

跨国并购能促进经济增长吗？ ——FDI 进入模式、内源投资与东道国 经济增长的关系研究

李 昶^{1,4} 李善民^{1,4} Philip Chang² 史欣向^{3,4}

(1.中山大学管理学院,广州 510275;

2.Haskayne School of Business, University of Calgary, Canada T2N1N4;

3.广州大学工商管理学院,广州 510006;

4.中山大学并购重组研究中心,广州 510275)

摘要:传统文献认为只有绿地投资才能促进东道国经济增长,跨国并购对东道国的经济增长没有贡献。本文使用全球 173 个国家和地区数据进行的实证研究表明,在东道国金融市场健全、制度环境稳定时,跨国并购可以通过“再投资过程”转化为东道国内源投资,从而促进东道国的经济增长。本文同时还发现在发达国家,FDI 对经济增长的促进作用强于内源投资,而在发展中国家,FDI 与内源投资在促进经济增长方面没有显著差异。

关键词:外商直接投资;绿地投资;跨国并购;经济增长

引 言

外商直接投资(Foreign Direct Investment, FDI)进入东道国的模式主要有两种:绿地投资和跨国并购。绿地投资又称新建投资、创建投资,是指 FDI 投资者在东道国境内直接投资建立新工厂、新分部的 FDI 投资模式;而跨国并购,则是指 FDI 投资者收购东道国原有企业的投资模式。

现有文献普遍认为只有绿地投资可以促进东道国的经济增长,而跨国并购对东道国经济增长没有影响^[1],甚至会抑制东道国的经济增长^[2]。然而,联合国贸易与发展委员会(UNCTAD)提供的全球 FDI 数据却显示,在世界范围内跨国并购广泛存在,1990-2010 年间全球跨国并购额占 FDI 总额的 42.7%,高达 7.08 万亿美元。如果跨国并购真的对东道国经济增长没有影响甚至会产生抑制作用,为何各国政府对广泛存在的跨国并购行为没有进行强力管制?同时,UNCTAD 的数据还显示跨国并购在发达国家中更普遍,1990-2010 年间对发达国家进行的 FDI 投资中,跨国并购占 FDI 总额的比例高达 57.1%,而对发展中国家的 FDI 投资中,该项占比只有 16.6%。是什么原因导致这一占比在发达国家和发展中国家之间存在如此大的差异?

针对以上问题,本文对跨国并购资金进入东道国后的流向进行了理论分析,发现跨国并购资金可以通过

收稿日期:2013-03-15

基金项目:教育部哲学社会科学重大课题攻关项目(11JZD020);教育部人文社会科学研究青年项目(14YJC630111)。

作者简介:李昶,中山大学管理学院博士研究生;李善民(通讯作者),中山大学管理学院教授,博士生导师,博士;Philip Chang, Haskayne School of Business, University of Calgary, Associate Professor, PhD;史欣向,广州大学工商管理学院讲师,博士。

“再投资过程”转化为东道国的内源投资,从而促进东道国的经济增长;但是“再投资过程”的顺利进行需要东道国金融市场和制度环境的配合。本文利用1990-2010年间全世界173个国家的面板数据进行了实证研究,并证实了以上理论预测。实证研究发现在金融市场健全和制度环境稳定的发达国家,跨国并购可以显著地促进经济增长;而在不具备这些条件的发展中国家,由于跨国并购资金的“再投资过程”无法顺畅进行,跨国并购与经济增长之间不存在显著相关性。

同时,本文的研究还发现,发达国家和发展中国家的差异并不仅仅表现在跨国并购对经济增长的影响方面;在发达国家,无论何种模式的FDI对经济增长的促进作用都比内源投资更强,而在发展中国家,两种FDI模式在促进经济增长方面与内源投资没有差异。该发现与许冰^[3]的研究结论相一致,说明在发达地区,FDI对本地投资表现出挤入效应,FDI可以起到活跃经济、促进发展的作用;而在欠发达地区,FDI对本地投资表现出挤出效应,FDI的进入会导致本土企业的消亡,区域投资总量不会显著增长甚至会减少。

本文第二部分是文献回顾及论文的研究假设,第三部分是论文的研究设计,第四部分报告实证研究的结果并进行分析,第五部分是本文的结论和政策建议。

文献回顾及研究假设

FDI对东道国经济增长的影响,一直是学术界关注的话题,国内外大量学者都对这一问题进行过深入研究。早期文献普遍认为FDI对东道国经济增长有促进作用^[4-9],但是也有众多的实证研究得出了不同的结论。

部分研究发现FDI只有在满足一定条件的情况下才会促进经济增长。例如Alfaro等^[10]利用1975-1995年间全球数据进行的实证研究发现只有当东道国金融市场足够有效时,FDI才会促进东道国经济增长,Azman-Saini等^[11]的研究得出了相同的结论,随后Alfaro等^[12]通过构建理论模型解释了金融市场有效性影响FDI对东道国经济增长贡献的作用机制;Jyun-Yi^[13]利用门槛回归模型对1975-2000年间62个国家的数据进行了研究,他们发现只有当东道国的GDP总额足够大时FDI才会促进东道国的经济增长;Wijeweera等^[14]通过随机前沿方法分析了1997-2004年间45个国家的数据,发现只有在高水平的劳动力充足的国家,FDI才会促进经济增长;Alguacil等^[15]研究了全球发展中国家1976-2005年间的的数据,发现宏观经济环境和制度环境会影响FDI对东道国经济增长的促进作用。

Carkovic和Levine^[16]、Kang等^[17]和Bacic等^[18]的研究则发现FDI根本不会促进经济增长;Carkovic和Levine^[16]检验了全球72个国家和地区1960-1995年间的长期面板数据,并发现FDI对经济增长的影响完全不显著;Kang等^[17]对20个发达国家和Bacic等^[18]对14个转型中国家的研究也得出了相同的结论。

Saltz^[19]和De Mello^[20]对多达62个发展中国家1970-1990年间数据的研究甚至发现FDI与东道国经济增长呈负相关关系,而Mencinger^[21]对8个欧洲发达国家的研究也发现了FDI抑制东道国经济增长的现象。

为何在关于FDI与东道国经济增长之间关系这一问题上,不同学者研究得出的结论差别如此之大?Mencinger^[21]在发现FDI与东道国经济增长之间的负相关关系时,提出可能的原因是FDI的不同进入模式导致了这一现象的存在。

Neto等^[1]首次指出,早期文献对FDI和东道国经济增长之间关系的研究之所以会得出不同结论,是因为忽略了绿地投资和跨国并购这两种FDI进入模式之间的差别,即这两种进入模式对东道国经济增长的促进作用是不同的,不区分进入模式而直接使用FDI总量数据进行统计分析,会因为样本中不同进入模式的占比差异而产生不同的统计结果,在此思路指导下,他们利用全世界53个国家2002-2006年间的的数据进行了实证研究,并发现绿地投资与东道国经济增长显著正相关,而跨国并购与东道国经济增长不相关,因而他们认为只有绿地投资才会促进东道国的经济增长。几乎同时,Wang和Sunny-Wong^[2]也进行了类似的研究,他们同样认为是不同进入模式之间的差异导致了FDI与东道国经济增长之间的不确定关系,并利用1987-2001年间全球84个国家的大样本面板数据进行了实证研究,他们发现绿地投资可以促进东道国的经济增长,而跨国并购则在总体上与东道国经济增长负相关,只有当东道国人力资源水平达到一定高度时才会出现微弱的正相关关系。Kim^[22]通过构建数学模型,从理论上提出绿地投资有利于提高东道国的福利水平,而跨国并购只能满足

于跨国公司的利益最大化,对东道国的经济福利没有促进作用。

以上的研究都表明绿地投资可以显著地促进东道国经济增长,而跨国并购对东道国经济增长的促进作用不显著,甚至会抑制东道国的经济增长。针对这种现象,主流的解释是绿地投资新建了企业,增加了东道国境内的投资总量,并通过投资促进了就业、出口和技术进步,因而可以促进东道国的经济增长;而跨国并购只是导致了东道国原有企业的所有者由本国变为外国人,并没有新建企业以增加东道国境内的投资总量,所以不会促进东道国经济增长^[2,23]。虽然这一解释有其合理性,但却无法回答本文引言中提出的问题,即“如果跨国并购对东道国经济增长没有作用甚至会产生负面作用,那各国政府为何还会允许跨国并购行为如此普遍的发生”。为了解释这一疑问,下文将首先对跨国并购资金进入东道国后的流向进行分析。

在跨国并购发生后,跨国并购资金(收购对价)将被东道国被收购企业的原股东所获得。这些被收购企业原股东持有资金后将必然(也只能)用在三个方面,再投资、消费和储蓄^[24,25]。再投资直接增加东道国境内投资总量,消费可以通过扩大东道国内需的途径间接促进东道国投资的扩大,而储蓄起来的资金则会通过银行信贷系统转而形成东道国境内的投资;由此可见,只要被收购企业原股东的再投资、消费和储蓄行为在东道国内进行,则通过跨国并购模式进入东道国的资金最终都会转化成东道国的内源投资,并通过这些内源投资促进东道国的就业、出口和技术进步,从而促进东道国经济的增长(在后文中我们将这一转化过程统称为跨国并购资金的“再投资过程”)。另外 FDI 投资者收购东道国企业后还会通过技术转让、优化企业管理等方式促进东道国的技术和管理水平的进步^[4,26]。

以上分析说明对“跨国并购不能促进经济增长”这一问题的传统解释并不准确,跨国并购并非不能促进东道国境内投资总量的增加,只要“再投资过程”可以顺利进行,跨国并购就可以促进东道国境内投资总量的增加,进而促进东道国经济增长。

当然再投资过程的顺利进行不是无条件的,东道国金融体系的健全程度^[10,11,27,28]和制度环境的稳定性^[15,29-31]对再投资过程能否顺利进行有至关重要的影响。健全的金融体系可以简化再投资过程的流程、加速再投资过程的进行^[32],稳定的制度环境既能保证再投资过程的稳定进行,还能给投资者以稳定的信心^[33]。当金融体系不健全时,再投资过程将进行得缓慢且没有效率,大大减弱跨国并购资金到内源投资的转化速度和程度;例如我国资本市场不够发达,以国有银行为主的银行体系效率相对较低,因此通过跨国并购进入我国的资金,主要通过投资者的直接投资行为才能增加我国的投资总量,而无法通过更快速的资本市场融资和银行借贷渠道,这将显著减慢通过跨国并购进入我国资金的再投资速度。当制度环境不稳定时,东道国国内投资者就会倾向于向海外转移资产,从而直接中断整个再投资过程;例如在欠发达国家普遍存在的“富人对外移民”现象就是一个值得关注的问题,因企业被外资收购而形成的富人,由于担心其财产在国内的安全问题,而选择移民到制度环境相对稳定的国家,这将导致通过跨国并购进入东道国的资金直接流入境外,完全不会对东道国经济产生任何促进作用。发达国家金融体系的健全性和制度环境的稳定性明显优于发展中国家,因此发达国家的再投资过程可以顺畅的进行,使得通过跨国并购进入发达国家的 FDI 资金很顺利地通过再投资过程转化为内源投资;而发展中国家则由于缺乏健全的金融体系和稳定的制度环境,导致跨国并购资金的再投资过程无法顺畅进行,甚至可能导致获得这些资金的本国居民向海外转移资产,中断了本国跨国并购资金的再投资过程。由此可以推断,在发达国家,跨国并购应当可以促进经济增长,而在发展中国家,跨国并购不能促进经济增长。由此提出以下两个假设:

H1:在发达国家,跨国并购和绿地投资都可以促进经济增长。

H2:在发展中国家,只有绿地投资可以促进经济增长。

为何现有的实证研究文献没有得出这样的结论?本文认为可能的原因是现有文献没有注意到发达国家和发展中国家之间的异质性以及研究样本的不足。现有的利用面板数据进行大样本研究的文献都是将全球数据放在一起进行回归分析,忽略了发达国家和发展中国家之间的差异;而考虑了国家差异的研究则都是对少数几个案例国家的数据进行的国别研究,样本量不足。因此本文将利用 1990-2010 年间全球 173 个国家或地区的大样本数据进行回归分析,以研究不同 FDI 进入模式对东道国经济增长的影响;同时还对发达国家数据和发展中国家数据分别回归,以控制不同发展水平国家之间的异质性。在控制了这些因素后,本文将通过

实证研究来验证上文提出的两个假设。

此外,因为绿地投资和跨国并购都是通过增加东道国境内的投资总量来促进东道国经济增长的(绿地投资直接增加东道国境内投资,跨国并购通过再投资过程增加东道国境内投资),因此除了关心绿地投资和跨国并购两种 FDI 模式能不能促进东道国经济增长之外,我们还想知道这两种进入模式增加的东道国境内投资与东道国的内源投资有没有差异,即同样额度的投资,东道国内源投资和 FDI(跨国并购、绿地投资)哪一个对经济增长的促进作用更强。

对于这一问题,目前不存在被广泛接受的理论研究结论和实务经验判断。现有文献中,许冰^[3]通过构造一套基于路径收敛设计的计量模型,发现 FDI 是否会促进一个区域的经济增长关键在于 FDI 在该区域能否对内源投资产生挤入效应,而 FDI 对区域技术进步的影响对该地区经济增长并没有显著的促进作用;其对我国数据的研究发现,在我国东部发达地区 FDI 可以对内源投资产生挤入效应,即 FDI 不但会增加我国东部发达地区的投资总量,还会带动该地区内源投资者增加投资;而在中西部欠发达地区,FDI 则表现出挤出效用,即 FDI 的投资不但没有带动中西部的内源投资,反而可能抑制该地区原有的内源投资,从而导致该地区投资总量没有显著增加甚至可能减少。不过许冰^[3]没有解释为何会出现“FDI 对内源投资的挤入效应会促进经济增长,而 FDI 带来的技术进步却没有作用”这一现象。

我们认为可能是 FDI 在发达国家和发展中国家之间的投资策略差异导致了这一现象。在发展中国家,FDI 投资相对本土企业在生产技术方面拥有压倒性优势,因此 FDI 进入后将严重挤压本土企业的生存空间,甚至导致本土企业大范围倒闭,虽然表面上看发展中国家的技术水平提高了,但本质上只是技术水平高的外资企业替代了技术水平低的本土企业而已,并没有带动本土企业技术水平上升,也没有增加本地的投资总量,因此 FDI 进入发展中国家后,会出现技术水平升高,但投资总量没有增加甚至减少(挤出效应),经济增长速度也没有增加的状况。

而在发达国家,由于本土企业技术水平非常高,因此 FDI 投资不能通过在技术水平上的压制而获得比较优势,只能通过差异化经营而与本土企业共存,因此 FDI 增加了本地投资,并通过差异化经营活跃了竞争;所以 FDI 进入发达国家之后,将会出现技术水平变化不大,但竞争加剧、经济活跃、投资增加(挤入效应)以及经济增长加快的状况。

由以上理论分析,可以预测在发达国家,FDI 比内源投资更能促进经济增长,而在发展中国家 FDI 的表现不比内源投资更优秀。从而得出本文的第三个假设。

H3:在发达国家,FDI 对经济增长的促进作用比能源投资更强;在发展中国家,FDI 与内源投资在促进经济增长方面没有差别。

研究设计

1、模型与变量

研究 FDI 与东道国经济增长关系的文献,一般都是从 Solow^[34]的宏观经济增长模型出发构建实证研究模型。由于 Solow 模型中经济产出与资本、劳动的供给之间并非线性关系,因此 Findlay^[4]、Choe^[7]、Alfaro 等^[10]、Whalley 和 Xin^[35]、Wijeweera 等^[14]等都采用了对 Solow 模型进行微分分解的做法。

Solow^[34]的宏观经济增长模型如下:

$$P(t) = A(t)F(K(t), L(t)) \quad (1)$$

P 代表经济产出,K 代表资本投入,L 代表劳动投入,A 则代表技术水平。对式(1)取全微分就可以得到著名的 Solow 增长核算模型:

$$\frac{\dot{P}}{P} = \frac{\dot{A}}{A} + S_K \frac{\dot{K}}{K} + S_L \frac{\dot{L}}{L} \quad (2)$$

$\dot{P}$ 、 $\dot{A}$ 、 $\dot{K}$ 、 $\dot{L}$ 代表各变量对时间的微分,式(2)等价于下式:

$$\ln \dot{P} = \ln \dot{A} + S_K \ln \dot{K} + S_L \ln \dot{L} \quad (3)$$

因此通过对各变量取对数,就得到了可以进行实证检验的模型。但是在具体数据获取中,由于联合国贸易与发展委员会(UNCTAD)等国际组织公布的各国实际 GDP 数据^①都是依据当年汇率折算成美元后的数值,因此如果对这些 GDP 数据直接取对数的话,会把汇率波动也包括进去,影响了数据的准确性;而这些数据库中各国 GDP 增长率的数据则是各国以本国货币计价并剔除通货膨胀因素后的实际增长率,因此 GDP 增长率数据相比 GDP 总额更能说明东道国的经济增长状况。鉴于此,Neto 等^[1]、Adams^[36]、Wang 和 Sunny-Wong^[2]等采用 GDP 的增长率(Growth)替代 GDP 的对数,因为 GDP 增长率和 GDP 对数值之间存在如下的约等关系:

$$\ln \dot{GDP} \approx \ln[GDP_n(1 + Growth)] - \ln GDP_n = \ln(1 + Growth) \approx Growth \quad (4)$$

所以使用增长率数据并不会改变模型的解释力。由此得出本文的基础回归模型:

$$Growth = \alpha + \beta X + \gamma C + \varepsilon \quad (5)$$

式(5)中 X 代表本文将用到的解释变量,C 代表控制变量。

解释变量 X 包括东道国境内绿地投资额(Green)和跨国并购额(M&A)两项,与 GDP 类似,这两项都使用增长率数据。

控制变量 Y 包括东道国 GDP 总额(GDP)、人均 GDP(GDPpC)、人口增长率(Pop)、开放指数(Open)、净出口增长率(NExp)和时间项(t)。GDP 控制大国和小国的差异^[1];GDPpC 控制富国和穷国的差异^[2];Pop 控制劳动力供给增加导致的经济增长^[10,15,37];Open 等于东道国进出口总额占 GDP 的比重,代表东道国的对外开放程度^[1,14];NExp 控制出口增加导致的经济增长^[2,13,38]。

综合以上所述,得出以下两个回归模型:

$$Growth = \alpha + \beta Green + \gamma_1 GDP + \gamma_2 GDPpC + \gamma_3 Pop + \gamma_4 Open + \gamma_5 NExp + \varepsilon \quad (6)$$

$$Growth = \alpha + \beta M\&A + \gamma_1 GDP + \gamma_2 GDPpC + \gamma_3 Pop + \gamma_4 Open + \gamma_5 NExp + \varepsilon \quad (7)$$

同时,为了检验 FDI 和东道国内源投资在促进经济增长方面的差异,我们借鉴 Adams^[36]的做法,把东道国境内总投资额(TI)作为控制变量纳入模型。因为东道国境内总投资额包含了 FDI 投资额,因此在纳入 TI 之后,Green 和 M&A 这两个变量的系数就不再反映绿地投资和跨国并购对经济增长的促进作用,而是代表了这两种 FDI 进入模式在促进经济增长方面与东道国内源投资的差异。如果 Green 和 M&A 两个变量依然显著为正,则说明 FDI 对东道国经济增长的刺激更强,FDI 有东道国内源投资不可替代的优越性;如果这两个变量不显著,而说明外来投资对东道国的贡献只是增加了境内的投资总额,FDI 并不比东道国内源投资更有效率;而如果这两个变量显著为负,而说明 FDI 对东道国经济的促进作用还不如东道国的内源投资。由此得出第三个回归模型:

$$Growth = \alpha + \beta_1 Green + \beta_2 M\&A + \gamma_0 TI + \gamma_1 GDP + \gamma_2 GDPpC + \gamma_3 Pop + \gamma_4 Open + \gamma_5 NExp + \varepsilon \quad (8)$$

为了区分不同发展水平国家之间的差距,本文将使用全部数据、发达国家数据、发展中国家数据分别进行三次回归分析。

另外,在模型(6)、(7)和(8)中,本文没有按照传统文献的做法加入时间项以控制时间趋势,因为在随后的回归分析中,本文将利用双固定效应模型,在控制横截面固定效应基础上同时控制时间固定效应,这一做法在去除时间趋势上比增加时间项更有效,因此得到的回归结果也更加稳健。

2、数据来源

本文使用了 1990–2010 年间全球 173 个国家和地区总计 1695 个样本的非平衡面板数据。其发达国家或地区共计 39 个(韩国、新加坡、中国台湾、中国香港、中国澳门计入发达国家或地区),630 个样本数据;发展中国家或地区共计 134 个,1065 个样本数据。

本文原始数据来自联合国贸易与发展委员会(UNCTAD),其中 Growth、GDP、GDPpC、Pop 直接来自于 UNCTAD World Economy Trend 数据库;M&A 来自 UNCTAD World M&A 数据库;Green 利用 UNCTAD World FDI 和 M&A 两个数据库的内容计算而得;Open、NExp 利用 UNCTAD World Trade 数据库内容计算而得。

①实际 GDP 指剔除通货膨胀因素后的 GDP 数据。

同时,根据 Nanda^[39] 提出的各国经济存在 4 年周期波动的规律,本文在稳健性检验中将参考 Nanda^[39] 的做法,把每四年数据相加后所得结果作为研究样本进行回归分析,以检验本文结论的稳健性。

实证结果及分析

1、描述性统计

所有变量的描述性统计结果见表 1。

表 1 各变量的描述性统计

解释变量	全部样本			发达国家			发展中国家		
	Mean	Std. Dev.	Median	Mean	Std. Dev.	Median	Mean	Std. Dev.	Median
Growth	0. 0380	0. 0674	0. 0394	0. 0250	0. 0375	0. 0293	0. 0417	0. 0733	0. 0431
Green	0. 0707	0. 0199	0. 0714	0. 0785	0. 0183	0. 0799	0. 0667	0. 0196	0. 0667
M&A	0. 0543	0. 0273	0. 0569	0. 0693	0. 0245	0. 0711	0. 0451	0. 0247	0. 0452
TI	0. 1633	0. 0469	0. 1577	0. 2013	0. 0431	0. 2046	0. 1525	0. 0421	0. 1497
GDP	0. 2170	0. 9325	0. 0124	0. 7317	1. 8390	0. 1304	0. 0719	0. 2585	0. 0087
GDPpC	0. 0920	0. 1364	0. 0289	0. 2363	0. 1746	0. 2198	0. 0514	0. 0880	0. 0183
Pop	0. 0149	0. 0172	0. 0142	0. 0059	0. 0101	0. 0045	0. 0176	0. 0180	0. 0175
Open	0. 8872	0. 5201	0. 7840	0. 8937	0. 4697	0. 7887	0. 8854	0. 5335	0. 7827
NExp	-0. 0120	18. 8668	0. 0412	-0. 2971	38. 9938	0. 0466	0. 0683	5. 3064	0. 0391

2、回归结果

根据式(6)、(7)、(8)的回归模型,分别利用全样本、发达国家数据、发展中国家数据进行非平衡面板回归分析。

对样本数据进行 Hausman 检验,结果显示应使用固定效应模型,Hausman 检验结果见表 2。本文使用的是同时控制了横截面固定效应和时间固定效用的双固定效应回归模型,回归分析结果见表 3。

表 2 Hasuman 检验结果

解释变量	全部样本		发达国家		发展中国家	
	Diff.	S.E.	Diff.	S.E.	Diff.	S.E.
Green	0. 0646	0. 0620	0. 0879	0. 0574	0. 0328	0. 1111
M&A	0. 0680	0. 0231	0. 1995	0. 0412	0. 0248	0. 0306
TI	0. 9529	0. 1482	1. 5056	0. 2226	0. 8057	0. 2078
GDP	0. 0009	0. 0020	0. 0041	0. 0020	-0. 0054	0. 0025
GDPpC	0. 0053	0. 0240	-0. 0058	0. 0274	-0. 0125	0. 0540
Pop	-0. 4814	0. 1034	-1. 1653	0. 3914	-0. 3201	0. 1261
Open	0. 0246	0. 0069	0. 0433	0. 0117	0. 0207	0. 0090
NExp	0. 0000	0. 0000	0. 0000	0. 0000	0. 0000	0. 0000
Chi2	62. 38		80. 43		23. 45	
Prob>Chi2	0. 0000		0. 0000		0. 0028	

在表 3 发达国家数据的回归结果中,Green 和 M&A 都极为显著,即绿地投资和跨国并购都可以显著地促进东道国经济增长,这与本文的预测相一致,即证实了假设 H1。在发展中国家数据的回归结果中,Green 显著、M&A 不显著,同样与本文的预测相一致,假设 H2 也得到了证实。假设 H1 的证实说明跨国并购确实可以通过“再投资过程”促进东道国经济增长,否定了现有文献中认为跨国并购对东道国经济增长无用的结论;同时,假设 H2 的证实,说明不同发展水平国家在金融体系和制度环境方面的异质性确实会影响到跨国并购资金“再投资过程”的进行。

而在全样本数据的回归结果中 Green 显著,而 M&A 不显著,这与传统文献中“只有绿地投资促进东道国经济增长”的结论相一致。但是这一结果忽略了发达国家和发展中国家之间的差异,因而是不可靠的。同时,这一结果也证实了我们在本文第一部分中提出的猜测:传统实证研究中之所以没有观察到跨国并购对东

表 3 FDI 进入模式与东道国经济增长关系研究

解释变量	被解释变量:Growth								
	全部样本			发达国家			发展中国家		
Green	0.4489*** (3.82)		0.1619 (1.29)	0.4125*** (3.34)		0.3183** (2.54)	0.3824** (2.20)		0.0090 (0.05)
M&A		-0.0209 (-0.32)	-0.0676 (-0.97)		0.3731*** (4.40)	0.2384*** (2.61)		-0.0576 (-0.66)	-0.0989 (-1.07)
TI			1.1932*** (6.99)			1.7254*** (7.92)			1.0350*** (4.28)
GDP	0.0000 (0.00)	0.0007 (0.28)	-0.0003 (-0.11)	-0.0005 (-0.26)	-0.0007 (-0.33)	0.0014 (0.73)	0.0034 (0.6)	0.0041 (0.68)	-0.0014 (-0.24)
GDPpC	-0.0885*** (-3.43)	-0.1090*** (-5.22)	-0.0774*** (-2.79)	-0.0549** (-1.92)	-0.0704*** (-3.43)	-0.1066*** (-3.51)	-0.0657 (-1.14)	-0.1050** (-2.09)	-0.0218 (-0.37)
Pop	0.1893 (1.4)	0.3265*** (2.7)	0.0837 (-0.6)	0.6752* (1.71)	0.5221 (1.41)	-0.3413 (-0.84)	0.1218 (0.72)	0.3112** (1.97)	-0.1371 (-0.78)
Open	0.0171** (2.28)	0.0287*** (3.95)	0.0298*** (3.82)	0.0402*** (3.51)	0.0259*** (2.58)	0.0459*** (4.07)	0.0094 (1.00)	0.0235** (2.42)	0.0244** (2.41)
NExp	-0.0000 (-0.55)	-0.0000 (-0.43)	-0.0000 (-0.44)	-0.0000 (-0.34)	-0.0000 (-0.54)	-0.0000 (-0.19)	-0.0004* (-1.77)	-0.0003 (-1.54)	-0.0004** (-2.06)
FE-CS	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
FE-Time	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Countries	170	173	165	38	39	37	132	134	128
Observers	1641	1695	1453	547	630	511	1094	1065	942
F-value	5.20	5.53	5.59	9.25	9.97	10.90	3.67	3.70	3.77
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

注:回归系数下方括号中的数值为该系数的 p-value 值;F-value 值是对回归模型进行 Chow 检验的 F 统计量值;*、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1%显著性水平下显著;FE-CS 代表横截面固定效应,FE-Time 代表时间固定效应,YES 表示相应固定效应显著。

道国经济增长的促进作用,是因为忽略了发达国家与发展中国家之间的异质性。

综合以上研究结果可以得到两个结论。第一,健全的金融体系和稳定的制度环境可以保证跨国并购资金的再投资过程顺畅进行,当再投资过程顺畅时,跨国并购就可以促进东道国经济增长;所以并非只有绿地投资才会促进东道国经济增长。第二,在发达国家绿地投资和跨国并购都可以促进经济增长,因为发达国家拥有健全的金融体系和稳定的制度环境;在发展中国家,只有绿地投资可以促进经济增长,因为发展中国家的金融体系不健全,制度环境不稳定。

在表 3 中还可以看到,全样本数据的回归结果中,当控制了东道国国内总投资 TI 后,Green 和 M&A 都不显著,即 FDI 与东道国内源投资在促进东道国经济增长上没有效率差别,同样,这一结果忽略了发达国家和发展中国家之间的差异,因而是不可靠的。在发达国家数据的回归结果中,Green 和 M&A 都非常显著,这说明在发达国家,FDI 比内源投资更能促进经济增长。而在发展中国家数据的回归结果中,Green 和 M&A 都不显著,所以在发展中国家 FDI 并不比东道国内源投资更有效率。以上结果证实了假设 H3,并由此得出本文第三个结论:在发达国家,FDI 在促进经济增长方面比内源投资更有效;在发展中国家,FDI 和内源投资对经济增长的促进作用不存在显著差异。

3、稳健性检验

本文在稳健性检验中参考 Nanda^[39]的做法,把每四年数据相加后所得结果作为研究样本进行稳健性检验;与前文类似,本文的稳健性检验依然使用同时控制了横截面固定效应和时间固定效应的双固定效应模型,回归结果见表 4。

从表 4 中可以看出,各个关键解释变量的显著性都未发生变化,本文的回归结果是稳健可靠的。

表 4 稳健性检验

解释变量	被解释变量:Growth								
	全部样本			发达国家			发展中国家		
Green	0.6053 *** (3.05)		0.4843 ** (2.28)	0.6305 *** (3.61)		0.5735 *** (3.20)	0.6790 * (1.89)		0.3659 (0.87)
M&A		0.1165 (0.86)	-0.0552 (-0.38)		0.4555 ** (2.54)	0.4612 ** (2.27)		0.0062 (0.03)	-0.0373 (-0.18)
TI			1.4254 *** (3.06)			1.9071 *** (3.71)			1.8639 ** (2.28)
GDP	0.0001 (0.2)	-0.0002 (-0.28)	-0.0000 (-0.06)	-0.0003 (-0.6)	-0.0006 (-1.36)	-0.0004 (-0.76)	0.0021 (1.54)	0.0024 * (1.76)	0.0021 (1.47)
GDPpC	-0.0356 *** (-4.65)	-0.0253 *** (-4.86)	-0.0335 *** (-4.41)	-0.0131 (-1.56)	-0.0163 *** (-3.13)	-0.0122 (-1.46)	-0.0484 ** (-2.23)	-0.0527 ** (-2.43)	-0.0534 ** (-2.44)
Pop	1.7936 *** (2.95)	1.6179 *** (3.16)	1.4992 ** (2.48)	3.6961 *** (3.26)	3.0273 *** (2.92)	2.4708 ** (2.16)	1.0604 (1.38)	1.3074 ** (1.98)	1.0865 (1.42)
Open	-0.0014 (-0.07)	0.0034 (0.17)	0.0197 (0.94)	0.1654 *** (5.39)	0.0863 *** (3.11)	0.1272 *** (4.04)	-0.0247 (-0.95)	-0.0207 (-0.78)	-0.0059 (-0.21)
NExp	-0.0000 (-0.64)	-0.0001 (-0.71)	-0.0000 (-0.47)	-0.0000 (-0.59)	-0.0001 (-0.95)	-0.0000 (-0.78)	-0.0010 * (-1.65)	-0.0010 (-1.63)	-0.0009 (-1.46)
FE-CS	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
FE-Time	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Countries	104	103	100	35	35	35	68	67	65
Observers	1049	1100	1009	492	561	488	563	544	525
F-value	8.67	9.77	9.27	12.04	11.51	11.75	5.87	6.51	6.14
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

注:回归系数下方括号中的数值为该系数的 p-value 值;F-value 值是对回归模型进行 Chow 检验的 F 统计量值;*、**和*** 分别表示在 10%、5%和 1%显著性水平下显著;FE-CS 代表横截面固定效应,FE-Time 代表时间固定效应,YES 表示相应固定效应显著。

结论及政策建议

针对现有文献普遍持有的“跨国并购因为不能增加东道国境内的投资总量,所以无法促进东道国经济增长”的观点,本文通过对跨国并购资金进入东道国后的流向进行理论分析,发现跨国并购资金可以通过“再投资过程”转化为东道国的内源投资,从而促进东道国的经济增长;但是“再投资过程”的顺利进行需要东道国金融市场和制度环境的配合。本文利用 1990-2010 年间全世界 173 个国家的大样本面板数据实证研究表明,在健全的金融体系和稳定的制度环境下,跨国并购也能够促进东道国经济增长。进一步的研究表明,在发达国家绿地投资和跨国并购都可以促进经济增长;在发展中国家因为金融体系不健全、制度环境不稳定,只有绿地投资可以促进经济增长,

我们的研究还发现,发达国家的 FDI 在促进经济增长方面比内源投资更有效,发展中国家 FDI 和内源投资对经济增长的促进作用不存在显著差异。这一研究发现可用于指导各国政府制定利用外资政策。在发达国家,FDI 对经济增长的刺激比内源投资更强,因此发达国家应当积极吸引外资,放松对 FDI 的管制,尤其在经济增长低迷时更应如此。由此我们可以看出,现阶段美国等多个发达国家因为金融危机导致的经济增长低迷而采取贸易保护措施恰恰是南辕北辙的行为。而在发展中国家,FDI 和内源投资对经济增长的贡献基本一致,因此对于缺乏内源投资的发展中国家,可以利用政策吸引 FDI,而对于内源投资充足的发展中国家,则不必为了吸引 FDI 而给予外资过多的优惠政策。具体到我国而言,随着改革开放后经济的快速发展,近年来我国的内源投资已比较充足,部分行业甚至出现投资过剩的问题,因而我国应逐渐取消对外资的超国民待遇,并对可能危机我国经济安全、产业安全的外资投资和并购行为加强管制。

参考文献:

[1] Neto P., Brandao A., Cerqueira A. The Impact of FDI, Cross-Border Mergers and Acquisitions and Greenfield Investments on

- Economic Growth[R]. FEP Working Paper, 2008
- [2] Wang M., Sunny-Wong M. C. What Drives Economic Growth? The Case of Cross-Border M&A and Greenfield FDI Activities[J]. *Kyklos*, 2009,62(2):316-330
 - [3] 许冰.外商直接投资对区域经济的产出效应——基于路径收敛设计的研究[J]. *经济研究*, 2010,45(2):44-54
 - [4] Findlay R. Relative Backwardness, Direct Foreign Investment, and the Transfer of Technology: A Simple Dynamic Model[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1978,92(1):1-16
 - [5] Blomstrom M., Lipsey R. E., Zejan M. What Explains Developing Country Growth? [R]. NBER Working Paper, 1994
 - [6] Borensztein E., De Gregorio J., Lee J. W. How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth? [J]. *Journal of International Economics*, 1998,45(1):115-135
 - [7] Choe J. I. Do Foreign Direct Investment and Gross Domestic Investment Promote Economic Growth? [J]. *Review of Development Economic*, 2003,7(1):44-57
 - [8] Mullen J. K., Williams M. Foreign Direct Investment and Regional Economic Performance[J]. *Kyklos*, 2005,58(2):265-282
 - [9] 何菊香,汪寿阳.金砖四国 FDI 与经济增长关系的实证分析[J]. *管理评论*, 2011,23(9):3-11
 - [10] Alfaro L., Chanda A., Kalemli-Ozcan S., et al. FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets[J]. *Journal of International Economics*, 2004,64(1):89-112
 - [11] Azman-Saini W. N. W., Law S. H., Ahmad A. H. FDI and Economic Growth: New Evidence On the Role of Financial Markets [J]. *Economics Letters*, 2010,107(2):211-213
 - [12] Alfaro L., Chanda A., Kalemli-Ozcan S., et al. Does Foreign Direct Investment Promote Growth? Exploring the Role of Financial Markets On Linkages[J]. *Journal of Development Economics*, 2010,91(2):242-256
 - [13] Jyun-Yi W., Chih-Chiang H. Does Foreign Direct Investment Promote Economic Growth? Evidence From a Threshold Regression Analysis[J]. *Economics Bulletin*, 2008,15(12):1-10
 - [14] Wijeweera A., Villano R., Dollery B. Economic Growth and FDI Inflows: A Stochastic Frontier Analysis[J]. *The Journal of Developing Areas*, 2010,43(2):143-158
 - [15] Alguacil M., Cuadros A., Orts V. Inward FDI and Growth: The Role of Macroeconomic and Institutional Environment[J]. *Journal of Policy Modeling*, 2011,33(3):481-496
 - [16] Carkovic M., Levine R. Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth? [R]. University of Minnesota Working Paper, 2002
 - [17] Kang Y., Du J., Bhatia K., et al. Foreign Direct Investment and Economic Growth: Empirical Analysis on Twenty OECD Countries[R]. Working Paper, 2005
 - [18] Bacic K., Racic D., Ahec-Sonje A. The Effects of FDI on Recipient Countries in Central and Eastern Europe[J]. *Privredna Kretanja I Ekonomska Politika*, 2004,14(100):59-96
 - [19] Saltz I. S. The Negative Correlation between Foreign Direct Investment and Economic Growth in the Third World: Theory and Evidence[J]. *Rivista Internazionale di Scienze Economiche E Commerciali*, 1992,39(7):617-633
 - [20] De Mello L. R. Foreign-Direct-Investment-Led Growth: Evidence from Time Series and Panel Data[J]. *Oxford Economic Papers*, 1999,51(1):133-151
 - [21] Mencinger J. Does Foreign Direct Investment Always Enhance Economic Growth? [J]. *Kyklos*, 2003,56(4):491-508
 - [22] Kim Y. H. Cross-Border M&A Vs. Greenfield FDI: Economic Integration and Its Welfare Impact[J]. *Journal of Policy Modeling*, 2009,31(1):87-101
 - [23] Calderon C., Loayza N., Servén L. Greenfield FDI Vs. Mergers and Acquisitions: Does the Distinction Matter? [R]. Central Bank of Chile Working Paper, 2002
 - [24] Erel I., Liao R. C., Weisbach M. S. Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(3):1045-1082
 - [25] Devigne D., Vanacker T., Manigart S., et al. The Role of Domestic and Cross-Border Venture Capital Investors in the Growth of Portfolio Companies[J]. *Small Business Economics*, 2013,40(3):553-573
 - [26] 方健雯.FDI 对我国全要素生产率的影响——基于制造业面板数据的实证分析[J]. *管理评论*, 2009,21(8):74-79
 - [27] 金春雨,韩哲,张浩博.基于 Panel-VAR 模型的我国金融业发展与经济增长关联性的计量检验[J]. *管理评论*, 2013,25(1):16-23

- [28] Hermes N., Lensink R. Financial Development and Economic Growth: Theory and Experiences From Developing Countries[M]. England: Routledge, 2013
- [29] Hodgson G. Institutional Rigidities and Economic Growth[J]. Cambridge Journal of Economics, 2012,13(1):79-101
- [30] 李四海,陈祺.制度环境、政治关联与会计信息债务契约有用性——来自中国民营上市公司的经验证据[J]. 管理评论, 2013,25(1):155-166
- [31] Fatas A., Mihov I. Policy Volatility, Institutions, and Economic Growth[J]. Review of Economics and Statistics, 2013,95(2): 362-376
- [32] Bjørnskov C. How Does Social Trust Affect Economic Growth? [J]. Southern Economic Journal, 2012,78(4):1346-1368
- [33] Polachek S. W., Sevastianova D. Does Conflict Disrupt Growth? Evidence of the Relationship Between Political Instability and National Economic Performance[J]. The Journal of International Trade & Economic Development, 2012,21(3):361-388
- [34] Solow R. M. Technical Change and the Aggregate Production Function[J]. The Review of Economics and Statistics, 1957,39(3):312-320
- [35] Whalley J., Xin X. China's FDI and Non-FDI Economies and the Sustainability of Future High Chinese Growth[J]. China Economic Review, 2010,21(1):123-135
- [36] Adams S. Foreign Direct Investment, Domestic Investment, and Economic Growth in Sub-Saharan Africa[J]. Journal of Policy Modeling, 2009,31(6):939-949
- [37] Ekanayake E., Ledgerwood J. How Does Foreign Direct Investment Affect Growth in Developing Countries? An Empirical Investigation[J]. The International Journal of Business and Finance Research, 2010,4(3):43-53
- [38] De Vita G., Kyaw K. S. Growth Effects of FDI and Portfolio Investment Flows to Developing Countries: A Disaggregated Analysis by Income Levels[J]. Applied Economics Letters, 2009,16(3):277-283
- [39] Nanda N. Growth Effects of FDI: Is Greenfield Greener? [J]. Perspectives on Global Development and Technology, 2009,8(1): 26-47

Can Cross-border M&As Promote Economic Growth?

——*Research on FDI Entry Modes, Endogenous Investment and Economic Growth*

Li Chang^{1,4}, *Li Shanmin*^{1,4}, *Chang Philip*² and *Shi Xinxiang*^{3,4}

(1.Sun Yat-sen Business School, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275;

2.Haskayne School of Business, University of Calgary, Canada T2N1N4;

3.School of Business, Guangzhou University, Guangzhou 510006;

4.Institution of Merger, Acquisition and Restructuring, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275)

Abstract: Classical literature holds that only greenfield investments could promote host countries' economic growth, but in our opinion, cross-border M&A could also promote economic growth by the "re-investment process". Through an empirical research with the data of 173 countries and regions, we prove the opinion and find that the re-investment process would work only if the host country has a sound financial system and a stable institutional environment; we also find that, in developed countries FDI is a stronger driver to economic growth than domestic investment, while in developing countries, FDI and domestic investment are equal drivers.

Key words: FDI, greenfield investment, cross-border M&A, economic growth