 的值越小则表明国家排名越靠前,营商环境越优越(反指标),可能说明在营商环境优越的沿线国家,中国企业倾向于并购。因此,通过上述检验可知,中国企业进入制度质量高和制度差异较大的沿线国家倾向于并购。上述结论与本文提出的 H3a 和 H3b 一致。

在制度检验的基础上,进一步分析制度和企业异质性的交互关系。制度和企业生产率的交互项(*insxtfp*)系数在合资和并购检验中都显著为负,说明进入制度质量较高的沿线国家,生产率较高的中国企业倾向于绿地新建。制度差异和企业生产率的交互项(*dinsxtfp*)系数在合资和并购的检验也显著为负,说明生产率较高的中国企业进入制度差异较大的沿线国家倾向于绿地新建。制度差异较大的可能原因是,或沿线国家制度质量比中国优越得多,或沿线国家制度质量比中国差得多。进入制度质量非常优越的沿线国家,市场提供了有效的交易机制,企业直接通过市场获取本地化资源,不需通过合资和并购的内部化策略,所以生产率较高的企业能够通过市场搜寻当地资源,绿地新建是最优策略。如果进入制度非常差的沿线国家,不仅市场机制很难发挥作用,还缺乏有效的金融市场,当地企业股权的市场价值难以衡量,企业产权归属也可能很复杂,这阻碍了中国企业合资和并购的可能性,所以生产率较高的中国企业只能通过市场机制寻找当地资源,倾向于绿地投资。营商环境和企业生产率的交互项(*dobxtfp*)系数在合资检验中不显著,但并购检验中为正,可能说明进入营商环境优越的沿线国家时,生产率较高的中国企业倾向于绿地新建。通过上述检验可知:在制度

优越的沿线国家,生产率较高的企业倾向于绿地新建;与沿线国家的制度差异越大,生产率较高的中国企业也倾向于绿地新建,因此,实证结论与 H4a 一致。

2. 基准检验二

基准检验二主要考虑企业具有“不转移优势”时,在不同制度和资源环境下,企业异质性对中国企业进入“一带一路”沿线国家市场策略的影响。结果见表 3。由于企业特征变量基本稳健,这里不再详述。重点分析沿线国家制度、资源及其与利润率的交互影响。除了方程(8)外,沿线国家技术和研发资源(rd)的系数在并购(c)检验中都显著为正,说明在技术和研发资源密集的沿线国家,中国企业倾向于并购。这充分验证了 H2。制度(ins)、双边制度差异($dins$)和营商环境(dob)的系数在并购(c)检验中与 H3a 和 H3b 预测一致,说明在制度质量较高、双边制度差异较大和营商环境较优越的沿线国家,中国企业倾向于并购。方程(6)的沿线国家制度和利润率交互项($ins \times profit$)系数在合资(b)检验中显著为正,说明利润率较高的企业在制度质量较高的沿线国家倾向于合资。这表明“不可转移优势”较明显的中国企业在制度质量较高的沿线国家偏好以合资方式获得当地资源。这部分验证了 H4b。方程(7)中 $dins \times profit$ 的系数在合资(b)的检验中显著为正,说明当与沿线国家的制度差异较大时,利润率高的中国企业选择合资的可能性较大。方程(8)中 $dob \times profit$ 的系数在并购(c)检验中显著为负,说明在营商环境优越的沿线国家利润率较高的中国企业偏好于并购。这部分验证了 H4b。通过上述交互项的检验可知,在制度质量高和营商环境优越的沿线国家,利润率较高的企业倾向于合资或并购的进入方式,因此,验证了 H4b。方程(9)中的 $rd \times profit$ 的系数都为正,且在并购(c)中显著为正,说明在研发和技术等“可转移资源”密集的沿线国家,利润率较高的中国企业倾向于并购。“不可转移优势”明显的中国企业在“可转移”资源密集的沿线国家倾向于并购,部分验证了 H4c。这与中国企业以合资或并购的方式进入欧美发达国家的现象类似。

3. 变换参照基准的检验

中国企业进入“一带一路”沿线国家有绿地新建、合资和并购三种市场进入模式。本节将合资(b)作为参照系进行稳健性检验,以观察结论稳健性。具体见表 4 和表 5。除了方程(12)企业生产率的系数在绿地新建(用 a 标记)检验中显著为负,在并购(c)检验中显著为正,表明中国企业对沿线国家 ODI 中,生产率较低的企业倾向于绿地新建,生产率居中的企业选择合资,而生产率较高的企业选择并购。资本密度的系数在绿地新建(a)和并购(c)检验中分别显著为负和正,说明资本密集的中国企业倾向于以合资和并购的方式进入沿线国家。企业规模的系数在绿地新建检验中显著为负,在并购(c)中符号不稳健和不显著,说明规模较大的企业偏好于合资。总体而言,生产率较高、资本越密集和规模较大的中国企业倾向于以合资或并购的方式进入“一带一路”沿线国家。这再次验证了 H1。其他企业变量稳健不再详述。

关于沿线国家市场和资源因素。 gdp 的系数在并购(c)检验中显著为正,说明中国企业进入市场规模较大的沿线国家偏好并购。 $ggdp$ 、 cpi 和 $open$ 的系数符号不稳健,且都不显著,不能得到确切的结论。 rd 的系数在方程(12)的并购(c)检验中显著为负,说明进入研发和技术资源密集的沿线国家,中国企业倾向于合资。因此,改变参照系后,上述结论也基本验证了 H2。

关于沿线国家制度及其与企业生产率的交互效应。 ins 的系数在绿地新建(a)和并购(c)检验中分别显著为负和为正,说明在制度质量较好的沿线国家中国企业选择合资或并购的可能性较大。 $dins$ 的系数在绿地新建(a)和并购(c)中分别显著为负和正,说明当与沿线国家的制度差异较大时,中国企业倾向于合资或并购。 dob 的系数在并购(c)检验中显著为负,也说明在营商环境优越的沿线国家,中国企业偏好于并购。因此,改变基准后,再次验证了 H3a 和 H3b。 $ins \times tfp$ 的系数在两个检验

表 3 基准检验二

	方程(6)		方程(7)		方程(8)		方程(9)	
	合资(b)	并购(c)	合资(b)	并购(c)	合资(b)	并购(c)	合资(b)	并购(c)
<i>rd</i>	0.0085 (0.3756)	0.0218** (2.1747)	0.0121 (0.6256)	0.0341** (2.5059)	0.0295 (1.0829)	-0.0105 (-0.4702)	0.0043 (0.1925)	0.0178* (1.7642)
<i>ins</i>	0.4282 (0.4608)	2.6268*** (7.0958)					0.5878 (0.5944)	2.7928*** (6.9095)
<i>ins×profit</i>	1.8008** (2.5109)	1.4020 (1.0496)						
<i>dins</i>			-0.0578 (-0.1320)	1.0718*** (5.0835)				
<i>dins×profit</i>			1.1468* (1.6591)	1.0715 (0.9933)				
<i>dob</i>					0.0110 (0.5322)	-0.0539** (-2.4280)		
<i>dob×profit</i>					-0.0227 (-0.5639)	-0.0289*** (-3.4223)		
<i>rd×profit</i>							0.0715 (0.5700)	0.0469* (1.9588)
<i>constant</i>	-12.7213** (-2.0601)	-13.2819*** (-2.9671)	-13.9093** (-2.5432)	-16.6000*** (-3.7173)	-15.2647** (-2.2889)	-9.8330* (-1.8259)	-12.1537* (-1.8865)	-12.4852*** (-2.8288)
<i>industry</i>	yes		yes		yes		yes	
N	488		488		488		488	
Cluster	44		44		44		44	

注:其他企业特征变量稳健,东道国市场变量稳健,均未报告。

资料来源:作者利用 Stata 软件计算所得。

中分别是显著为正和为负,说明在制度质量较高的沿线国家,生产率较高的中国企业选择绿地新建。*dins×tfp* 的系数在绿地新建(a)和并购(c)检验中分别显著为正和为负,说明当制度差异较大时,生产率较高的中国企业同样选择绿地新建。*dob×tfp* 的系数在绿地新建(a)和并购(c)检验中分别显著为负和为正,说明在营商环境优越的沿线国家,生产率较高的企业选择绿地新建。因此,上述结论与 H4a 基本一致。

表 5 为制度、资源和企业利润率的交互效应检验。*ins×profit* 的系数在绿地新建(a)和并购(c)检验中都为负,且在并购检验中显著,说明在制度质量较高的沿线国家利润率较高的中国企业选择合资。*dob×profit* 的系数在绿地新建(a)和并购(c)检验中都显著为正,同样说明在营商环境优越的沿

表 4 以合资为基准的检验一

	方程(10)		方程(11)		方程(12)	
	绿地新建(a)	并购(c)	绿地新建(a)	并购(c)	绿地新建(a)	并购(c)
<i>tfp</i>	-1.0206** (-2.2891)	3.4911*** (3.0578)	-2.0500** (-2.3296)	6.4724*** (3.9914)	0.7292 (1.5852)	-1.3471** (-1.9720)
<i>capital</i>	-1.3164*** (-3.8958)	0.3781** (2.0026)	-1.2964*** (-4.0220)	0.3685** (2.0105)	-1.1744*** (-3.7247)	0.7457*** (2.9623)
<i>scale</i>	-0.8335*** (-3.0989)	0.3219 (1.0141)	-0.8087*** (-2.9858)	0.3321 (1.2500)	-0.9136*** (-3.4349)	0.3701 (1.2575)
<i>gdp</i>	0.2181 (0.4077)	0.8866** (2.4938)	-0.0703 (-0.1564)	0.6934** (2.2360)	0.0160 (0.0360)	1.0168*** (2.9678)
<i>ggdp</i>	-0.1528* (-1.9346)	-0.0706 (-1.2271)	-0.1508 (-1.6204)	-0.0612 (-1.4067)	-0.0451 (-0.4563)	-0.0414 (-0.7780)
<i>cpi</i>	0.0257 (1.2702)	-0.0011 (-0.0426)	0.0330* (1.6715)	0.0084 (0.5043)	0.0369* (1.8511)	0.0211 (0.8530)
<i>open</i>	0.0062 (1.4892)	0.0057** (2.1169)	0.0029 (0.8497)	0.0040 (1.5531)	-0.0004 (-0.1082)	0.0015 (0.4128)
<i>rd</i>	-0.0037 (-0.1497)	0.0119 (0.3939)	-0.0169 (-0.6851)	0.0187 (0.5929)	-0.0028 (-0.1286)	-0.0487** (-2.2692)
<i>ins</i>	-2.3573*** (-2.7184)	1.7359** (2.2114)				
<i>ins×tfp</i>	1.2929*** (3.0227)	-2.3423*** (-3.0916)				
<i>dins</i>			-0.9302** (-2.2129)	1.0448** (2.4668)		
<i>dins×tfp</i>			0.7136*** (2.6288)	-1.6103*** (-4.2441)		
<i>dob</i>					0.0278 (1.2465)	-0.1104*** (-3.8886)
<i>dob×tfp</i>					-0.0246*** (-2.6111)	0.0700*** (4.7068)
<i>constant</i>	7.7649* (1.6973)	-21.0728*** (-3.2179)	12.1136** (2.4046)	-22.3368*** (-4.2735)	6.5475 (1.1979)	-18.1426*** (-2.6706)
<i>industry</i>	yes		yes		yes	
N	488		488		488	
Cluster	44		44		44	

注:表中检验以合资(b)为参照系。由于企业特征变量 *age*、*profit*、*export* 和 *fdi* 不显著,未报告。

资料来源:作者利用 Stata 软件计算所得。

表 5 以合资为基准的检验二

	方程(13)		方程(14)		方程(15)	
	绿地新建(a)	并购(c)	绿地新建(a)	并购(c)	绿地新建(a)	并购(c)
<i>rd</i>	-0.0123 (-0.6121)	0.0197 (0.6579)	-0.0099 (-0.4846)	-0.0053 (-0.1155)	-0.0031 (-0.1561)	0.0253 (0.8741)
<i>ins</i>	-1.9890*** (-3.1509)	0.0823 (0.1238)			-2.2645*** (-3.4376)	-0.0668 (-0.1016)
<i>ins</i> × <i>profit</i>	-1.8963 (-1.2298)	-2.1789* (-1.6623)				
<i>dob</i>			0.0247 (1.1126)	-0.0224 (-0.6420)		
<i>dob</i> × <i>profit</i>			0.0287*** (3.1635)	0.0283*** (2.8139)		
<i>rd</i> × <i>profit</i>					-0.0925** (-2.4291)	-0.0838** (-2.5270)
<i>constant</i>	8.6328* (1.7589)	-11.7053* (-1.8786)	7.9739 (1.4650)	-9.8428* (-1.7452)	7.5339 (1.5783)	-11.5048* (-1.7872)
<i>firm</i>	yes		yes		yes	
<i>market</i>	yes		yes		yes	
<i>industry</i>	no		no		yes	
N	488		488		488	
Cluster	44		44		44	

注:由于制度差异(*dins*)及其和企业利润率的交互项(*dins*×*profit*)不显著,表中未报告;*firm*和*market*分别表示企业和沿线国家市场变量,由于上述变量稳健,为了节约篇幅,用*firm*和*market*表示;方程(13)和(14)在控制行业固定效应后导致非齐次性,因此,没有控制行业固定效应。

资料来源:作者利用 Stata 软件计算所得。

线国家,利润率较高的中国企业倾向于合资。*rd*×*profit*的系数在两个检验中都显著为负,说明在技术和研发密集型的沿线国家,利润率较高的中国企业倾向于合资。总之,改变参照基准的检验结论仍然支持 H4b 和 H4c。

4. 调整样本的检验

前文样本只包括生产和研发型 ODI 企业,但中国作为新兴市场国家,企业 ODI 有自身特征。特别是由于“一带一路”沿线国家的资源和制度存在“天然”差异,导致中国企业的投资目的和动机存在较大差异。例如,大量中国企业以商贸服务形式进行 ODI。这种投资是出口促进或出口平台型 ODI,只在沿线国家销售产品,不直接在当地生产,主要是建立营销网络和销售基地。这是目前中国企业 ODI 的重要形式,也是对“一带一路”沿线国家直接投资的主要形式。这里加入本部分样本进行稳健性分析,结果见表 6。企业生产率、资本密度和规模的系数基本显著为正,说明“可转移优势”明

表 6 调整样本的检验

	方程(16)		方程(17)		方程(18)		方程(19)		方程(20)	
	合资(b)	并购(c)	合资(b)	并购(c)	合资(b)	并购(c)	合资(b)	并购(c)	合资(b)	并购(c)
<i>tfp</i>	1.0962*** (2.8792)	1.1094*** (3.1949)	2.0525*** (3.9031)	1.6961*** (3.0798)	0.1896 (0.3750)	-0.1106 (-0.2720)	0.7521 (1.4870)	0.6064 (1.5237)	0.7456 (1.5588)	0.6178 (1.4214)
<i>capital</i>	0.8832*** (7.1204)	0.9669*** (6.9868)	0.8654*** (5.8684)	0.9386*** (6.5389)	0.9755*** (4.2987)	1.2930*** (5.7879)	0.8156*** (6.0732)	0.9587*** (7.3406)	0.8140*** (6.9019)	0.9404*** (9.2185)
<i>scale</i>	0.8278*** (6.8521)	0.6323*** (3.9793)	0.8573*** (6.2028)	0.6533*** (3.7775)	0.8150*** (4.2473)	0.6291*** (3.9400)	0.8891*** (7.3259)	0.7259*** (4.3685)	0.8524*** (7.0524)	0.6399*** (3.9790)
<i>profit</i>	-0.0037 (-0.0497)	1.7578*** (4.8828)	-0.0010 (-0.0158)	1.7256*** (4.6516)	0.1161* (1.6711)	0.9723** (2.4574)	0.2367 (0.1202)	2.5924*** (6.9696)	-4.2395** (-2.0288)	-2.6735 (-1.1614)
<i>export</i>	-0.1772*** (-3.0430)	-0.0961** (-2.3075)	-0.1748*** (-2.9925)	-0.0911** (-2.2299)	-0.1772 (-1.5856)	-0.1067** (-2.4523)	-0.1809*** (-3.2426)	-0.1046*** (-2.7752)	-0.1780*** (-3.1894)	-0.1005** (-2.2909)
<i>gdp</i>	0.0216 (0.0744)	-0.0075 (-0.0306)	-0.2276 (-0.7976)	-0.1031 (-0.3719)	-0.2715 (-0.6241)	0.0052 (0.0140)	-0.1365 (-0.4439)	-0.1345 (-0.3970)	0.0237 (0.0799)	-0.0150 (-0.0579)
<i>ggdp</i>	0.0813 (1.5450)	-0.0024 (-0.0558)	0.1006* (1.7535)	0.0065 (0.1427)	0.1304* (1.6518)	0.0307 (0.4236)	0.1044** (2.0650)	-0.0092 (-0.1874)	0.0729 (1.3531)	-0.0147 (-0.3249)
<i>cpi</i>	-0.0304** (-2.3207)	-0.0122 (-0.8093)	-0.0251* (-1.7757)	-0.0155 (-1.2304)	-0.0291 (-1.6208)	-0.0188 (-1.2475)	-0.0197 (-1.5032)	-0.0069 (-0.4416)	-0.0238* (-1.8795)	-0.0070 (-0.4901)
<i>open</i>	0.0054** (2.2548)	-0.0002 (-0.0681)	0.0055** (2.0946)	0.0001 (0.0309)	0.0056* (1.7583)	0.0000 (0.0023)	0.0055** (2.2451)	-0.0007 (-0.2737)	0.0062*** (2.8012)	0.0000 (0.0181)
<i>rd</i>	0.0099 (0.6320)	0.0318*** (3.2244)	0.9780*** (2.9391)	0.7066* (1.8734)	1.0241** (2.1972)	0.8429** (2.0156)	0.7372** (2.4129)	0.6482* (1.8522)	0.0058 (0.3614)	0.0221** (2.5310)
<i>ins</i>	-0.0295 (-0.0531)	0.8750** (2.3456)							0.0235 (0.0436)	1.0615*** (3.0946)
<i>ins×tfp</i>	-0.7081*** (-2.9624)	-0.6214*** (-2.6182)								
<i>dins</i>			-0.4090 (-1.4134)	0.3940 (1.3258)						
<i>dins×tfp</i>			-0.5374*** (-3.3998)	-0.3828** (-2.4829)						
<i>dob</i>					0.0081 (0.5578)	-0.0347** (-2.4373)	0.0044 (0.4795)	-0.0243** (-2.1187)		
<i>dob×tfp</i>					0.0154** (2.2375)	0.0295** (2.5233)				
<i>dob×profit</i>							-0.0193 (-1.1102)	-0.0318*** (-3.6923)		
<i>rd×profit</i>									0.0647 (1.2918)	0.0670* (1.7931)
<i>constant</i>	-11.6372*** (-2.6479)	-13.0418*** (-2.9161)	-9.4458** (-2.1423)	-11.4367*** (-2.6144)	-10.0780* (-1.6777)	-9.7920* (-1.8431)	-11.6341** (-2.3987)	-10.1067** (-1.9733)	-11.8315*** (-2.6401)	-12.9078*** (-2.8302)
<i>industry</i>	no		no		yes		no		no	
<i>N</i>	1053		1053		1053		1053		1053	
<i>Cluster</i>	44		44		44		44		44	

注: 方程(16)、(17)和(19)、(20)在控制行业固定效应后导致非齐次性, 故没有控制行业固定效应。

资料来源: 作者利用 Stata 软件计算所得。

显的企业倾向于以合资或并购的方式进入“一带一路”沿线国家。这基本验证了 H1。出口的系数基本显著为负,说明出口多的企业倾向于绿地新建,说明“不可转移优势”明显的中国企业选择绿地新建进入“一带一路”沿线国家。这与前文结论基本一致。其他企业变量稳健不再详述。东道国市场因素,如市场规模、市场潜力、宏观经济波动和开放度等的系数符号和显著性不稳健,不能够得到确切结论。沿线国家研发和技术资源的系数在并购检验中显著为正,说明在技术资源密集的沿线国家,中国企业倾向于并购。

沿线国家制度(*ins*)在并购(*c*)检验中显著为正,营商环境(*dob*)在并购(*c*)检验中的系数显著为负(*dob*为反指标,即该值越小,则东道国制度越好)。这说明在制度和营商环境优越的沿线国家,中国企业选择并购进入的可能性较大。双边制度差异(*dins*)的系数在合资和并购检验中分别为负和正但都不显著,不能够得到确切的结论。

制度、营商环境、制度差异与生产率的交互项(*ins*×*tfp*、*dins*×*tfp*和*dob*×*tfp*)的系数与前文检验基本一致。这也说明在制度质量较高、营商环境优越或制度差异大的沿线国家,生产率较高的中国企业倾向于绿地新建。制度、资源和企业利润率的交互项(*dob*×*profit*和*rd*×*profit*)系数在并购(*c*)检验中分别显著为负和正,说明在制度完善和研发资源密集的沿线国家,利润率高的中国企业选择并购。总之,通过调整样本检验,本文结论与理论假设基本一致。

5. 扩展时间区间的检验

随着“一带一路”发展纲要的提出,近年来中国企业对沿线国家的直接投资不仅规模持续增长,而且市场进入方式也呈现多样化。为了考察最近几年中国企业对“一带一路”沿线国家 ODI 趋势,本文将样本扩展至 2014 年,即利用 2004—2014 年生产或研发型 ODI 企业,共 2103 个样本。由于缺失 2010—2014 年企业数据,表 7 只考察宏观变量。*gdp* 系数在合资(*b*)和并购(*c*)中都显著为负,说明沿线国家市场规模越大,则企业选择绿地新建的概率越大。*ggdp* 的系数在合资(*b*)中为正,但在并购(*c*)中显著为负,说明沿线国家市场潜力越大,则企业选择合资的概率越大。*patent* 的系数在合资(*b*)和并购(*c*)检验中都显著为正,说明沿线国家技术研发资源越丰富,企业选择合资或并购的概率越大。制度和制度差异(*ins*、*dins*和*dob*)等指标检验结果都与前文一致,说明沿线国家制度质量较高、营商环境优越或双边制度差异越大,则中国企业选择并购的概率越大。由于缺乏企业数据,没有检验 H4a—H4c。

五、结论和政策含义

本文利用中国对“一带一路”沿线国家直接投资的企业数据,从制度、资源和企业异质性的视角考察了中国企业进入东道国的市场策略。通过实证分析本文主要得到以下结论:①企业异质性的因素。生产率较高、资本较密集和规模较大的中国企业倾向于以合资或并购的方式进入“一带一路”沿线国家,其中生产率最高的企业倾向于并购,其次合资,最低的企业倾向于绿地新建。出口更多的企业倾向于以绿地新建的方式进入“一带一路”沿线国家。这表明“可转移优势”明显的中国企业选择合资或并购的可能性较大,“不可转移优势”明显的企业选择绿地新建的可能性较大。所以,是否具有“可转移优势”是中国企业进入“一带一路”沿线国家时选择跨国并购、合资或绿地新建的重要影响因素。②沿线国家技术和研发资源的因素。“一带一路”沿线国家的技术和研发资源越密集,中国企业越倾向于合资或并购的进入方式,而且利润率较高的中国企业也倾向于合资或并购的进入策略。这表明中国企业倾向于采取并购或合资的方式直接获取“一带一路”沿线国家“可转移资源”,如技术和研发资源。特别是“不可转移优势”明显的企业进入技术和研发资源密集的“一带一路”沿线国

表 7 扩展时间区间检验

	方程(21)		方程(22)		方程(23)	
	合资(b)	并购(c)	合资(b)	并购(c)	合资(b)	并购(c)
<i>gdp</i>	-0.4127** (-2.2773)	-0.4935*** (-3.8682)	-0.4048** (-2.2562)	-0.5018*** (-3.9493)	-0.4867** (-2.5229)	-0.5724*** (-4.6347)
<i>ggdp</i>	0.0447 (1.1026)	-0.0708*** (-2.6575)	0.0462 (1.1508)	-0.0818*** (-3.1460)	0.0334 (0.7968)	-0.0789*** (-3.0761)
<i>patent</i>	0.3154*** (2.6441)	0.1771* (1.7824)	0.2963*** (2.6310)	0.3231*** (3.7871)	0.4117*** (3.0300)	0.3969*** (4.3201)
<i>ins</i>	-0.0371 (-0.1040)	1.6912*** (5.6591)				
<i>dins</i>			0.0829 (0.4620)	0.6330*** (4.4872)		
<i>dob</i>					0.0082 (1.3719)	-0.0159*** (-3.1443)
<i>constant</i>	-1.1967 (-0.6389)	0.7292 (0.5923)	-1.3258 (-0.7247)	-0.4826 (-0.3761)	-1.4580 (-0.7953)	2.0270 (1.6425)
N	2103		2103		2103	

注:由于 *cpi* 和 *open* 不显著,未报告。

资料来源:作者利用 Stata 软件计算所得。

家更加偏好于合资或并购。③“一带一路”沿线国家的制度因素。在制度质量较高、营商环境优越和双边制度差异大的“一带一路”沿线国家中国企业倾向于并购。这表明如果沿线国家制度完善,中国企业偏好直接并购,可以直接且迅速获取进入当地市场的渠道、当地企业的技术和研发资源。当与“一带一路”沿线国家制度环境差异较大时,中国企业也倾向于并购,从而利用当地企业资源平滑制度约束。④制度和企业异质性的交互作用。在制度和营商环境更优越的“一带一路”沿线国家,生产率较高的中国企业倾向于绿地新建,但利润率较高的中国企业倾向于合资或并购。当与“一带一路”沿线国家制度差异较大时,生产率较高的中国企业选择绿地新建,利润率较高的中国企业选择合资。这说明在沿线国家制度和资源约束下,不同“特定优势”的中国企业可以选择最优的进入策略。

本文研究结论虽然基于 2004—2009 年企业样本,但这为未来中国企业“走出去”特别是对“一带一路”沿线国家的直接投资提供了重要的政策启示和经验依据。由于“一带一路”沿线国家制度和资源具有较大差异,中国企业在“走出去”时如何规避上述国家制度风险,如何有效利用上述国家的资源呢?通过考察中国企业对沿线国家直接投资时的市场进入策略,本文总结了一些基本结论和经验证据。中国企业不仅要依据自身“所有权优势”,也要考虑沿线国家的市场、资源和制度等因素来选择最优的市场进入策略。从“所有权优势”看,中国企业应该明确自身的优势是“可转移的”还是“不可转移的”,选择适合的市场进入策略。从沿线国家的市场看,市场规模、潜力和经济稳定性都对中国企业的市场进入策略有重要影响。从沿线国家的资源看,如果中国企业的投资动机是获取当地研发、技术和品牌等战略资源,则合资和并购是非常有效的途径。就沿线国家的制度,在制

度和营商环境优越的沿线国家选择并购是较好的进入策略。当与沿线国家的制度差异较大时,通过并购的策略利用当地要素和资源进入市场也是可取之举。在沿线国家的制度和资源约束下,企业要结合“特定优势”选择最优的进入策略。“可转移优势”明显的中国企业在制度和营商环境优越的沿线国家通常选择绿地新建较好。“不可转移优势”明显的中国企业通常选择合资的进入策略较明智。在研发和技术资源密集的沿线国家,“不可转移优势”明显的中国企业适合选择合资,以获取当地的“可转移资源”。因此,在“一带一路”倡议背景下中国企业要结合自身“所有权优势”,充分考虑投资动机(市场寻求或战略资源寻求)和沿线国家制度等因素选择最优进入策略。本文的政策启示给未来中国企业大规模“走出去”特别是对“一带一路”沿线国家的直接投资提供了有价值的经验和理论依据。

[参考文献]

- [1]田巍,余淼杰. 企业生产率和企业“走出去”对外直接投资:基于企业层面数据的实证研究[J]. 经济学(季刊), 2012,(2):383-408.
- [2]周茂,陆毅,陈丽丽. 企业生产率与企业对外直接投资进入模式选择——来自中国企业的证据[J]. 管理世界, 2015,(11):70-86.
- [3]Brouthers, K. D., and L. E. Brouthers. Acquisitions or Greenfield Start-up? Institutional, Cultural and Transaction Cost Influences[J]. Strategic Management Journal, 2000,21(1):89-97.
- [4]Buckley, P. J., and M. C. Casson. Analyzing Foreign Market Entry Strategies: Extending the Internalization Approach[J]. Journal of International Business Studies, 1998,29(3):539-562.
- [5]Cui, L., and F. Jiang. State Ownership Effect on Firms' FDI Ownership Decisions under Institutional Pressure: A Study of Chinese Outward-Investing Firms[J]. Journal of International Business Studies, 2012,43(3):264-284.
- [6]Delios, A., and P. W. Beamish. Ownership Strategy of Japanese Firms: Transactional, Institutional, and Experience Influence[J]. Strategic Management Journal, 1999,20(10):915-933.
- [7]Gatignon, H., and E. Anderson. The Multinational Corporation's Degree of Control over Foreign Subsidiaries: An Empirical Test of a Transaction Cost Explanation[J]. Journal of Law, Economics, and Organization, 1988, 4(2):305-336.
- [8]Gomes-Casseres, B. Firm Ownership Preferences and Host Government Restrictions: An Integrated Approach[J]. Journal of International Business Studies, 1990,21(1):1-22.
- [9]Helpman, E., M. Melitz, and S. R. Yeaple. Export vs. FDI [J]. American Economic Review, 2004,94(1):300-316.
- [10]Kogut, B., and H. Singh. The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode [J]. Journal of International Business Studies, 1988,19(3):411-432.
- [11]Kolstad, I., and A. Wiig. What Determines Chinese Outward FDI[R]. CMI Working Papers, 2010.
- [12]Lin, Z. M., W. Peng, H. Yang, and S. L. Sun. What Drives M&As in China and America? Networks, Learning, and Institutions[R]. University of Texas at Dallas, Working Paper, 2008.
- [13]Lipsey, R. E. The Location and Characteristic of U.S. Affiliates in Asia[R]. NBER Working Paper, 1999.
- [14]Meyer, K. E., S. Estrin, S. K. Bhaumik, and M. W. Peng. Institution, Resources and Entry Strategic in Emerging Economies[J]. Strategic Management Journal, 2009,30(1):61-80.
- [15]Meyer, K. E., and M. W. Peng. Probing Theoretically into Central and Eastern Europe: Transaction Resource, and Institution[J]. Journal of International Business Studies, 2005,36(6):600-621.
- [16]Nocke, V., and S. Yeaple. 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.
- [17]Nocke, V., and S. Yeaple. An Assignment Theory of Foreign Direct Investment [J]. Review of Economic

- Studies, 2008,75(2):529-557.
- [18]North, D. Institution, Institutional Change, and Economic Performance[M]. New York:Norton, 1990.
- [19]Nunnenkamp, P., and M. S. Andres. Ownership Choices of Indian Direct Investment: Do FDI Determinants Differ between Joint Ventures and Wholly Owned Subsidiaries [J]. South Asian Journal of Macroeconomics and Public Finance, 2014,3(1):39-78.
- [20]Peng, M. W. Making M&A Fly in China[J]. Harvard Business Review, 2006,84(3):26-37.
- [21]Peng, M. W., D. Wang, and Y. Jiang. An Institution-based View of International Business Strategy: A Focus on Emerging Economies[J]. Journal of International Business Studies, 2008,39(5):920-936.
- [22]Raff, H., M. Ryan, and F. Stahler. Whole vs. Shared Ownership of Foreign Affiliates [J]. International Journal of Industrial Organization, 2009,27(5):572-581.
- [23]Steensma, H. K., L. Tihanyi, M. Lyles, and C. Dhanaraj. The Evolving Value of Foreign Partnerships in Transitioning Economies[J]. Academy of Management Journal, 2005,48(2):213-235.
- [24]Williamson, O. E. The Economics Institutions of Capitalism[M]. New York: Free Press, 1985.
- [25]Yamawaki, H. Location Decisions of Japanese Multinational Firms in European Manufacturing Industries[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 1993.
- [26]Young, M., M. W. Peng, D. Ahlstrom, G. Bruton, and Y. Jiang. Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-principal Perspective [J]. Journal of Management Studies, 2008,45(1):196-220.
- [27]Zejan, M. C. New Ventures or Acquisitions: The Choice of Swedish Multinational Enterprise [J]. Journal of Industrial Economics, 1990,38(3):349-355.

The Strategy of Market Access about Chinese Firms in the Countries of the Belt and Road Initiatives

JIANG Guan-hong

(School of Economics of Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: This paper investigates the effect of institution and resource on market entry in the countries of the belt and road initiatives using the date of Chinese firms from 2004 to 2009. The paper gets several results by using Multinomial Logit mode to do an empirical analysis. We find that firms with higher productivity, intensive capital and big scale access in the host market with joint venture or merger. Firms with larger export entry in host with green investment. Firms choose joint venture or merger in countries which have more source of R&D. The aim of Chinese firms is to get the ambulant resource in host countries. Firms with inactive advantage choose joint venture or merger in countries with intensive R&D. Firms choose merger in countries with better institution and business environment. Firms also choose merger in countries which have more different institution with China. But firms with more ambulant advantage choose green investment in countries which have more different institution with China. Firms try to choose the best strategy with their heterogeneity under different institution and source. Such as in countries with better institution firms with high productivity choose green investment but firms with high profit margin choose joint venture or merger.

Key Words: outward direct investment; the strategy of market access; cross-border acquisition; the Belt and Road Initiatives

JEL Classification: F21 F23 P37

[责任编辑: 覃毅]