

# 中国公司对欧盟直接投资动因分析\*

——基于“真实选择权”的视角

龚秀国 姚 山

**内容提要:**自 2004 年以来,随着欧盟东扩以及国际市场风险不断加剧,中国公司不断增加对欧盟的直接投资。本文认为,中国公司对欧盟直接投资的根本动因就是在欧盟获取或建立一种“真实选择权”以规避日趋扩大的国际市场价格风险与汇率风险。由于近年来人民币“对内贬值而对外升值”状况不断恶化,中国公司面临的国际市场风险也越来越大。在这样的背景下,获取欧盟“真实选择权”的价值增大,进而刺激中国公司扩大了对欧盟的直接投资。并购欧盟较先进企业也可以增加该“真实选择权”的价值含量,所以中国公司对欧盟直接投资大多选择了并购模式。文章使用 2004-2012 年间中国公司对欧盟直接投资的动态数据进行了实证分析与检验,相关结果证实了“真实选择权”理论分析的有效性。

**关键词:**中国公司 直接投资 欧盟 真实选择权 国际市场风险

## 一 导论

进入 21 世纪以来,中国迅速崛起成为全球第二大经济体和第一大贸易国,新兴的中国公司也开始大规模走出国门和进行海外直接投资(FDI)。尽管在 2004 年之前中国公司对欧盟直接投资每年不足 1 亿欧元,几乎无足轻重,但自 2004 年开始,即使全球经济动荡日益加剧,美国、欧盟先后爆发影响全球的次贷危机和主权债务危机,国际市场风险不断扩大,中国公司对欧盟直接投资却反而逆势出现爆发式增长,<sup>①</sup>从而引起国际经济学界、政府决策层以及中外实业界的广泛关注。

\* 本文为 2013 年四川大学中央高校基本科研重点项目(批准号:skqy201311)的阶段成果。

<sup>①</sup> 参见 Thilo Hanemann, “The EU-China Investment Relationship: From a One-Way to a Two-Way Street”, *New Europe*, January 28, 2013, 图 1; <http://rhg.com/articles/the-eu-china-investment-relationship-from-a-one-way-to-a-two-way-street>, 2014 年 11 月 28 日访问。

作为全球最主要发达经济体的欧盟既是中国现阶段最大的海外出口市场,又是中国获取海外先进技术转移的主要来源地,也是中国公司对外直接投资仅次于美国的第二大目的地。因此,厘清中国公司对欧盟直接投资的根本动因不仅具有重要的理论价值,而且具有显著的现实意义。

在国际经济学文献中,美国学者海默(S.Hymer)率先从产业组织角度探讨美国公司对20世纪60年代初新成立的欧洲经济共同体的大规模直接投资,并创立了“垄断优势”理论。<sup>①</sup> 其后巴克利(P.Buckley)和卡松(M.Casson)又从现代企业管理角度提出了“内部化优势”理论。<sup>②</sup> 邓宁(J.Dunning)进一步结合现代国际贸易理论,提出了公司对外直接投资的“三要素”理论(即OLI模型),成为现代西方跨国公司对外直接投资理论的重要基石;根据著名的OLI模型,一个公司要进行对外直接投资,必须满足或具备以下三个要素条件:一是“所有权优势”(Ownership Advantage),即公司必须享有其他公司所不具备的“公司独有能力”(Firm-Specific Capabilities),如强势商标、生产专利、特有工艺和管理诀窍等等;二是“区位优势”(Location Advantage),即公司对东道国投资可以享受直接使用当地丰富而廉价的生产要素和资源、直接规避东道国关税和非关税贸易壁垒、直接了解和更好地服务于东道国市场等好处;三是“内部化优势”(Internalization Advantage),即公司通过管理权限的国际延伸(即对外直接投资)所实现的公司内部交易,要优于公司与海外那些不属于自己的企业之间的市场交易。<sup>③</sup>

20世纪80年代以来,欧美国家公司对外直接投资受到前所未有的青睐与欢迎,西方跨国公司理论研究也不断深入。拉格曼(A.Rugman)分析认为,内部化才是理解跨国公司对外直接投资唯一且关键的要素。<sup>④</sup> 艾萨业(W.Ethier)进一步从一般均衡角度研究了公司内部化决策,发现对外直接投资取决于相关“信息交易”风险大小以及相对要素禀赋差异等基本国际贸易要素。<sup>⑤</sup> 马库森(J.Markusen)甚至探讨了跨国公司“横向直接投资”的边界,发现“知识资本”对形成公司“所有权优势”与“内部化优势”起关键性或基础性作用。<sup>⑥</sup>

但是,国际经济学界流行的OLI分析框架并不是万能的或者说具有普遍意义的。

① S. Hymer, "The International Operations of National Firms", MIT Ph.D. Thesis, 1960.

② P. Buckley and M. Casson, *The Future of the Multinational Enterprise*, Macmillan, 1976.

③ J. Dunning, "Trade, Location of Economic Activity and MNE: A Search for an Eclectic Approach", in B. Ohlin, P. O. Hesselborn and P. M. Wijkman eds., *The International Allocation of Economic Activity*, Macmillan, 1977.

④ A. Rugman, "New Theories of Multinational Enterprise: an Assessment of Internalization Theory", *Bulletin of Economic Research*, Vol.38, No.2, 1986, pp.101-118.

⑤ W. Ethier, "The Multinational Firm", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.101, No.4, 1986, pp.805-833.

⑥ J. Markusen, "The Boundaries of Multinational Enterprises and the Theory of International Trade", *Journal of Economic Perspective*, Vol.9, No.2, 1995, pp.169-189.

这是因为:一方面,大多数对外直接投资主要发生在西方发达国家之间,OLI 模型对此的解释显得十分牵强;另一方面,越来越多的来自发展中国家特别是新兴市场的跨国公司异军突起,OLI 模型对于这种现象的解释基本上无能为力。

迪克西(A.Dixit)和平迪克(R.Pindyck)独辟蹊径,创立了跨国公司对外直接投资的“真实选择权”(Real Options)理论,从而在一定程度上弥补了传统 OLI 模型的不足。该理论认为,由于影响国际市场的因素纷纭复杂且变化无常,所以公司国际业务特别是对外直接投资风险非常高。为了降低自己直接投资的风险损失,具有全球战略并以服务全球市场为己任的跨国公司,往往借鉴证券投资惯常使用的多样化(Diversification)策略来分散公司现有的直接投资布局,即通过在国外并购或者新建一个或多个工厂来分散公司的直接投资风险(此时公司须相应推迟决定在何处生产以更好、更有效地满足纷纭复杂且变化无常的国际市场的需要),降低公司所面临的各種国际市场的不确定性,进而获得较稳定的投资收益。这样,通过对外直接投资,跨国公司实际上相当于在投资东道国购买了一种“真实选择权”,其价值自然就取决于公司所面临的国际市场风险大小。具体来说,国际市场风险越大,跨国公司在海外并购或者新建工厂的“真实选择权”价值就越大,反之亦然。<sup>①</sup>

宋(H.Sung)和拉蓬(H.E.Lapan)进一步探讨了汇率不确定性(Exchange Rate Uncertainty)对风险中性的跨国公司对外直接投资决策的影响。他们发现,汇率波动为跨国公司把生产能力转移至全球低成本工厂创造了机会和条件,而汇率大幅度波动将增加公司对外直接投资的选择权价值,进一步刺激公司扩大对外直接投资;如果跨国公司还同时与当地企业进行竞争,那么该汇率风险不仅会增加跨国公司选择在全球多个设施进行生产的选择权价值,而且还将在策略上赋予跨国公司更大的竞争优势,帮助跨国公司利用该优势把当地企业挤出市场。<sup>②</sup>

随着加入世界贸易组织(WTO)后中国经济与中国公司的迅速崛起,国际经济学界开始对新兴的中国公司日益扩大的对外直接投资产生了浓厚的研究兴趣。毕方(A.Bevan)等<sup>③</sup>、巴克利(P.J.Buckley)等<sup>④</sup>等西方学者富有创意地从接纳中国公司的东道国特征(Host-Country Characteristics)来探讨中国公司对外直接投资的动因或决

① A. Dixit and R. Pindyck, *Investment under Uncertainty*, Princeton University Press, 1994.

② H. Sung and H. E. Lapan, “Strategic Foreign Direct Investment and Exchange Rate Uncertainty”, *International Economic Review*, Vol.41, No.2, 2000, pp.411-414.

③ A. Bevan, S. Estrin and K. Meyer, “Foreign Investment Location and Institutional Development in Transition Economies”, *International Business Review*, Vol.13, No.1, 2004, pp.43-64.

④ P.J. Buckley et al., “The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment”, *Journal of International Business Studies*, Vol.38, No.4, 2007, pp.499-518.

定因素。其研究发现,反而是那些制度落后(Bad Institutions)或者政治风险高的国家(比如非洲和中东国家)最吸引中国公司的对外直接投资,这与西方发达国家跨国公司的对外直接投资完全不同。科尔斯塔德(I.Kolstad)和维格(A.Wiig)对投资东道国特征做了更全面的计量经济分析,发现中国公司对外直接投资既喜欢拥有巨大市场的大型经济体,同时又偏爱制度落后且自然资源丰富的经济体。<sup>①</sup>

与此相反,布隆尼根(B.Blomigen)<sup>②</sup>、王(C.Wang)<sup>③</sup>等学者则通过解析中国公司自身所处的经济社会特征(Home-Country Characteristics)来探讨中国公司对外直接投资的动因。他们在整合当今国际经济学界研究新兴市场国家公司对外直接投资的三种流行理论即“资源理论”(Resource-Based View of the Firm)、“制度理论”(Institutional Theory)和“产业组织理论”(Industrial Organization Economics)的基础上,对所有相关决定因素进行了更全面的计量经济分析后发现,中国公司对外直接投资主要取决于中国政府的鼎力支持(Government Support)与国内相关产业的竞争状况(Industrial Structure)。

近年来,国内学者也对中国公司对外直接投资进行了一系列范围较广的研究尝试与实证分析,主要包括从传统意义上分析探讨中国公司对外直接投资的“区位选择”<sup>④</sup>和“贸易效应”<sup>⑤</sup>问题,以及较有启发的针对中国公司对外直接投资产生的“产业优化效应”<sup>⑥</sup>与“逆向技术溢出效应”<sup>⑦</sup>的实证分析;但它们与国外众多研究一样,仍然没有形成统一的、有说服力的解释中国公司对外直接投资动因的理论。

毫无疑问,西方发展成熟的跨国公司理论对我们进一步探讨中国公司对外直接投资问题具有启发作用或指导意义,但是,基于西方发达国家对外直接投资经验的跨国公司理论可能并不适用或者不完全适用作为新兴市场经济体与国际市场后来者的中国经济与中国公司;此外,迄今为止,国内外对中国公司对外直接投资的实证研究结论大多使用投资东道国或者中国(2008年国际金融危机爆发前)的面板数据(Panel Data)或总量数据(Aggregate Data),明显缺乏中国或东道国动态数据(Dynamic Data)的支持,所以不能提供较为完整、系统的理论来解读迄今为止特别是国际金融危机爆发之后中国公司掀起的大规模对外直接投资行为。

① I. Kolstad and A. Wiig, “What Determines Chinese Outward FDI?”, *Journal of World Business*, Vol.47, 2012, pp.26-34.

② B. Blomigen, “A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants”, *NBER Working Paper 11299*, 2005.

③ C. Wang et al., “What Drives Outward FDI of Chinese Firms? Testing the Explanatory Power of Three Theoretical Frameworks”, *International Business Review*, Vol.21, No.3, 2012, pp.425-438.

④ 李猛、于津平:“东道国区位优势与中国对外直接投资的相关性研究”,《世界经济研究》2011年6期。

⑤ 张春萍:“中国对外直接投资的贸易效应研究”,《数量经济技术经济研究》2012年6期。

⑥ 冯春晓:“我国对外直接投资与产业结构优化的实证研究”,《国际贸易问题》2009年8期。

⑦ 刘明霞、王学军:“中国对外直接投资的逆向技术溢出效应研究”,《世界经济研究》2009年9期。

本文将基于西方跨国公司“真实选择权”理论与国内外最新实证研究成果,理论联系实际,归纳总结中国公司对欧盟直接投资的根本动因,从动态角度对 2004-2012 年间中国公司对欧盟直接投资数据进行实证分析与检验。

## 二 中国公司对欧盟直接投资的动因分析

首先,作为西方跨国公司对外直接投资理论基石的 OLI 模型或者“三要素”理论已不能充分解释中国公司对欧盟等西方国家的直接投资行为。因为与发达的欧盟国家相比,作为典型后发国家的中国实际上只是近十年来才迅速崛起的新兴市场与经济体,中国公司并不具备超越欧盟同行的所谓“所有权优势”或垄断优势,特别是在专利技术、生产工艺、管理流程、商标品牌以及经营诀窍等方面尤为如此。

纵观近年来中国公司看重的对欧盟企业进行的收购兼并案例,即便是中国国内工程机械制造行业翘楚的中联重科在 2008 年收购意大利著名 CIFA 公司,或者同样作为国内工程机械制造行业三巨头之一的三一重工在 2012 年收购德国有名的普茨麦斯特公司,其市场资源、品牌与技术优势可能都不及被并购的欧盟公司。此外,中国吉利集团在 2010 年收购瑞典有名的沃尔沃汽车公司,以及广西柳工在 2012 年收购波兰 HSW 公司、山东重工在 2012 年收购意大利法拉帝公司等等,其情形也完全类似,并无例外。

事实上,作为一个典型的后发国家与新兴市场,中国经济近年来的快速崛起在很大程度上得益于改革开放以来特别是加入世界贸易组织之后纷至沓来的外国跨国公司在华直接投资的“技术溢出效应”及其推动的产业升级与技术进步。但与此同时,从整体上讲,中国公司大多处于基本完成工业化或者基本掌握发达国家业已成熟、标准化甚至即将淘汰的那些生产技术、工艺流程与管理水平阶段,少有或者难于像美国、欧盟国家、日本等西方发达国家公司那样拥有众多排他性强的专利技术或国际品牌,当然也就不可能通过对外直接投资来更充分地开发利用这些垄断性很强的“知识产权”或“企业独有能力”。徐元国指出,中国现阶段在国际分工体系中仍然没有摆脱处于全球产业价值链较低端的“世界加工厂”地位,中国公司目前正全力推行从“贴牌生产”到“品牌生产”的战略转型,同时实施从原始设备制造商(Original Equipment Manufacturer, OEM)到原始设计制造商(Original Design Manufacturer, ODM)再到自有品牌制造商(Original Brand Manufacturer, OBM)的产业升级。<sup>①</sup>

其次,主要以获取或控制投资东道国重要知识产权或重要战略资源的所谓“资源

<sup>①</sup> 徐元国:“工业设计、ODM 与我国出口产品价值提升:作用机理与实证检验”,《国际贸易问题》2013 年 1 期。

理论”也很难圆满、合理地解释中国公司长期以来对欧美国家企业十分偏爱的并购式直接投资。因为美国与欧盟国家迄今为止一直沿袭“冷战”思维,长期维持对中国重要军民两用产品与技术出口特别是那些所谓高新技术及产品出口的严格管制。有鉴于此,如果中国公司对外直接投资的确能够产生所谓“逆向技术溢出效应”以及“产业升级效应”的话,那么,与其说这直接来源于中国公司通过并购式直接投资在海外建立的分支机构所提供的企业特定资产或企业独有能力,倒不如说是国际市场激烈竞争催生或者倒逼中国公司自身不断提升技术开发与产业升级能力所致。

此外,主要以东道国政治风险高低为标志的所谓“制度理论”也无法解释中国公司从整体上为何一直首选美国和欧盟作为其最大海外投资目的地。因为作为当今世界最先进的两大经济体,美国和欧盟制度完善、经济发达、社会稳定、政治风险比较小且基本可测可控。但“制度理论”在一定程度上可以解释中国对美国和欧盟的直接投资更多的是来自中国国有企业,因为它们可能有中国政府的强力支持。笔者认为,这恰恰是中国社会经济制度或者企业产权结构的一种真实反映。

值得注意的是,与前面几种对外直接投资理论相比,传统的“产业组织理论”还有一个比较合理的内核,因为王等人的实证研究成果表明,中国公司在母国所处的产业竞争状况越激烈,这些公司就会开展更多、更大规模的对外直接投资,反之亦然。但遗憾的是,国内产业竞争状况只是中国公司对外直接投资的一个必要条件,并非充分或者充分必要条件。<sup>①</sup>

第三,归根结底,考虑到中国处于全球产业价值链中低端以及作为“世界加工厂”的具体实际情况,<sup>②</sup>并结合近期中国公司对欧盟直接投资动机的调查报告,笔者认为,中国公司对外直接投资的根本动因就是在海外建立或获取一种“真实选择权”,以有效对冲或防范中国公司面临的日趋扩大的国际市场风险。换言之,迪克西和平迪克提出的“真实选择权”理论适用于解释中国公司的对外直接投资。

从理论角度来看,“真实选择权”理论已经超越前述主要定位于公司所在国国内产业竞争状况的“产业组织理论”,无疑是传统“产业组织理论”自然延伸至投资东道国并与东道国特征相契合的一个理论升级;更为重要的是,“真实选择权”理论不仅巧妙地融合了投资来源国与投资东道国的相关重要特征,更是中国公司对美国这个最大出口市场直接投资的一个充分必要条件。

<sup>①</sup> C. Wang et al., “What Drives Outward FDI of Chinese Firms? Testing the Explanatory Power of Three Theoretical Frameworks”, pp.425-438.

<sup>②</sup> 事实上,中国大多数出口产品生产所需的关键零部件或者重要原材料不仅依赖于从外国进口,而且加工贸易长期以来一直占中国对外贸易总额的一半以上。

“真实选择权”理论也适用于解读中国公司对欧盟直接投资的一个最好证明,就是中国欧盟商会(European Chamber)最近对中国公司在欧盟直接投资动机的调查结果:85%受访者表示他们在欧洲进行投资的主要目的是为了获得欧洲市场份额,从而在欧盟出售商品和服务;47%受访者表示他们的目的是给中国市场提供商品和服务;四分之一的受访者表示他们投资欧盟的目的是为了服务中国和欧洲以外的市场;超过三分之一的受访者表示知识产权和研发资源是吸引他们投资欧盟的原因。<sup>①</sup>

毋庸置疑,中国公司通过在欧盟直接投资或者获取一个“真实选择权”,可以很好地规避日趋扩大的国际市场风险,进而更好地利用或服务欧盟市场。近年来,大步迈向国际化的中国公司主要面临两个方面的国际市场风险:一是国际市场大宗商品、原材料或重要资源的价格风险(Price Risk),这些资源类产品绝大部分都是以当今最重要的国际货币美元来计价和结算的,其定价权主要由美国掌控。尽管中国对这些资源类产品具有很强的刚性需求,但中国公司对其国际市场价格却几乎没有任何话语权或影响力,只能被动接受;二是人民币与主要国际货币特别是与美元和欧元的汇率风险(Exchange Rate Risk),中国政府一直致力于人民币汇率制度改革,人民币汇率的灵活性与波动幅度也随之不断扩大。

事实上,对日益开放并快速融入国际经济体系的中国公司而言,2001年入世后中国经济迅速崛起,2005年中国外汇管理体制重大改革,2008年美国次贷危机全面爆发以及2010年欧盟主权债务危机全面爆发等重大国际经济事件,毫无疑问都将不同程度地加剧本就动荡不安且处于不断变革中的国际市场风险。

其一是2001年加入世界贸易组织之后中国经济的迅速崛起。随着中国经济与对外贸易的飞速发展以及中国工业化与城镇化的快速推进,以中国为代表的新兴市场对石油、铁矿石、铜等国际大宗商品及原材料需求急剧增长,从而导致这些重要资源的国际市场价格扶摇直上,并通过“输入性”通货膨胀方式引发中国国内物价不断攀升(即所谓的“人民币对内贬值”)。为了规避资源价格上涨风险,中国公司近年来纷纷开展以获取或确保这些重要资源稳定供应为主的对外直接投资;然而,由于以美国为首的西方国家往往以这些资源涉及所谓“国家安全”为由常常直接否决中国公司相关并购,所以中国公司只能退而求其次,选择到资源丰富但政治风险较高的第三世界国家去寻找和建立海外供应基地。

其二是2005年7月21日中国对人民币汇率制度进行第二次重大改革,在人

<sup>①</sup> 参见“中国对欧盟境外投资报告”,2013年1月, <http://www.eurochamber.com.cn>, 2014年11月28日访问。

民币对美元汇率一次性升值 2.1%的基础上,放弃自 1998 年以来长期固守的盯住美元制度,转而参考一篮子货币;人民币对美元汇率的日波动幅度由过去的 0.3%扩大至 0.5%,而对欧元、英镑等非美元汇率则由过去的 0.3%一下子急剧扩大至 3%。自此之后,人民币汇率开启了每日波动大幅上升但总体上仍维持稳步升值态势的新时代,这无疑增加了中国公司从事国际业务所遭遇的汇率风险。

其三是 2008 年美国次贷危机全面爆发并迅速扩散为全球性国际金融危机。一方面,作为世界中央银行的美国联邦储备委员会及时针锋相对地推出所谓“超宽松”货币政策与美元战略性贬值来转嫁经济金融危机和打压中国等新兴市场,从而导致全球流动性泛滥、国际大宗商品价格飙升以及逼迫人民币进一步承压升值;<sup>①</sup>另一方面,面对国内不断上涨的原材料、劳动力、房地产、商品以及资产等价格,中国政府因势利导将人民币对美元汇率的日波动幅度再进一步扩大至 1%的水平。在国内外因素相互推波助澜的背景下,人民币“对外升值而对内贬值”的状况进一步升级,中国公司所面临的国际市场价格风险与人民币汇率风险也随之增加。

其四是 2010 年欧洲主权债务危机全面爆发并导致欧盟经济乃至世界经济更为动荡不安。随着 2009 年希腊主权债务危机进一步蔓延、扩散,进而演变为欧洲主权债务危机,欧元遭遇了其 1999 年诞生以来的首次重大危机,欧洲中央银行为此不得不祭出进一步的巨额“量化宽松”政策来拯救岌岌可危的欧元与欧洲银行业,欧洲央行甚至将法定通货膨胀率上限也由过去的 2%调高至 3%;随着全球流动性的进一步泛滥,中国公司面临的国际市场资源价格风险与汇率风险被再次推上一个新台阶。

总而言之,入世后中国公司面临越来越高的国际市场风险,主要表现为日益扩大的资源价格风险与汇率风险,进一步或更具体地说就是人民币“对内贬值而对外升值”状况不断恶化;由于欧盟已经取代美国成为中国公司最重要甚至最大的出口市场,中国公司在欧盟建立或获取一个“真实选择权”的价值也就水涨船高,进而刺激中国公司对欧盟进行直接投资。事实也的确如此,下文所做的简单实证分析就是“真实选择权”理论的最好证明。

最后,需要指出的是,在欧盟拥有“真实选择权”,不仅可以使中国公司获取或分享欧盟国家掌控的丰富自然资源与金融资源、熟练且素质较高的劳动力与人才资源、富裕发达的市场体系、完善宽松的制度环境等直接收益,进而降低公司利用或服务包括整个欧盟在内的国际市场的风险成本;而且,如果中国公司采用并购模式,还可以获取欧盟企业掌控的异国资源、市场份额、先进技术、知名品牌、研发能力和高级人才等

<sup>①</sup> 参见龚秀国:《后金融危机时代美国美元汇率战略对我国影响研究》,成都:四川大学出版社 2014 年版。



额外收益,从而进一步提升该“真实选择权”的价值含量。

换言之,国际市场风险不断上升固然可以增加中国公司在欧盟的“真实选择权”价值并促进直接投资,并购欧盟较先进企业同样可以增加中国公司在欧盟的“真实选择权”价值并促进直接投资。因此,如果“真实选择权”理论适用的话,中国公司对欧盟直接投资在投资方式选择上理所当然应该更多地选择并购式直接投资;下文所做的实证分析也恰恰印证了这一推论。

### 三 中国公司对欧盟直接投资的实证分析

为了动态分析的可行与方便,我们首先选择欧盟扩大后的欧盟市场(即 EU27)为考察对象,将欧盟东扩的 2004 年作为实证分析与收集数据的起点。<sup>①</sup>其次,我们以与国际市场风险扩大直接相关的三个重大事件即 2005 年中国外汇体制重大改革、2008 年美国次贷危机全面爆发以及 2010 年欧洲主权债务危机全面爆发为分界点,把欧盟东扩以来的时期分成四个阶段:第一阶段,2004-2005 年间,人民币汇率严格盯住美元时期,中国公司主要面临石油、铁矿石等国际重要资源市场价格急速上涨风险;第二阶段,2006-2008 年间,除国际市场资源价格风险之外,人民币汇率风险急剧扩大;第三阶段,2009-2010 年间,美国“超宽松”货币政策和美元战略性贬值促使国际市场资源价格风险与人民币汇率风险进一步上升;第四阶段,2011-2012 年间,欧洲中央银行货币政策的进一步调整,再次推高国际市场资源价格风险与人民币汇率风险。

事实上,随着中国公司面临的国际市场风险不断扩大,中国公司在欧盟的“真实选择权”价值也就越大,进而刺激中国公司在欧盟直接投资;不仅如此,由于并购欧盟先进企业可以增加“真实选择权”的价值含量,所以中国公司在欧盟大多采用并购式直接投资。

第一,自 2004 年欧盟东扩以来,中国公司对欧盟直接投资存量一直保持稳步增长势头,特别是欧洲主权债务危机爆发之后中国公司对欧盟直接投资更是空前增长。

在 2004-2005 年的两年间,中国公司在欧盟(EU27)直接投资存量仅 10 亿多欧元;在 2006-2008 年的三年间,尽管国际市场风险特别是欧元兑换人民币汇率波动区间大幅度上升以及美国次贷危机爆发的进一步冲击,中国公司在欧盟(EU27)直接投资存量却一直呈现快速增长趋势,2006 年底便超过 35 亿欧元,2007 年底超过 46 亿欧

<sup>①</sup> 如果选择 2000 年以来的数据,就会因为 2004 年以前的“欧盟市场”不同于 2004 年以后的欧盟市场(即 EU27)而不能进行动态的实证分析。

元,2008 年底更是超过 55 亿欧元;在 2009-2010 年的两年间,尽管希腊主权债务危机迅速扩散为欧洲主权债务危机并进一步加剧欧洲经济动荡,但中国公司在欧盟(EU27)直接投资存量仍逐年持续增长,2009 年底便超过 58 亿欧元,2010 年底又进一步超过 61 亿欧元;在 2011-2012 年的两年间,尽管欧洲主权债务危机全面爆发之后国际市场风险急剧上升,但中国公司在欧盟(EU27)直接投资存量更是迅猛增长,在 2011 和 2012 年底分别超过 185 亿欧元与 267 亿欧元,分别是 2010 年底的 3 倍与 4 倍。此外,中国公司对欧盟 15 国或者欧盟 25 国的直接投资也完全类似。(参见表 1)

相关数据充分表明,2005 年人民币汇率制度重大改革与 2010 年欧盟“主权债务危机”全面爆发,非但没有因国际市场风险加剧而遏制中国公司对欧盟直接投资的势头,反而为中国公司在欧盟直接投资创造了前所未有的投资机遇;考虑到上述四个时期国际市场风险不断增长的差异性,这实际上证明了“真实选择权”理论对中国公司对欧盟直接投资的适用性与有效性。

表 1 中国公司对欧盟直接投资存量(单位:百万欧元)

时间	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
欧盟 27 国	1739	1211	3576	4681	5590	5884	6111	18530	26768
欧盟 25 国	1650	1123	3519	4604	5525	5841	6045	18420	26621
欧盟 15 国	1611	1040	3397	4352	5167	5631	5635	18091	26238

资料来源: Eurostat, [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search\\_database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database), 2014 年 11 月 28 日访问;“直接投资存量”指“期末直接投资价值”。

第二,自 2004 年欧盟东扩以来,中国公司对欧盟直接投资净流量也一直伴随着国际市场风险的不断扩大保持稳步增长态势,而欧洲主权债务危机更是刺激中国公司对欧盟直接投资爆发式增长。

自 2004 年欧盟东扩以来,中国公司对欧盟(EU27)直接投资年度流量从表面上看差别较大(参见表 2),但如果与国际市场风险显著变化的时间区间结合起来并考察相关年度的直接投资年均流量,情况就变得更为明朗;2004-2005 年间,中国公司对欧盟(EU27)直接投资净流入 4.15 亿欧元,年均流入 2.075 亿欧元;2006-2008 年间,随着人民币汇率风险大幅度上升,中国公司对欧盟(EU27)直接投资净流入 25.5 亿欧元,

年均流入 8.5 亿欧元,是上个时期年均流量的 4 倍;2009-2010 年间,随着国际金融危机向全球扩散,中国公司对欧盟(EU27)直接投资变得更为谨慎,直接投资净流入 4.26 亿欧元,年均流入 2.13 亿欧元;但在 2011-2012 年间,伴随欧洲主权债务危机全面爆发所引发的更大国际市场风险,中国公司对欧盟(EU27)直接投资净流入 119.75 亿欧元,年均流入 59.875 亿欧元,是上个时期年均流量的近 30 倍。(参见表 3)

表 2 中国公司对欧盟直接投资流量(单位:百万欧元)

时间	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
欧盟 27 国	518	-103	2186	749	-385	62	364	4318	7657
欧盟 25 国	463	-113	2181	730	-383	61	365	4271	7644
欧盟 15 国	448	-141	2138	543	-401	253	241	4374	7567

资料来源: Eurostat, [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search\\_database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database), 2014 年 11 月 28 日访问;“直接投资流量”指“期内新增直接投资”。

表 3 中国公司对欧盟直接投资年均流量规模(单位:百万欧元)

时间	2004-2005 年间		2006-2008 年间		2009-2010 年间		2011-2012 年间	
	总量	年均	总量	年均	总量	年均	总量	年均
欧盟 27 国	415	207.5	2550	850	426	213	11975	5987.5
欧盟 25 国	350	175	2528	842.7	426	213	11915	5957.5
欧盟 15 国	307	153.5	2280	760	494	247	11941	5970.5

资料来源:笔者根据表 2 相关数据直接计算而得。

相关数据充分表明,随着国际市场风险特别是与欧盟市场密切相关的人民币与欧元、英镑等非美元汇率风险不断扩大,中国公司对欧盟直接投资年均流量都会急剧增长;这说明中国公司通过在欧盟直接投资建立或获取“真实选择权”的理论是适用的。

如果我们忽略与欧盟市场不直接相关的美国次贷危机影响,而把 2005 年人民币汇率体制重大改革后的影响直接延伸至 2010 年欧洲主权债务危机全面爆发为止,那

么“真实选择权”理论更能解释中国公司对欧盟直接投资行为。2006-2010年间,伴随人民币对非美元汇率波动幅度的急剧扩大,中国公司对欧盟(EU27)直接投资净流入29.76亿欧元,年均流入5.952亿欧元,是上个时期年均流量的3倍;而在2011-2012年间,面对更大的国际市场风险,中国公司对欧盟(EU27)直接投资净流入119.75亿欧元,年均流入59.875亿欧元,这是上个时期年均流量的10倍。(参见表4)

表4 中国公司对欧盟直接投资年均流量规模(单位:百万欧元)

时间	2004-2005 年间		2006-2010 年间		2011-2012 年间	
	总量	年均	总量	年均	总量	年均
欧盟 27 国	415	207.5	2976	595.2	11975	5987.5
欧盟 25 国	350	175	2954	590.8	11915	5957.5
欧盟 15 国	307	153.5	2774	554.8	11941	5970.5

资料来源:笔者根据表2 相关数据直接计算而得。

第三,自2004年欧盟东扩以来,中国公司对欧盟的直接投资一直都偏爱收购兼并,特别是欧洲主权债务危机爆发之后更是压倒性地采用并购方式。

自2004年欧盟东扩以来,除去2005年这个特殊年份之外,中国公司每年对欧盟并购投资金额一直都超过绿地投资金额(参见表5)。

表5 中国公司对欧盟(EU27)直接投资方式选择(单位:百万欧元)

时间	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
投资 总额	647	471	588	882	588	1941	2706	7647	7824
并购 投资	412	176	471	647	294	1353	1529	6647	7176
绿地 投资	235	295	117	235	294	588	1177	1000	648

资料来源:根据哈尼曼文章中相关图示长度简单估算而得,<http://rhg.com/articles/the-eu-china-investment-relationship-from-a-one-way-to-a-two-way-street>,2014年11月28日访问。<sup>①</sup>

① 由于笔者无法获取精确的原始数据,只能根据相关图示长度简单估算并购投资与绿地投资数据。

进一步观察后不难发现,在 2004-2005 年的两年期间,中国公司对欧盟年均并购投资 2.94 亿欧元,占中国公司对欧盟直接投资总额的 52.6%;在 2006-2008 年的三年期间,中国公司对欧盟年均并购投资 4.71 亿欧元,占中国公司对欧盟直接投资总额的 68.6%,分别比上个时期增长 1.77 亿欧元和 16 个百分点;在 2009-2010 年的两年间,中国公司对欧盟年均并购投资猛增至 14.41 亿欧元,相当于上个时期年均并购投资的三倍,并占当期中国公司对欧盟直接投资总额的 62.0%;在 2010-2012 年的两年间,中国公司对欧盟年均并购投资又进一步猛增至 69.12 亿欧元,相当于上个时期年均并购投资的 5 倍,并占当期中国公司对欧盟直接投资总额的 89.3%,比上个时期增长 27 个百分点。(参见表 6)

表 6 中国公司对欧盟(EU27)直接投资方式年均规模与占比(单位:百万欧元;% )

时间	2004-2005 年间		2006-2008 年间		2009-2010 年间		2011-2012 年间	
	年均规模	占比	年均规模	占比	年均规模	占比	年均规模	占比
总额	559	100	686	100	2324	100	7736	100
并购投资	294	52.6	471	68.6	1441	62.0	6912	89.3
绿地投资	265	47.4	215	31.4	883	38.0	824	10.7

资料来源:笔者根据表 2 相关数据直接计算而得。

上述数据表明,收购兼并一直占中国公司对欧盟直接投资总额的一半以上,无疑是中国公司对欧盟直接投资的最重要方式,而且,随着国际市场风险不断扩大,中国公司并购投资方式占比也急剧上升;其根本原因在于实施海外并购特别是收购兼并欧盟等发达国家较先进企业可以给中国公司在海外建立的“真实选择权”带来更多“额外”价值或者“额外”收益,尤其是夯实中国公司的行业地位以及增加中国公司的全球市场份额、资源占有、先进技术和知名品牌等等。

与此同时,随着国际市场风险不断扩大,中国公司对欧盟绿地投资也表现出稳定增长态势。在 2004-2008 年的前两个阶段,中国公司对欧盟年均绿地投资金额始终徘徊在 2 亿-3 亿欧元之间;但在 2009-2012 年的后两个阶段,随着美国次贷危机向全球扩散以及欧洲主权债务危机的深刻冲击,中国对欧盟年均绿地投资金额显著上升,并一直保持在 8 亿-9 亿欧元之间,相当于前两个时期或者 2004-2008 年间年均水平的 3 倍多。(参见表 5、表 6)这实际上从另一方面表明,2008 年美国次贷危机全面爆发并迅速扩散为全球性国际金融危机,极大地增加了国际市场风险,所以中国公司在

欧盟直接建立“真实选择权”的价值就越突出,中国公司利用国内外“两个市场和两种资源”以防范国际市场风险的步伐也在同步加快。

#### 四 结论与展望

作为中国公司第二大海外投资目的地、最重要的海外出口市场以及最主要的海外技术来源地,欧盟毫无疑问也是研究中国公司对外直接投资动因的一个重要窗口。本文运用迪克西和平迪克创立的“真实选择权”理论,解释了中国公司近年来不顾日益扩大的国际市场风险,反而掀起对欧盟前所未有的直接投资热潮。

作为国际市场的后起之秀,中国公司对欧盟直接投资之所以越来越多、规模也越来越大,其根本动因就是希望在欧盟建立或获取一种“真实选择权”,从而规避中国公司所必须面临且不断扩大的国际市场价格风险与汇率风险。具体而言,中国公司面临的越来越高的国际市场风险主要表现为人民币“对内贬值而对外升值”状况日益恶化,所以中国公司在欧盟建立或获取一个“真实选择权”的价值自然就水涨船高,进而刺激更大规模、更多数量的对欧盟直接投资。此外,并购欧盟拥有先进技术的较先进企业也可以增加公司在欧盟的“真实选择权”的价值含量,因此,中国公司对欧盟直接投资大多选择并购模式。

值得一提的是,欧盟是一个由众多主权国家组成的联合体,其成员国对待中国公司直接投资的态度与政策也可能存在差异,即中国公司在欧盟国家进行直接投资遭受所谓“主权风险”(Sovereign Risk)影响可能比较明显;但近年来的事实与数据却充分表明,“主权风险”对以追求“真实选择权”或抢占国际市场为根本目的的中国公司直接投资基本上没有多大影响。

事实上,自2004年欧盟扩大以来,不论是2008年美国“次贷危机”蔓延冲击还是2010年欧洲“主权债务危机”全面爆发,都没有扰乱或打破蓄势待发的中国公司坚定“走出去”的国际化或全球化战略,反而成为中国公司难能可贵的进行长远规划与全球布局的历史机遇,因为中国公司通过直接投资为遭受危机冲击的国家带来了他们渴求的资金、就业与经济增长,而这恰恰是国际经济合作最需要的互利共赢局面。我们相信,中国与欧盟的国际经济合作在不远的未来将更上一个台阶。

(作者简介:龚秀国,四川大学经济学院教授;姚山,四川大学经济学院博士研究生。责任编辑:宋晓敏)