

# 外资风险投资在中国内地投资影响因素研究

CHEN Su<sup>1</sup>, 杨 晔<sup>2</sup>

(1. 中国人民大学财政金融学院, 北京 100872; 2. 上海财经大学公共经济与管理学院, 上海 200433)

**摘 要:** 借用国际生产折衷理论, 并结合不确定性理论研究影响外资风险投资决策的因素, 结果发现: 当中国内地与投资国(地区)的创业水平越高、文化差异越小时, 外资风险投资的投资可能性越高; 创业水平越高, 投资规模和数量越大; 文化差异越大, 外资风险投资的数量越多。本文建议进一步改善中国内地创业环境, 以更多地吸引外资风险投资, 提高企业创新动力, 推进优质企业国际化。

**关键词:** 外资风险投资; 创业; 文化差异

**中图分类号:** F832.48

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1004-4892(2016)11-0056-10

## 一、引 言

1993年, 美国国际数据集团(IDG)在中国内地设立了第一支基金“美国太平洋技术风险投资基金”, 这是外资风险投资进入中国内地市场的开始。之后十余年, 外资风险投资在中国内地始终占据主导地位。2009年金融危机后, 中国政府大力鼓励本土风险投资发展, 外资风险投资在中国内地的投资份额占比相对减少, 但其地位和作用仍不可忽视。

风险投资家的投资决策一般是在不确定性前提下进行的<sup>[1][2][3]</sup>。Barr et al. (1992)给出了一个可用于风险投资家决策的信息加工理论模型, 其过程一般为: 信息获取—解读—后续行为<sup>[4]</sup>。但风险投资家的“理性”投资决策受到他们所获信息、个人认知和时间投入的限制<sup>[5]</sup>。如果风险投资家在决策的每个阶段成功概率为80%, 那么风险投资的成功率为17%; 如果主要决策的成功率降为50%, 那么总成功率仅为10%<sup>[6]</sup>。跨境风险投资由于需收集的信息增多、收集信息难度增大、信息的准确度降低, 风险投资家对信息的认知能力也受到更多的限制, 所以对信息的解读就可能出现误差, 从而导致错误的后续行为决策。本文针对投资风险投资在中国内地的投资事件进行研究, 发现在中国内地进行风险投资的外国资本只来自于全球的一部分国家(地区), 而且这些外资风险投资机构投资的数量和规模不尽相同, 这就引起我们的思考, 究竟哪些信息决定了外资风险投资机构是否在中国内地投资, 投资的数量以及投资规模?

近几年来, 对外商直接投资(Foreign Direct Investment, 以下简称为FDI)影响因素的研究不少, 但却罕见外资风险投资在中国内地投资影响因素的研究。FDI按照国际货币基金组织(IMF)的定义是指某一个国家的投资者将资本用于其他国家, 在掌握一定控制权的前提下进行生产和经营的投资行为, 一般以跨国公司为表现形式。外资风险投资主要是指来源于其他国家(地区)的资金, 可独

收稿日期: 2015-12-25

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71573163; 71303224)

作者简介: CHEN Su(陈苏)(1984-), 女, 澳大利亚籍, 中国人民大学财政金融学院博士生; 杨晔(1978-), 女, 重庆市人, 上海财经大学公共经济与管理学院副研究员, 博士。

自或与境内资金联合设立基金投资于中国内地企业,其基金可在境外或境内设立。从投资行为上来看其应属于 FDI 的范畴,FDI 与风险投资的投资方式都是股权投资,但是外资风险投资不以企业的控制权为诉求,也不以生产和经营为投资目的,其最终目的是在企业成长后可以溢价退出以获得利润,所以影响外资风险投资的因素与 FDI 影响因素有区别。

对 FDI 流入影响因素的研究最早起源于 Dunning(1973, 1981, 1988)提出的国际生产折衷理论,可以概括为所有权优势、区位优势 and 内部化优势<sup>[7][8][9]</sup>,即“OLI”模式,以此来解释企业跨国经营的抉择问题。目前的研究发现,FDI 对资本成本的敏感性要高于工资,对出口需求的敏感性要高于国内需求<sup>[10]</sup>,FDI 与经济增长有显著的正相关关系<sup>[11]</sup>,政策风险、商业环境和宏观经济政策对 FDI 有影响<sup>[12]</sup>,语言文化差异和地理距离与 FDI 有显著的负相关关系<sup>[13]</sup>,市场规模、人力资本和自然资源对 FDI 有显著影响<sup>[14]</sup>,开放程度、基础设施的可用性和良好的经济和政治条件对发展中国家吸引外资投资非常重要<sup>[15]</sup>,经济更稳定,贸易开放度更高,以及更好的基础设施和制度基础会吸引更多的 FDI<sup>[16]</sup>。

而从金融理论来看,不确定性是风险投资的一个重要特征<sup>[1][2][3]</sup>,风险投资家很可能因预感到高风险而决定不投资<sup>[17]</sup>。风险资本寻求跨境投资的原因可能是在新兴市场上寻求投资机会,也可能是利用低成本或不同的产业和区域来降低风险<sup>[18]</sup>。所以区位优势在跨境风险投资的决策中尤为重要,而与区位相关的制度、宏观经济、贸易开放程度应会影响风险投资家的投资决定。文化差异作为地区性特征会影响投资风险的大小,所以作为内部化优势因素进行考察。

另外,FDI 进入东道国的方式主要有两种:一是绿地投资(Greenfield Investment),即跨国公司在东道国兴建全新的企业;二是跨国并购(Merger & Acquisition),即跨国企业并购东道国企业。而外资风险投资的标的和目标则不同,其投资标的是东道国的创业企业,不以控制被投企业为目的,而是希望在帮助企业成长后卖出股权获利。所以东道国创业企业的多少和质量将影响外资风险投资的投资行为。从创业者角度出发,与创业企业的管理者相比,风险投资公司对市场的需求和企业未来的发展方向更加了解,他们会在一定程度上提高创业企业的创新水平。有风险投资背景的公司会更富创造力,并产出更多的专利技术<sup>[19][20]</sup>。这将成为企业长远发展的基石,东道国的创业水平可以作为内部化优势因素来进行考量。

本文希望通过分析外资风险投资决策的影响因素来推动相关政策的调整,使外资风险投资更好地服务于中国的经济改革和创业创新实践。

## 二、理论假设

本文借用国际生产折衷理论,结合不确定性理论将影响外资风险投资因素的维度设为区位优势和内部化优势。

### (一) 区位优势

#### 1. 法律制度

Armour 和 Cumming(2003)研究发现,法律环境对风险投资的发展非常重要<sup>[21]</sup>。从新古典主义经济学理论出发,发达经济市场中的风险投资是建立在一系列强假设上的,这些假设与制度环境和经济参与者的行为有关,包括:投融资双方相信法律体系是理性、透明和公平的,这让经济参与者之间的合同能够以一个合理的成本来执行;经济存在充分的竞争,让经济参与者有动力去追求边际效用最大化;虽然投资者(主体)和企业家(代理人)之间存在冲突<sup>[22]</sup>,但此冲突可以通过风险投资合同中的激励结构设计来解决。对投资者的保护主要来自充分的竞争和执行合同的能力,而这又取决于法律制度。以上的强假设在很多发展中国家可能不完全成立,因此法律制度本身会成为风险投

资家判断投资的基础。如果法律制度对投资者的保护充分,且法律严格执行,那么其投资的可能应该越高。

法律渊源(即对投资者权利的法律保护不同)可以解释各国金融发展水平的差异,包括企业获得外部融资能力的差异<sup>[23][24]</sup>。普通法国家向投资人提供最好的法律保护;德国和斯堪德纳维亚法系国家居中;而法国法系国家向投资人提供最差的保护。在法律实施质量方面从高到低的排序则为斯堪德纳维亚、德国、普通法和法国法系<sup>[23]</sup>。

正式的制度对风险投资非常重要,这是因为他们建立了必要的约束,增加了经济主体之间的信任,以此降低交易成本<sup>[25]</sup>。如果投资者所在国(地区)比被投资方所在国(地区)的投资者保护更好,法律执行力更强,那么投资者就需要考虑自身利益是否会因保障不足而遭受损失;反之,投资者应该更愿意投资能受到更好保护的国家。当然国家间或地区间的法律比较存在着公司层面的信息失真问题<sup>[26]</sup>,由于公司章程所起的作用,同一国家(地区)不同公司间对投资者的保护程度也可能不同<sup>[27]</sup>。但本文不考虑公司层面的个体差异,仅就国家(地区)层面进行分析和解读。据此,本文提出:

假设1:投资者保护水平、法律实施质量会影响风险投资水平。

## 2. 经济水平

萧政、沈艳(2002)验证了中国外商直接投资与GDP之间的关系,即GDP每上升一个百分点,相对应的外商直接投资短期内会增加2.117个百分点;从长期来看,会使外商直接投资增加34.449个百分点<sup>[28]</sup>。反之,外商直接投资对GDP也有短期和长期的促进作用。Li和Zahra(2012)也证明GDP和风险投资活动之间有着正向的相关性<sup>[29]</sup>,这可以理解为GDP增长率越高,国家(地区)经济发展越迅猛,行业发展越活跃,对风险资本的吸引力也就越强;另一方面投资国(地区)的经济状况越好,其可用于投资的资金就越多。据此,本文提出:

假设2:中国内地与投资国(地区)的GDP增长率与投资国(地区)对中国内地的投资有关。

## 3. 开放程度

美国和日本的投资决定受到了东道国贸易自由度的很大影响<sup>[30]</sup>。贸易自由度可以衡量贸易双方之间的成本。中国内地对于外资风险投资施行个案审批制,所以外来资本并不能自由投资中国内地的项目。同时有些国家(地区)对资金流出也设置了一些障碍,这就使得跨境风险投资必须考虑资金流通成本。李翀(1998)指出在国际投资方面,应该用FDI的流入和流出来衡量国家的开放程度<sup>[31]</sup>。本文用此开放程度来衡量不同国家(地区)资金流出的难易程度,以及资金进入中国内地的难易程度。据此,本文提出:

假设3:投资开放度与外资风险投资水平相关。

## (二)内部化优势

### 1. 创业水平

创业企业是风险投资的标的,只有当标的充足时,风险投资水平才有可能提高。中国内地的外资风险投资主要来自于美国。IT泡沫后,美国可投资标的减少,在钱多项目少的状况下,这些资本开始寻找可替代标的,中国内地经济的快速增长受到了重视,因此许多外资风险投资机构开始在中国内地投资<sup>[32]</sup>,外资风险投资在中国内地迅猛增长。风险投资对创业非常重要<sup>[20][33]</sup>,创业和风险投资活动水平之间有正相关性<sup>[2][34]</sup>,创业水平和风险投资之间相辅相成,创业可以带动风险投资,而风险投资又可以帮助创业。据此,本文提出:

假设4:中国内地与投资国(地区)的创业水平越高,则风险投资水平越高。

### 2. 文化差异

当一国(地区)的法律制度不能非常有效地保护投资者时,在短期内改变其法律来增强对投资

者的保护程度显然并不现实,在此情况下,法律外制度往往会起到较好的补充作用。这些制度包括产品市场的竞争、税法实施的监督、公众舆论的压力<sup>[35]</sup>、社会规范<sup>[36]</sup>和文化(宗教和语言)<sup>[37]</sup>等。很多学者从多个角度证明了法律外制度在投资者保护方面起到对法律制度的补充作用。

社会规范通过“声誉损失”途径,可以很好地代替法律来约束行为。Coffee(2001)用一个国家的犯罪率来度量遵守规范的程度,并认为法律越弱则规范越重要<sup>[36]</sup>。同时文化(宗教)也可以解析不同国家(地区)对投资者保护的不同,这主要是通过价值标准的形成和发展、制度的形成和发展以及资源的配置方向三个途径来实现<sup>[37]</sup>。文化差异大,导致投资者与被投资者之间沟通不良,增加投资的成本和风险,这种风险可以被称为“外来者风险”<sup>[38]</sup>,外资风险投资因此会面临社会歧视、信任障碍和低绩效等问题。信任是风险投资的基本条件,在风险投资中扮演着至关重要的角色<sup>[39]</sup>。这些都影响了投资的成功率和回报率。据此,本文提出:

假设 5:中国内地和投资国(地区)的文化差异越大,则风险投资可能越低。

### 三、研究方法

本文采用文献综述研究和实证研究相结合的方法,探讨影响外资风险投资在中国内地投资的因素。因变量共三个: $Y_{dummy}(i, t)$ 用来衡量各国(地区)是否投资; $Y_{amount}(i, t)$ 表示各国(地区)的投资规模; $Y_{no}(i, t)$ 表示各国(地区)的投资数量。因变量的投资数据来自中国风险投资研究院(CVCRI),经过人工筛选提炼出外资风险投资数据,并根据投资方的注册地来甄别国家(地区)。

自变量共五个,其中制度质量、经济增长速度差异、经济开放程度和创业状况都会随时间发生变化。由于数据无法做到实时更新,因此投资家在投资时参考的是投资年份上一年的数据,据此本文自变量选择滞后一阶的数据。在此基础上,运用 Eviews 软件对自变量阶数进行测试,lag length criteria 的各项指标(见表 1)表明应该取 1 阶滞后项(当因变量选择为投资数量和投资金额时结果相同)。

表 1 自变量阶数选择测试结果

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: DUMMY X_ LQUALITY X_ DGDP X_ OPENX_ GEM						
Exogenous variables: C DCULTURE						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-424.1346	NA	37665.26	37.75083	38.24453	37.87500
1	-245.7462	248.1925 *	30421.13 *	24.41271 *	26.14064 *	24.84728 *
2	-225.7457	19.13090	75202.55	24.84745	27.80961	25.59243

$x_{lquality}(i, t-1)$ 用以衡量制度质量,数据来源于最新版本的 Worldwide Governance Indictors (WGI)<sup>[40]</sup>,等于六个维度的平均数<sup>[29]</sup>;  $x_{dgdg}(i, t-1)$ 用以衡量不同国家(地区)与中国内地经济增长速度差异(中国内地 GDP 增长率 - 投资国(地区)i 的 GDP 增长率),数据来源于 UNCTAD 数据库;  $x_{open}(i, t-1)$ 表示经济开放程度,即投资开放指数 = (对外投资总额 + 接受外来直接投资总额)/GDP<sup>[31]</sup>,为了测算投资国(地区)与中国(地区)开放度对风险投资的影响,本文采用交叉项的方法,即将投资国(地区)的开放指数 \* 中国(地区)的开放指数。数据来源于 UNCTAD,除台湾外的 GDP 数据来自世界银行,台湾的 GDP 来自台湾省政府主计总处;  $x_{GEM}(i, t-1)$ 用以衡量各国(地区)的创业情况,全球创业观察(GEM)于 1999 年开始对 10 个国家(地区)开始创业调查,到 2010 年已经扩大到 59 个经济体,是对创业相当有代表性的数据。本文采用交叉项的方法,首先选



取与创业密切相关的五方面数据的平均数形成创业指数,包括创业所有权率、新生创业率、创业活动的必要性、新企业所有权率和所有早期创业活动,之后将投资国(地区)的创业指数\*中国内地的创业指数; $x_{dculture}(i)$ 用来衡量投资国(地区) $i$ 与中国内地的文化差异,一般使用由 Hofstede (1980)<sup>[41]</sup>和 Schwartz(1990)<sup>[42]</sup>提出和发展的 Hofstede 指标,本文借鉴跨境风险投资领域研究中 Meuleman 和 Wright (2008)<sup>[43]</sup>以及 Li、Vertinsky 和 Li (2014)<sup>[44]</sup>采用的文化差异计算方法,即 Hofstede 文化差异 =  $\frac{(\sum_{i=1}^6 (C_{d,i} - C_{f,i})^2)^{1/2}}{6}$ ,其中, $C_{d,i}$  = 中国内地指标  $i$  的文化, $C_{f,i}$  = 风险投资国(地区)指标  $i$  的文化, $i$  = 六个文化测量维度,包括个人主义与集体主义、权力距离、不确定性规避、刚柔性、长期与短期取向和放纵与克制。数据来源于 Geert Hofstede 网站。

因变量和自变量解释及数据来源见表 2。

表 2 变量说明

	变量	说明
因变量	$Y_{dummy}(i,t)$	2011 年到 2014 年, $i$ 国家(地区) $t$ 年在中国内地是否有风险投资;有 = 1;没有 = 0
	$Y_{amount}(i,t)$	2011 年到 2014 年, $i$ 国家(地区) $t$ 年在中国内地的风险投资规模
	$Y_{no}(i,t)$	2011 年到 2014 年, $i$ 国家(地区) $t$ 年在中国内地的风险投资项目数量
自变量	$x_{lquality}(i,t-1)$	2010 年到 2013 年,投资国(地区) $i$ 在 $t-1$ 年的法律实施质量
	$x_{dgdg}(i,t-1)$	2010 年到 2013 年,投资国(地区) $i$ 在 $t-1$ 年与中国内地年度 GDP 增长率的差值
	$x_{open}(i,t-1)$	2010 年到 2013 年,中国内地与投资国(地区) $i$ 在 $t-1$ 年的投资开放程度
	$x_{GEM}(i,t-1)$	2010 年到 2013 年,中国内地与投资国(地区) $i$ 在 $t-1$ 年的创业水平
	$x_{dculture}(i)$	投资国(地区) $i$ 与中国内地的文化差异

本文利用 24 个国家(地区)2011-2014 年的风险投资和文化差异数据,以及 2010-2013 年的法律实施质量、GDP 增长率、投资开放程度和创业水平数据所形成的面板数据进行统计分析,建立如下模型:模型 1,以 probit 模型检验对外资风险投资是否投资的影响因素,进一步地,用多元回归模型 2 检验对外资风险投资规模的影响因素,用多元回归模型 3 检验对外资风险投资数量的影响因素。

$$Prob(Y_{dummy}(i,t) = 1) = \alpha(i,t) + \beta_1 x_{lquality}(i,t-1) + \beta_2 x_{dgdg}(i,t-1) + \beta_3 x_{open}(i,t-1) + \beta_4 x_{GEM}(i,t-1) + \beta_5 x_{dculture}(i) + \varepsilon(i,t) \quad \text{模型 1}$$

$$Y_{amount}(i,t) = \alpha(i,t) + \beta_1 x_{lquality}(i,t-1) + \beta_2 x_{dgdg}(i,t-1) + \beta_3 x_{open}(i,t-1) \quad \text{模型 2}$$

$$Y_{no}(i,t) = \alpha(i,t) + \beta_1 x_{lquality}(i,t-1) + \beta_2 x_{dgdg}(i,t-1) + \beta_3 x_{open}(i,t-1) + \beta_4 x_{GEM}(i,t-1) + \beta_5 x_{dculture}(i) + \varepsilon(i,t) \quad \text{模型 3}$$

四、统计性描述及实证结果

(一)统计性描述

据 CVCRI 统计,2005-2013 年外资风险投资规模呈较为明显的上升趋势,项目投资数也有小幅增长。2009 年前,外资风险投资规模与本土风险投资规模相比明显占主导地位,其投资项目数量占有所有投资的 40% 左右。2008 年金融危机后,外资风险投资的资金来源受到影响,同时中国加强了对本土风险投资的支持,使得外资风险投资在投资数量和规模的比例上都有明显下降(见图 1 和图 2)。

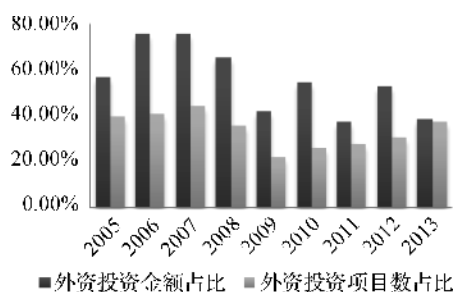


图1 2005-2013年外资风险投资金额与项目数占比

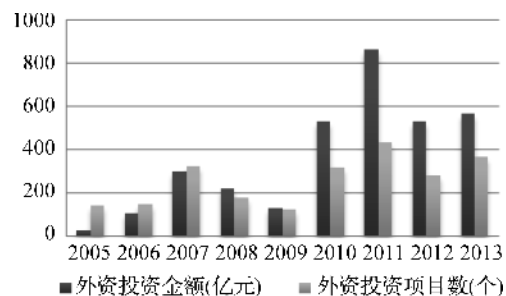


图2 2005-2013年外资风险投资金额与项目数

本文从 CVCRI 的数据库中筛选出 2011-2014 年由单一境外国家(地区)投资和多个国家(地区)联合投资的项目,按照投资机构的总部所在地确定投资方的国别(地区)。当投资机构为中外合资时,以外资方所在国(地区)为投资国别(地区)。经过统计,共有 24 个国家(地区)对中国内地进行了投资,其中联合投资项目的投资个数与金额按照联合投资的国家(地区)数目进行平均,排除联合投资中的中国内地投资后,共涉及 1583.49 个项目和 3915.64 亿元(部分项目投资金额缺失,所以实际金额应大于此数)。对数据的详细统计见表 3。

表 3 统计性描述

数量:个;金额:亿元

国家 (地区)	2014		2013		2012		2011		合计	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
阿曼	1.00	5.00	0.00	0.00	0.25	7.23	0.00	0.00	1.25	12.23
澳大利亚	2.00	13.15	1.00	0.88	0.50	3.14	0.00	0.00	3.50	17.18
德国	2.58	3.89	1.33	0.20	0.33	0.67	0.33	1.05	4.58	5.81
俄罗斯	3.83	27.95	1.00	1.22	0.33	1.05	0.83	80.86	6.00	111.07
比利时	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	0.50	0.33	1.05	1.33	1.55
法国	4.20	2.54	8.00	3.47	7.17	2.57	2.50	1.89	21.87	10.48
韩国	1.00	611.90	0.20	0.00	5.00	0.94	2.33	0.53	8.53	613.37
荷兰	1.67	60.23	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	0.00	2.67	60.23
加拿大	0.33	0.14	1.00	24.08	0.50	0.38	1.00	3.00	2.83	27.60
卢森堡	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.00	3.27	4.00	3.27
美国	353.13	692.56	184.27	208.91	137.02	175.53	256.03	414.70	930.45	1491.70
日本	17.62	16.36	5.83	2.84	17.92	13.84	17.67	38.11	59.03	71.15
瑞士	1.00	27.54	1.00	7.50	0.00	0.00	1.00	6.36	3.00	41.40
台湾	2.83	0.46	1.00	1.57	3.50	1.81	5.92	1.98	13.25	5.83
香港	119.89	82.72	101.07	196.06	75.10	159.49	90.75	166.95	386.81	605.22
新加坡	36.32	483.10	25.20	43.16	12.50	63.18	17.12	84.10	91.13	673.55
新西兰	0.00	0.00	6.33	0.26	4.00	0.04	1.67	0.00	12.00	0.30
以色列	1.83	0.81	1.50	12.94	4.50	0.93	5.50	1.66	13.33	16.34
英国	2.00	0.61	1.83	0.00	3.50	0.00	7.75	16.73	15.08	17.34
马来西亚	0.33	48.48	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.33	48.48
阿联酋	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	27.04	0.00	0.00	0.50	27.04
科威特	0.33	18.95	0.00	0.00	0.00	0.00	0.33	8.40	0.67	27.36
挪威	0.00	0.00	0.50	4.98	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	4.98
沙特	0.00	0.00	0.50	21.34	0.33	0.84	0.00	0.00	0.83	22.18
总数量	551.90	2096.40	341.57	529.42	273.95	459.18	416.07	830.64	1583.49	3915.64
平均方差	73.05	195.74	40.87	55.37	30.21	46.75	52.97	88.17	196.22	342.27

从表 3 可以看出,美国的投资规模最大,数量最多;香港投资数量排第二位;新加坡投资规模

排第二位。从数据统计上看,不论是投资数量还是投资规模的标准方差均较大,这是由于除主要几个投资国(地区)外,其他国家(地区)的投资均较少。

美国比其他国家(地区)投资数量的总数还要多,这可能有两个原因:首先美国是第一个进入中国内地进行风险投资的国家,影响范围较广,尤其是美国的风险投资发展最为成熟,中国内地的很多模式都是学习自美国。这就使得美国对中国内地的制度模式较为熟悉,并已经形成了一套纯熟的投资方式方法;第二,美国是中国内地除香港外最大的 IPO 退出市场,美国风险投资的介入,有利于中国内地企业在美国退出。这也符合外资风险投资有助于企业在海外上市的结论<sup>[45]</sup>。近几年,风险投资市场呈现资金过剩,优质项目稀少的现象,在竞争好项目时,投资机构所能提供的各种服务,尤其是增值和退出服务显得尤为重要。香港作为一个开放口岸,可以让各路资本汇集,再就近投入中国内地市场。同时香港拥有天然良好的地理位置、相近的语言和文化,也是境内企业最喜欢的境外上市市场。这让来自香港的资金更容易获得境内企业的青睐。

## (二) 实证结果

表 4 是自变量的统计信息,法律实施质量的均值为 1(包括腐败控制、政府绩效、政治稳定和无暴力/恐怖主义程度、监管质量、表达与问责能力以及法治六个方面),说明投资国(地区)的法律治理较好;中国内地 GDP 增长率平均比投资国(地区)高出 6.66 个百分点,这说明投资国(地区)的经济增长速度较中国慢,这与绝大部分国家(地区)经济较为发达有关;开放度的均值为 0.0036402,这一指标是用中国内地和投资国(地区)的流入和流出 FDI 占各国(地区)GDP 比值相乘得出,其波动幅度较大,说明各国(地区)投资开放程度相差巨大;而创业指数的均值为 131.66,此项也是投资国(地区)与中国内地的交叉项,这样就将中国内地的创业情况考虑进去。因为有个别国家(地区)无此项,所以观测数量仅为 64 个;在文化差别项中,因缺少个别国家(地区)数据,所以观测数量为 88 个。

表 4 自变量的统计信息

自变量	观测数量	平均数	标准方差	最小值	最大值
$x_{lquality}(i, t-1)$	96	1.006346	0.6941094	-0.7388901	1.847412
$x_{dgdp}(i, t-1)$	96	6.655294	2.805187	-2.439024	16.79035
$x_{open}(i, t-1)$	96	0.0036402	0.0083438	-0.0004258	0.0649349
$x_{GEM}(i, t-1)$	64	131.6642	38.4269	66.0824	276.216
$x_{dculture}(i)$	88	15.01301	5.16486	5.258216	29.61761

为了确保模型的变量之间不存在多重共线性,本文用 Stata13 计算各变量之间的相关系数(见表 5),如变量间的相关系数大于 0.5,则被认为可能存在相关性。本文结果显示自变量间的相关系数绝对值均小于 0.5,说明变量间不存在多重共线性。

表 5 自变量间的相关系数矩阵

自变量	观测数量	$x_{lquality}(i, t-1)$	$x_{dgdp}(i, t-1)$	$x_{open}(i, t-1)$	$x_{GEM}(i, t-1)$	$x_{dculture}(i)$
$x_{lquality}(i, t-1)$	96	1.0000				
$x_{dgdp}(i, t-1)$	96	0.0565	1.0000			
$x_{open}(i, t-1)$	96	0.2353	-0.0054	1.0000		
$x_{GEM}(i, t-1)$	64	-0.1636	-0.1860	-0.2862	1.0000	
$x_{dculture}(i)$	88	-0.1800	0.1343	-0.2672	-0.1119	1.0000

用 Stata13 对数据做多元回归,回归结果见表 6。

表 6 模型回归结果

变量	模型1	模型1'	模型2	模型2'	模型3	模型3'
$x_{quality}(i, t-1)$	0.2982133	0.2427815	16.76603	5.970114	13.991	10.85781
$x_{dgd}(i, t-1)$	-0.1264522	-0.0833391	-3.305536	5.955654	-1.420331	1.423977
$x_{open}(i, t-1)$	-199.9988	-111.5284	3200.193	3125.217	868.2994	1259.656
$x_{GEM}(i, t-1)$	0.013082 *	0.0166064 **	0.9343003 *	1.475997 ***	0.5943612 ***	0.7788625 ***
$x_{dculture}(i)$	-0.0907163 *	-0.1027175 *	0.6506246	0.2501966	3.802068 **	3.77913 **
截距	1.334901	0.9276131	-87.02593	-221.127 *	-123.4041 **	-170.3119 ***
是否控制时间变量	否	是	否	是	否	是

注：“\*”、“\*\*”、“\*\*\*”分别表示在10%、5%、1%的水平上显著。

模型1是对外资风险投资是否投资的影响因素分析。回归结果显示,创业水平和文化差异都在10%水平下显著。其中创业水平的系数为正,说明中国内地与投资国(地区)的创业水平越高,风险投资越活跃;文化差异的系数为负,说明文化差异越大,外资风险投资的水平越低。所以假设4和假设5成立。在控制了时间后,创业水平在5%水平下显著,而文化差异仍在10%水平下显著。检验结果说明区位优势对外资风险投资的投资决策影响不显著,而内部化优势则是外资风险投资家的考量重点。

模型2是对外资风险投资投资规模大小的影响因素分析。回归结果显示,创业水平在10%水平下显著,而且其系数为正,说明假设4成立,即创业水平越高,风险投资水平越高。在控制了时间变量后,创业水平的显著性有所提高,在1%水平下显著。

模型3是对外资风险投资投资数量多少的影响因素分析。回归结果显示,创业水平在1%水平下显著,其系数为正,在控制时间变量后,仍保持了高度的显著性,这说明创业水平不但对是否投资、投资的规模有影响,其对投资的项目数量也起着重要的作用。而文化差异在模型3中的显著性为5%,但与模型1不同,其系数为正,这说明在文化差异越大的时候,外资风险投资机构投资的数量会更多。对此现象的可能解释是风险投资家在决定投资后,为了解决文化差异大所带来的不确定性,从而增加投资项目的数量来分散风险。

## 五、结论和建议

本文对影响外资风险投资在中国内地投资的因素进行分析,得到以下结论:外资风险投资在决定是否投资中国内地时,创业水平和文化差异起着重要的作用,中国内地与投资国(地区)的创业水平越高、文化差异越小,投资的可能性越高;投资规模方面,中国内地与投资国(地区)的创业水平起决定作用,创业水平越高,投资规模越大;投资数量方面,创业水平和文化差异都起到了重要作用,不同的是,当文化差异越大时,外资风险投资的数量会越多,以此分散文化不确定性所带来的风险。

根据以上结论,本文建议进一步改善中国内地创业环境,放宽外资风险投资可投资的行业范围,针对高新技术企业减少外资投资审批环节,降低外资投资成本,以吸引外资风险投资的进入。同时,对创业水平高、文化差异相对大的国家(地区)给予一定的优惠或鼓励政策,提供必要的中介服务,以增加外资风险投资的投资数量和规模。这将有利于提高企业创新动力,并帮助中国内地的优质企业向国际化发展。

本文首次在Dunning的国际生产折衷理论框架下,分析影响FDI流入的因素及其与外资风险投资的差别,甄别出可能影响外资风险投资基金投资中国内地的因素,为分析外资风险投资的投资抉择提供了新的思路。在数据处理方面,甄别出风险投资机构所属的国家(地区)及其投资的数量和规模,通过计量经济模型,找出影响外资风险投资在中国内地投资的因素,并提出相应的政策建议。

但本文只是对影响外资风险投资因素的初步尝试,仅使用了投资于中国内地的有限数据,具有



一定的局限性。目前中国正处在经济转型期,如果延长数据观察期,可能会产生不同的结果。当前风险投资的数据有限,未来可以扩展为分析世界范围内跨境风险投资行为,并增加是否为主要货币、汇率稳定程度等几个方面来细化经济影响。

#### 参考文献:

- [1] Sahlman WA. The structure and governance of venture-capital organizations [J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27(2): 473 - 521.
- [2] Gompers P. Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital [J]. Journal of Finance, 1995, 50(5): 1461 - 1489.
- [3] Amit R., Brander J., Zott C. Why do venture capital firms exist? Theory and canadian evidence [J]. Journal of Business Venturing, 1998, 13(6): 441 - 466.
- [4] Barr P., Stimpert J. and Huff A. Cognitive change, strategic action, and organizational renewal [J]. Strategic Management Journal, 1992, 13: 15 - 36.
- [5] Simon H. A. A behavioral model of rational choice [J]. Quarterly Journal of Economics, 1955, 69: 99 - 118.
- [6] Zider B. How venture capital works [J]. Harvard Business Review, 1998, 76(6): 131 - 139.
- [7] Dunning J. The determinants of international production [J]. Oxford Economic Papers, 1973, 25(3): 289 - 336.
- [8] Dunning J. International Production and Multinational Enterprise [M]. London: Allen and Unwin, 1981.
- [9] Dunning J. The eclectic paradigm of international production: A restatement and some possible extensions [J]. Journal of International Business Studies, 1988, 19: 1 - 31.
- [10] Lucas R. On the determinants direct foreign investment: Evidence from East and South East Asia [J]. World Development, 1993, 21(3): 391 - 406.
- [11] Balasubramanyam V., Salisu M., and Sapsford D. Foreign direct investment and growth in EP and IS countries [J]. The Economic Journal, 1996, 106(434): 92 - 105.
- [12] Sing H. and Jun K. The determinants of foreign direct investment in developing countries [J]. Transnational Corporation, 1996, 5(2): 67 - 105.
- [13] Grosse Robert and Trevino Len J. Foreign direct investment in the United States: An analysis by country of origin [J]. Journal of International Business Studies, 1996, 1(27): 139 - 155.
- [14] Nunes C., Oscategui J. And Peshchiera J. Determinants of FDI in Latin America [J]. Documento De Trabajo, 2006, (10): 252 - 268.
- [15] Sekkat K., Veganzones-Varoudakis M. Openness, investment climate, and FDI in developing countries [J]. Review of Development Economics, 2007, 11(4): 607 - 627.
- [16] Kinuthia B. K., Murshed S. M. FDI determinants: Kenya and malaysia compared [J]. Journal of Policy Modeling, 2015, 37(2): 388 - 400.
- [17] Baeyens K., Vanacker T., Manigart S. Venture capitalists' selection process: The case of biotechnology proposals [J]. International Journal of Technology Management, 2006, 34(1/2): 28 - 46.
- [18] 谈毅. 本土化经验对跨境风险投资绩效的影响研究 [J]. 证券市场导报, 2015, (9): 9 - 15.
- [19] Kortum S., Lerner J. Does Venture Capital Spur Innovation? [Z]. NBER Working Paper, 1998.
- [20] Kortum S., Lerner J. Assessing the contribution of venture capital to innovation [J]. RAND Journal of Economics, 2000, 31(4): 674 - 692.
- [21] Armour J. and Cumming D. The Legal Road to Replicating Silicon Valley [Z]. Unpublished Working Paper, 2003.
- [22] Jensen MC, Meckling WH. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, (3): 305 - 360.
- [23] La Porta Rafael, Lopez-de-silanes Florencio, Shleifer Andrei and Vishny Rober. Law and finance [J]. Journal of Political Economy, 1998, 106: 1113 - 1155.
- [24] La Porta Rafael, Lopez-de-silanes Florencio, Shleifer Andrei and Vishny Robert. Investor protection and corporate governance [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58: 3 - 27.
- [25] North D. Institutions, Institutional Change, and Economic Performance [M]. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- [26] Holderness Graham. 'Silence Bleeds': Hamlet across borders [J]. European Journal of English Studies, 2008, 12(1): 59 - 77.
- [27] Klapper Leora F. and Love Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets [J]. Journal of Cor-

- porate Finance, 2004, 10(5): 703–728.
- [28] 萧政, 沈艳. 外国直接投资与经济增长的关系及影响 [J]. 经济理论与经济管理, 2002, (1): 11–17.
- [29] Li Y and Zahra S. Formal institutions, culture, and venture capital activity: Across country analysis [J]. Journal of Business Venturing, 2012, 27: 95–111.
- [30] Hufbauer Gary, Lakdawalla Darius, Malani Anup. Determinants of direct foreign investment and its connection to trade [J]. UNCTAD Review, 1994, 39–51.
- [31] 李翀. 我国对外开放程度的度量与比较 [J]. 经济研究, 1998, (1): 28–31.
- [32] Ahlstrom D., Bruton G. and Yeh K. Venture capital in China: Past, present and future [J]. Asia Pacific Journal of Management, 2007, 24: 247–268.
- [33] Kaplan S. and Stromber P. Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts [J]. The Review of Economic Studies, 2003, 70(2): 281–315.
- [34] Black B. and Gilson R. Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets [J]. Journal of Financial Economics, 1998, 47: 243–77.
- [35] Dyck A. and Zingales L. Private benefits of control: An international comparison [J]. Journal of Finance, 2004, 59(2): 537–600.
- [36] Coffee J. Do norms matter? A Cross-country evaluation [J]. University of Pennsylvania Law Review, 2001, 149(6): 2151–2177.
- [37] Stulz R. and Williamson R. Culture, openness, and finance [J]. Journal of Financial Economics, 2003, 70(3): 313–349.
- [38] Vaara E., Sarala R., Stahl G. K. and Björkman I. The impact of organizational and national cultural differences on social conflict and knowledge transfer in international acquisitions [J]. Journal of Management Studies, 2012, 49(1): 1–27.
- [39] Bottazzi L., DaRin M. and Hellmann T. Who are the active investors? Evidence from venture capital [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 89(3): 488–512.
- [40] Kaufman D. Worldwide Governance Indicators [M]. Washington, DC: World Bank, 2010.
- [41] Hofstede G. Culture's Consequences: International Differences in Work-related Values [M]. Beverly Hills, CA: Sage Publications, 1980.
- [42] Schwartz SH. Individualism-collectivism: Critique and proposed refinements [J]. Journal of Cross-Cultural Psychology, 1990, 21, 139–157.
- [43] Meuleman Miguel and Wright Mike. Determinants of Cross-Border Syndication: Cultural Barriers, Legal Context, and Learning [R]. Babson College Entrepreneurship Research Conference (BCERC), Frontiers of Entrepreneurship Research, 2008.
- [44] Li Y., Vertinsky I. and Li J. National distances, international experience, and venture capital investment performance [J]. Journal of Business Venturing, 2014, 29(4): 471–490.
- [45] Humphery-Jenner M. and Suchard J. Foreign venture capitalists and the internationalization of entrepreneurial companies: Evidence from China [J]. Journal of International Business Studies, 2013, 44: 607–621.

## The Influencing Factors for Investment of Foreign Venture Capital in Mainland China

CHEN Su<sup>1</sup>, YANG Ye<sup>2</sup>

(1. School of Finance, Renmin University of China, Beijing 100872, China; 2. School of Public Economics and Administration, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Abstract:** This paper uses Dunning's international production eclectic theory, combined with the uncertainty theory, to analyze the possible influence factors for the investment decision of foreign venture capital. The empirical results show when the level of entrepreneurship is higher and the cultural differences are smaller, the likelihood of investment of foreign venture capital is higher; the higher the level of entrepreneurship, the greater the size and quantity of the investment; the greater of cultural differences, the more number of the investment. This paper suggests to further improve Mainland China's entrepreneurial environment, reduce the cost of foreign investment, in order to attract more foreign venture capital, to improve the motive force of innovation, and to help Mainland China's high-quality enterprises to international development.

**Key words:** foreign venture capital; entrepreneurship; cultural differences

(责任编辑: 原 蕴)