

# 所有制差异、套利动机 与对外直接投资区位决策

——基于矿产资源型国有企业的分析

薛琰如 张海亮 邹平\*

**摘要:** 国有企业的所有制性质赋予了其各种资源的天然易得优势,导致其在对外直接投资时形成不同于一般动机的套利动机。本文提出,利用所有制差异国有企业能够进行“所有制套利”,并在外部事件冲击下的特定时机进一步进行“时机套利”。在新的投资动机视角下建立了关于所有制差异、国有企业套利动机对其对外直接投资决策影响的研究框架。基于中国矿产资源型国有企业2000-2014年对外直接投资数据,本文发现国有企业所有制性质明显促进矿产资源对外直接投资;国有企业所形成的所有制套利动机及时机套利动机显著影响对外直接投资区位和时机决策;其决策结果不同于一般投资动机,倾向投资于市场进入成本高、监管质量低的国家或地区。

**关键词:** 所有制差异;套利动机;矿产资源型国有企业;对外直接投资;区位决策

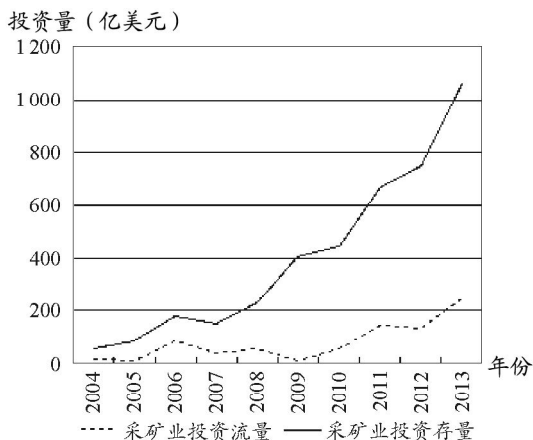
## 一、引言及文献综述

“走出去”战略提出以来,中国对外直接投资步伐加快,投资量不断攀升。到2014年年底,中国非金融类对外直接投资流量达1 028.9亿美元,同比增长14.1%,在全球156个国家和地区进行投资<sup>①</sup>。而矿产资源也一直是中国对外直接投资的主要领域之一,其投资存量不断攀升,流量也基本呈上升趋势(如图1、图2所示)。到2013年,采矿业投资流量为248.08亿美元,占总投资流量的23%,在所有行业中排名第二,在实体经济中排名第一。在对外投资主体中,国有企业在非金融类对外投资存量中占比一直在60%以上,而国有企业更是中国矿产资源领域对外投资的绝对主力,为保障中国战略资源安全做出重大贡献。但与此同时,矿产资源型国有企业对外投资收效并不乐观。据中国矿业联合会统计,随着购矿规模的不断增大,矿业项目投资亏损比例却高达80%,部分濒临失败,境遇堪忧。

\*薛琰如,昆明理工大学管理与经济学院,邮政编码:650093,电子信箱:xyr19860925@163.com;张海亮(通讯作者),昆明理工大学管理与经济学院,邮政编码:650093,电子信箱:zhhl-20@163.com;邹平,昆明理工大学管理与经济学院,邮政编码:650093,电子信箱:zoup@ynnu.edu.cn。

本文研究得到国家自然科学基金项目“套利动机下矿产资源型国有企业对外投资错配与监管研究”(批准号:71462021)、云南省应用基础研究计划项目“矿产资源型国有企业套利动机与海外资产错配研究”(批准号:2014FB135)及云南省博士研究生学术新人奖的资助。感谢匿名审稿与编辑部人富有建设性的修改建议,文责自负。

①资料来源:商务部网站(<http://fec.mofcom.gov.cn/article/tjsj/tjgb/201512/20151201223579.shtml>)。



数据来源:《2013年中国对外直接投资统计公报》。

图1 中国采矿业对外直接投资量

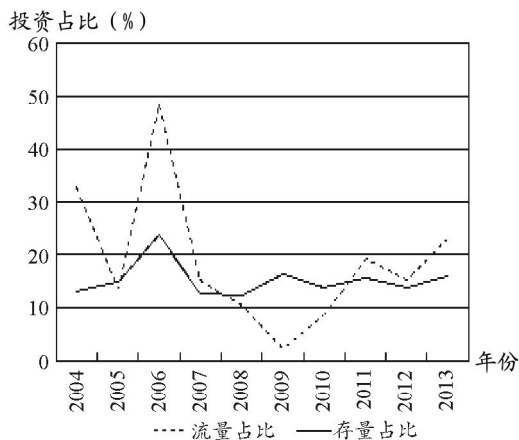


图2 中国采矿业对外直接投资占比

投资失败和亏损与投资决策密不可分,而在企业对外直接投资决策中区位选择是十分关键和重要的环节,也决定了投资的风险和成败(Dunning,1998)。企业对外直接投资区位决策会受东道国制度环境影响,为了保障自身权益,投资者倾向投资于有良好投资政策及市场环境,有成熟制度及法规体系的区域(Henisz and Delios,2001)。为了更快适应东道国环境,减少组织协调成本,投资者倾向投资于与母国在文化、贸易、政治等方面的距离相近的东道国(宗方宇等,2012)。许多学者研究了发展中国家尤其是中国对外直接投资的区位选择,认为市场规模、资源禀赋、科技水平等是重要影响因素,中国企业对外直接投资显示出了市场寻求、自然资源寻求、技术寻求及战略资源寻求等区位选择特征(Buckley et al.,2007;蒋冠宏、蒋殿春,2012)。

不同的区位选择体现了不同的决策需求,而实际上,出于何种动机进行投资决策对投资成效影响至关重要(Marks and Mirvis,2011)。由于政府背景的存在,中国国有企业的对外投资本身就混合了经济、政治等多重因素,投资战略易受政府导向、国家战略影响(Ramasamy et al.,2012;Brautigam and Tang,2011)。同时,国有企业母国资源依赖程度高,并在资金、政策等各方面均具备先天的资源易得优势,明显受益于政府支持,促使其形成与非国有企业一般投资动机不同的投资动机(Ramasamy et al.,2012;Liou,2009)。这里将国有企业区别于一般企业的投资动机称为套利动机,其相对较少考虑投资风险及市场进入成本,利用自身所有制优势和国内外市场制度势差及监管缺位获益,形成“所有制套利”;在金融危机等外部事件冲击下,高水平企业价值被低估,利用这种特定时机下的企业资产价值差异,形成“时机套利”(张海亮等,2015)。但需要指出的是,在现有体制下中国国有企业对于经理人的激励约束机制内生于国资管理体制和政府监管中,实质上缺乏真正的监管者,经理人在业绩及权力驱使下,有较强的自利动机(池国华等,2012),而资源的易得性及垄断性促使其进行投资决策时更加有恃无恐(Kang and Jiang,2012)。这时,就可能形成经理人的投资冲动、盲目扩张及投资短视等行为。在竞争激烈的区域即使处于明显竞争劣势仍贸然投资,且往往低估风险、高估协同收益并支付过高并购溢价,从而使得本身不具有价值或有损公司价值的投资活动发生,形成国有企业亏损和国有资产流失(Restuccia and Rogerson,2008)。

究其本质,所有制优势下的资源易得性是矿产资源型国有企业形成套利动机的重要根

源之一。企业基础资源论认为拥有相应异质性的稀缺资源,是企业获取持续竞争优势的关键,从而对异质性企业加以解释(Collis and Montgomery, 1995)。从某种意义上来说,国有企业套利动机的形成实质上也是企业所有制异质性造成的结果。近年来发展迅速的新新贸易理论就从微观企业层面关注企业异质性与出口及对外投资决策的关系(Melitz, 2003; Antras, 2003)。基于不完全契约思想, Antras 和 Helpman (2004) 进一步研究表明, 异质性会对企业进入国际市场时所有权形式、组织结构等的选择产生影响。在实证研究方面, 一些学者已经使用中国企业微观数据验证该理论, 发现企业规模、外部融资依赖等异质性指标对企业出口、投资决策有显著正影响, 且较高生产率企业及大中型企业更倾向进入国际市场(钱学锋等, 2011; 金祥荣等, 2008; 赖伟娟、黄静波, 2011; 孟夏、陈磊, 2012); 涉及到投资区位决策, 该理论部分相关研究已关注到国有企业所有制属性, 发现国有企业对相似市场及同行业企业投资区位选择经验存在“路径依赖”(刘慧、綦建红, 2015); 而与新经济地理学结合的研究发现, 生产率较高的企业最先进入大的区域(Baldwin and Okubo, 2006)。新新贸易理论的相关研究给本文提供了有效理论基础和实证研究的良好范本。但是, 其研究的企业异质性主要从生产率差异出发而非企业本身所有制差异, 涉及企业所有权的研究针对投资方式差异而非不同所有制属性下投资动机差异, 而对于国有企业投资区位决策的研究针对路径选择方式而非不同投资动机下投资区位的特征差异, 与本文的出发点及落脚点都有很大不同, 且其微观层面的研究并非针对中国矿产资源型企业。而在其他研究中, 虽已有学者分析了国有企业投资区位选择特征, 认为其相较非国有企业更倾向于投资到政治风险较高的国家(Buckley et al., 2007; Ramasamy et al., 2012), 但并未全面考虑国有企业投资区位选择特征, 也未从投资动机视角分析其内在驱动原因。同时, 现有文献关于投资时机对投资决策的影响研究还不够丰富。因此, 有必要对矿产资源型国有企业所有制优势下特有套利动机对投资区位决策产生的影响进行研究, 以套利动机这一新的视角揭示其对外投资决策的动因及特征, 从而明晰目前其存在投资低效的原因, 并丰富中国对外直接投资理论, 为宏观政策制定者提供有效依据。

本文从投资动机视角出发, 结合中国矿产资源型企业所有制差异, 针对国有企业特有的套利动机, 利用 2000-2014 年中国矿产资源型企业对外直接投资项目数据检验相关假设, 分析所有制差异下其在区位选择上呈现出的不同特征, 进而剖析该动机对中国矿产资源型国有企业对外直接投资区位决策产生的影响。

## 二、理论回顾与假设

### (一) 一般性投资动机与投资区位选择

鉴于矿产资源的稀缺性、不可再生性及重大战略意义, 各国对全球优质矿产资源的抢占与竞争十分激烈。目前, 全球矿产资源的竞争逐渐呈现常态化趋势, 资源外交成为各国尤其是主要大国实现全球战略资源布局的重要手段之一(荣冬梅等, 2015)。同时, 与我国巨大的需求相比, 国内目前探明的主要矿产储量严重不足, 矿产品供应已远远不能满足经济发展需求(董燕等, 2011)。受国内资源禀赋制约, 仅依靠国内资源保障能力, 难以满足国家资源战略安全需要, 国内外资源共同利用是资源安全战略选择的必然趋势(Duanmu, 2012)。Kolstad 和 Wiig (2012) 研究发现资源寻求动机是中国对外直接投资的一大趋势, 中国企业通常投资到有丰富自然资源的国家(Duanmu, 2012), 通过对外投资在全球范围内获取稀缺资源, 提升其

竞争力和绩效,满足对资源及相关产业的需求(Dunning and Lundan,2008;陈岩等,2012)。

假设1:中国矿产资源型企业倾向投资到矿产资源丰富的国家和地区。

Deng(2013)指出中国企业对外直接投资具有后来者视角,即有通过并购战略资源弥补国际竞争劣势,有寻求在国内公司缺失的品牌、技术、网络分布、管理、战略技巧能力的动机。中国企业多在高收入国家建立科技研发中心,以汲取高科技及技术密集型产品生产的发展经验,从而提高国际竞争力(Di Minin et al.,2012;蒋冠宏、蒋殿春,2012)。市场规模大的地区具有更多的资源,使得对外投资企业能更有效的利用各种资源和市场优势,Buckley等(2007)研究发现中国企业对外直接投资具有市场寻求动机。

假设2:中国矿产资源型企业倾向投资到技术水平较高的国家和地区。

假设3:中国矿产资源型企业倾向投资到市场规模较大的国家和地区。

东道国政治及制度环境是对外国投资者的一种保障机制,稳定的政治局势、成熟的制度环境及完善的市场机制能为投资者提供企业发展的良好氛围,并能促使企业实现有效战略目标,而规范的市场法规以及利于私人部门发展及外商投资的政策更有利于投资者的投资(宗方宇等,2012;Peng,2002)。

假设4:中国矿产资源型企业倾向投资到政治及制度环境良好的国家和地区。

为了有效降低信息不对称和文化差异造成的投资壁垒及低效投资,尽快适应东道国环境,减少组织协调等多种成本,双边关系的密切有利于投资的进行,对外投资有向与母国距离较近地区投资的倾向。这里的距离包括地理距离、文化距离、经济距离、政治距离等(宗方宇等,2012)。

假设5:中国矿产资源型企业倾向投资到与母国距离较近国家和地区。

## (二)套利性投资动机与投资区位选择

根据资源依赖理论,公有制增加了国有企业的政府背景,提高了其对母国的资源依赖度。中国国有企业在国际化和并购的关键阶段明显受益于政府支持(Tsui,2004)。在政府参与下,中国国有企业海外直接投资的目标并不一定是利润最大化,而可能成为服务于国家发展战略和建立政治经贸外交桥梁的主要渠道(Brautigam and Tang,2011)。然而,这也加剧了东道国对于国家安全风险的担忧(Kang and Jiang,2012)。在现有制度下,国有企业具有资源易得性的天然优势,这实际上存在一种补贴机制,就是谁占有的基础性资源越多,得到的补贴也就越多,而补贴绝大部分由中央政府和全社会承担(周黎安等,2013;唐雪松等,2010)。因此,相对非国有企业,国有企业较少担心东道国政治风险和市场进入成本(Voss et al.,2010),即便市场进入门槛很高,因强大的国家控股与参与,国有企业也更倾向于复杂和高成本的投资计划,经常进行高风险并购活动(Quer et al.,2012;Hillman et al.,2009)。

同时,国有企业在现有的产权制度和“两大等级体系”的委托代理人关系下,其主管机构既是委托人也是代理人,内部高层管理者是“准政府官员”(Kwok and Tadesse,2006)。当缺乏对国有企业监督动力时,管理者在业绩驱动和权力驱使下,有充分的理由进行企业扩张,这样很多原本无利可图的项目都可能会被投资。加之对于海外投资代理人监管缺位问题的存在,使管理者有较强的自利动机,容易盲目对外扩张或以权谋私,进行不必要的投资导致国有资产流失(Restuccia and Rogerson,2008;Quer et al.,2012)。

这里,在国有企业所有制套利动机下就可能出现与一般投资动机不同的倾向,在一般投资动机下寻求的良好制度环境可能并不是中国矿产资源型国有企业对外直接投资的首选,

因此有以下假设。

假设6:中国矿产资源型国有企业所有制性质使其产生所有制套利动机,促进对外直接投资。

假设7:在套利动机驱使下,矿产资源型国有企业倾向投资到市场进入成本高、监管质量较低的国家 and 地区。

美国次贷危机后,全球经济触底且经济恢复仍需时日,随后欧洲债务危机又对发达国家经济造成了冲击。一方面,很多优质企业价值缩水,而许多国家对于战略型资源行业的政策也有所放松,大型跨国公司受危机影响减少了并购活动,从而降低了跨国并购的竞争强度;另一方面,中国受危机影响相对较小,充裕的外汇储备及人民币汇率升值等因素也为中国国有企业对外直接投资创造了条件(Boisot and Meyer,2008)。在机遇面前,再加上“资源焦虑”的逼迫,很多资源型国有企业在并购决策上是“机会导向”而非“战略导向”,许多矿产资源不是因为战略上有并购的需要,而是对错失并购机遇的担忧和“抄底”心态的驱使,这也加剧了矿产资源型国有企业对外投资的投机性。

假设8:在外部事件冲击下中国矿产资源型国有企业具有时机套利动机,该动机促进了对外直接投资。

假设9:中国矿产资源型国有企业在时机套利动机下倾向投资到受外部冲击较大的地区和国  
家。

### 三、样本统计、变量选取与模型设定

#### (一) 样本选取

本文样本来自 Zephyr 数据库<sup>①</sup>的中国对外直接投资项目数据。2000—2014 年中国对外直接投资项目 1 400 项,对矿产资源类投资项目进行筛选共 448 项,超过总数的 32%,投资总规模超过 1 613 亿美元,共投资到 67 个国家和地区。在此基础上,由于避税动机与其他动机区别较大(宗方宇,2012),这里剔除向避税地(包括百慕大群岛、开曼群岛、英属维京群岛、美属维京群岛)投资的项目共 48 项。本文最终选取项目数为 400 项;投资规模超过 1 566 亿美元<sup>②</sup>;共投向 63 个国家和地区,其中,投资向发达国家和地区的项目 275 个,发展中国家和地区 125 个。

Zephyr 数据库项目金额数据以欧元计量,为了保持数据单位的一致性,这里将项目数据按投资日期欧元兑美元的汇率进行换算<sup>③</sup>。同时,对所有涉及金额的数据,均以 2000 年为基期进行了平减处理。

#### (二) 基本统计与分析

对项目投资区域进行初步统计,由表 1 可以看出,中国矿产资源型企业对外直接投资项目数最多的是大洋洲为 107 项,占总投资数的 26.75%,其次是亚洲、北美洲、欧洲,投资项目

<sup>①</sup>Zephyr 数据库网址:<https://zephyr.bvdinfo.com/version-2015121/Home.serv?product=zephyrneo>,数据库资源来自昆明理工大学图书馆。

<sup>②</sup>因本文是对投资动机进行研究,投资项目中除了已投资完成的项目还包括已宣布、已达成协议等已确定投资及拟投资的项目,因此在投资规模数据上与对外直接投资官方数据有所差异。

<sup>③</sup>欧元兑美元汇率数据来自 Exchange Rate 网站(<http://www.x-rates.com/>)历史日数据。

数均占总投资数的 20%左右,而南美洲和非洲投资项目数较少均在 10%以下。但从投资金额看,投资金额从多到少区域的排名依次是欧洲、南美洲、北美洲、大洋洲、亚洲、非洲。从这些区域的国有企业投资占比来看,各洲投资项目数均在 77%以上,而国有企业投资金额占比则均超过 96%。可见,国有企业是中国矿产资源型企业对外直接投资的绝对主力。另外,不难发现,投资项目数排名前两名的大洋洲和亚洲投资金额排名靠后,而南美洲情况却相反。总体来看,投资金额在发达地区占 60%以上。

表 1 中国矿产资源型企业对外直接投资区域分布及占比

投资区域	投资项目数	占总投资数比例(%)	国有企业投资项目数	国有企业投资项目数区域占比(%)	投资金额(美元)	占总投资数比例(%)	国有企业投资金额(美元)	国有企业投资金额区域占比(%)
大洋洲	107	26.75	83	77.57	21 306 027 191	13.60	20 572 012 724	96.55
亚洲	87	21.75	68	78.16	12 613 896 617	8.05	12 252 216 386	97.13
北美洲	77	19.25	68	88.31	30 916 046 006	19.73	30 398 612 182	98.32
欧洲	72	18	59	81.94	49 254 469 943	31.44	48 486 887 111	98.44
南美洲	36	9	32	88.89	36 211 099 362	23.12	36 172 696 930	99.89
非洲	21	5.25	17	80.95	6 358 346 377	4.06	6 332 085 783	99.59
合计	400	100	327	81.75	156 659 885 496	100	154 214 511 116	98.44

数据来源:Zephyr 数据库。

对项目投资国家和地区进行统计,由表 2 可以看出中国矿产资源型企业对外直接投资项目数最多的(这里统计超过 10 项的)前 7 个国家和地区依次为澳大利亚、加拿大、中国香港、英国、美国、俄罗斯和巴西。其中,投资到澳大利亚的项目数是其他国家和地区的两倍以上。且这 7 个国家投资数量及金额超过总投资的 63%。可见中国矿产资源型企业对外直接投资的区域集中度较高,且大多数项目集中在发达国家及地区。这里,巴西虽然投资项目数分布较少,但所占金额是最多的,这与表 1 的统计结果相一致。可见,投资巴西的项目规模是相当庞大的。这一方面可能是由于国有企业投资规模大,而国有企业在巴西的投资占比高达 100%;另一方面可能是虽然中国企业积极向发达市场投资,但其在发达国家市场中仍处于弱势或劣势地位,大型投资项目的竞争实力不够;而相对于澳大利亚等发达国家,巴西矿产资源丰富但竞争激烈度相对较低,且有相对宽松的环境,中国在大型项目的投资上具有相对优势。

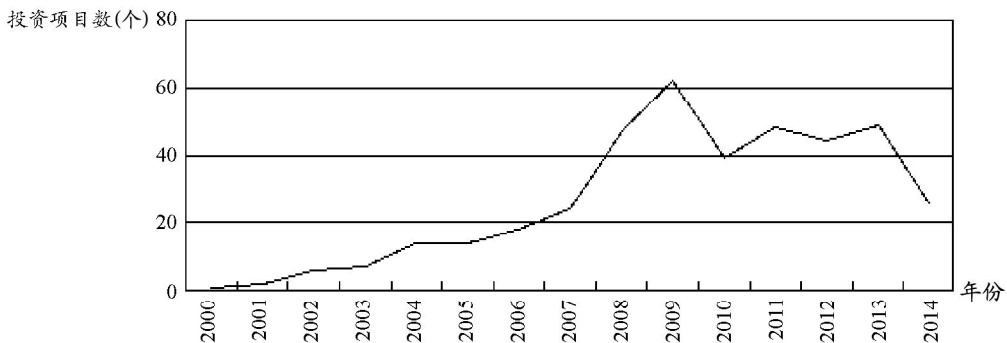
表 2 中国矿产资源型企业对外直接投资国家与地区分布及占比

投资国家或地区	投资项目数	占总投资数比例(%)	国有企业投资项目数	国有企业投资项目数占比(%)	投资金额(美元)	占总投资金额比例(%)	国有企业投资金额(美元)	国有企业投资金额区域占比(%)
澳大利亚	106	26.5	83	78.30	21 243 584 425	13.56	20 572 012 724	96.84
加拿大	54	13.5	52	96.30	23 876 670 419	15.24	23 865 090 925	99.95
中国香港	27	6.75	20	74.07	1 663 960 278	1.06	1 585 211 892	95.27
英国	23	5.75	15	65.22	10 530 536 599	6.72	9 900 985 487	94.02
美国	18	4.5	12	66.67	6 600 351 351	4.22	6 094 497 022	92.34
俄罗斯	13	3.25	13	100	12 023 427 020	7.67	12 023 427 020	100
巴西	12	3	12	100	30 066 498 493	19.19	30 066 498 493	100
合计	253	63.25	207	81.82	106 005 028 585	67.66	104 107 723 563	98.21

从初步分析不难发现,中国国有企业资金实力雄厚,在矿产资源对外直接投资中占绝对

主导地位。从项目数和总体规模的区位分布上看,投资区域集中度较高,并积极向发达国家市场投资;但从单项投资规模上不难看出其在发达地区投资实力不足、投资难度较大。

从项目投资时间上来看(图3),2000-2007年中国矿产资源型企业对外直接投资数逐年上升,到2008年出现短时间内大幅上升,在2009年达到峰值,但在2010年明显回落,之后又有明显的上升。不难发现,中国矿产资源型企业对外直接投资数量在时间上的变化,与全球宏观经济外部冲击事件有明显联系,两次数量上的明显增加分别出现在全球金融危机和欧债危机之后。危机的爆发对发达国家市场的冲击十分明显,其企业资产缩水及国际竞争力的下滑为中国企业对外投资创造了机遇。



数据来源:Zephyr 数据库。

图3 2000-2014年中国矿产资源型企业对外直接投资项目数

### (三) 变量选取

#### 1. 因变量

本文以中国矿产资源型企业对外直接投资的项目金额为因变量,主要考察所有制差异下,国有企业套利动机对投资区位选择的影响,用 *OFDI* 表示。

#### 2. 自变量

##### (1) 所有制差异变量

将样本中对外直接投资的企业所有制类型分为中央企业、国有企业、民营企业,因中央企业与国有企业有重叠,但其企业性质的差异仍可体现在投资动机的差异中,本文设计2个替代变量显示企业所有制差异。*SOEs* 考察投资项目是否为国有企业发起的,是则标记为1,否则为0;*CEs* 考察投资项目是否为中央企业发起的,是则标记为1,否则为0。样本数据中包括国有企业327个,中央企业203个。

##### (2) 所有制套利变量

世界银行最新发布的全球治理指标(World Governance Indicator)中的监管质量(regulatory quality)衡量了政府管制质量,测度其制定和实施有利于私人部门发展的政策和规则的能力。外资企业绿地投资审批程序、市场准入标准、外商投资管制、针对外资的优惠政策均在此指标考察范围内。因此,选用该指标一方面作为衡量市场准入成本高低的替代指标,另一方面作为东道国监管质量的替代指标,用 *RQ* 表示,指数越低说明监管质量越差,同时越不利于外资进入,市场进入成本越高。

另外,对腐败的控制程度(Control of Corruption Indicator)测度了对以权谋私的控制能力,包括对各种形式的腐败以及特权阶层获取私利等的控制。东道国的腐败能够形成中国

矿产资源型国有企业代理人投资谋取私利的温床,这里用该指标作为市场监管水平的另一个替代变量,用 *CC* 表示,指数越低说明对腐败控制程度越低,市场监管水平越低。

### (3) 时机套利变量

这里选取影响力度大、效果最明显的 2008 年全球金融危机为外部事件冲击下的特定时机,用 *TIME* 表示,2008 年及以后投资的项目记为 1,否则为 0。

## 3. 控制变量

### (1) 资源寻求动机变量

项目投资到矿产资源禀赋高的地区体现了资源寻求动机,这里使用项目投资发生当年东道国矿产及金属商品出口占该国或地区商品出口比例为替代变量,用 *EXORE* 表示。

### (2) 市场寻求动机变量

项目投资到市场规模大、水平高的地区体现了市场寻求动机,这里选取东道国市场 GDP 以及人均 GDP 为替代变量,以 2000 年美元不变价格计,分别用 *GDP* 和 *GDPC* 表示。

### (3) 技术寻求动机变量

项目投资到科技发达地区体现了技术寻求动机,这里选取项目投资当年东道国高科技产品出口额作为替代变量,以 2000 年美元不变价格计算,用 *EXTECH* 表示。

### (4) 与东道国距离变量

与东道国的经济距离用贸易密切度来体现,这里用项目投资当年东道国与中国进出口贸易额占当年该国全部贸易额比例来作为替代变量,用 *TRADE* 表示。

与东道国的政治距离用政治密切度来表示,这里选取签署双边投资协定为替代变量,用 *BIT* 表示,若项目投资当年东道国与中国已签署双边协定则记为 1,若未签署双边协定或在项目发生后签订则记为 0。

与东道国的地理距离用实际距离的远近来表示,这里选取东道国首都到北京地球球面千米数作为替代变量,用 *DIS* 表示。

与东道国文化距离用宗教信仰作为替代变量,用 *CUL* 表示,与中国相同的记为 1,否则记为 0。

### (5) 东道国政治制度环境变量

这里用全球治理指标中国家政权稳定性 (Political Stability and Absence of Violence/Terrorism) 以及法治水平 (Rule of Law) 作为政治环境替代变量,分别用 *PS* 和 *RL* 表示,指数越低国家政权更迭或发生暴力、恐怖事件可能性大,法治水平越低。用前文提到监管质量 *RQ* 为制度环境替代变量。

本文各变量说明详见表 3。

**表 3** 变量说明

变量	含义	来源
<i>OFDI</i>	矿产资源型企业对外直接投资项目金额(美元)	Zephyr 数据库
<i>SOEs</i>	投资企业为国有企业	公司年报及官方网站
<i>CEs</i>	投资企业为中央企业	国务院国有资产监督管理委员会
<i>RQ</i>	东道国市场监管质量	世界银行
<i>CC</i>	东道国腐败控制能力	世界银行
<i>PS</i>	东道国政治稳定程度	世界银行
<i>RL</i>	东道国法治水平	世界银行



续表 3

变量说明

变量	含义	来源
TIME	投资发生在全球金融危机后(含2008年)	Zephyr 数据库
EXORE	东道国矿产及金属商品出口额占其总商品出口额比例	世界银行
EXTECH	东道国高科技产品出口额(美元)	世界银行
GDP	东道国 GDP(美元)	世界银行
GDPC	东道国人均 GDP(美元)	世界银行
TRADE	东道国与中国贸易额占其总贸易额比例	国际贸易中心(ITC)
BIT	东道国与中国签订双边投资协议	中国商务部条约法律司
DIS	东道国与中国地理距离(千米)	<a href="http://www.distancefromto.net/">http://www.distancefromto.net/</a>
CUL	东道国与中国文化相近	维基百科

(四) 模型设定

为考察所有制套利与时机套利动机对中国矿产资源型企业对外直接投资区位选择的影响,在建立总体模型的基础上,分别建立金融危机前后,国有企业、中央企业与非国有企业模型,进一步考察套利动机对投资区位决策的影响,具体模型如下:

$$\ln OFDI_{it} = SOEs_i + CE_s_i + RQ_{jt} + CC_{jt} + PS_{jt} + RL_{jt} + TIME_i + EXORE_{jt} + \ln EXTECH_{jt} + \ln GDP_{jt} + \ln GDPC_{jt} + TRADE_{jt} + BIT_{jt} + \ln DIS_{ij} + CUL_{ij} \quad (1)$$

$$\ln OFDI_{it} = CE_s_i + RQ_{jt} + CC_{jt} + PS_{jt} + RL_{jt} + TIME_i + EXORE_{jt} + \ln EXTECH_{jt} + \ln GDP_{jt} + \ln GDPC_{jt} + TRADE_{jt} + BIT_{jt} + \ln DIS_{ij} + CUL_{ij} \quad (2a)$$

$$\ln OFDI_{it} = RQ_{jt} + CC_{jt} + PS_{jt} + RL_{jt} + TIME_i + EXORE_{jt} + \ln EXTECH_{jt} + \ln GDP_{jt} + \ln GDPC_{jt} + TRADE_{jt} + BIT_{jt} + \ln DIS_{ij} + CUL_{ij} \quad (2b)$$

$$\ln OFDI_{it^-} = SOEs_i + CE_s_i + RQ_{jt^-} + CC_{jt^-} + PS_{jt^-} + RL_{jt^-} + EXORE_{jt^-} + \ln EXTECH_{jt^-} + \ln GDP_{jt^-} + \ln GDPC_{jt^-} + TRADE_{jt^-} + BIT_{jt^-} + \ln DIS_{ij} + CUL_{ij} \quad (3a)$$

$$\ln OFDI_{it^+} = SOEs_i + CE_s_i + RQ_{jt^+} + CC_{jt^+} + PS_{jt^+} + RL_{jt^+} + EXORE_{jt^+} + \ln EXTECH_{jt^+} + \ln GDP_{jt^+} + \ln GDPC_{jt^+} + TRADE_{jt^+} + BIT_{jt^+} + \ln DIS_{ij} + CUL_{ij} \quad (3b)$$

这里对不含零变量取对数。*i* 表示投资国;*t* 表示项目 *i* 投资发生的年份,*t*<sup>-</sup> 为 2008 年以前的年份,*t*<sup>+</sup> 为 2008 年及以后的年份;*j* 表示项目 *i* 投资到的东道国。

四、实证结果与分析

(一) 所有制差异影响对外直接投资区位决策

本文采用普通最小二乘回归法(OLS),并进行异方差检验及修正,得到表 4 回归结果。

回归结果显示,模型 1 中在 1% 的显著水平下,中央企业所有制性质及技术寻求动机与对外直接投资呈正相关;在 5% 的显著水平下,国有企业所有制性质、时机套利动机与对外直接投资呈正相关,东道国监管质量、文化距离与对外直接投资呈负相关。

这里中国矿产资源型企业对外直接投资区位选择并没有明显体现出一般动机中的资源寻求,对东道国良好政治环境寻求,以及向政治、经济、地理上与中国距离较近的东道国投资的倾向;反而,倾向投资到与中国文化距离较远,监管质量并不理想的东道国。同时,中国矿产资源型企业倾向投资于科技发达的东道国,有明显的技术寻求动机,证明了假设 2。而对于套利动机,国有企业、中央企业尤其是中央企业明显体现出所有制差异对投资的影响,形成明显不同于非国有制企业的动机,证明了假设 6;并显著倾向投资于监管质量较差、进入成

本较高的东道国,否定了假设4,而证明了假设7;且有明显的时机套利动机,倾向在金融危机后进行投资,证明了假设8。

回归结果大多不满足一般性投资动机,可能是由于样本中国有企业比例较高,也恰好说明其动机与非国有企业存在差异性,在套利动机驱使下,矿产资源型国有企业对资源、市场、政治环境等要素的关注度并不高。而科技水平高的国家中发达国家占比较高,发达国家尤其是西方发达国家对具有政府背景的中国国有企业设置更高的投资壁垒,符合国有企业倾向投资进入高成本东道国的假设。这里对于腐败控制程度并不显著的原因可能是金融危机后大规模并购发达国家企业进行时机套利,而发达国家市场腐败控制制度较高,但项目真正的实施地可能在经济不发达且腐败控制制度较低的地区,这时腐败行为虽存在但难以从数据上体现出来;另外国有企业腐败及海外资产的侵吞逐步被重视,明目张胆的自利行为可能转换为更隐蔽的手段,因此,用东道国腐败控制制度来衡量可能效果不明显。

### (二) 所有制套利动机影响对外直接投资区位决策

为了进一步验证所有制差异下中国矿产资源型国有企业对外直接投资的套利动机,模型2和模型3分别对所有制套利动机和时机套利动机进行回归分析。

模型2分别对国有企业和非国有企业的投资进行回归分析。回归结果显示,模型2a对国有企业样本进行回归时,在1%的显著水平下,中央企业所有制性质及东道国技术发达水平与投资量呈正相关;在5%的显著水平下,东道国监管质量、文化距离与投资量呈负相关,时机套利动机与投资量呈正相关。国有企业中属于中央企业的企业对投资有显著影响,且具有明显的技术寻求动机,倾向投资于监管质量较低、市场进入成本较高的东道国,并具有显著的时机套利动机,证明了假设2、假设6、假设7、假设8。模型2b对非国有企业样本进行回归结果与国有企业迥异,在1%显著水平下,贸易距离、政治距离与投资量呈正相关,东道国资源要素禀赋、文化距离与投资量呈负相关;在5%的显著水平下,东道国地理距离与投资量呈正相关。

从回归结果可以明显看出国有企业与非国有企业区位选择上的不同,国有企业体现出明显的制度与时机套利动机及技术寻求动机,此时一般投资动机对国有企业决策的影响被忽略,在套利动机驱使下其明显倾向投资于门槛较高、技术发达地区;并且区分所有制性质后,外部冲击事件对国有企业投资影响显著,而对非国有企业无明显作用,进一步证明国有企业投资的时机套利动机驱动性。非国有企业明显倾向投资于与中国经济政治关系密切的区域以降低市场进入风险;而有意思的是非国有企业倾向于投资与中国文化差异大且距离远的地区,与假设5不完全相符,投资资源禀赋较差的国家与假设1相反。可能的原因:一是现有文献并未专门对矿产资源型非国有企业进行研究且未区分国有企业和非国有企业,样本的不同可能造成本研究与已有研究结果出现分歧;二是非国有企业在对外投资中处在与国际跨国公司和与中国国有企业相比之下的双重弱势地位,降低投资风险可能成为其首要关注的重点,经济和政治的密切程度与此紧密相关,而文化和地理距离就显得不那么重要;同时大型企业争夺优质资源的竞争十分激烈,非国有企业在权衡风险与收益后可能选择资源禀赋相对不高但风险低的区域,避免产生较大的成本或损失。

### (三) 时机套利动机影响对外直接投资区位决策

模型3分别对2008年前后的投资进行回归分析。回归结果显示,模型3a对2008年以前投资的项目进行回归时,在1%的显著水平下,中央企业所有制性质与投资量呈正相关;在

5%的显著水平下,东道国资源禀赋与投资量呈正相关。模型3b对2008年以后投资的项目进行回归时与2008年以前回归结果迥异,在1%显著水平下,中央企业所有制性质与投资量呈正相关;在5%的显著水平下,国有企业所有制性质、东道国科技水平与投资量呈正相关,东道国监管水平则与投资量呈负相关,证明了假设8、假设9。

由模型3回归结果对比来看,2008年以前中国矿产资源对外直接投资主体多集中在实力雄厚的中央企业,且具有明显的资源寻求动机。这一时期还处在“走出去”起步阶段,中国企业从经验到实力都十分欠缺,所以相对强大的中央企业对矿产资源对外直接投资的影响较大,且多从国家资源安全战略角度出发,还未明显表现出套利动机。2008年以后,在全球金融危机的冲击下,许多跨国公司尤其是发达国家原本实力雄厚的跨国公司受到重创,企业价值被低估的同时国际竞争力明显下降。因此在这一时期形成中国对外投资并购的热潮,除中央企业外的一般国有企业也明显成为投资主力,对矿产资源对外直接投资产生显著影响。同时,这一时期外部事件冲击及国有企业所有制性质为其“套利”带来可能,再加之已有投资经验,其关注点已不全是资源本身,而是为了抓住机遇而投资,明显对受金融危机冲击较大、科技水平及投资门槛较高的发达地区产生投资偏好。

表4 中国矿产资源型企业对外直接投资区位决策实证检验结果

变量	模型1	模型2a	模型2b	模型3a	模型3b
		国有企业	非国有企业	2008年以前	2008年以后
SOEs	0.79(0.36)**	-	-	-0.29(1.28)	0.78(0.39)**
CEs	1.97(0.29)***	1.96(0.30)***	-	3.55(0.92)***	1.87(0.32)***
RQ	-0.06(0.02)**	-0.05(0.03)**	-0.09(0.01)	-0.06(0.08)	-0.07(0.03)**
CC	0.05(0.03)	0.06(0.03)	0.05(0.06)	0.08(0.07)	0.04(0.04)
PS	-0.002(0.01)	-0.003(0.01)	0.02(0.03)	0.01(0.04)	-0.01(0.01)
RL	-0.01(0.68)	-0.01(0.01)	0.01(0.08)	0.02(0.08)	0.01(0.04)
TIME	0.84(0.39)**	0.87(0.42)**	-0.46(0.98)	-	-
EXORE	-0.02(0.01)	-0.01(0.01)	-0.20(0.05)***	0.81(0.39)**	0.03(0.24)
EXTECH	0.33(0.09)***	0.51(0.11)***	0.27(0.26)	0.32(0.25)	0.27(0.10)**
GDP	-0.19(0.10)*	-0.20(0.10)*	-0.87(0.51)	-0.75(0.84)	-0.20(0.10)*
GDFC	-0.36(0.38)	-0.67(0.10)	0.56(1.06)	-1.59(1.12)	0.03(0.47)
TRADE	0.04(0.02)	0.04(0.02)	0.28(0.08)***	0.06(0.74)	-0.08(0.33)
BIT	-0.12(0.36)	-0.37(0.39)	3.81(1.24)***	-1.03(1.08)	-0.38(0.34)
DIS	-0.04(0.53)	-0.46(0.62)	3.24(1.34)**	-1.06(1.63)	-0.61(0.57)
CUL	-1.70(0.82)**	-2.28(1.05)**	-4.21(1.41)***	-2.15(2.29)	-1.14(1.11)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.31	0.28	0.20	0.28	0.30
LLH	-559.16	-449.42	-96.12	-89.61	-461.56

注:括号外数值为系数,括号内数值为标准误差。\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平下显著。

### 五、结论与政策建议

因考虑所有制性质差异与投资时机问题,本文在对矿产资源型企业对外直接投资区位选择影响因素的研究结果上与其他相关研究的结论存在一定差异,但这也正是本文的贡献之处。由于国有企业所有制性质促使其在对外直接投资中产生套利动机,在进行区位决策时,东道国资源禀赋、政治环境、市场规模、与中国之间的各种距离都不再是决定性因素。国

有企业所有制性质很大程度上促进了中国矿产资源型企业对外直接投资,东道国监管水平、市场进入门槛及与其相关的科技水平,以及投资时机成为影响区位决策的重要因素,使中国矿产资源型国有企业倾向投资到科技发达、监管质量相对不高而投资门槛较高的地区,而这一趋势在金融危机后更为明显。进一步对不同所有制的企业进行分析,发现与套利动机相关的企业所有制性质、东道国监管水平、投资时机等要素是影响国有企业投资区位决策的主要因素;而与中国的经济政治密切度、东道国资源要素禀赋是影响非国有企业投资区位决策的主要因素。对不同时期的投资进行分析,发现与金融危机前资源寻求型的投资相比,金融危机后国有企业表现出明显套利动机,国有企业所有制性质、东道国市场监管质量及科技水平成为区位投资决策的主要影响因素。

在所有制差异下,国有企业基于自身优势形成制度套利和时机套利动机,通过研究也发现,套利动机下的投资决策逻辑与一般动机相差甚远。国有企业可以借此获取更多收益实现企业价值最大化。但正如前文分析,在政治目标和自利动机等驱使下,其投资行为往往偏离企业价值最大化的目标,忽略风险控制和成本的支出,较为集中在投资难度较大的区域。而监管缺位更营造了国有企业海外特权统治及消费的温床,加剧了国有企业亏损和国有资产流失。因此,必须缩小国有企业对外投资的不当套利空间,加强和完善国有企业对外投资监管体系。

第一,针对所有制差异造成的套利空间,从源头上对决策者进行监管,形成决策层的终身追查监督机制及合理激励约束机制。决策者与投资项目挂钩并对其负责,通过对投资项目存续期的长期追踪与跟进监督,监测项目产生的影响,尤其是矿产资源类长期投资项目。一方面,避免决策者盲目投资或投机性投资,这类投资往往短期内可能不会释放负效应;另一方面,一些有投资前景和价值的项目投资期长,收益见效慢,可能因决策者在追求业绩的驱动下而放弃该类项目进行投机套利。因此,建立长期监督和激励约束机制有利于正确评估决策层绩效,杜绝盲目套利行为。

第二,推进国有企业改革进程,按照管“资产”向管“资本”转变的思路,转变国有企业对外投资思路,形成投资资本多主体参与,从而形成投资决策的多重监管机制。部分海外项目可以引入民营资本、海外资本等非国有资本,形成多资本主体的相互制约与促进,提高监管效率;同时,重视专业国有资本管理公司的作用,发挥其平台效用,多渠道约束海外投资行为和资本运作。

第三,建立严格事前评估机制,形成专业、独立、完善的项目投资评估体系。重视独立专业的第三方评估机构的参与,对每一项投资严格规范论证环节,杜绝无投资价值或投资价值小的投机性投资及与企业能力不相匹配的高风险投资,多方论证投资难度大的投资,避免不符合企业能力与发展战略的投资。

第四,对于特定时期出现的时机套利等“抄底”投机行为,除了加强事前评估,避免价低但质差的无发展前景投资外,一方面要加强企业对外投资风险防范和资产配置能力,提高对海外市场动态研判的水平;另一方面应引入合理的退出机制,对于已经失误或持续亏损的投资必须引导退出,甚至对于情节严重的实施强制退出,以避免更大的损失。

#### 参考文献:

- 1.陈岩、杨桓、张斌,2012:《中国对外投资动因、制度调节与地区差异》,《管理科学》第3期。

2. 池国华、张传财、韩洪灵, 2012:《内部控制缺陷信息披露对个人投资者风险认知的影响:一项实验研究》,《审计研究》第2期。
3. 董艳、张大永、蔡栋梁, 2011:《走进非洲——中国对非洲投资决定因素的实证研究》,《经济学(季刊)》第2期。
4. 蒋冠宏、蒋殿春, 2012:《中国对外投资的区位选择:基于投资引力模型的面板数据检验》,《世界经济》第9期。
5. 金祥荣、茹玉驰、吴宏, 2008:《制度、企业生产效率与中国地区间出口差异》,《管理世界》第1期。
6. 赖伟娟、黄静波, 2011:《出口行为、企业异质性与生产率研究——基于1999-2007年中国企业普查数据的实证分析》,《国际经贸探索》第7期。
7. 刘慧、蔡建红, 2015:《异质性OFDI企业序贯投资存在区位选择的“路径依赖”吗》,《国际贸易问题》第8期。
8. 孟夏、陈磊, 2012:《金融发展、FDI与中国制造业出口绩效——基于新新贸易理论的实证分析》,《经济评论》第1期。
9. 钱学锋、王菊蓉、黄云湖、王胜, 2011:《出口与中国工业企业的生产率——自我选择效应还是出口学习效应?》,《数量经济技术经济研究》第2期。
10. 荣冬梅、顾海旭、李娜, 2015:《“一带一路”地区矿产资源竞争形势浅析》,《当代经济》第6期。
11. 唐雪松、周晓苏、马如静, 2010:《政府干预、GDP增长与地方国企过度投资》,《金融研究》第8期。
12. 宗方宇、路江涌、武常岐, 2012:《双边投资协定、制度环境和企业对外直接投资区位选择》,《经济研究》第5期。
13. 张海亮、齐兰、卢曼, 2015:《套利动机是否加速了对外直接投资——基于对矿产资源型国有企业的分析》,《中国工业经济》第2期。
14. 周黎安、赵鹰妍、李力雄, 2013:《资源错配与政治周期》,《金融研究》第3期。
15. Antras, P. 2003. “Firms, Contracts, and Trade Structure.” *Quarterly Journal of Economics* 118(4):1375-1418.
16. Antras, P., and E. Helpman. 2004. “Global Sourcing.” *Journal of Political Economy* 112(3):552-580.
17. Baldwin, R., and T. Okubo. 2006. “Heterogeneous Firms, Agglomeration and Economic Geography: Spatial Selection and Sorting.” *Journal of Economic Geography* 6(3):323-346.
18. Boisot, M., and M.W. Meyer. 2008. “Which Way through the Open Door? Reflections on the Internationalization of Chinese Firms.” *Management and Organization Review* 4(3):349-365.
19. Brautigam, D., and X. Tang. 2011. “African Shenzhen: China’s Special Economic Zones in Africa.” *Journal of Modern African Studies* 49(1):27-54.
20. Buckley, P.J., L.J. Clegg, A.R. Cross, X. Liu, H. Voss, and P. Zheng. 2007. “The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment.” *Journal of International Business Studies* 38(4):499-518.
21. Collis, D.J., and C.A. Montgomery. 1995. “Competing on Resources.” *Harvard Business Review* 73(4):118-128.
22. Deng, P. 2013. “Chinese Outward Direct Investment Research: Theoretical Integration and Recommendations.” *Management and Organization Review* 9(3):513-539.
23. Di Minin, A., J. Zhang, and P. Gammeltoft. 2012. “Chinese Foreign Direct Investment in R&D in Europe.” *European Management Journal* 30(3):189-203.
24. Duanmu, J.H. 2012. “Firm Heterogeneity and Location Choice of Chinese Multinational Enterprises.” *Journal of World Business* 47(1):64-72.
25. Dunning, J.H. 1998. “Location and the Multinational Enterprise: A Neglected Factor?” *Journal of International Business Studies* 29(1):45-66.
26. Dunning, J.H., and S.M. Lundan. 2008. *Multinational Enterprises and the Global Economy*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
27. Henisz, W. J., and A. Delios. 2001. “Uncertainty, Imitation, and Plant Location: Japanese Multinational Corporations, 1990-1996.” *Administrative Science Quarterly* 46(3):443-475.
28. Hillman, A. J., M. C. Withers, and B. J. Collins. 2009. “Resource Dependence Theory: A Review.” *Journal of Management* 35(6):1404-1427.
29. Kang, Y., and F. Jiang. 2012. “FDI Location Choice of Chinese Multinationals in East and Southeast Asia: Traditional Economic Factors and Institutional Perspective.” *Journal of World Business* 47(1):45-53.
30. Kolstad, I., and A. Wiig. 2012. “What Determines Chinese Outward FDI?” *Journal of World Business* 47(1):26-

- 34.
- 31.Kwok, C., and S.Tadesse.2006.“The MNC as an Agent of Change for Host-Country Institutions: FDI and Corruption.” *Journal of International Business Studies* 37(6):767-785.
- 32.Liou, C.S.2009.“Bureaucratic Politics and Overseas Investment by Chinese State-Owned Oil Companies: Illusory Champions.” *Asian Survey* 49(4):670-690.
- 33.Marks, M.L., and P.H.Mirvis.2011.“Merge Ahead: A Research Agenda to Increase Merger and Acquisition Success.” *Journal of Business and Psychology* 26(2):161-168.
- 34.Melitz, M.J.2003.“The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity.” *Econometrica* 71(6):1695-1725.
- 35.Peng, M.W.2002.“Towards an Institution-Based View of Business Strategy.” *Asia Pacific Journal of Management* 19(2):251-267.
- 36.Quer, D., E. Claver, and L. Rienda. 2012. “Political Risk, Cultural Distance, and Outward Foreign Direct Investment: Empirical Evidence from Large Chinese Firms.” *Asia Pacific Journal of Management* 29(4):1089-1104.
- 37.Ramasamy, B., M.Yeung, and S.Laforet.2012.“China’s Outward Foreign Direct Investment: Location Choice and Firm Ownership.” *Journal of World Business* 47:17-25.
- 38.Restuccia, D., and R.Rogerson.2008.“Policy Distortions and Aggregate Productivity with Heterogeneous Plants.” *Review of Economic Dynamics* 11(4):707-720.
- 39.Tsui, A.S.2004.“Contributing to Global Management Knowledge: A Case for High Quality Indigenous Research.” *Asia Pacific Journal of Management* 21(4):491-513.
- 40.Voss, H., P. J. Buckley, and A. R. Cross. 2010. “The Impact of Home Country Institutional Effects on the Internationalization Strategy of Chinese Firms.” *Multinational Business Review* 18(3):25-48.

## Ownership Differences, Arbitrage Motives and OFDI Location Decision-Making: Based on the Analysis of State-Owned Mineral Enterprises

Xue Yanru, Zhang Hailiang and Zou Ping

(School of Management and Economics, Kunming University of Science and Technology)

**Abstract:** Based on the ownership nature of state-owned enterprises, they can get various resources easily. It leads to the formation of the arbitrage motives which different from the general ones when the state-owned enterprises carry out OFDI. Through the “ownership arbitrage” under the difference of ownership and the “timing arbitrage” from external shocks, it forms the peculiar characteristic on investment location decisions for state-owned enterprises. This paper establishes the research framework about the influence of ownership differences and the arbitrage motives of state-owned enterprises on their OFDI location decision-making. Based on the OFDI data of Chinese state-own mineral enterprises from year of 2000 to 2014, this paper shows the following results. Firstly, the ownership of state-owned enterprises promote OFDI of mineral resources. Secondly, it forms arbitrage motivation obviously, then the ownership arbitrage motivation and timing arbitrage motivation impact on OFDI decisions significantly. Thirdly, it forms differences between the investment location selection from the choice by general motives, and it shows that state-own mineral enterprises tend to invest in regions with high entry cost and low quality of regulatory.

**Keywords:** Ownership Differences, Arbitrage Motives, State-owned Mineral Enterprises, OFDI, Location Decision-making

**JEL Classification:** F23

(责任编辑:赵锐、彭爽)