

# 中国企业对外投资选择的多样性及其绩效评价

王泽宇, 刘刚, 梁晗

**[摘要]** 越来越多的中国企业在政策的推动下“走出去”,形成了不同投资区位的多元化格局。本文整合制度和组织学习理论视角,通过区分初始投资和后续投资构筑对外投资双阶段模型,并基于2538家中国企业的11599条对外投资数据,对地区制度环境、行业不确定性和企业生命周期多层面因素如何影响企业对外投资区位和路径选择,以及不同的投资区位如何影响企业绩效等进行实证分析。研究发现:初始投资时,企业所在地区制度治理水平、所处行业不确定性程度和所在生命周期阶段均与投资目的地国家制度治理水平显著正相关;后续投资时,企业所在地区制度治理水平越高、所处行业不确定性程度越大、越处于企业生命周期后期,越会推动企业由向单一制度治理水平国家投资到同时向两类制度治理水平国家投资转型。此外,本文根据投资收益率和生产率水平两个绩效维度,提出了对外投资区位和路径选择的决策路线图。当企业仅向低制度治理水平国家投资时,能够获得更高的投资收益率,但并未显著提升其生产率水平;而仅向高制度治理水平国家投资,能够有效提升企业的生产率水平,却对其投资收益率的影响不显著;只有同时向两类制度治理水平国家投资,才能同时提升企业的投资收益率和生产率水平。

**[关键词]** 对外投资; 投资区位; 制度环境; 行业不确定性; 企业生命周期

**[中图分类号]**F124 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2019)03-0005-19

## 一、问题提出

在中国经济转型的大背景下,特别是中国实施“一带一路”倡议和“供给侧结构性改革”推动“走出去”的政策导向下,越来越多中国企业开启了对外投资之路。但是,不同企业以及同一企业在不同发展阶段的对外投资区位选择却大相径庭,表现出差异化、动态化的投资路径。海尔、吉利等企业初始投资时选择了向制度治理水平相对较高的发达国家投资,而华为、小米等则与之相反,从制度治理水平相对较低的发展中国家入手。不仅在初始投资时企业的对外投资区位存在差异,结合后续的投资历程来看,企业还面临着是否进行投资区位转型的选择,从而产生不同的投资路径。以海尔为代表的企业选择了“先难后易”的投资路径,从制度治理水平较高的发达国家逐渐拓展到制度治理

**[收稿日期]** 2017-09-21

**[基金项目]** 国家社会科学基金重点项目“产业链视角下战略产业选择与投资研究”(批准号17AJY012)。

**[作者简介]** 王泽宇,中国社会科学院经济研究所助理研究员,经济学博士,管理学博士后;刘刚,中国人民大学商学院教授,博士生导师,管理学博士;梁晗,中国人民大学商学院博士研究生。通讯作者:刘刚,电子邮箱:liugang@rmbc.ruc.edu.cn。

水平较低的发展中国家；而以华为为代表的企业却呈现出“农村包围城市”的投资路径，由制度治理水平较低的发展中国家投资向欧美等制度治理水平较高的发达国家推进。但究竟是什么因素导致不同企业在初始投资时选择了不同制度治理水平的国家，又是什么因素导致企业在后续投资时实施区位转型，而不同的区位选择又会带来什么不同的企业绩效，其内在逻辑和预期效果都有待进一步的学术研究。

从理论层面而言，“企业选择什么区位以及为何选择这一特定区位开展特定活动”一直是对外投资区位相关研究的一大中心问题(Jin and Ruth,2016)。制度理论和组织学习理论经常被用于解释发展中国家的对外投资区位选择(Makino et al.,2002;Johanson and Vahlne,2009;Peng,2012)。制度理论从宏观视角出发，认为发展中国家的企业既存在着向更具有效率的高制度治理水平国家投资的制度逃逸行为(Witt and Lewin,2007;Shi et al.,2017)，也可能凭借驾驭低制度治理水平环境的经验、资源和能力(Hu and Cui,2014)，发生向低制度治理水平国家投资的制度嵌入行为(Kang and Jiang,2012)。组织学习理论则从企业微观层面出发，区分了利用型对外投资和探索型对外投资(Makino et al.,2002)，前者对应于已有“专有优势”在发展中国家进行转移和利用，后者是指向发达国家进行探索性学习以获取战略性资源(王凤彬和杨阳,2010)。但是，无论是来自制度理论还是组织学习理论的单一视角，都难以解释中国企业对外投资区位选择的多元化动态现象。首先，已有文献往往陷入了“非高即低”的区位选择困境(Blonigen,2005;Kolstad and Wiig,2012)，忽视了同时向两类制度治理水平国家投资的现实情境。其次，企业的对外投资实践涉及到投资区位的多次决策，本质上是一个持续性的抉择过程。初始投资时，企业面临严峻的区位选择——究竟是向高制度治理水平国家还是低制度治理水平国家开展投资；后续投资时，企业面临着保持原有投资区位还是进行投资区位转型的抉择，即是否在已有向单一制度治理水平国家投资的基础上，拓展到同时向两类制度治理水平国家投资。但是，已有研究往往是基于单次决策尤其是初始投资的区位选择进行分析，忽视了后续投资阶段企业是否进行投资区位转型的问题。

有鉴于此，本文基于制度理论和组织学习理论的整合视角，考虑不同企业根据自身的组织学习能力和可能影响其学习能力的内外部条件(企业所在地区、所处行业及企业自身三个层面)，选择向不同制度治理水平国家开展对外投资，并带来不同绩效，结合中国企业的微观数据进行对外投资区位选择问题的研究。不同于以往研究，本文区分了对外投资的初始投资阶段和后续投资阶段，形成了仅向低制度治理水平国家投资(两个阶段均向低制度治理水平国家投资)、仅向高制度治理水平国家投资(两个阶段均向高制度治理水平国家投资)和同时向两类制度治理水平国家投资(初始阶段向低制度治理水平国家投资，后续阶段出现向高制度治理水平国家投资；初始阶段向高制度治理水平国家投资，后续阶段出现向低制度治理水平国家投资)三种对外投资区位选择，并对其影响因素和绩效结果加以探究。依据商务部发布的“中国对外企业投资名录”中自1978年起的中国企业历史投资数据以及A股上市企业财务数据，本文编制了中国A股企业对外投资区位选择的相关数据库，进行分层回归，分析“企业所在地区制度环境—企业所处行业不确定性—企业生命周期”多层面因素对投资区位选择的影响，并探究不同的投资区位对企业投资收益率和生产水平的影响，为中国企业特殊的多元化对外投资现象提供理论分析，并为企业对外投资实践提供理论支持。

## 二、理论模型和研究假设

### 1. 基于整合制度理论和组织学习理论的对外投资双阶段模型

对外投资区位选择一直以来都是对外投资的一大中心问题(Jin and Ruth,2016)，但已有研究

很少系统地考虑中国等发展中国家多元化投资区位和路径并存的现状。而对这一复杂现状的忽视某种程度上也造成了对外投资动因(吴先明和黄春桃,2016)和绩效实证结果的相互矛盾、对外投资等国际化战略能否为企业带来更高的企业绩效未有定论(Marano et al.,2016),不仅存在着正相关和负相关关系,甚至包括U型、倒U型、水平S型等复杂曲线关系(Kirca et al.,2012)。

在理论层面上,垄断优势理论、内部化理论和国际生产折衷理论作为对外投资领域的经典研究视角,解释了发达国家凭借“所有权优势”自然而然向发展中国家投资的行为,但难以解释中国等发展中国家对外投资路径的多元化(Jin and Ruth,2016)。制度理论和组织学习理论成为解释发展中国家企业对外投资的主流文献(Makino et al.,2002;Johanson and Vahlne,2009;Peng,2012)。

制度视角强调,制度质量是决定企业对外投资区位选择的关键因素(Holmes et al.,2013)。低制度治理水平可能导致母国交易成本超过跨国经营成本,迫使企业向高制度治理水平国家投资以提高效率(Shi et al.,2017)。但事实上,也有一些中国企业基于制度环境相似性(Bartels et al.,2014)和社会嵌入资源(Hu and Cui,2014)的考量,倾向于向风险更高的低制度治理水平国家投资(Kolstad and Wiig,2012)。尽管一些研究证实了企业一般倾向于向制度质量更高的国家投资(Blonigen,2005),但如中国等发展中国家的企业往往具有制度风险偏好而倾向于向低制度治理水平国家投资(Buckley et al.,2007;Kolstad and Wiig,2012),同时也有一些研究发现,中国企业同时存在着制度风险规避和偏好倾向,制度偏离和制度接近两种对外投资共存(蒋冠宏和蒋殿春,2012)。由此可见,基于制度理论的单一视角可能导致相悖的结论(Quer et al.,2012;Jin and Ruth,2016),且难以解释同一制度环境下的企业为何会形成不同的投资区位选择。Xu and Shenkar(2002)提出,企业的对外投资区位选择是考虑制度距离和企业特征的结果,其竞争优势来源有二:一是制度差异小;二是制度差异大,但企业降低制度差异大带来负向影响的能力强。制度因素对企业对外投资区位选择的影响需要进一步结合企业特征和投资动机等因素加以研究(Dunning and Lundan,2008)。

组织学习理论视角认为,组织学习能力是影响企业对外投资的重要组织变量(Johanson and Vahlne,2009),某种程度上解释了同一制度环境下企业所形成的不同投资区位选择。该视角认为,对外投资过程中经验学习的不断积累,有助于缓解企业避免向高风险的低制度治理水平国家投资的普遍趋势(García-Canal and Guillén,2008)。依据March(1991)对组织学习的划分,Makino et al.(2002)进一步提出了利用型和探索型对外投资,从投资目的国特征、企业投资动机、企业能力三个角度解释企业不同的投资区位选择,其中,利用型对外投资是指企业“所有权优势”的跨国转移或开发利用,以获取短期内的高额回报,解释了发达国家向发展中国家的顺梯度对外投资;而探索型对外投资指的是通过向发达国家投资以获取如先进技术、知识等战略资源,提高竞争优势层次,解释了发展中国家向发达国家的逆梯度对外投资。但是,制度因素与“所有权优势”、经验学习等因素具有交互作用(Dunning and Lundan,2008),企业实施利用型还是探索型对外投资并非简单地与企业组织学习能力或投资动机相关,还涉及到组织学习能力在不同制度治理水平下的发挥程度。

综上所述,已有研究存在以下不足:一是尽管单一理论视角为企业向低或高制度治理水平国家投资提供了丰富的解释,但难以为同一环境下企业的多元化投资区位路径和选择提供充分的理论支持,而制度视角与组织学习视角潜在的交互作用能够提供更清晰的解释;二是对外投资区位的研究局限于向低或高制度治理水平国家投资的“非此即彼”选择困境,忽视了同时向两类制度治理水平国家投资的区位选择;三是现实情境中,企业的对外投资区位选择是由初始投资和后续投资的多阶段决策组合结果,而这一持续性的动态决策过程尚未得到关注;四是对企业特征异质性的关注局限于企业层面,如企业能力、投资动机、投资经验等,而忽略了企业作为一个嵌入于具体行业和地区



的主体,企业特征异质性不是企业内在特征的静态反映,而是企业在内部环境、行业环境和地区环境的综合影响下表现出来的特征,已有研究缺乏对此多层次影响因素的综合分析框架。

有鉴于此,本文提出制度和组织学习理论的整合视角以解释对外投资区位与路径选择。由于高制度治理水平投资目的地整体生产力水平较高且技术、经验等更先进,向其投资的企业通常更具有寻求战略性资产的投资动机,这类探索型对外投资通常也更有利于企业发挥探索式学习能力,提升企业的学习效应和生产力水平(Makino et al.,2002;王凤彬和杨阳,2010)。而向低制度治理水平国家进行投资,由于投资目的地整体生产力处于较低水平,企业往往能够发挥其创新优势(Du et al.,2008)和利用式学习能力,有助于短期内获取投资收益。换言之,不同类型的组织学习能力在不同的制度环境下发挥的程度不一,企业会根据其生命周期阶段、行业不确定性环境和所在地区制度环境等内外部条件,选择最优的对外投资区位和路径,促使企业在相应的制度治理水平下最大化组织学习能力的发挥。本文基于制度和组织学习理论的整合视角,区分初始投资阶段和后续投资阶段,构筑对外投资双阶段模型,对中国企业对外投资的多元化区位和路径选择加以解释。

## 2. 初始投资阶段的对外投资区位选择

企业在初始投资阶段,面临着向高制度治理水平国家还是低制度治理水平国家投资的抉择难题。企业作为嵌入于社会环境的经济组织,其所在地区的制度治理水平将会影响对外投资区位选择。很多针对中国企业对外投资区位选择的研究考虑了母国制度环境的影响(齐晓飞和关鑫,2017),但忽略了中国特殊的省际制度差异性。已有研究提出,诸如省份/州和城市等次国家级行政单位的制度质量也是影响对外投资的关键要素(Sethi et al.,2011)。而中国区域发展不均衡现象尤为突出,不同地区经济发展和制度完善程度差异较为明显(金碚,2015)。因此,本文考虑企业所在省份,以探究省际制度环境差异对投资区位选择的影响。

基于制度和组织学习的整合视角,企业对外投资区位选择倾向于制度逃逸还是制度嵌入不仅是制度层面的问题,还涉及与组织学习的交互作用。根据Johanson and Vahlne(1977,1990)的观点,企业对外投资的区位选择可以理解为路径依赖的结果,企业往往会根据高管的先前经验和认知选择向制度相似的地区投资。当企业所在地区制度治理水平较低时,企业积累了相应的制度嵌入资源,例如在相对不透明的制度环境中利用非正式的社会网络关系驾驭复杂的客户关系和商业环境、培育特殊的人际处理关系和应对不确定性制度因素的能力(Hu and Cui,2014)。Cuervo-Cazurra(2006)的研究发现,在制度水平较低的腐败环境中生存的企业,并不畏惧对外投资区域的腐败环境,反而会寻找腐败盛行的国家进行投资。其原因在于,在以往腐败环境中积攒的先前经验等制度嵌入资源,在制度相似性条件下能够产生更强的利用式学习效应。反之,在向制度治理水平较高的国家投资时,制度环境的差异将会阻碍跨国公司内部知识资源、能力、组织行为和惯例的传递,从而弱化组织适应和组织学习(Xu and Shenkar,2002)。同理,制度相似性条件下的有利性也将推动所在地区制度治理水平较高的企业向高制度治理水平国家投资。因此,本文提出:

H1a:初始投资时,企业所在地区制度治理水平与投资目的地制度治理水平正相关。

Kang and Jiang(2012)的研究指出,不确定性情境和企业的不确定性规避倾向会影响企业对外投资区位的选择。根据制度理论,高水平的制度安排有助于建立市场秩序并降低市场中的不确定性,提高交易效率,因此,在企业的对外投资区位决策中,制度质量成为了一个决定性因素(Holmes et al.,2013)。反之,当企业投资目的地国家的制度治理水平越低时,企业不仅在适应制度环境以及获取合法性上更具有难度,也由于制度缺失产生机会主义、腐败、产权保护缺失、行为低效等各种复杂问题,从而提高企业的交易成本和投资风险(Wright et al.,2005)。因此,企业感知到的投资风险

在制度不完善的情境下加剧,从而抑制了企业进入该市场的倾向。

结合企业的行业特征,企业所处行业不确定性程度越高,行业环境风险越高。在企业初始投资时,其所处行业已经是一个既定的选择。因此,行业不确定性程度较高时,出于规避风险的目的,企业倾向于向制度风险更低的高制度治理水平国家投资,降低企业的经营风险和组织学习风险。而当行业不确定性程度较低时,企业所承担的风险压力较低,从而具有更高的风险容忍度向制度治理水平较低的国家投资。尽管可能面临着更高的制度风险,但相对于更低制度治理水平国家的企业,制度治理水平更高、经济更为发达的中国企业更具有优势,能够发挥更强的知识转移能力和利用式学习能力,因此在制度治理水平更低的国家中具有竞争优势(Chen and Tan.,2012)。因此,本文提出:

H1b:初始投资时,企业所处行业不确定性程度与投资目的地制度治理水平正相关。

企业所处生命周期阶段也会影响对外投资区位的选择。生命周期后期的企业比初期的企业拥有更充足的资源能力储备。对外投资需要企业充足的资源能力和投资经验予以支持。高制度治理水平国家的市场机制往往具有更高的效率,处于这一环境下的企业整体技术水平和生产力能力更高,这对投资其中的企业提出了更高的资源能力和经验学习要求。而且,企业在投资目的地国家的绩效结果也与其本身的资源能力储备相关,随着企业生命周期的发展,企业储备的资源能力不断积攒,也更有能力向高制度治理水平国家投资,并更有可能获得绩效的提升。

处于生命周期不同阶段的企业可能面临着不同的管理问题。由于初期企业需要大量在开拓市场、建立品牌、新产品创新等方面投入,面临更大的资金压力和积攒利润的需求。因此,初期企业更倾向于将已有知识和能力向制度治理水平较低的国家转移,充分发挥利用式学习能力。相比于向制度治理水平较高的国家进行探索型对外投资,向制度治理水平较低的国家进行利用型对外投资,短期内获取利润的可能性更大。而处于生命周期后期的企业拥有更雄厚的资金支持和资源储备,并没有那么急于在短期内获取投资收益,却往往面临着灵活性缺失导致的创新能力不足问题(董晓芳和袁燕,2014)。因此,后期企业更倾向于向制度治理水平较高的国家投资,将已有资源投资于与未来竞争优势相关的探索性学习方面,致力于获取先进技术、知识等战略资源,提高企业的创新绩效和未来竞争优势层次(Makino et al.,2002)。因此,本文提出:

H1c:初始投资时,企业所处生命周期阶段与投资目的地制度治理水平正相关。

### 3. 后续投资阶段的对外投资区位选择

初始投资之后,企业步入后续投资阶段,其对外投资区位选择不再局限于向高制度治理水平国家投资还是向低制度治理水平国家投资的“非高即低”抉择困境,而是面临着是否由向单一制度治理水平国家投资到同时向高低两类制度治理水平国家投资的转型。具体而言,企业实现“两者兼具”的投资区位转型存在着两种可行路径:一是由初始投资阶段的“向低制度治理水平国家投资”到后续投资阶段的“同时向两类制度治理水平国家投资”;二是由初始投资阶段的向高制度治理水平国家投资到后续投资阶段的“同时向两类制度治理水平国家投资”。

企业所在地区较高的制度治理水平赋予了企业同时向两类制度治理水平国家投资的有利条件,推动企业“同时向两类制度治理水平国家投资”转型。但是,这一区位转型存在两种路径,其背后也隐藏着不同的作用机制。一是从初始投资阶段的“向低制度治理水平国家投资”到后续投资阶段的“同时向两类制度治理水平国家投资”的转型。在制度相似性的对外投资规律下(Bartels et al.,2014),随着企业所在地区制度治理水平的提高,与其制度相似性的投资目的地国家将转变为高制度治理水平国家,因此,对于初始投资阶段已向低制度治理水平国家投资的企业而言,具备更有利的条件向高制度治理水平国家拓展,实现利用式学习效应的最大化。二是从初始投资阶段的“向高

制度治理水平国家投资”到后续投资阶段的“同时向两类制度治理水平国家投资”的转型。企业在高制度治理水平国家投资和制度治理水平越来越高的母国环境的双重作用下,积累了技术化、市场化的嵌入性资源,不同于在低制度治理水平环境下企业形成的非技术化、非市场化能力,如应对不透明政治限制的能力(Morek et al.,2008),技术化、市场化资源往往能够在企业向低制度治理水平国家投资时发挥利用式学习作用,具有技术、资金、管理经验、市场规模等市场竞争优势(Jin and Ruth,2016)。已有的对外投资经验也降低了企业拓展到两类制度治理水平国家投资的风险,在经验性知识的作用下,企业的对外投资路径由相似性向非相似性拓展(Johanson and Vahlne,2009)。因此,在所在地区制度治理水平提升和经验学习的作用下,已向高制度治理水平国家投资倾向于向低制度治理水平国家拓展,实现投资区位同时覆盖高低两类制度治理水平国家。因此,本文提出:

H2a:后续投资时,企业所在地区制度治理水平越高,越有可能推动企业同时向高低两类制度治理水平国家投资转型。

企业所处行业不确定性的提高加剧了企业的经营风险,将促进企业对外投资“同时向两类制度治理水平国家投资”转型以兼具利用式和探索式学习,实现利润攫取与能力构建(冼国明和杨锐,1998),进而中和并降低投资风险。一是从初始投资阶段的“向低制度治理水平国家投资”到后续投资阶段的“同时向两类制度治理水平国家投资”的转型。对于已向低制度治理水平国家投资的企业而言,行业不确定性的提高提升了企业追求创新和探索式学习的积极性(康永博等,2017),也对决定企业未来绩效的战略性投资提出了迫切要求,促使企业拓展到高制度治理水平国家投资以获取更先进的行业技术,把握更前沿的行业趋势,从提升企业未来竞争优势的角度降低投资风险,促进企业对外投资区位的转型。二是从初始投资阶段的“向高制度治理水平国家投资”到后续投资阶段的“同时向两类制度治理水平国家投资”的转型。对于已向高制度治理水平国家投资的企业而言,向低制度治理水平国家进行投资拓展,有利于将其在高制度治理水平国家开展探索式学习所获取的先进知识与能力经由企业内部转移,在低制度治理水平国家发挥利用式学习优势,从攫取利润的角度降低投资风险。此外,已有投资经验的积累也能够有效缓解企业对低制度治理水平国家投资的规避倾向(García-Canal and Guillén,2008),推动企业由向高制度治理水平国家投资拓展到同时向两类制度治理水平国家投资。因此,本文提出:

H2b:后续投资时,企业所处行业不确定性程度越高,越有可能推动企业同时向高低两类制度治理水平国家投资转型。

处于企业生命周期后期的企业具有更好的条件和更强的动机向高低两类制度治理水平国家投资转型,尤其是由初始投资阶段的“向低制度治理水平国家投资”拓展到后续投资阶段的“同时向两类制度治理水平国家投资”。一是从初始投资阶段的“向低制度治理水平国家投资”到后续投资阶段的“同时向两类制度治理水平国家投资”的转型。对于已向低制度治理水平国家投资的企业,仅向低制度治理水平国家投资开展利用式学习难以解决后期企业的创新乏力困境,而开展探索式学习以突破后期企业创新窘境之强烈动机将推动企业向高制度治理水平国家投资转型,如逆向技术溢出效应等恰恰解决了企业后期创新不足的难题。同时,后期企业往往也积攒了充足的物质资源和学习能力储备(董晓芳和袁燕,2014),使其同时向两类国家投资以兼顾利用式学习和探索式学习成为可能。二是从初始投资阶段的“向高制度治理水平国家投资”到后续投资阶段的“同时向两类制度治理水平国家投资”的转型。对于已向高制度治理水平国家投资的企业,尽管拓展到低制度治理水平国家获取利用式学习效应并非后期企业的首要投资动机,但后期企业对外投资经验和充裕资源的积累为企业同时兼顾向两类制度国家投资提供了有利条件,从而通过向低制度治理水平国家投资



实现制度嵌入下利用式学习的最大化,以获得利润收益,同时也通过向高制度治理水平国家投资实现制度逃逸下探索式学习的最大化,以获取未来竞争优势。因此,本文提出:

H2c:后续投资时,企业所处生命周期阶段越趋于后期,越有可能推动企业同时向高低两类制度治理水平国家投资转型。

#### 4. 对外投资区位选择的绩效结果

基于制度和组织学习理论的整合视角,企业的组织学习能力在不同的制度环境下发挥的程度有所差异,企业往往会基于利用型学习动机向低制度治理水平国家投资,基于探索型学习动机向高制度治理水平国家投资,从而导致绩效差异。本文将分别考察对外投资区位对企业投资收益率和生产力水平的影响。投资收益率主要是从财务角度衡量企业绩效,但财务指标作为一种已发生的绩效结果,缺乏对企业前瞻性的衡量,而全要素生产率作为企业生产力水平和创新能力的反映(Smith, 2014),与企业的未来绩效息息相关。因此,本文所探讨的重要问题将进一步聚焦:这三类对外投资区位选择分别会对企业的投资收益率和生产力水平产生什么影响?

仅向低制度治理水平国家投资能够为企业带来积极的绩效结果,但这一积极效果更多地体现在投资收益率方面而非生产力水平的提升。首先,向低制度治理水平国家投资的企业具有更高的投资收益率。结合制度理论和组织学习理论,从收益角度而言,低制度治理水平国家整体生产力处于较低水平,向这类国家投资的企业往往能够发挥其专有优势和创新优势,取得较好的投资收益效果(Du et al., 2008)。这种优势来源于企业对已有资源和能力的进一步改进、开发和利用,即企业已有专有优势在跨国情境下的应用。这种利用式学习能力更大限度的开发往往发生在从高往低的顺梯度对外投资过程中(Makino et al., 2002),较有可能在短期内获得更明确的收益。从成本角度而言,相对于在投资目的地国家进行探索式学习,利用式学习的成本更低,而且能够更快地取得成效。任洪源等(2017)认为,跨国企业在技术落后的国家中进行创新更倾向于转移母国已有的成熟技术,因为与在当地投入创新研发相比,成熟知识资源的转移成本一般更低。其次,向低制度治理水平国家投资并不能为企业带来生产力水平的提升。不同制度环境下组织学习能力发挥的差异会对企业的生产力水平造成影响。一方面,低制度治理水平国家生产力水平整体较低,不能很好地激发企业在生产效率方面的组织学习能力的发挥;另一方面,低制度治理水平国家制度环境较为复杂,知识产权保护力度也较为薄弱,耗费巨大资源投入的技术、管理等方面的创新被模仿的可能性很大,制度环境的低效会抑制企业从事创新活动和相关学习行为的积极性。因此,本文提出:

H3a:与国内投资相比,企业仅向低制度治理水平国家开展对外投资能够显著提升投资收益率。

仅向高制度治理水平国家投资也同样能够为企业带来积极的绩效结果,其积极效应更多地来源于生产力水平的提升而非投资收益率。首先,向高制度治理水平国家投资有利于提升企业的生产力水平。在较高的制度治理水平下,一方面企业寻求先进技术等战略资源的动机更强(宋林和彬彬, 2016),另一方面投资目的地国家整体生产力水平较高不仅有利于企业展开探索式学习,更高的制度治理水平也意味着企业能更好地发挥学习能力,提升企业的学习效应和生产力水平(Makino et al., 2002)。通过在高制度治理水平国家进行先进知识、技术和管理等的经验学习和探索式学习,企业能够积累只面向国内市场或者投资低制度治理水平国家的企业无法获取的知识资源,如表现出更高水平的产品创新和技术提升。当制度环境越完善时,逆向技术溢出和创新效果提升等效应也愈加明显(任洪源等, 2017)。其次,企业向高制度治理水平国家投资,短期内其投资收益率并不会显著提升。高制度治理水平国家中的企业往往具有更高的产品质量和管理水平,以及更为雄厚的资本、人力、品牌背景,向高制度治理水平国家投资的企业不仅不具有竞争优势,甚至是处于竞争劣势

的境地,在短期内获取收益的可能性较低。Cozza et al.(2015)针对 368 家向欧洲投资的中国企业的研究也证实了这一点,对外投资对企业利润规模和资产利润率的影响并不显著。从组织学习理论视角而言,企业逆梯度向高制度治理水平国家的投资不同于顺梯度投资,其动机不在于寻求自然资源、市场和效率,或最大化利用式学习能力以实现短期利润,而在于通过探索式学习寻求更具有增值性的战略资产,以服务于未来竞争优势的构建(Makino et al.,2002)。由于探索型对外投资的独特动机和探索式学习不确定性风险较大及投入较高的特殊属性,企业向高制度治理水平国家投资在短期内获取利润的动机和可能性较弱。因此,本文提出:

H3b:与国内投资相比,企业仅向高制度治理水平国家开展对外投资能够显著提升生产力水平。

不同于仅向低或高制度治理水平国家投资对某一方面的绩效具有倾向性的提升效果,同时向两类制度治理水平国家投资能同时提升企业的投资收益率和生产力水平。在提升投资收益率方面,当企业向两类制度治理水平国家投资时,更有利于实现利用型对外投资和探索型对外投资的平衡,一方面向低制度治理水平国家投资能凭借利用式学习能力和专有优势的发挥,短期内获取投资收益(Du et al.,2008),缓解向高制度治理水平国家投资的利润获取压力,并为向高制度治理水平国家的探索式学习提供充足的资金支持,降低投资风险;另一方面通过向高制度治理水平国家投资,借助探索式学习产生逆向溢出效应,获取有助于提升企业未来竞争优势的战略性资源和能力,为企业获取长期投资收益提供保障(Makino et al.,2002;王凤彬和杨阳,2010)。在提升生产力水平方面,相较于仅向低或高制度治理水平国家投资的企业,同时向两类国家投资的企业通过经验学习获得了更丰富的国际投资经验,提高了应对制度环境的能力(Johanson and Vahlne,2009),降低了组织学习风险,因此更有可能实现生产力水平的提升。此外,向低制度治理水平国家投资具有更高的投资收益率,能够为同时在两类制度治理水平国家投资的跨国公司进行组织学习提供资金支持,从而有利于开展更多创新活动和相关的学习行为,使得企业具有更高的生产力水平。而知识、资源、经验等的内部转移行为(任洪源等,2017),也使得向高制度治理水平国家投资的生产力水平提升效果传递到低制度治理水平国家的跨国企业中,同时取得资产收益和创新能力的促进效果,从而具有更高的生产力水平。因此,本文提出:

H3c:与国内投资相比,企业同时向两类制度治理水平国家开展对外投资既能显著提升投资收益率,又能显著提升生产力水平。

综上,本文基于制度理论与组织学习理论整合视角,提出对外投资双阶段模型(见图 1)。

### 三、研究设计

#### 1. 数据获取

本文利用 Wind 数据库作为基础数据源,该数据库统计了中国 A 股上市企业财务数据,被广泛应用于中国上市企业对外投资和国际化研究中(Liang et al.,2015)。同时,本文利用中华人民共和国商务部提供的“中国企业对外投资名录”获取企业对外投资信息。上述名录刊载了 1978 年以来中国企业对外投资出资企业名称、在投资目的地国家所投资公司名称、投资公司营业范围以及投资目的地国。本文利用 Wind 数据库所列举的企业名称,配合国家工商总局信息查询系统,查询了全部 A 股企业全资总公司和一级控股子公司名称,又利用数据匹配技术,将上述公司名称与“中国企业对外投资名录”中对外投资企业名称相匹配,取得全部中国 A 股上市企业对外投资企业数量、目的地国家和投资年限数据。本文根据世界银行发布的全球治理指数(Worldwide Governance Indicators, WGI)作为投资目的地国家的制度治理水平数值,与当年中国 WGI 数值进行比较以考察其制度治



理水平的高低。由于并不存在与中国 WGI 数值完全一致的国家,因此可将投资目的地国家分为制度治理水平低于中国的国家和高于中国的国家。在本文获取的样本中,制度治理水平低于中国的国家有 29 个,高于中国的有 27 个。利用 Wind 数据库提供的企业财务数据,编制其他因变量、自变量和控制变量,最终生成 2010—2014 年 2538 家企业 11599 条数据的中国企业对外投资数据库,仅向低制度治理水平国家投资的有 219 家企业,仅向高制度治理水平国家投资的有 391 家企业,同时向两类制度治理水平国家投资的有 316 家企业。

## 2. 变量结构

(1)因变量。本文利用分层分析方法,一是聚焦于企业的初始投资阶段,分析企业所在地区制度环境、所在行业不确定性和企业所在生命周期对其对外投资区位的影响;二是关注企业的后续投资阶段,分析上述因素是否会进一步影响企业对外投资区位的转型;三是分析不同对外投资区位对绩效指标的影响。

首先,本文构筑企业对外投资区位相关变量,根据“中国企业对外投资名录”以及上市企业工商登记持股情况,根据 A 股企业、A 股企业全资子公司、A 股企业控股公司在上述名录所记载的对外投资情况,按照 WGI 国家制度治理水平生成投资目的地国家制度治理水平(*ins*),并据此构筑三个对外投资区位虚拟变量:低制度治理水平国家投资虚拟变量(*lowstream*),仅向制度治理水平低于中国的国家投资记为 1,其他记为 0;高制度治理水平国家投资虚拟变量(*highstream*),仅向制度治理水平高于中国的国家投资记为 1,其他记为 0;两类制度治理水平国家投资虚拟变量(*bothstream*),同时向两类国家投资记为 1,其他记为 0(Meyer et al.,2009)。

其次,本文利用资产收益率(*roa*)和全要素生产率(*tfp*)作为企业绩效因变量。已有研究采用投资收益率来衡量企业绩效,考量企业单位投资所获收益。根据 Celso and Chacar(2015)的研究,本文利用 Wind 数据库中提供的下一年资产收益率作为衡量企业投资回报的绩效标准。另外,根据 Smith(2014)的研究,全要素生产率作为生产力水平的表征,往往也被视为企业绩效的一种衡量标准,能很好地衡量企业的创新绩效。据此,本文也测算了企业下一年的全要素生产率数据。

(2)解释变量。本文基于企业受到所在地区和行业以及企业内外部环境影响的逻辑,从企业所在地区制度环境、所处行业不确定性、所在企业生命周期三个层面衡量影响企业对外投资区位选择的因素。企业处于不同的制度治理水平环境下,将影响企业选择不同的制度治理水平国家作为对外投资目的地,市场化指数作为中国省份制度治理水平的衡量指标广受认可(唐跃军等,2014),因此本文采用王小鲁等(2017)所编制的中国各省份市场化指数(*marketindex*)衡量企业所在地的制度治理水平。另外,根据 Kang and Jiang(2012)的研究,不确定性情境和企业的不确定性规避倾向会影响企业的投资区位选择,因而本文根据 Li et al.(2008)的研究成果,利用企业所在行业的总收入、

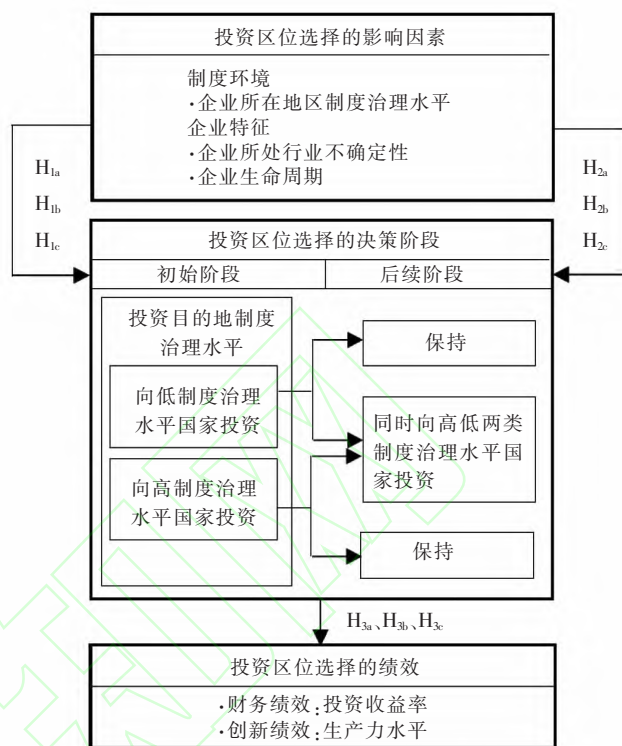


图 1 理论模型

销售收入和利润三者标准差的几何平均数来衡量行业不确定性( $ind\_uncertain$ )。最后,企业处于不同的生命周期也会影响其投资行为,因此,本文根据 Kravet(2014)的研究成果,利用企业总资产、资本支出加 R&D 投入与总资产比作为企业生命周期指数( $lifecycle$ )。

(3)控制变量。本文加入企业所有制( $ownership$ )、企业规模( $size$ )、企业成立时间( $age$ )、企业行业增长率( $ind\_growth$ )、企业研发投入资产比( $rdintensity$ )、企业所在地区 GDP 以及年度虚拟变量( $year$ )作为控制变量。

### 3. 计量模型

本文采用分层回归方法检验上述研究假设。第一步,筛选出初始对外投资的企业样本,形成初始投资截面数据,采用 OLS 模型分析初始对外投资决策。以投资目的地国家制度治理水平  $ins_i$  为因变量,分别以市场化指数  $marketindex_i$ 、行业不确定性  $ind\_uncertain_i$ 、生命周期指数  $lifecycle_i$  为自变量,以  $ownership_i$ 、 $size_i$ 、 $age_i$ 、 $ind\_growth_i$ 、 $rdintensity_i$ 、 $GDP_i$  和  $year_i$  为控制变量, $\beta_0$  代表常数项, $\beta_1$  代表各解释变量的系数, $\beta_{j(j=2,3,\dots)}$  代表控制变量的系数, $\zeta_i$  为随机扰动项。OLS 模型的表达式为:

$$ins_i = \beta_0 + \beta_1 marketindex_i + \beta_j controls_i + \zeta_i$$

$$ins_i = \beta_0 + \beta_1 ind\_uncertain_i + \beta_j controls_i + \zeta_i$$

$$ins_i = \beta_0 + \beta_1 lifecycle_i + \beta_j controls_i + \zeta_i$$

第二步,筛选出有对外投资实践的企业样本,采用 Logit 模型和 Probit 模型分析后续投资阶段的对外投资区位转型决策。以同时向两类制度治理水平国家投资虚拟变量  $bothstream$  为因变量, $X_i$  代表所有解释变量, $\beta_i$  代表系数, $\varepsilon_i$  代表随机扰动项, $bothstream^*$  代表内在变量或隐藏变量。当  $bothstream^* > 0$  时, $bothstream = 1$ ,代表企业同时向两类制度治理水平国家投资, $F(\cdot)$  表示标准正态分布的累积分布函数, $P(\cdot)$  表示  $bothstream = 1$  发生的概率公式。Logit 模型的主要公式如下:

$$P(bothstream_i = 1 | \beta_i X_i) = P(bothstream_i^* > 0) = P(\mu_i > -\beta_i X_i) = F(\beta_i X_i)$$

$$P(bothstream_i = 1 | \beta_i X_i) = F(\beta_i X_i + \mu_i) = \frac{1}{1 + e^{-\beta_i X_i + \mu_i}}$$

Probit 模型的变量设定与 Logit 模型一致,Probit 模型的主要公式如下:

$$P_i = P(bothstream_i^* > 0) = F(X_i^T \beta)$$

$$bothstream_i^* = F^{-1}(P_i) = X_i^T \beta$$

第三步,采用全样本面板数据,利用面板数据随机效应回归方法,检验企业三种对外投资的区位选择对企业投资收益率  $roa$  和生产力水平  $tfp$  两种企业绩效的不同影响。以  $roa_{it+1}$  和  $tfp_{it+1}$  为因变量,以向低制度治理水平国家投资( $lowstream_{it}$ )、向高制度治理水平国家投资( $highstream_{it}$ )、同时向两类制度治理水平国家投资( $bothstream_{it}$ ) 为自变量, $controls_{it}$  代表所有的控制变量, $\beta_0$  代表常数项, $\beta_1$  代表各解释变量的系数, $\beta_{j(j=2,3,\dots)}$  代表控制变量的系数, $x_{it}$  代表自变量和控制变量在内的所有解释变量, $\zeta_{it}$  代表随机扰动项。面板数据随机效应的模型表达式为:

$$roa_{it+1} / tfp_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 lowstream_{it} + \beta_j controls_{it} + \zeta_{it}$$

$$roa_{it+1} / tfp_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 highstream_{it} + \beta_j controls_{it} + \zeta_{it}$$

$$roa_{it+1} / tfp_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 bothstream_{it} + \beta_j controls_{it} + \zeta_{it}$$

$$E(\beta_0 | x_{it}) = 0$$

### 四、模型回归结果和分析

#### 1. 模型统计特征与相关系数检验

表1显示各变量的统计特征及相关系数检验,本文所选取的各变量之间的相关系数大多低于0.3,通过计算,平均VIF为1.74(低于传统阈值6),VIF最大值为3.81(低于传统阈值10)(McDonald and Moffit,1980;Colombo et al.,2015)。由此可推断,多重共线性问题可不予考虑。

表1 模型统计特征与相关系数

变量	1	2	3	4	5	平均值	标准差	最小值	最大值	观测值
<i>roa</i>	1.000					0.060	0.218	-14.586	10.032	11599
<i>tfp</i>	0.072***	1.000				0.797	0.024	0.688	0.930	11599
<i>ins</i>	0.091***	0.279***	1.000			63.946	5.945	49.751	93.017	710
<i>lowstream</i>	0.114***	-0.100***	0.131***	1.000		0.068	0.252	0.000	1.000	11599
<i>highstream</i>	-0.036***	0.625***	0.361***	-0.100***	1.000	0.120	0.325	0.000	1.000	11599
<i>bothstream</i>	0.105***	0.473***	0.224***	-0.077***	-0.105***	0.074	0.262	0.000	1.000	11599
<i>marketindex</i>	0.002	0.013	0.031***	-0.022**	0.010	8.545	0.751	6.080	9.780	11599
<i>ind_uncertain</i>	-0.014	0.097***	0.074***	0.000	0.015	10.448	0.787	6.188	12.679	11599
<i>lifecycle</i>	0.005	0.031***	0.022**	0.003	0.027***	-0.033	1.833	-31.134	54.689	11599
<i>ownership</i>	-0.037***	-0.068***	0.023**	-0.032***	-0.004	0.430	0.495	0.000	1.000	11599
<i>size</i>	0.024***	-0.136***	0.039***	-0.023**	-0.009	21.758	1.419	13.370	30.604	11599
<i>age</i>	-0.024***	0.062***	0.054***	-0.011	0.010	13.977	5.425	0.000	36.000	11599
<i>ind_growth</i>	0.011	-0.031***	-0.003	0.002	-0.011	0.226	1.445	-2.518	27.400	11599
<i>rdintensity</i>	-0.009	0.094***	-0.003	-0.012	0.009	0.171	1.373	0.000	133.376	11599
<i>GDP</i>	0.028***	0.019***	-0.036***	-0.047***	-0.011	10.110	0.732	6.229	11.124	11599
变量	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<i>marketindex</i>	0.037***	1.000								
<i>ind_uncertain</i>	0.079***	0.003	1.000							
<i>lifecycle</i>	0.004	-0.020**	-0.119***	1.000						
<i>ownership</i>	0.042***	0.025***	0.104***	-0.063***	1.000					
<i>size</i>	0.063***	0.039***	0.277***	-0.222***	0.386***	1.000				
<i>age</i>	0.061***	0.006	0.078***	0.012	0.246***	0.084***	1.000			
<i>ind_growth</i>	0.005	0.012	0.002	0.000	0.053***	0.033***	-0.030***	1.000		
<i>rdintensity</i>	-0.007	0.004	-0.001	0.004	-0.056***	-0.065***	-0.037***	-0.007	1.000	
<i>GDP</i>	-0.020**	-0.012	-0.019**	0.013	-0.206***	-0.043***	-0.046***	-0.048***	0.032***	1.000

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%和 10%水平下显著。以下各表同。

资料来源:作者根据 Wind 数据库、《中国对外企业投资名录》、企业工商登记系统以及 WGI 数据计算整理。

#### 2. 初始投资阶段回归结果

本文利用 OLS 模型,以投资目的地国家制度治理水平 *ins* 为因变量,考量初始投资阶段、企业所在地区制度环境、所处行业不确定性和企业生命周期对其投资区位选择的影响(结果见表2)。

关于企业所在地区制度环境对企业初始对外投资区位选择的影响,表2中模型(2)、(5)的回归结果均表明,企业所在地区市场化指数与投资目的地国家制度治理水平显著正相关(系数=0.841 或系数=1.159,P<0.01),说明处于低制度治理水平地区的企业更倾向于向制度治理水平较低的国家投资,而处于高制度治理水平地区的企业则更倾向于向制度治理水平较高的国家投资,这主要是因为



表 2 初始投资阶段:投资目的地制度治理水平选择的 OLS 回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>marketindex</i>		0.841*** (0.322)			1.159*** (0.293)
<i>ind_uncertain</i>			3.263*** (0.316)		3.468*** (0.311)
<i>lifecycle</i>				0.283*** (0.096)	0.353*** (0.087)
<i>ownership</i>	0.465 (0.554)	0.379 (0.522)	0.051 (0.512)	0.479 (0.550)	-0.075 (0.501)
<i>size</i>	0.537*** (0.199)	0.538*** (0.198)	0.194 (0.186)	0.533*** (0.198)	0.168 (0.182)
<i>age</i>	-0.049 (0.049)	-0.052 (0.049)	-0.048 (0.045)	-0.059 (0.049)	-0.064 (0.044)
<i>ind_growth</i>	0.178 (0.119)	0.185 (0.119)	0.195 (0.110)	0.170 (0.118)	0.196* (0.107)
<i>rdintensity</i>	-0.211 (0.464)	-0.182 (0.462)	-0.183 (0.428)	-0.200 (0.461)	-0.128 (0.418)
<i>GDP</i>	0.888*** (0.299)	0.895*** (0.298)	0.738*** (0.276)	0.859*** (0.298)	0.670*** (0.270)
<i>year</i>	控制	控制	控制	控制	控制
F	3.89	4.19	12.65	4.38	14.74
R-squared	0.161	0.172	0.216	0.175	0.243
观测值数量	710				

注:投资目的地国家制度治理水平 *ins* 为因变量;样本为企业初始对外投资相关数据;()中为模型标准误,以下各表同。

在制度相似性投资规律的驱动下,企业的组织学习能力在相似的制度治理水平下能够更好地构筑和发挥作用,从而获取竞争优势,H1a 得到验证。

关于所处行业不确定性环境对企业初始对外投资区位选择的影响,表 2 中模型(3)、(5)的回归结果均表明,企业所在行业不确定性程度与投资目的地国家制度治理水平显著正相关(系数=3.263 或系数=3.468,  $P<0.01$ ),说明企业所在行业不确定性越高,出于规避风险的目的,企业越有可能选择制度风险较低的高制度治理水平国家进行投资,H1b 得到验证。

关于企业所在生命周期阶段对企业初始对外投资区位选择的影响,表 2 中模型(4)、(5)的回归结果均表明,企业所在生命周期阶段与投资目的地国家制度治理水平显著正相关(系数=0.283 或系数=0.353,  $P<0.01$ ),处于生命周期后期的企业通常具有更丰富的资源和更强的动机向制度治理水平更高的国家投资,通过发挥探索式学习能力以打破企业创新不足的瓶颈,H1c 得到验证。

### 3. 后续投资阶段回归结果

本文利用 Logit 和 Probit 模型检验企业在后续投资阶段中,企业所在地区制度环境、所处行业不确定性和企业生命周期是否会推动其投资区位转型,即同时向两类制度治理水平国家进行投资。

表 3 的模型(2)和(4)均表示,企业所在地区市场化指数越高(系数=0.200 或系数=0.207,  $P<0.01$ )、所处行业不确定性越高(系数=0.209 或系数=0.372,  $P<0.01$ )、所在生命周期越趋于后期(系数=0.054 或系数=0.208,  $P<0.01$ ),越有可能推动企业由已有的向单一制度治理水平国家投资

表 3 后续投资阶段:对外投资区位转型的回归结果

变量	Probit 模型		Logit 模型	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>marketindex</i>		0.200*** (0.035)		0.207*** (0.059)
<i>ind_uncertain</i>		0.209*** (0.037)		0.372*** (0.065)
<i>lifecycle</i>		0.054*** (0.014)		0.208*** (0.066)
<i>ownership</i>	0.092* (0.055)	0.067 (0.056)	0.152 (0.092)	0.114 (0.083)
<i>size</i>	0.102*** (0.019)	0.086*** (0.020)	0.170*** (0.032)	0.146*** (0.033)
<i>age</i>	0.017*** (0.005)	0.016*** (0.005)	0.028*** (0.008)	0.025*** (0.009)
<i>ind_growth</i>	0.024 (0.018)	0.022*** (0.019)	0.040 (0.029)	0.034 (0.029)
<i>rdintensity</i>	-0.052 (0.057)	-0.051 (0.058)	-0.089 (0.103)	-0.096 (0.207)
<i>GDP</i>	0.004 (0.032)	0.018 (0.032)	0.004 (0.054)	0.036 (0.055)
<i>year</i>	控制	控制	控制	控制
LR chi2	96.74	153.49	96.60	159.31
Log Likelihood	-1764.647	-1736.273	-1764.716	-1733.363
观测值数量	3041			

注:以同时向两类制度治理水平国家投资虚拟变量 *bothstream* 为因变量;样本为已有对外投资的企业。

转型为同时向高低两类制度治理水平国家投资,即 H2a、H2b、H2c 均得到验证。这是由于,企业所在地区制度治理水平的提高使得企业积攒了市场化、技术化的能力和资源,所在行业不确定性的提高使得企业获取利润、提高创新能力以应对不确定性情境的需求变得更加迫切,而生命周期趋于后期的企业拥有足够的资源和能力兼顾同时在两类制度环境中经营企业,因此,无论对于已有向高或向低制度治理水平国家投资的企业而言,这些影响因素以及对外投资经验的积攒都有效推动了其区位转型,既在高制度治理水平国家投资发挥探索式学习能力以提升创新能力,又在低制度治理水平国家投资最大化利用式学习能力以攫取利润。

#### 4. 对外投资区位绩效的回归结果

经过初始投资阶段和后续投资阶段的决策,最终企业将形成仅向低制度治理水平国家投资、仅向高制度治理水平国家投资和同时向两类制度治理水平国家投资这三类对外投资区位,本文进一步采用面板数据随机效应模型检验这三类对外投资区位的绩效。

关于仅向低制度治理水平国家投资的绩效,表 4 中模型(1)和(7)的回归结果均显示,企业仅向低制度治理水平国家投资能够显著提升投资收益率(系数=0.088 或系数=0.104,  $P < 0.01$ ),但模型(2)、(8)表明,这一投资区位对企业生产力水平并无提升作用(系数=0.001,  $P > 0.1$ ),甚至是具有负面影响(系数=-0.044,  $P < 0.01$ ),即 H3a 得到验证。

关于仅向高制度治理水平国家投资的绩效结果,如表 4 所示,仅向高制度治理水平国家投资对

表 4 对外投资区位对企业投资收益率和生产率水平影响的面板数据随机效应回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	$roa_{t+1}$	$tfp_{t+1}$	$roa_{t+1}$	$tfp_{t+1}$	$roa_{t+1}$	$tfp_{t+1}$	$roa_{t+1}$	$tfp_{t+1}$
<i>lowstream</i>	0.088*** (0.008)	-0.044*** (0.001)					0.104*** (0.008)	0.001 (0.001)
<i>highstream</i>			-0.032*** (0.010)	0.010*** (0.001)			-0.006 (0.010)	0.050*** (0.001)
<i>bothstream</i>					0.084*** (0.003)	0.019*** (0.001)	0.097*** (0.004)	0.050*** (0.001)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R-sq	0.034	0.442	0.013	0.038	0.010	0.193	0.011	0.443
Wald chi2	573.41	3148.17	160.24	390.18	918.24	463.31	1626.4	11096.43
观测值数量	11599							

注：分别以后一期的企业投资收益率  $roa_{t+1}$  和生产率水平  $tfp_{t+1}$  为因变量；采用全样本。

企业投资收益率具有不稳健的负面影响，模型(3)表现为显著的负向作用(系数=-0.032,  $P<0.01$ )，而模型(7)显示为负向影响但并未通过显著性检验(系数=-0.006,  $P>0.1$ )，但是根据模型(4)、(8)，这一投资区位选择能够显著提高企业的生产率水平(系数=0.010 或系数=0.050,  $P<0.01$ )，验证了仅向高制度治理水平国家投资对企业生产率水平具有积极提升作用，即 H3b 得到验证。

关于同时向两类制度治理水平国家投资的绩效结果，表 4 模型(5)和(7)均显示，同时向两类制度治理水平国家投资显著提高了投资收益率(系数=0.084 或系数=0.097,  $P<0.01$ )，模型(6)、(8)表明，生产率水平也得到显著提升(系数=0.019 或系数=0.050,  $P<0.01$ )，即 H3c 得到验证。

### 5. 稳健性检验

针对后续投资阶段，本文区分了两种不同路径，一是由向低制度治理水平国家投资到同时向两类制度治理水平国家投资转型，二是由高制度治理水平国家投资到同时向两类制度治理水平国家投资转型，利用 Logit 和 Probit 模型分别对子样本进行检验。结果表明，即使是从不同的路径实现同时向两类制度治理水平国家投资，H2a、2b、2c 仍然得到验证，结果非常稳健。

针对三种对外投资区位的绩效结果，本文利用 PSM 模型作为回归方法，分别以后一期的  $roa$  和  $tfp$  作为因变量进行回归。本文也采用 OP 方法计算企业的全要素生产率，作为前述 LP 方法的稳健性检验，同样采用面板数据随机效应模型，H3a、3b、3c 仍然得到验证。<sup>①</sup>

## 五、结论与启示

### 1. 主要结论

本文基于制度和组织学习理论整合视角，构筑对外投资双阶段模型，并利用中国上市企业对外投资数据及企业财务数据进行实证检验，得到以下结论：①在初始投资阶段，企业所在地区制度治理水平、所处行业不确定性程度和所在生命周期阶段均与投资目的地国家制度治理水平显著正相关。具体而言，基于“制度相似性”投资规律，企业所在地区制度治理水平较高时，其组织学习能力通常与技术化、市场化能力相关联，能够使其适应高制度治理水平环境；出于风险规避目的，企业所处

① 相关的回归结果详见《中国工业经济》网站(<http://www.ceijournal.org>)公开附件。



行业不确定性较高将推动企业向制度风险更低的高制度治理水平国家投资以降低经营风险；处于生命周期后期的企业积累了更为充分的资源能力，也更加渴求创新能力的突破而非短期利润的增长，更倾向于向高制度治理水平国家投资；②在后续投资阶段，企业所在地区制度治理水平越高、所处行业不确定性程度越大和所在生命周期阶段越趋于后期，均会显著推动企业投资区位转型，由已有的向单一制度治理水平国家投资转型到同时向两类制度治理水平国家投资。行业不确定性越高时，使得企业具有更强的动机同时向两类制度治理水平国家投资以兼顾利润攫取和能力构建，而企业所处制度治理水平越高和所处生命周期越趋于后期均使得企业具有更充分的条件实现区位转型；③企业仅向低制度治理水平国家投资提高了投资收益率，但是对于生产力水平的提升不显著；而仅向高制度治理水平国家投资有效提升了企业的生产力水平，却对其投资收益率影响不显著；只有同时向两类制度治理水平国家投资才能同时提升企业的投资收益率和生产力水平。

### 2. 实践启示

根据模型回归结果，本文提出了企业对外投资区位的决策路线图(见图2)。

由图2可见，在初始投资阶段，企业由仅开展国内投资到启动对外投资，将面临第一次投资区位选择，当企业所处地区制度治理水平较低、所处行业不确定性较小、处于生命周期早期时，由于自身组织学习能力在更高制度治理水平国家中不具备竞争优势，向低制度治理水平国家投资将是一个更优选择；反之，当上述条件相反时，企业向高制度治理水平国家投资则是一个更优选择。

在后续投资阶段，企业可能形成三种对外投资区位。当企业面临的条件是较高的地区制度治理水平、较大的行业不确定性和企业生命周期后期时，将推动企业进行区位转型。具体而言，同时向两类制度治理水平国家投资包含两种转型路径。路径一是由初始投资阶段企业“向低制度治理水平国家投资”转型到后续投资阶段的“同时向两类制度治理水平国家投资”。条件转变能够有效地推动这一转型，但对于未满足相关条件的企业，也可以通过有意识地提升自身能力促进转型，例如原有处于较低制度治理水平的企业应有意识地培育高制度治理水平下企业所具备的市场化相关能力，所处行业不确定性程度较低的企业应有意识地培养自身的风险意识和提升创新能力以应对未来潜在

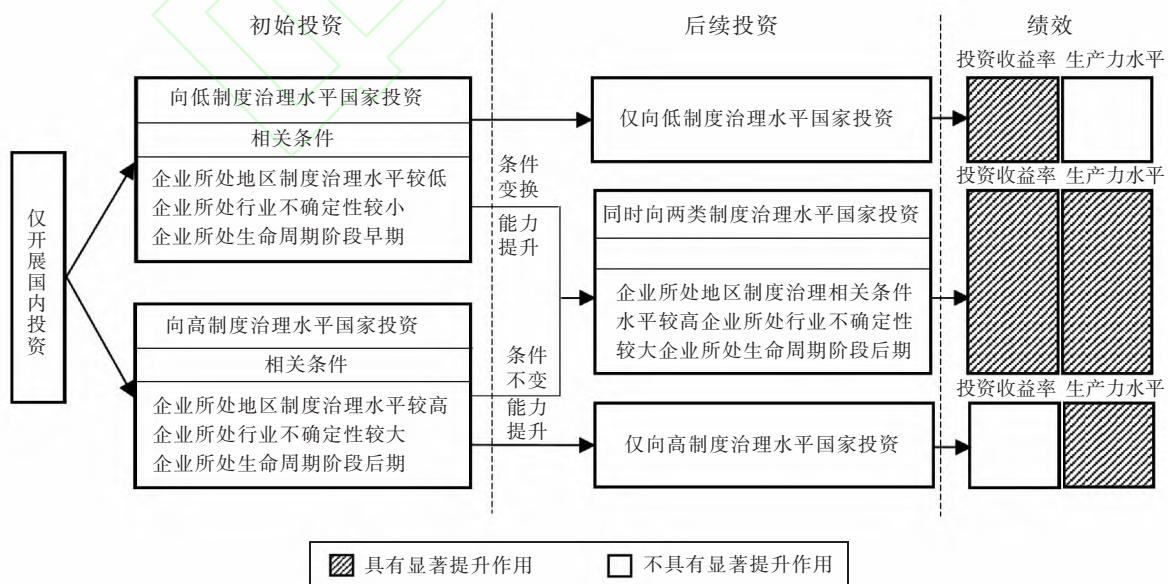


图2 企业对外投资区位和路径选择的决策路线

的不确定性因素,而处于生命周期早期的企业也应尽量提高风险控制能力和提高资源能力储备以适应和应对同时在两类制度治理水平国家经营的投资环境。路径二是由初始投资阶段的“向高制度治理水平国家投资”转型到后续投资阶段的“同时向两类制度治理水平国家投资”。由于实现前后两种区位的条件一致,因此当相关条件保持不变时,能够有效推进区位转型,但同时企业也应该有意识地提升自身的能力以兼顾同时在两类制度治理水平国家投资。此外,未满足区位转型的相关条件和能力要求的企业,将保持与初始阶段一致的投资区位选择,形成“仅向低制度治理水平国家投资”或“仅向高制度治理水平国家投资”的区位选择。

最终,对外投资的三种区位将会带来不同的绩效结果。最优的对外投资区位是同时向两类制度治理水平国家投资,企业在这类区位中既在低制度治理水平国家中发挥竞争优势,又在高制度治理水平国家中发挥组织学习能力,能够同时获得高投资收益率和高生产力水平。仅向低制度治理水平国家投资是一种次优的投资区位选择,因为选择这类投资区位的企业通常在这些低制度治理水平国家中具备明显的竞争优势而获得高投资收益,但是组织学习动力不足导致其生产力水平提升不明显。仅向高制度治理水平国家投资也是一种次优的投资区位,但与仅向低制度治理水平国家投资的次优选择带来的绩效结果有所差异,选择这类投资区位的企业通常具有更强的组织学习尤其是探索式学习动机,因此具有高生产力水平,但竞争优势不足导致较低的投资收益率。

### 3. 研究贡献与未来展望

本文贡献在于:①形成了制度理论和组织学习理论的整合视角,解释了制度理论或组织学习理论的单一视角造成的投资区位选择悖论。根据不同制度情境下企业组织学习能力发挥程度的差异,理论阐释并实证分析了企业所在地区制度环境、所处行业不确定性和企业生命周期多层面因素对外投资区位的影响,以及不同投资区位选择对企业财务绩效和生产力水平的影响,实现了制度理论和组织学习理论在对外投资区位和绩效领域的理论结合;②推动了企业对外投资区位选择由静态转向动态视角研究,通过区分初始投资阶段和后续投资阶段的决策节点,构筑了对外投资区位选择的双阶段模型,充分考察了初始投资阶段向低制度治理水平国家和高制度治理水平国家投资两种路径,更是打破以往研究“非此即彼”的投资路径研究局限,关注到后续投资阶段同时向两类制度治理水平投资的区位转型,形成了涵盖对外投资两个阶段、三类投资区位和四种投资路径的系统化、动态化研究。

当然,本文也存在一定的局限性:①企业的多次对外投资实践可能通过东道国技术外溢等渠道反向影响企业所处的生命周期,针对这一潜在影响,尽管本文采取了控制企业年龄、企业规模、企业研发投入资产比、企业所在行业等相关变量,以及采用 Logit、Probit、面板数据随机效应、PSM 等多种模型验证其稳健性,尽可能地降低内生性影响,但鉴于无法获取更具体的数据直接控制内生性影响的客观原因,本文将在后续的研究中通过线下数据收集解决这一问题;②对外投资区位选择作为企业重要的一项战略决策,不可避免地会受到企业经营者思路、个人经历等因素的影响,但由于本文采用的是二手数据,缺乏对投资区位决策中经营者个人层面因素的有效分析。因此,本文下一步将利用问卷和实验方法,并结合语义分析及情感分析等方法,收集包括企业经营者个人背景、性格、经营思路等方面的信息,进一步深入到经营者层面的对外投资研究。

### 〔参考文献〕

- [1]董晓芳,袁燕. 企业创新、生命周期与聚集经济[J]. 经济学(季刊), 2014,(2):767-792.
- [2]蒋冠宏,蒋殿春. 中国对发展中国家的投资——东道国制度重要吗[J]. 管理世界, 2012,(11):45-56.
- [3]金碚. 新常态下国企改革与发展的战略方向[J]. 北京交通大学学报(社会科学版), 2015,(2):1-6.

- [4]康永博,王苏生,彭珂. 公司创业投资对企业技术创新的影响研究——基于组织间学习的视角[J]. 研究与发展管理, 2017,29(5):87-98.
- [5]齐晓飞,关鑫. 中国企业对外直接投资的母国制度解释——基于 OFDI-S 模型的理论分析[J]. 经济与管理研究, 2017,(8):115-123.
- [6]任洪源,刘刚,罗永泰. 知识资源、研发投入与企业跨境创新绩效关系研究——基于面板数据门限回归的实证分析[J]. 管理评论, 2017,(1):105-113.
- [7]宋林,彬彬. 我国上市公司跨国并购动因及影响因素研究——基于多项 Logit 模型的实证分析[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2016,(5):98-106.
- [8]唐跃军,左晶晶,李江东. 制度环境变迁对公司慈善行为的影响机制研究[J]. 经济研究, 2014,(2):61-73.
- [9]王凤彬,杨阳. 我国企业 FDI 路径选择与“差异化的同时并进”模式[J]. 中国工业经济, 2010,(2):120-129.
- [10]王小鲁,樊纲,余静文. 中国分省份市场化指数报告(2016)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017.
- [11]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[J]. 中国工业经济, 2016,(1):99-113.
- [12]冼国明,杨锐. 技术累积、竞争策略与发展中国家对外直接投资[J]. 经济研究, 1998,(11):57-64.
- [13]Bartels, F. L., F. Napolitano, and N. E. Tissi. FDI in Sub-Saharan Africa: A Longitudinal Perspective on Location-Specific Factors(2003—2010)[J]. *International Business Review*, 2014,23(3):516-529.
- [14]Blonigen, B. A. A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants [J]. *Atlantic Economic Journal*, 2005,33(4):383-403.
- [15]Buckley, P. J., L. J. Clegg, A. R. Cross, X. Liu, H. Voss, and P. Zheng. The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment[J]. *Journal of International Business Studies*, 2007,38(4):499-518.
- [16]Celo, S., and A. Chacar. International Coherence and MNE Performance [J]. *Journal of International Business Studies*, 2015,46(5):620-628.
- [17]Chen, S., and H. Tan. Region Effects in the Internationalization' Performance Relationship [J]. *Journal of World Business*, 2012,43(1):73-80.
- [18]Colombo, M. G., C. Franzoni, and C. Rossi-Lamastra. Internal Social Capital and the Attraction of Early Contributions in Crowdfunding[J]. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 2015,39(1):75-100.
- [19]Cozza, C., R. Rabellotti, and M. Sanfilippo. The Impact of Outward FDI on the Performance of Chinese Firms[J]. *China Economic Review*, 2015,36(8):42-57.
- [20]Cuervo-Cazurra, A. Who Cares about Corruption [J]. *Journal of International Business Studies*, 2006,37(6):807-822.
- [21]Du, J., Y. Lu., and Z. Tao. Economic Institutions and FDI Location Choice: Evidence from U.S. Multinationals in China[J]. *Journal of Comparative Economics*, 2008,36(3):412-429.
- [22]Dunning, J. H., and S. M. Lundan. Institutions and the OLI Paradigm of the Multinational Enterprise [J]. *Asia Pacific Management Journal*, 2008,25(4):573-593.
- [23]García-Canal, E., and M. F. Guillén. Risk and the Strategy of Foreign Location Choice in Regulated Industries[J]. *Strategic Management Journal*, 2008,29(10):1097-1115.
- [24]Holmes, R. M., T. Miller, M. A. Hitt, and M. P. Salmador. The Interrelationships among Informal Institutions, Formal Institutions, and Inward Foreign Direct Investment[J]. *Journal of Management*, 2013,39(2):531-566.
- [25]Hu, H., and L. Cui. Outward Foreign Direct Investment of Publicly Listed Firms from China: A Corporate Governance Perspective[J]. *International Business Review*, 2014,23(4):750-760.
- [26]Jin, U. K., and V. A. Ruth. Foreign Location Choice: Review and Extensions [J]. *International Journal of Management Reviews*, 2016,18(2):133-159.



- [27]Johanson, J., and J. E. Vahlne. The Internationalization Process of the Firm—A Model of knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments [J]. *Journal of International Business Studies*, 1977,8 (1):23–32.
- [28]Johanson, J., and J. E.Vahlne. The Mechanism of Internationalisation [J]. *International Marketing Review*, 1990,7(4):11–24.
- [29]Johanson, J., and J. E. Vahlne. The Uppsala Internationalization Process Model Revisited: From Liability of Foreignness to Liability of Outsidership[J]. *Journal of International Business Studies*, 2009,40(9):1411–1431.
- [30]Kang, Y., and F. Jiang. FDI Location Choice of Chinese Multinationals in East and Southeast Asia: Traditional Economic Factors and Institutional Perspective[J]. *Journal of World Business*, 2012,47(1):45–53.
- [31]Kirca, A. H., K. Roth, G. T. M. Hult, and S. T. Cavusgil. The Role of Context in the Multinationality–Performance Relationship: A Meta–Analytic Review[J]. *Global Strategy Journal*, 2012,2(2):108–121.
- [32]Kolstad, L., and A. Wiig. What Determines Chinese Outward FDI[J]. *Journal of World Business*, 2012,47(1): 26–34.
- [33]Kravet, T. D. Accounting Conservatism and Managerial Risk–Taking: Corporate Acquisitions [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2014,57(2):218–240.
- [34]Li, J. J., L. Poppo, and K. Z. Zhou. Do Managerial Ties in China Always Produce Value? Competition, Uncertainty, and Domestic vs. Foreign Firms[J]. *Strategic Management Journal*, 2008,29(4):383–400.
- [35]Liang, H., B. Ren., and S. L. Sun. An Anatomy of State Control in the Globalization of State–Owned Enterprises[J]. *Journal of International Business Studies*, 2015,46(2):223–240.
- [36]Makino, S., C. Lau, and R. Yeh. Asset–Exploitation versus Asset–Seeking:Implications for Location Choice of Foreign Direct Investment from Newly Industrialized Economies [J]. *Journal of International Business Studies*, 2002,33(3):403–421.
- [37]Marano, V., J. L. Arregle, M. A. Hitt, E. Spadafora, and M. V. Essen. Home Country Institutions and the Internationalization–Performance Relationship: A Meta–Analytic Review[J]. *Journal of Management*, 2016,42(5): 1075–1110.
- [38]March, J. G. Exploration and Exploitation in Organizational Learning[J]. *Organization Science*, 1991,2(1):71–87.
- [39]McDonald, J. F., and R. A. Moffit. The Uses of Tobit analysis. *Review of Economics and Statistics*, 1980, 62(2):318–321.
- [40]Meyer, K. E., S. Estrin, S. K. Bhaumik, and M. W. Peng. Institutions, Resources, and Entry Strategies in Emerging Economies[J]. *Strategic Management Journal*, 2009,30(1):61–80.
- [41]Morck, R., B. Yeung, and M. Y. Zhao. Perspectives on China’s Outward Foreign Direct Investment[J]. *Journal of International Business Studies*, 2008,39(3):337–350.
- [42]Peng, G. Z. FDI Legitimacy and MNC Subsidiary Control: From Legitimation to Competition [J]. *Journal of International Management*, 2012,18(2):115–131.
- [43]Quer, D., E. Claver, and L. Rienda. Political Risk, Cultural Distance, and Outward Foreign Direct Investment: Empirical Evidence from Large Chinese Firms [J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2012,29 (4):1089–1104.
- [44]Sethi, D. W., Q. Judge, and Q. Sun. FDI Distribution within China: An Integrative Conceptual Framework for Intra–Country FDI Variations[J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2011,28(2):325–352.
- [45]Shi, W., S. L. Sun, D. Yan, and Z. Zhu. Institutional Fragility and Outward Foreign Direct Investment from China[J]. *Journal of International Business Studies*, 2017,48(4):1–25.
- [46]Smith, S. W. Follow Me to the Innovation Frontier? Leaders, Laggards, and the Differential Effects of Imports

- and Exports on Technological Innovation[J]. *Journal of International Business Studies*, 2014,45(3):248-274.
- [47]Witt, M. A., and A. Y. Lewin. Outward Foreign Direct Investment as Escape Response to Home Country Institutional Constraints[J]. *Journal of International Business Studies*, 2007,38(4):579-594.
- [48]Wright, M., I. Filatotchev, R. E. Hoskisson, and M. W. Peng. Strategy Research in Emerging Economies: Challenging the Conventional Wisdom[J]. *Journal of Management Studies*, 2005,42(1):1-33.
- [49]Xu, D., and O. Shenkar. Institutional Distance and the Multinational Enterprises [J]. *Academy of Management Review*, 2002,27(4):608-618.

## Research on Diversity Choice of China's Companies Making Outward Foreign Direct Investment and Its' Performance

WANG Ze-yu<sup>1</sup>, LIU Gang<sup>2</sup>, LIANG Han<sup>2</sup>

(1. Institute of Economics, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100836, China;

2. School of Business, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

**Abstract:** More and more Chinese enterprises are driven to “going out” under the policy, forming a diversified pattern of different investment locations. This paper integrates the perspective of institutional theory and organizational learning theory, distinguishes the initial investment stage and the subsequent investment stage, and then builds a two-stage model of foreign investment. Based on the empirical analysis of 11599 rows of overseas investment data from 2538 Chinese companies, this paper answers the question on how the regional institutional environment, industrial structural uncertainty and enterprises' life cycle affect the choice of foreign investment location and path, and how different investment locations affect firm performance. It is found that, at the initial investment stage, the level of regional institutional governance, the level of industrial structural uncertainty, and the stage of enterprise lifecycle are positively related to the level of institutional governance in investment destinations; at the subsequent investment stage, the higher level of regional institutional governance, the higher level of industrial structural uncertainty, and the mature stage of enterprise lifecycle push the enterprises to transform their location choice of outward foreign direct investment from countries with single type of institutional governance to both types. Furthermore, this paper puts forward the decision diagram of foreign investment location and path choice according to two performance dimensions which are return on investment and level of productivity. Under the investment of country with low-level institutional governance, the enterprise can obtain a higher investment rate of return, but it has no significant effect on the improvement of its productivity level. The investment of country with high-level institutional governance can effectively improve the productivity level of enterprises, but it has no significant effect on the investment rate of return. Only by investing in the two types of countries at the same time can enterprises improve the investment rate of return and the productivity level simultaneously.

**Key Words:** OFDI; investment location; institutional environment; industrial structural uncertainty; enterprise life cycle

**JEL Classification:** D21 M13 M54

[责任编辑:湘学]