重庆师范大学硕士学位论文

东道国金融发展影响中国对外直接投资的实证研究

硕士研究Th：张政

指导教师： 胡兵 教授 学科专业： 数量经济学

所在学院： 经济与管理学院

重庆师范大学

二○一六年六月

**Master Degree Paper of Chongqing Normal University**

**An Empirical Study of Financial Development in Host Country and China’s Outward Foreign Direct Investment**

**Postgraduate:** Zhang **Zheng Instructor:** Hu **Bing Professor Major:** Quantitative **Economics College:** Economics & **Management**

**Chongqing Normal University**

**June 2016**

东道国金融发展影响中国对外直接投资的实证研究摘 要

在改革开放和全球经济形势的推动下，我国融入经济全球化与金融全球化的进程日益加快，我国企业对外直接投资规模增长迅速。我国企业在184个国家（地区）开展对外直接投资活动，但对不同国家或地区的投资规模却存在较大的差别，这也使得国内外学者开始关注东道国的哪些因素能够吸引我国对外直接投资。其中，东道国金融发展往往是容易被忽略的因素。那么东道国金融发展对中国对外直接投资存在何种影响呢？梳理和总结以往研究发现，现有的研究主要集中于中国金融发展对中国对外直接投资的影响，即基于母国金融发展的层面开展研究，但是关于东道国金融发展对中国对外直接投资的影响研究还比较匮乏。因此，研究东道国金融发展如何影响中国对外直接投资具有理论意义与现实意义。

本研究从金融深度、金融可及性、金融效率和金融稳定性四个维度来较为全面衡量东道国金融发展，区分了银行和金融市场这两类金融主体并分别从上述四个维度构建指标。鉴于此，本文尝试从银行和金融市场两个角度来实证分析东道国金融发展如何影响中国对外直接投资，以探索东道国金融发展因素对中国对外直接投资的影响，为我国对外直接投资提供理论参考和实证依据。基于数据的可获得性和完整性，本文采用中国对外直接投资的国家（地区）的面板数据作为样本，实证检验东道国金融发展对中国对外直接投资的影响，以更为深入地阐述东道国金融发展对中国对外直接投资的影响机制。实证结果表明：从银行角度而言，中国对外直接投资倾向于流入东道国银行发展深度更好和银行稳定性更强的国家或地区；从金融市场角度而言，金融市场规模更大、金融市场服务可及性更好、金融市场稳定性更强的国家或地区，更容易得到中国对外直接投资的青睐。为了得到较为稳健的结果，本研究运用更换实证检验方法来进行稳健性检验，得出的结论与前文一致。

采取鼓励和引导中国企业实施从东道国融资，拓宽企业开展对外直接投资的融资渠道。当前国际经济社会背景之下，把东道国金融发展与中国对外直接投资政策相联系，促进东道国金融发展与中国对外直接投资两者之间的协调发展，是为一种可行的政策选择。

**关键词：**金融发展；对外直接投资；银行；金融市场

I

**An Empirical Study of Financial Development in Host Country and China's Outward Foreign Direct Investment**

**Abstract**

In the reform and opening up and promote global economic situation, China's integration into the process of economic and financial globalization is accelerating, the scale of China 's outward foreign direct investment enterprise is growing rapidly. China's enterprises exist in 184 countries (regions) of outward foreign direct investment behavior, but the scale of investment in the country but there is a big difference , which also makes foreign scholars began to focus on what factors of the host country are conducive to attracting outward foreign direct investment. Among them, the financial development of the host country is often easily overlooked factor. So the host country financial development affect outward direct investmentTakingintoaccountthedistributionofChina'soutwardforeigndirectinvestmentisnotbalanced, thepresentstudyattemptstooutwardforeigndirectinvestmentfromtheperspectiveofempiricalanalysisoftheimpactofdifferencesinfinancialdevelopmentofthehostcountry'soutwarddirectinvestmenttofinancethedevelopmentofthe hostcountrytoexplorethefactorsthatimpactonoutwardforeigndirectinvestmentmechanismtoprovidethetheoryofChina'soutwardforeigninvestmentreferenceandempiricalevidence. TheliteratureswhichresearchedfinancialdevelopmentinhostcountryaffectingChina'soutwardforeigndirectinvestmentisrelativelyscarce. Soithastheoreticalandpracticalsignificancetostudyhowthehostcountry'sfinancialdevelopmentaffectsChina'soutwardforeigndirectinvestment.

This study from the financial depth and financial accessibility, financial efficiency and financial stability, four dimensions to comprehensive measure of financial development in host countries. Respectively, to build the two types of banks and financial markets from the aspects of the above four dimensions of financial subject index, and try from two angles of banks and financial markets to analyze how financial development affect China's outward foreign direct investment, and to explore the host country financial development factors impact on China's outward foreign direct investment mechanism, provide theoretical reference for China's outward foreign direct investment and empirical basis. In this paper, based on the

II

Availability of data in 2003-2011 China's outward foreign direct investment in the country or region to select the data of 45 countries or regions as sample, using the empirical test of the host country financial development impact on China's outward foreign direct investment. In order to more deeply in this paper, the mechanism of host country financial development's influence on China's outward foreign direct investment. The empirical results show that: from the point of the bank, China's outward foreign direct investment tends to flow into the host country better development depth and bank stability more country or region; From the point of the financial market, financial market is bigger, better service accessibility in financial market, financial market stability more countries or regions, it is easier to get the favour of China's outward foreign direct investment. In order to obtain a robust result, this study applies two-system GMM test method for robustness testing, the conclusion is consistent with the foregoing.

The findings show that China's foreign direct investment should tend to develop more depth of bank, bank greater stability, greater financial market size, financial markets and better services , greater stability of financial markets countries or regions. To encourage and guide enterprises to implement China financing from the host country, expand the enterprise to carry out outward foreign direct investment financing channels. Under the current international socio-economic background, will host financial development and foreign investment policies combined to promote the coordinated development of the host country financial development and foreign investment, is feasible policy options.

**Keywords:** financial development; Outward foreign direct investment; Bank; Financial market

III

目 录

**[Abstract](#_Toc686907388)** 2

[1 绪 论](#_Toc686907389) 5

[1.1 研究的背景和意义](#_Toc686907390) 5

[1.1.1 研究背景](#_Toc686907391) 5

[1.1.2 研究意义](#_Toc686907392) 5

[1.2 研究内容和研究目标](#_Toc686907393) 5

[1.2.1 研究内容与结构](#_Toc686907394) 5

[1.2.2 研究目标](#_Toc686907395) 5

[1.3 相关概念](#_Toc686907396) 5

[1.3.1 金融发展内涵](#_Toc686907397) 5

[1.3.2 对外直接投资](#_Toc686907398) 6

[1.4 研究方法和技术路线](#_Toc686907399) 6

[1.4.1 研究方法](#_Toc686907400) 6

[1.4.2 技术路线](#_Toc686907401) 6

[1.5 研究的创新点](#_Toc686907402) 7

[2 文献综述](#_Toc686907403) 8

[2.1 正向效应研究综述](#_Toc686907404) 8

[2.2 负向效应研究综述](#_Toc686907405) 8

[2.3 本章小结](#_Toc686907406) 8

[3 理论与假设](#_Toc686907407) 9

[3.1 理论分析](#_Toc686907408) 9

[3.1.1 Th产率路径](#_Toc686907409) 9

[3.1.2 融资约束路径](#_Toc686907410) 9

[3.1.3 优化资本配置路径](#_Toc686907411) 10

[3.1.4 风险降低路径](#_Toc686907412) 10

[3.1.5 技术创新路径](#_Toc686907413) 10

[3.2 研究假设](#_Toc686907414) 10

[3.3 本章小结](#_Toc686907415) 14

[4 实证研究](#_Toc686907416) 14

[4.1 计量模型设定](#_Toc686907417) 14

[4.2 变量与数据说明](#_Toc686907418) 15

[4.2.1 变量说明及数据来源](#_Toc686907419) 15

[4.2.2 描述性统计](#_Toc686907420) 16

[4.3 实证结果与分析](#_Toc686907421) 25

[4.3.1 银行角度](#_Toc686907422) 25

[4.3.2 金融市场角度](#_Toc686907423) 26

[4.4 稳健性检验](#_Toc686907424) 28

[4.5 本章小结](#_Toc686907425) 31

[5 研究结论与政策建议](#_Toc686907426) 32

[5.1 研究结论](#_Toc686907427) 32

[5.2 政策建议](#_Toc686907428) 32

[5.3 研究展望](#_Toc686907429) 32

[参考文献](#_Toc686907430) 33

[附录：作者攻读硕士学位期间发表论文及科研情况](#_Toc686907431) 36

V

# 1 绪 论

## 1.1 研究的背景和意义

### 1.1.1 研究背景

随着国务院常务会议于2014年12月24日举行，强调金融对企业开展“走出去”的扶持并提供资金保障，促进产业升级。此次会议提出，拓宽融资的来源和渠道，为企业能够“走出去”增添助力。金融发展也在此次会议中提上了日程安排。就事实而言，自中国加入WTO以来，与世界上越来越多的国家和地区建立起合作与贸易关系，一方面从其他国家“引进来”，另一方面鼓励和支持国内企业实施“走出去”，这两个方面是中国融入全球经济的重要方式和途径。为了更好地促进“走出去”的开展和落实，走出国门并迈向国际，有为数不少国内企业选择采用以对外直接投资（Outward Foreign Direct Investment, 以下简称OFDI）的方式进入国外市场。中国实施OFDI战略要以全球化的视角来促进多方合作。

当国内难以获得资金时，东道国所在地银行或金融市场可以为母国提供其实施OFDI所需的资金。当实施OFDI的企业缺乏资金时，可以缓解资金压力，因此东道国金融发展是国内企业实施OFDI考虑的重要因素之一。中国的经济发展离不开“引进来”和“走出去”两种战略的实施，其中对后者战略的前景更为看好。后者的实施应解决融资难题，为中国OFDI 增添资金保障。中国企业实施

OFDI在迅猛发展过程中存在的制约因素之一便是由于国内金融发展不足所引起的资金供给不充分，此时东道国金融发展能够弥补国内资金不足的缺口。然而东道国金融发展究竟如何影响中国OFDI呢？现有相关的研究还比较匮乏。本研究尝试探讨东道国金融发展对中国OFDI的影响机制，并试图得出东道国金融发展对中国OFDI究竟有何影响。本文正是基于这一背景展开具体的研究工作。

### 1.1.2 研究意义

就实际情况来看，为数不少的金融监管改革的效果已出现，为我国以后的金融发展和今后的金融改革提供较为坚实的基础保障。金融监管改革能够释放市场活力，进而盘活市场，2015年的工作重点仍然是深化金融体系改革朝着更高的层次迈进（中国金融发展报告，2015）。不断推动和深化金融体系改革，对于促进金融发展有着重要的现实意义。对金融发展开展研究显得十分必要。近些年来，伴随着经济全球化的不断深入，我国OFDI也得到了较为迅猛发展。根据商务部显示的数据可知，2013年中国对外直接投资额的增长速度速达到22.8%，达到1078.4亿美元，首次突破千亿美元大关，对外直接投资存量达到6604.8亿美元。

1

中国OFDI呈现出迅猛发展的态势。预计未来5的年里，中国OFDI将超过5000亿美元。为了加快中国OFDI的前进的脚步，促进金融发展重要意义就变得十分明显。但是国内金融发展不足是制约我国企业OFDI得以迅猛发展的一个因素，东道国金融发展将构成国内金融发展不足有效的补充。东道国金融发展的重要作用由此显现，怎样将东道国金融发展与中国OFDI联系起来，并确定前者对于后者的影响，这是本文所要关注的重点。

不同东道国的金融发展水平和效率不尽相同，中国OFDI也存在国别差异。本文选取中国OFDI的跨国或跨地区面板数据，并以此数据来实证检验东道国金融发展究竟是如何影响我国OFDI。本文所要研究的是东道国金融发展是如何影响中国OFDI。中国企业是否实施OFDI需要获取相关证据，而本文可以在此提供相应的参考依据。也是本文的研究意义之所在。

## 1.2 研究内容和研究目标

### 1.2.1 研究内容与结构

本文的工作重心是为了得出东道国金融发展对中国OFDI究竟有何影响，与此同时对东道国金融发展与OFDI关系进行整体的把握。为了本研究的顺利开展，本文就相关内容和结构作出如下安排：

第一章是绪论。主要从五个方面开展行文安排。第一部分介绍的是选题背景和意义，讲述为选取该选题的背景和意义。第二部分介绍的是研究的主要内容和目标，对本文的开展做好安排工作，明确后续工作的方向。第三部分为相关概念，对所要研究的对象拥有大致的了解。第四部分为研究方法和技术路线。第五部分为研究的创新之处。通过上述五个方面的阐述能够对本文拥有一个整体的了解。从而为本文的后续开展打下一个较为坚实的框架基础。为后续章节的开展提供方向。

第二章是文献综述，旨在整理和归纳国内和国外学者关于金融发展如何影响跨国直接投资的相关文献资料，在此基础上概括与评价现有国内外的学术成果，以为下文进行更深入的研究起到逻辑起点的作用。为本文的后续开展奠定文献基础。

第三章是东道国金融发展与中国OFDI的理论与假设。该章主要介绍理论分析、研究假设和本章小结三个部分。第一部分为东道国金融发展与中国OFDI的理论分析，该理论分析主要通过东道国金融发展影响OFDI的路径识别来进行分析。在此部分重点探讨东道国金融发展对我国OFDI的影响路径，即主要通过生产率路径、融资约束路径、优化资本配置路径、风险降低路径、技术创新路径等

5个影响路径来进行理论分析。第二部分为研究假设，并在此基础上东道国金融

2

发展与我国OFDI关系初步判断，并尝试通过绘制散点图的方式对东道国金融发展与中国OFDI两者之间的关系进行初步把握，以对二者关系获得一定的了解和认识。为下文开展实证关系研究提供一定的方向。第三部分为本章小结，对本章内容进行总结。

第四章是东道国金融发展对中国OFDI的实证研究。为了对第三章的研究假设进行实证检验，故选取9年平衡面板数据，建立模型实证检验东道国金融发展如何影响中国OFDI，并对本文的实证结果做出具体的分析和解释。通过五个部分来展开。第一部分为计量模型设定。第二部分为变量与数据说明，展示了变量说明及数据来源、变量的描述性统计。第三部分为实证结果与分析，此处混合

OLS、固定效应和随机效应方法运用从银行和金融市场两个角度进行分析；第四部分为稳健性检验。第五部分为本章小结。

第五章是研究结论、政策含义和研究展望，对本文的结论加以概括，在此基础上提出了政策建议，研究展望指出了本文的不足以及后续的研究方向。

### 1.2.2 研究目标

关于中国OFDI的研究较多，不同学者对其研究的角度和所考虑具体因素不尽相同。影响中国OFDI区位选择的因素很多，东道国金融发展时常被忽略。本研究侧重探讨东道国金融发展对中国OFDI的影响，区分银行和金融市场这两类金融主体的情况下，东道国金融发展对中国OFDI的影响，从而进一步丰富新兴国家直接投资理论，为我国今后OFDI提供理论参考和实证依据。

## 1.3 相关概念

在正式开展理论与实证工作之前，对于相关概念的了解是十分必要的。观察本文题目可知，主要研究东道国金融发展对中国OFDI的影响。下面就本文所要研究的内容所涉及的概念，包括金融发展和对外直接投资作出简要介绍。

### 1.3.1 金融发展内涵

为了对金融发展内涵拥有一个大致的了解，本文从其含义的产生，及其不断的演变的一个过程，由此提出了有关金融发展的不同理论。不同理论的观点之间存在区别与联系。本文对此介绍如下，具体内容见下文。

金融发展含义最早由Goldsmith于1969年提出。当时称之为“金融结构论”，其定义为金融机构的扩张以及金融工具的创新。该观点主要强调的是金融发展的总体规模。该观点在当时为人们广泛接受和使用，由此思想导致的结果是金融规模的过度扩张。“金融结构论”的不足之处日益显现，为此“金融功能论”应运而生。“金融功能论”是Merton和Bodie（1995）提出，该观点强调的是金融系

3

统的功能，其包括规模和效率两个层面。有效地弥补了“金融结构论”注重规模而忽视效率这一缺陷。不但强调金融发展的规模，还强调了对金融资产的配置效率问题。对“功能”进行归类和总结，将其分为5个大类①（Levine, 1997）。国外学者（McKinnnon, 1973; Shaw, 1973）对发展中国家的金融市场开展研究，发现发展中国家的金融市场普遍存在金融抑制现象。提出了“金融抑制论”。金融抑制指政府出于行政目的对金融市场本应由市场机制决定的活动进行了干预，扭曲了金融体系的发展，从而造成金融市场发展的滞后。金融抑制论强调了政府在经济活动的支配地位，市场的作用较弱。与之相对的是“金融深化理论”，其强调的方向正好与金融抑制方向相反，即适当放松政府的干预，让市场真正起到主导作用。推动金融市场化改革，是促进金融发展的重要途径。

上文主要介绍了有关金融发展的四种重要理论，即结构论、功能论、抑制论和深化理论。其中前两种理论存在时间上的顺延性，功能论弥补了结构论注重金融规模的缺陷。第三种理论强调的是针对发展中国家的金融市场。第四种理论强调的是市场在金融体系中的地位和作用。通过上述理论的介绍，能够对金融发展拥有大致的了解。

### 1.3.2 对外直接投资

为了较好地理解本文所要研究的内容，了解对外直接投资是有必要的。故这一部分主要介绍对外直接投资概念和我国对外直接投资的发展阶段两个方面的内容。中国对外直接投资的发展阶段阐述了自改革开放以来我国对外直接投资的发展阶段，基于政策调整的划分大致经历了探索阶段、震荡阶段和快速发展阶段，从而能够大致地了解我国对外直接投资的发展阶段。

#### 1.3.2.1 对外直接投资内涵

中国对外直接投资是我国企业走出国门迈向国际市场的一种途径。不同国家或国际组织有关对外直接投资的定义不尽相同，本小节主要介绍国家商务部的定义，具体定义见下文。

中国国家商务部（MOFCOM）将对外直接投资定义为“中国企业、团体等

（简称境内投资主体）在国外及港澳台地区以现金、实物、无形资产等方式投资，并以控制国（境）外企业的经营管理权为核心的经济活动”。《中国对外统计制度》“对于对外直接投资统计的对象是包括中国境内各种类型投资主体通过直接投资在境外设立的各类公司型企业和非公司型企业，或控制10%或以上投票权

①包括：信息处理，主要关于投资信息，以及如何优化资本配置的信息；投资监督管理，对企业在获得融资后，资金如何使用，是否符合规定，是否符合投资者的利益等问题进行监管；风险控制，如何降低投资风险，以及如何分散风险；动员储蓄，如何将社会的闲散资金转化为储蓄；交易服务，为商品和服务的交易提供便利，降低交易成本。

4

（对公司型企业）或其他等价利益的境外企业，包括子公司、联营公司和分支机构。1、子公司，境内投资主体拥有该境外企业50%以上的股东或成员表决权，并具有该境外企业行政、管理或监督机构主要成员的任命权或罢免权。2、联营公司，境内投资主体拥有该境外企业10%-15%的股东成员或成员表决权。3、分支机构，即境内投资主体在国（境）外的非公司型企业。境内投资主体在国（境）外的常设机构或办事处、代表处视同分支机构。“②

#### 1.3.2.2 中国对外直接投资的发展阶段一基于政策调整的划分

中国OFDI开始于1979年11月，并成立了我国首家中国和外国联合出资企业，由此拉开了我国企业开展OFDI实施走出去的篇章。“走出去”不断开展和落实，不少国内企业选择迈出国门走向世界，中国OFDI的发展态势愈加迅速。根据联合国贸易和发展会议（UNCTAD）相关数据资料，通过整理基础上得出从

1983年至2013年历年我国OFDI流量图（如图1.1）。通过观察中国OFDI的发展阶段，不难察觉在中国OFDI的三阶段中任一阶段，均带有明显的制度改革印记。本文阶段划分主要采用的是以政策调整为脉络，由此大致将中国OFDI的发展分为如下：具体包括探索阶段、震荡阶段和快速发展阶段。每阶段具体的时间和特点见下文。

探索阶段是1978年至1991年。“该时期，中国市场化经济改革依旧处于自我探索阶段，这时的单位不但资金不足和经验匮乏，而且单位的经营规模较小和决策的自主权较低，能够独立自主地开展OFDI并走出过门的单位数量为数不多，其中较大比重的单位实施OFDI战略和决策均属于由政府做出。位于这一阶段，无论中国的OFDI存量还是OFDI流量的数额均很小，各年的OFDI的流量数额均低于9亿美元（除1991年之外）。”

震荡阶段是1992年至2001年。“自上世纪九十年代以来，并”积极开展和扩大我国企业的对外投资与跨国经营”。本文为此展示了1983至2013年间中国

OFDI流量情况。根据图1.1中能够观得知，该阶段我国的OFDI呈现出增长显著的特征，仔细观察还发现波动幅度较大。所呈现出来的波动幅度较大的特征，反映出在当时我国经济体制市场化改革的开展过程中以及对外开放步伐加速的这一大背景下，不少中国企业获得了越来越多的经营自主权，逐步有意识的探索性地开展和实施对外直接投资，对外直接投资的规模得以扩大。但是由于受到多方面条件的限制和制约，这时企业开展的对外直接投资表现出受偶然和短期利益目标的驱动明显的特征，然而并不是真正为了满足企业长期经营和发展的需要，由此多数企业的对外直接投资战略缺乏较为清晰的投资目标以及对企业而言较为长远的战略定位。“

②参见：[http: //www. examw. com/tjs/fudao/zhongji/174005/](http://www.examw.com/tjs/fudao/zhongji/174005/)

5

快速发展阶段是2002年至今。通过对比发现，该阶段表现出十分明显的反差和区别，我国对外直接投资的表出“稳步、快速的增长，投资规模持续大幅扩大”的特点。

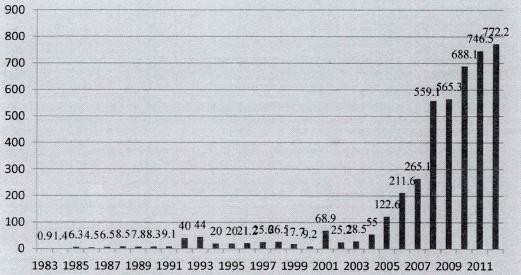


图 1.1 1983~2013年历年中国对外直接投资流量③

本节第一部分介绍了金融发展内涵，主要描述了结构论、功能论、抑制论和深化论四种观点。本节第二部分介绍了对外直接投资的内涵和我国对外直接投资的发展阶段。本文基于政策调整的的视角将我国对外直接投资分为3个发展阶段，从而对我国OFDI的发展阶段有大致的了解。

## 1.4 研究方法和技术路线

### 1.4.1 研究方法

本研究遵循文献评述、描述性事实、理论分析、实证检验、结论与政策建议的研究模式，在梳理并总结国内外相关文献的基础上，坚持理论与经验、宏观与微观、静态与动态联系起来的方法开展本文工作。在实证分析中，注重分析方法和手段的多样化和前沿化，运用了统计分析和计量分析等多种方法。

文献评述：本文基于现有关于金融发展如何作用于对外直接投资的文献，进行统一的梳理和总结，了解目前有关金融发展如何作用于OFDI的现状，在此基础上探讨有待深入研究的方面，尝试延伸对东道国金融发展影响中国OFDI的研究。通过文献分析，使本文行文思路较为清晰，行文的方向较为明确。

理论分析：理论分析是通过数理模型推理和文字方式对研究对象进行理论方面的阐释。通过理论分析，更加科学的把握事物之间的关系，认清事物发展的本质，这就进一步加深了对研究对象的理解，同时也增强了研究的科学性和说服力。

③数据来源1983-2002年的数据取自联合国贸发会议（UNCTAD）各年度的《世界投资报告》；2003-2013年的数据取自各年《中国对外直接投资统计公报》。

6



实证分析：实证分析法是根据现有的科学理论和实践需要，提出设计，并利用科学的仪器和设备，在相关条件下，确定条件与现象之间的因果关系的活动。目的在于说明各主要解释变量与被解释变量之间的具体关系。为了对此加以确定，本文选用混合OLS、FE、RE和系统GMM模型。其中前三种模型主要用于实证检验，第四种模型侧重于稳健性检验。

### 1.4.2 技术路线

在整理和总结国内外相关研究成果的基础上进一步提出新的研究思路，并将我国OFDI的发展阶段和概况进行回顾和梳理。接下来在理论层面开展东道国金融发展对中国OFDI影响路径采取分析和探讨。在此基础之上提出相关假设。就实证层面而言，选取混合OLS、FE和RE等模型，并选取面板数据来实证检验和分析。得出结论并提供一定的政策建议，为东道国金融发展和中国对外直接投资日后的发展具有重要的理论意义和现实意义。

为了对本文的行文结构拥有更为清晰和直观的了解，绘制了本研究的技术路线图。该技术路线图展示了从绪论出发至研究结论的行文安排，具体包括：绪论、文献综述、理论与假设、实证研究和结论。具体情况详见技术路线图以及下文的具体章节。

技术路线图如下：

**绪论：**研究的背景和意义、内容和方法等



**理论框架：**东道国金融发展对中国对外直接投资理论与假设

**文献综述：**梳理国内外文献，并进行总结与评述

**实证研究：**东道国金融发展对中国 OFDI 的实证研究

建立计量模型

变量与数据说明

实证检验与结果分析

**结论：**研究结论和政策含义



7



## 1.5 研究的创新点

为了追踪中国OFDI的研究进展，查看了较多的文献资料。对文献资料进行整理和概括后知晓，关于东道国金融发展如何影响中国OFDI的研究来说还相对不足。东道国金融发展影响OFDI的决策存在直接与间接两个层面效应。本研究的创新之处在于：

（1）目前关于东道国金融发展对中国OFDI影响的研究均没有对银行和金融

市场这两类金融主体进行区分。本文尝试借鉴Cihak et al（. 2013）构建的全球205

个经济体的数据库，从金融深度（Financial Depth）、金融效率（Financial Efficiency）、金融稳定性（Financial Stability）和金融可及性（Financial Access）等四个维度来全面衡量东道国的金融发展，构建了银行和金融市场这两类金融主体分别从上述四个维度方面来构建指标，并从银行和金融市场两个角度来验证东道国金融发展如何影响中国对外直接投资。

（2）已有对金融发展的研究主要集中于中国的金融发展，即就中国而言母国的金融发展情况，然而本研究针对的是东道国金融发展，也即针对的是中国对外直接投资所在的国家或地区。从现实看，本文的结论也为提高从直接融资占比的金融改革政策提供理论依据。

8

# 2 文献综述

本章旨在梳理学者有关金融发展和对外直接投资两者之间的文献资料，并将已有相关学者的研究情况进行概括与整合，为了解东道国金融发展如何影响中国

OFDI的奠定一定的基础，也以此作为探讨东道国金融发展影响中国OFDI的逻辑起点。

影响中国OFDI的因素是多方面的，包括受到经济因素、政治法律因素和社会文化因素等多种因素共同作用的结果。中国企业开展OFDI受到两个市场（即国内和国外市场）多种因素的影响，然而在这里探讨的是东道国的各种因素是如何影响中国OFDI。经济因素包括GDP（Stein和Daude，2001；Buckley et al.，

2007）、资源因素（Caves, 1983; Cohen, 1990; Foss, 1997;陈岩, 2012;李路, 2012）、汇率风险（Klein和Rosengren, 2005;于津平, 2007）等具体因素。政治法律因素包括制度因素（郑展鹏和刘云海，2012；Kolstad和Wiig，2012，

Hajzler，2014）、政府政策（阎大颖, 2009; Wang et al., 2012）、政治风险（Buckley et al., 2007;杨娇辉等, 2015）、法律制度（谢孟军和郭艳茹，2013）等。社会文化因素包括文化制度（李阳等，2013）、共同语言（乔晶和胡兵，2014）等。然而本文主要研究主要针对东道国的金融发展究竟是如何影响中国OFDI。下面主要从正向效应和负向效应两个层面展开描述。

## 2.1 正向效应研究综述

金融发展定义最早由Goldsmith于1969年提出。当时称之为“金融结构论”，其定义为金融机构的扩张以及金融工具的创新。该观点主要强调的是金融发展的总体规模。为金融发展奠定了理论基础。金融发展能够助力经济发展，这一观点已获得广泛认可（Mckinnon, 1973; Beck和Levine,2004）。

随着金融规模的大幅度扩张，金融结构论的问题日益显现。为了弥补结构论的缺陷，金融功能论由此应运而生。为了推动企业开展OFDI，政府应当提升金融发展对其扶持力度（陶攀等，2013；杨挺等，2014）。然而此观点的成立不是无条件的，若要成立需要满足一个假设前提。在该假设前提下，即通过提高金融发展程度不但能够使得金融规模扩大，而且推动了与之相关的配置效率，因此能为开展OFDI提供充足有效的资金支持，进而推动OFDI的发展。

在对外直接投资上，“企业走出去的自身能力虽然薄弱，一旦政府将其当作本国经济战略，即使在制度缺失条件下也可以借助政府的强势作用甚至行政手段

9

加之国家金融优势等宏观因素的支持，在超越经济发展阶段的情况下加以推进并且这些支持有时可以改变企业对走出去的预期，降低海外投资的门槛，加快企业开展对外直接投资的步伐( Stoian, 2013)“。企业进行OFDI的一个重要支撑便是充足的资金来源，而资金的来源取决于国内金融市场的发展程度。与此同时，东道国的金融发展也会增加母国的投资机会，增加东道国市场的吸引力。

## 2.2 负向效应研究综述

不少国外学者（McKinnon, 1973; Shaw, 1973）对金融发展理论进行了重要的拓展。他们在批判凯恩斯主义与传统货币理论的货币财富观的基础上，论证了发展中国家金融发展和经济发展之间的辨证关系，提出了金融抑制论。中国作为最大的发展中国家，沈红波等（2010）认为金融发展程度较低是制约我国企业投资的主要因素，尤其是对民营企业投资的制约。信贷约束和资金不足也被认为是主要阻碍我国企业OFDI因素之一，尤其对民营企业OFDI的阻碍。

根据主流的新古典经济学理论，OFDI应从发达国家流向发展中国家，而现实社会却出现了与之相反的发展中国家开展OFDI行为。针对这种悖论，一些学者（黄益平，2013；王勋，2013）以发展中国家经济失衡角度为落脚点，认为金融抑制是迫使发展中国家企业进行OFDI的原因之一，因此金融抑制程度的下降，即金融发展程度的上扬反而对企业OFDI不利。

## 2.3 本章小结

从上文的分析中可以发现，金融发展对中国企业OFDI存在正反两种效应的影响。正向效应主要表现为金融发展对OFDI具有正向促进作用，通过金融规模扩展和金融效率的提升得以实现。负向效应主要表现为金融发展阻碍OFDI发展，即发展中国家的金融抑制。

现有基于跨国面板数据对金融发展与OFDI的研究进展如下：王伟等（2013）认为要提升我国对外直接投资的能力，不但需要扩大本国金融市场的容量也需要增加市场的活力。不少国内学者（徐清和冼国明，2014；王昱和成力为，2014）提出金融发展能够推动OFDI，然而不同经济体制下的具体影响有所区别。余官胜和袁东阳（2014）发现“当经济发展水平较低时，量维度金融发展会阻碍企业对外直接投资，只有当经济发展水平较高时，量维度金融发展才构成企业对外直接投资的助推器；与之相反，质维度的金融发展在经济发展水平较低的情况下能促进企业对外直接投资，而当经济发展水平较高时，质维度金融发展则构成了企业对外直接投资的绊脚石”。余官胜（2015）研究东道国金融发展对我国不同动

10

机企业对外直接投资的影响。

上述研究（王伟等，2013；王昱和成力为，2014；余官胜等，2014、2015）均没有对银行和金融市场这两类金融主体进行区分。基于这一思路，本文尝试借鉴Cihak et al.（2013）构建的全球205个经济体的数据库，从金融深度（Financial

Depth）、金融效率（Financial Efficiency）、金融稳定性（Financial Stability）和金融可及性（Financial Access）等四个维度来全面衡量东道国的金融发展，分别构建了银行和金融市场这两类金融主体从上述四个维度方面的指标，并从银行和金融市场两个角度来验证东道国金融发展如何影响中国对外直接投资。具体实证时，本文选取2003-2011年间中国对东道国OFDI的9年平衡面板数据，控制了东道国市场规模、贸易开放程度、资源禀赋、经济风险、基础设施、东道国制度品质和政治风险等诸多变量作为控制变量，集中考察东道国金融发展对中国对外直接投资的影响情况。

11

# 3 理论与假设

为了对东道国金融发展与中国OFDI理论与假设进行分析。本章主要通过前两个部分来开展。第一部分理论分析，主要从影响路径识别来进行分析。即通过生产率等5个方面分析了，为下文开展实证研究提供理论基础。第二部分为研究假设，并在此基础上东道国金融发展与中国OFDI关系初步判断，即尝试通过绘制散点图的方式将东道国金融发展与中国OFDI两者之间的关系进行初步把握，以对两者关系获得一定的初步了解和认识。为下文开展更为具体的实证关系研究提供一定的方向，但仍需后续的实证研究来加以验证。

## 3.1 理论分析

本节主要对东道国金融发展如何影响中国OFDI进行理论分析。东道国金融发展可以通过直接和间接两个方面来影响OFDI，其中直接影响包括缓解融资压力、减少融资成本、降低融资与投资风险以及促进技术创新；间接影响主要以提高企业生产率的方式来得以实现。本节提出东道国金融发展对中国OFDI理论分析，深入分析东道国的金融发展究竟是如何影响中国OFDI的理论机制。

### 3.1.1 Th产率路径

理论研究和实证研究均已表明，金融发展具有能够推动中国企业开展OFDI的作用。综合来看，东道国金融发展对企业生产率的作用主要表现在以下几个方面：

第一，企业的发展离不开研发、人力资本等投入，这些投入能够使企业拥有较强的技术创新能力，企业生产率的提高主要通过这类途径，然而此类大额投入离不开巨大资金来作为支撑。但是企业自己所持有资金在满足日常的周转经营之后，常常已经不能满足此类活动对于大额资金的供给。因而有必要从企业外部筹集资金以用来缓解企业的融资困境。向东道国银行或金融市场寻求支持，进而可以甩掉自有资金不足的包袱，开展有助良好发展。可以开展在融资困境的情形下不能正常开展的活动，如对工作人员继续教育和开展培训等一系列活动。第二，东道国金融发展可以提高资本配置效率，进而提高生产率。企业进行投资一般选择未来收益最高的项目，进而提高资金使用的效果和效率，推动生产率的提高。第三，技术创新对于大多数公司来说风险均较高。这可以从两个方面来体现，一

12

方面即存在研发很有可能不会成功，另一方面即使研发成功也可能存在无法将其应用于生产过程之中的风险，如果出现了该种情况，将会使企业蒙受较为重大的损失。

企业开展OFDI可以将与之相关的风险降低，减少由此所带来的不确定性。为了将那些投入和收益“双高”以及那些不确定性高的项目分散给多个投资方，如果借助东道国银行或金融市场来实现。为了避免企业仅选择那些投入与收益

“双低”的项目，可以通过开展共同研究与开发，进而推动企业科学技术的进步和生产率的上升。

### 3.1.2 融资约束路径

就参与OFDI的中国企业来说，融资困境对其制约作用不容忽视。通常，企业融资约束与其所承担的融资成本两者之间表现为同向关系。也就是说，前者越大后者也就越高，无疑这将直接加大企业开展OFDI并走出国门难度。然而，这里主要讨论的是东道国金融发展对于企业融资约束的影响，主要表现在以下几个方面：“首先，东道国金融规模的扩大主要表现为金融机构和金融市场的规模扩张等，进而弥补对于不断增长的资金要求。其次，不同融资方式的成本有所不同，集中融资方式的组合可以降低成本。东道国的金融规模和种类日益增长，可以选择多种筹资方式相结合，进而减少成本。再次，东道国金融结构的日益优化，融资渠道得以增加，企业能够根据自身的特点选择对于本企业而言最优的融资结构。最后，东道国金融发展也表现为效率的提高，如吸收储蓄能力、转化储蓄能力以及优化资本配置的能力。据此，东道国金融发展为能够为母国OFDI提供较为丰富的资金支持，能够缓解融资约束，为我国OFDI提供资金保障”。

### 3.1.3 优化资本配置路径

第一章中对金融发展的内涵进行表述，主要讲述了四种理论，其中之一便是金融发展功能观。其不仅强调总体规模，还强调效率。功能观强调的是融资与投资结构优化。金融发展可以通过多种途径提高配置效率。

金融发展能够采取强化风险管理、搜寻投资机会以及严格监督等方式提升资本配置效率（King＆Levine, 1993; Levine, 1997）。金融发展能够通过减少逆向选择、道德风险以及降低交易成本等路径来引导资金流向最具有效率的部门，从而提升资本配置的效率（Rajan和Zingales, 1998）。

从资本配置与企业OFDI两者之间关系来看，企业参与OFDI实际上也是资本配置的形式之一，但是它突破了国内市场的界限，只是在范围更为广阔的国际市场上来进行资源配置。就中国企业而言，基于国内市场需求不足以及不断上升

13

的劳动力成本的背景，对外直接投资可以将世界范围内的市场需求、劳动力等资源纳入中国企业资本优化配置的框架之中，就中国企业提高投资回报率拥有较为重要意义。因此，东道国金融发展对优化资本配置的作用过程，实际上也是推动企业OFDI的过程。

### 3.1.4 风险降低路径

企业进行项目投资时均会考虑项目风险的高低，其是影响项目是否开展和落实的重要因素。风险通常指企业日常经营活动中的不确定性。不确定性越高，企业所面临的风险也就越高。就一般企业而言，当企业面临的收益相同时，企业会选择相关风险较低的项目进行投资。风险高的项目其收益相比而言，一般要高于风险相对较低项目的收益。两者之间的差额归属于对高风险的补偿。由此可知，对于一般OFDI企业而言，企业会选择那些风险相对较低的国家或地区进行投资。过高的风险会是一些中国OFDI企业放弃去哪里投资的想法，在一定程度上不利于吸引OFDI。

然而，东道国的金融发展水平及效率的提高，能够降低中国OFDI在东道国市场上所面临的风险。金融发展必然伴随着金融机构对投资项目的识别能力的提升，以及对信息的掌握和处理能力的提升（King和Levine, 1993; Levine, 1997）。能够向东道国金融机构寻求帮助，对东道国不同项目所面临的风险进行评估。随着东道国金融发展的不断深化，相关信息的透明性也有所提高。不论是向当地金融机构寻求帮助还是提高信息的透明度，均能降低与凤险有关的成本。东道国金融发展水平及效率的提高能够降低我国企业开展OFDI所面临的风险，进而吸引中国OFDI。

### 3.1.5 技术创新路径

科学技术是第一生产力。一个企业要想在竞争中立于不败之地，其需要拥有核心竞争力，核心竞争力的取得与保持其不竭动力是企业的技术创新。技术属于企业的无形资源，企业无形资源是保持自身在竞争中处于领先地位的关键。然而，企业的无形资源的研发与投入具有周期长以及更新周期快的特点，且该行为需要大额的资金支持，无形之中就加大了企业所需承担的风险。

东道国金融发展一方面可以为中国OFDI企业提供资金支持，为无形资源的研究与开发提供资金保障。另一方面企业通过从东道国银行或金融市场筹集资金，技术创新的高风险得以分散。无论是哪个层面均对企业开展技术创新有利，对于保持企业核心竞争力有利。

14

## 3.2 研究假设

消费者偏好为CES型效用函数：

*u*

1

*X w**dw*, 0 1

（3.1）

*w*

式中：*x w*表示*w*产品的需求函数，表示所有产品*w*的集合。1 1，且1为产品间的替代弹性。消费者效用达到最大化后，能够得到差异化产品*w*的需求函数*x w* ：

*x w* *p w Y P*1

*i i*

（3.2）

式中：*p w*表示*w*产品的价格，*Yi*表示*i*国消费总支出，*Pi*表示*i*国价格指

数。*Yi*和*Pi* 的表达式具体如下：

*Yi* *w**p wx w* *dw*

（3.3）

*P*

1

*p w*1 *dw*1

（3.4）

*I w*

设单位投入与产出之比为φ，则生产率可用φ来代表。并假设企业的生产率服从帕累托分布：

Gφ1φk , *k*   1

（3.5）

垄断情形时，边当际成本与边际收益相等，企业收益最大。由此其边际成本

可表示为*ci* *wi*

品定价：

φ，式中*wi*示*i*国工资水平。由企业利润最大化能够计算得到产

*p* *ci*

φ*wi* φ

（3.6）

假设 *fi* 表示企业在国内进行生产的固定成本，则企业生产数量为 *x w* 的总

*d*

成本包括固定成本和变动成本，可以表示为 *f d*  *x w* *w*

*i i*

φ。企业销售总收益可

以表示为*px w*。企业总利润为总收益减去总成本。因此，企业经营所获的总利润可以表示为：

*d*φ*px w* *f d* *x w* *w*

*i i i i i i*

φ*w x w*

φ*f d* *x w* *w* φ

（3.7）

根据（3.2）式可以将（3.7）式进一步化简为：

*d*φ1  *P* 1 *Y* 1 *w* 1 *f d*

*i i i i i*

（3.8）

15

式（3.8）把企业利润转化为生产率的函数。由 1可知，企业提高生产率，

其利润将会提高。为了对进行简化处理，令*M*规模，则式（3.8）可简化为：

*d*φ1 *w* 1 *M*φ1 *f d*

*i i i i*

1  *P* 1 *Y*，表示*i*国市场

（3.9）

*i i i*

假如 m 国企业至 n 国开展 OFDI，则需固定成本投资和沉没成本投入 *f I* ，

*n*

且*f* I *f* d。其中*f* d表示m国国内生产的固定成本投资。假设企业通过自有资

*n* m m

金承担*f I* 0  1的成本，不足部分1  *f I*的成本则需要通过外部融资 的

*n* n

方式。此外，本文还假设企业向金融市场的融资成本为*F* 0 *F* 1，则企业外部融资所需付出的成本为1  *f I F*。有上文分析可得，则企业OFDI时可获得

*n*

的利润为：

*m*φ1 *w*

1 *M*

φ1 *f I* 1  *f I* 1  *f I F*

*n* n n n n n

1 *w*

1 *M*

φ1 *f I* 1 *F* 1  *f I*

（3.10）

*n* n n n

式中，*m*φ表示m国企业到n国开展OFDI所能获得的利润，*w* 为n 国

*n* n

的工资水平，*M*  1  *P* 1 *Y* 表示n国的市场规模。

*n n n*

在市场出清时企业无法获得超额利润。因而根据方程（3.10）的利润为0，能够得出企业OFDI的生产率门槛条件。详细如下：

1

*m*   11 *F* *f I* 1

φ =  *n* *w*

（3.11）

*n*

*M*



n

式中， φ 为企业对n国开展OFDI的生产率门槛。这说明企业的生产率高于

*m*

φ 时则可以对n国进行OFDI，反之则不能进行OFDI。由式（3.11）能够得出：

*m*

2

φ*m w* 11 *F* *f I*  1 1  *f I*

*n*  *n* *n*





（3.12）

*F* 1 *Mn*

*Mn*

由1和1，可知：

φ*m*

*F*  0

（3.13）

由式（3.13）可知企业的融资成本越高，则其开展OFDI的生产率门槛就越高。即式（3.13）的经济含义为：企业能够以越低的融资成本融通资金，其开展

OFDI的门槛就越低，生产率的门槛也越低，其实施OFDI的可能性就越大。就国家层面而言，一国的金融发展水平越高，能够实施OFDI的企业数量就越多，进而该国家的OFDI规模也就越大。所以，本文提出了如下假设：

16

假设1：东道国银行发展深度更高、东道国金融市场规模更大正向促进中国对外直接投资。

假设2：东道国银行稳定性更强、东道国金融市场稳定性更强正向促进中国对外直接投资。

假设3：东道国金融市场服务可及性更好正向促进中国对外直接投资。

上文中的3.1部分在理论的基础上提出了相关的研究假设。然而为了东道国金融发展与中国对外直接投资之间的关系有较为直观的认识，本文尝试以绘制散点图的方式对东道国金融发展与中国OFDI进行描述性分析。图3.1-图3.5使用散点图方式分别描述了2003~2011年间银行发展深度、银行稳定性、金融市场规模、金融市场服务可及性、金融市场稳定性各自对中国对外直接投资的究竟存在何种影响，之间的影响关系详见下文的散点图。

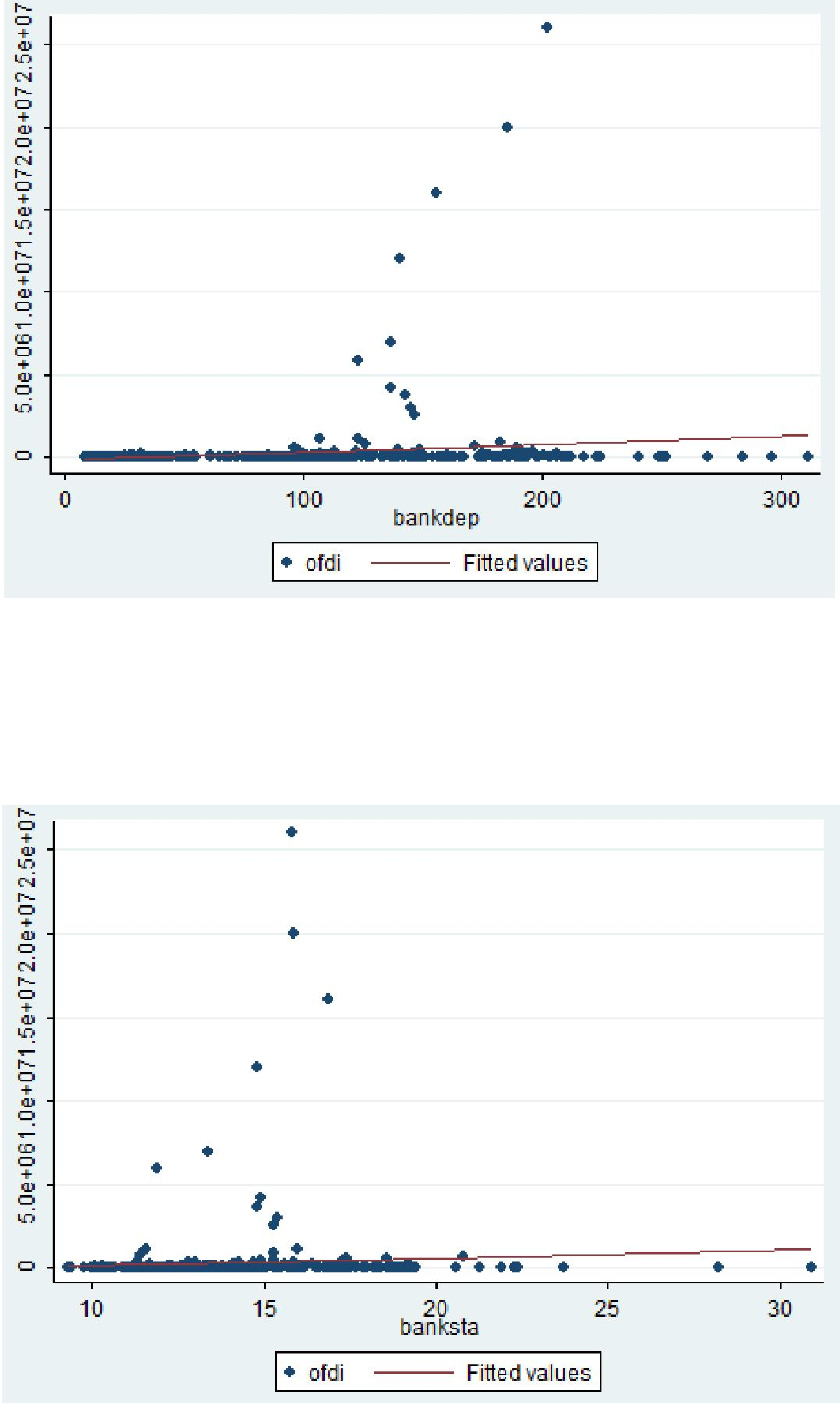


图 3.1 银行发展深度与对外直接投资散点图（2003~2011 年）

图 3.2 银行稳定性与对外直接投资散点图（2003~2011年）

17



图 3.3 金融市场规模与对外直接投资散点图（2003~2011年）



图 3.4 金融市场服务可及性与对外直接投资散点图（2003~2011年）



图 3.5 金融市场稳定性与对外直接投资散点图（2003~2011年）

18

从图3.1中可以看出，银行发展深度与中国对外直接投资存在着正向关系。由图3.2显示的走势可知，银行稳定性与中国对外直接投资存在着正向关系。由图3.3-图3.5中的趋势线可以发现，金融市场规模、金融市场服务可及性、金融市场稳定性与中国对外直接投资存在正相关关系，而金融市场规模与中国对外直接投资具有较为明显的正向作用。由于图3.1-图3.5仅是两个变量之间的简单趋势关系，而没有控制其他影响中国对外直接投资的变量，因此，该结论只是初步的关系判断结果，对东道国金融发展与中国对外直接投资之间的确切关系还有待文章更进一步的验证。

## 3.3 本章小结

本章通过两个部分对东道国金融发展对中国OFDI理论与假设进行分析。本章第一部分分析了东道国金融发展与对外直接投资的具有代表性的理论，从生产率、融资约束、融资成本、风险降低、技术创新等5个方面分析了东道国金融发展对中国企业对外直接投资的影响路径，为后续的验研究提供理论支持。东道国金融发展也意味着企业融资约束得以缓解、融资成本得到降低、投资风险得以降低以及技术创新的提高，这些都将直接提高企业参与对外直接投资的意愿和能力。在这些理论分析的基础上，本文后续部分将采用中国对外直接投资的45个国家或地区的宏观数据来对东道国金融发展与中国对外直接投资的关系来进行实证检验。

第二部分为研究假设，在理论分析的基础上提出了相关假设。并在此基础上对东道国金融发展与中国对外直接投资关系初步判断，即尝试通过绘制散点图的方式将东道国金融发展对中国对外直接投资两者之间的关系进行初步把握，以对两者关系获得初步的了解和认识。结果显示，散点图所显示的结果与3.2部分的假设相一致。为下文开展更为具体的实证关系研究提供一定的方向，但仍需后续的实证研究来加以验证。

19

# 4 实证研究

第二章和第三章所做的准备工作，对本文所要开展的实证工作奠定基础。为了对第三章的研究假设进行验证，检验相关假设正确与否，此部分从实证角度分析东道国金融发展对中国OFDI的影响。本文选取2003-2011年中国OFDI中选取45个国家或地区的数据为样本，使用混合OLS、固定效应和随机效应方法研究东道国金融发展对中国OFDI影响，并运用更换实证方法进行稳健性检验，本文采用两阶段系统矩估计的方法以进一步论证结果的准确性和可靠性。这是本研究的核心工作，本章节主要包括5个部分，具体内容见下文：

## 4.1 计量模型设定

本文借鉴郭杰和黄保东、王伟等的研究，在着重考察东道国金融发展影响中国OFDI时，将市场规模、贸易开放程度、资源禀赋、经济风险、基础设施、东道国制度品质和政治风险等诸多变量作为控制变量，构建计量模型如下：

lnofdi*it*

lnofdi*it*

0 1bdep*it*  2bacc*it*  3bineff*it*  4bsta*it*

X*it*  u*i*  *it*

0  1mdep*it*  2macc*it*  3meff*it*  4minsta*it*

X*it*  τ*i*  w*it*

（4.1）

（4. 2）

式中：下标i表示国家；下标t表示年份；ofdi*it*表示t年中国对东道国i国对外直接投资额，0和0为截距项，bdep*it*代表东道国i国t年的银行发展深度，

bacc*it*代表东道国i国t年的银行服务可及性，bineff*it*代表东道国i国t年的银行非效率性，bsta*it*代表东道国i国t年的银行稳定性，mdep*it*代表东道国i国t年的金融市场规模，macc*it*代表东道国i国t年的金融市场服务可及性，meff*it*代表东道国i国t年的金融市场效率，minsta*it*代表东道国i国t年的金融市场稳定性。

X为控制变量集合，包括市场规模（lngdp）、贸易开放程度（trade）、资源禀赋（resou）、经济风险（infla）、基础设施（infra）和东道国制度品质（ps）等；u*i*和τ*i*为国别变量，*it*和w*it*为混合残差。

20

## 4.2 变量与数据说明

### 4.2.1 变量说明及数据来源

被解释变量：本文的被解释变量为中国对外直接投资（lnofdi），用中国对各个国家或地区的直接投资存量数据（单位：万美元）来衡量。所使用的存量原始数据来源于历年《中国对外直接投资统计公报》。由于中国对各个国家或地区的年度投资流量数据缺失较多，且年度投资流量易受各种短期不确定因素和突发事件影响而波动较大，会影响到结论的稳健性，故本文采用中国对各个国家或地区的直接投资存量数据（单位：万美元）来衡量中国对外直接投资变量。

解释变量：本文尝试借鉴Cihak et al.（2013）构建的全球205个经济体的数据库，从金融深度、金融效率、金融稳定性和金融可及性等四个维度来全面衡量东道国的金融发展，分别构建了银行和金融市场这两类金融主体从上述四个维度方面的指标，并从银行和金融市场两个角度来验证东道国金融发展如何影响中国对外直接投资。本文核心解释变量为银行发展深度（bdep）、银行服务可及性

（bacc）、银行非效率性（bineff）、银行稳定性（bsta）、金融市场规模（mdep）、金融市场服务可及性（macc）、金融市场效率（meff）、金融市场稳定性（minsta）。银行发展深度（bdep）以私人信贷占GDP的百分比来衡量；银行服务可及性（bacc）以每10万人银行分支机构数来衡量；银行非效率性（bineff）以净利差（%）来衡量；银行稳定性（bsta）以监管资本与风险资产比值（%）来衡量；金融市场规模（mdep）以企业债券与股票市场价值之和占GDP比重来衡量；金融市场服务可及性（macc）以上市公司总资产排名前10名以后的企业资产总额占所有上市公司资产总额的比重来衡量；金融市场效率（meff）以股票市场换手率来衡量；金融市场稳定性（minsta）以股票价格波动率（小数）来衡量。原始数据均来源于世界银行WDI数据库和GFDD数据库。

控制变量：包括市场规模（lngdp）、贸易开放程度（trade）、资源禀赋（resou）、经济风险（infla）、基础设施（infra）、东道国制度品质（ps）和政治风险（pr）等。其中，市场规模(lngdp)采用东道国各国或地区的国内生产总值进行衡量，单位为2005年不变价格，对其取对数处理；贸易开放程度（trade）以东道国各国或地区货物进出口总额与国内生产总值的比值度量；资源禀赋（resou）以东道国燃料矿石和金属等自然资源出口占总商品出口的比例来度量；经济风险

（infla）以东道国各国或地区的通货膨胀率进行衡量；基础设施（infra）以每100

人互联网用户来度量。以上控制变量的相关原始数据均来源于世界银行数据库。东道国制度品质（ps）。参照胡兵等（2013）的做法，本文选用的是世界银

行全球政府治理指标（Worldwide Governance Indicators, WGI）数据库中的政治稳定和暴力/恐怖主义缺失（wgi），数值的范围从-2.5（最低）到2.5（最高），然

21

而为了便于下文的比较和分析，本文采取一定的方法将其数值调整为0-10，低的数值表示较低的东道国制度品质，高的数值表示较高的东道国制度品质，调整方法如下：*ps* 10 2 *wgi* 2.5 。

政治风险（pr）采用的是美国自由之家（Freedom House）历年所公布的东

道国政治权利指数进行度量，该指数采用七分制评分法，得分越高，说明政治风险越低；反之，政治风险越高。

为了拥有更为直观的了解，表4.1展示了变量说明和数据来源的汇总情况，详见表4.1。

表 4.1 变量说明和数据来源

变量性质变量名称 变量符号 变量选取 数据来源

《中国对外直接

被解释变量对外直接投资 ofdi 中国对外直接投资存量

投资统计公报》

银行发展深度bdep私人信贷/GDP WBI数据库银行服务可及性bacc 每10万人银行分支机构数 GFDD数据库银行非效率性 bineff 净利差（%）GFDD数据库银行稳定性 bsta 监管资本/风险资产（%）GFDD数据库

（企业债券+股票市场价值）

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 核心解释变量 |  | /GDP |  |
| 金融市场服务可及性 | macc | 上市公司总资产排名前10名以  后的企业资产总额占所有上市公司资产总额的比重（%） | GFDD 数据库 |
| 金融市场效率 | meff | 股票市场换手率（%） | GFDD 数据库 |
| 金融市场稳定性 | minsta | 股票价格波动率（小数） | GFDD 数据库 |
| 市场规模 | gdp | 各东道国的 GDP | WBI 数据库 |

金融市场规模mdep GFDD数据库

贸易开放度trade净出口贸易总额/GDP WBI数据库

控制变量

东道国燃料、矿石与金属出口占

资源禀赋resou

总商品的百分比衡量

按GDP 平减指数衡量的通货

经济风险infla

膨胀（年通胀率）

WBI数据库

WBI数据库

基础设施infra互联网用户（每100人）WBI数据库东道国制度品质ps政治稳定和暴力/恐怖主义缺失WGI数据库政治风险pr东道国政治权利指数美国自由之家

22

### 4.2.2 描述性统计

根据数据的可获得性，本文选取45个国家或地区④2003-2011年的数据作为样本。模型在进行具体的估计时，考虑到所选用模型中的解释变量和控制变量均会受到前一期值的影响，为了缓解由此所带来的内生性问题，因而对解释变量和控制变量均取其滞后一期值。与此同时，为了降低异方差的影响，将对外直接投资和国内生产总值等绝对值变量均作对数处理。

表4.2显示了相关变量的统计性描述。为了对相关变量有一个大致了解，本文从4个方面来进行统计性描述。

表 4.2 变量的统计描述

| 名称 | 符号 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 中国对外直接投资 | lnofdi | 8.6903 | 2.9450 | 1.3863 | 17.0794 |
| 银行发展深度 | bdep | 105.4916 | 60.9031 | 8.7661 | 311.0630 |
| 银行服务可及性 | bacc | 32.3955 | 25.6386 | 4.2788 | 126.1038 |
| 银行非效率性 | bineff | 2.8367 | 1.9711 | 0.0066 | 15.3020 |
| 银行稳定性 | bsta | 14.0815 | 2.8664 | 9.3000 | 30.9000 |
| 金融市场规模 | mdep | 105.4086 | 107.9217 | 0.6036 | 740.6609 |
| 金融市场服务可及性 | macc | 43.3790 | 23.2856 | 0.3530 | 93.0810 |
| 金融市场效率 | meff | 76.2600 | 59.0531 | 0.1392 | 393.3018 |
| 金融市场稳定性 | minsta | 22.3868 | 8.6161 | 7.5628 | 51.0850 |
| 市场规模 | lngdp | 26.5576 | 1.4950 | 22.3564 | 30.3730 |
| 贸易开放程度 | trade | 101.7669 | 83.1367 | 22.0903 | 447.0576 |
| 资源禀赋 | resou | 17.1884 | 17.6231 | 0.2976 | 75.1082 |
| 经济风险 | infla | 3.6545 | 3.8293 | -6.0077 | 30.7369 |
| 基础设施 | infra | 50.7873 | 26.3840 | 0.2137 | 94.8197 |
| 东道国制度品质 | ps | 4.1578 | 1.7575 | 1.6800 | 9.7800 |
| 政治风险 | pr | 1.6247 | 1.1550 | 1.0000 | 7.0000 |

注：解释变量均为滞后一期值。

④这些国家或地区包括：阿根廷、爱尔兰、奥地利、澳大利亚、巴西、比利时、冰岛、波兰、

丹麦、德国、法国、菲律宾、芬兰、哥伦比亚、韩国、荷兰、加拿大、捷克、卢森堡、马耳他、马来西亚、美国、秘鲁、墨西哥、南非、挪威、葡萄牙、日本、瑞典、瑞士、塞浦路斯、斯洛伐克、斯洛文尼亚、泰国、土耳其、西班牙、希腊、新加坡、匈牙利、意大利、印度、印度尼西亚、英国、智利、中国香港。

23

观察表4.2可知，中国对外直接投资最大值为17.0794，其最小值为1.3863，说明企业间的OFDI的差异比较大，这是由于多种因素所导致的。银行发展深度的最大值为311.0630，其最小值为8.7661，由此可知不同东道国的差异大。银行银行服务可及性最大值为126.1038，最小值为4.2788，不同东道国之间的差异很大。银行非效率性的最大值为15.3020，最小值为0.0066，不同国家或地区的差异十分巨大。银行稳定性最大值为30.9000，最小值为9.3000，最大值约为最小值的3.3倍，说明不同东道国的差异相对较小。金融市场规模最大值为740.6609，最小值为0.6036，表明不同东道国的差异巨大。金融市场服务可及性的最大值为93.0810，最小值为0.3530，说明不同东道国的差异很大。金融市场效率最大值为393.3018，最小值为0.1392，表明东道国之间的差异巨大。金融市场稳定性最大值为51.0850，最小值为7.5628，表明东道国之间的差异较大。通过主要解释变量的最大值与最小值的差异比较可知，不同东道国之间的差异较大，说明不同国家和地区的金融发展差异较大。中国对外直接投资的国别差异是否是由于东道国金融发展差异所引起？需要下文的实证结果予以检验。除了东道国的金融发展之外，还要考虑其他因素。

表 4.3 主要解释变量的相关关系矩阵（银行角度）

|  | bdep | bacc | bineff | bsta | lngdp | trade | resou | ps | infla |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| bdep | 1.00 |  |  |  |  |  |  |  |  |
| bacc | 0.52 | 1.00 |  |  |  |  |  |  |  |
| bineff | -0.57 | -0.31 | 1.00 |  |  |  |  |  |  |
| bsta | -0.28 | -0.22 | 0.38 | 1.00 |  |  |  |  |  |
| lngdp | 0.12 | -0.11 | -0.12 | -0.16 | 1.00 |  |  |  |  |
| trade | 0.17 | 0.06 | -0.22 | 0.16 | -0.42 | 1.00 |  |  |  |
| resou | -0.22 | -0.22 | 0.34 | 0.02 | -0.11 | -0.24 | 1.00 |  |  |
| ps | -0.48 | -0.34 | 0.58 | 0.29 | 0.16 | -0.38 | 0.27 | 1.00 |  |
| infla | -0.46 | -0.26 | 0.47 | 0.31 | -0.10 | -0.22 | 0.35 | 0.43 | 1.00 |
| vif | 2.14 | 1.58 | 2.15 | 1.45 | 1.46 | 1.72 | 1.33 | 2.02 | 1.60 |

从表4.3报告的相关系数矩阵来看，相关系数绝对值的最大值为0.58；此外根据经验法则，如果最大的方差膨胀因子vif＜10，表明解释变量之间不存在严重的多重共线性。说明在对主要解释变量进行回归分析时不会由于多重共线性而导致估计结果不准确。

24

表 4.4 主要解释变量的相关关系矩阵（金融市场角度）

|  | mdep | macc | meff | minsta | lngdp | trade | resou | infra | pr | infla | ps |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| mdep | 1.00 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| macc | 0.35 | 1.00 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| meff | 0.66 | 0.35 | 1.00 |  |  |  |  |  |  |  |  |
| minsta | 0.00 | -0.26 | 0.06 | 1.00 |  |  |  |  |  |  |  |
| lngdp | 0.39 | 0.37 | 0.65 | 0.04 | 1.00 |  |  |  |  |  |  |
| trade | 0.36 | 0.10 | -0.05 | -0.11 | -0.42 | 1.00 |  |  |  |  |  |
| resou | -0.18 | -0.06 | -0.22 | 0.03 | -0.17 | -0.22 | 1.00 |  |  |  |  |
| infra | 0.52 | 0.05 | 0.47 | -0.02 | 0.35 | 0.23 | -0.07 | 1.00 |  |  |  |
| pr | 0.05 | 0.28 | -0.23 | -0.01 | -0.39 | 0.63 | -0.02 | -0.31 | 1.00 |  |  |
| infla | -0.33 | -0.08 | -0.27 | 0.07 | -0.14 | -0.27 | 0.28 | -0.49 | 0.10 | 1.00 |  |
| ps | -0.39 | 0.09 | -0.25 | 0.13 | -0.13 | -0.35 | 0.18 | -0.78 | 0.35 | 0.41 | 1.00 |
| vif | 2.76 | 1.89 | 2.98 | 1.21 | 3.37 | 7.21 | 1.37 | 3.96 | 5.31 | 1.50 | 5.11 |

从表4.4报告的相关系数矩阵来看，根据经验法则，如果最大的方差膨胀因子vif＜10，表明解释变量之间不存在严重的多重共线性。

## 4.3 实证结果与分析

东道国金融发展水平和效率主要通过银行和金融市场等金融主体得以体现。故本文区分银行和金融市场，通过银行和金融市场两个角度来衡量东道国金融发展。在开展具体的实证研究工作时，也是基于这一思路，即通过银行和金融市场两个角度来检验东道国金融发展对中国OFDI 的影响。本文的实证结果均通过

stata12.0计算得到。

### 4.3.1 银行角度

为了得出东道国金融发展如何影响中国对外直接投资，本文分别从银行和金融市场两个角度来进行阐述。第一步从银行角度入手，本文选用混合OLS、FE回归和RE回归3种方法，表4.5展示了估计结果。所采用的数据均为平衡面板数据。模型（1）-模型（6）是对式（4.1）的回归，但是变量选取和估计方法有所不同。其中，模型（1）、模型（3）和模型（5）控制了lngdp、trade、resou和ps控制变量；在此基础上控制经济因素infla得到模型（2）、模型（4）和模型（6）。

25

表 4.5 银行角度实证结果

解释变量

被解释变量：中国对外直接投资

混合OLS估计固定效应估计随机效应估计

（1）（2）（3）（4）（5）（6）

bedp 0.0109

\*\*\*

0.0109\*\*\*

0.0136\*\*\*

0.0123\*\*

0.0131

\*\*\*

0.0117

\*\*\*

Bacc bineff bsta lngdp trade resou ps infla

常数项

(4.32) (4.27) (2.70) (2.44) (3.57) (3.18)

-0.0104\* -0.0105\* -0.0123 -0.0128 -0.0044 -0.0043

(-1.80) (-1.80) (-0.65) (-0.69) (-0.41) (-0.40)

0.1629\*\* 0.1620\*\* -0.0538 -0.0436 -0.0367 -0.0226

(2.02) (2.00) (-0.88) (-0.72) (-0.58) (-0.36)

0.0374 0.0357 0.0972\*\* 0.0856\* 0.1131\*\* 0.1020\*\*

(0.81) (0.75) (2.15) (1.90) (2.52) (2.28)

1.4390\*\*\* 1.4405\*\*\* 4.0900\*\*\* 4.0008\*\*\* 1.9562\*\*\* 1.9422\*\*\* (16.19) (16.10) (9.68) (9.52) (10.89) (10.79)

0.0228\*\*\* 0.0228\*\*\* 0.0093 0.0115 0.0230\*\*\* 0.0231\*\*\*

(14.38) (14.20) (1.30) (1.61) (6.95) (6.98)

0.0423\*\*\* 0.0420\*\*\* 0.0063 0.0118 0.0489\*\*\* 0.0537\*\*\*

(5.80) (5.61) (0.27) (0.52) (3.72) (4.05)

0.4009\*\*\* 0.3994\*\*\* 0.0163 0.0258 0.3321\*\* 0.3519\*\*

(4.66) (4.61) (0.08) (0.13) (2.43) (2.58)

0.0060 -0.0701\*\* -0.0790\*\*

(0.18) (-2.31) (-2.56)

-35.7261\*\*\* -35.7646\*\*\* -103.3784\*\*\* -100.6698\*\*\* -50.3385\*\*\* -49.5798\*\*\*

(-13.86) (-13.80) (-9.32) (-9.13) (-10.01) (-9.83)

LM 221.48 219.30

检验 [0.0000] [0.0000 ]

Hausman 51.39 50.41

检验 [0.0000] [0.0000 ]

R^2 0.6159 0.6159 0.4816 0.4929 0.4064 0.4250

注：括号内数值为t统计值；\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%水平上的显著。[ ]里为 p

值。

表4.5中模型（1）和模型（2）为混合OLS的估计结果。在模型（1）的基础上加入经济因素infla 得到模型（2），结果显示主要解释变量和控制变量的估计参数、显著性和预期方向基本一致，表明模型（1）和模型（2）的估计结果并无明显差异。本文采用的数据均为面板数据。本研究采用了面板数据模型检验，并通过模型（3）-模型（6）展示了固定效应和随机效应的估计结果。LM检验数据分别为221.48、219.30，其p值均为0.0000，显示随机效应估计结果优于混合面板的估计结果。Hausman检验数据分别为51.39、50.41，其p值均为0.0000，表明固定效应的估计结果优于随机效应的估计结果。上述模型中常数项均在1%

26

的水平上显著。根据检验结果可知，F检验和Breusch-Pagan检验显示固定效应与随机效应模型均优于混合OLS模型，而Hausman检验结果表明模型具有更加显著地固定效应，所以这里进行分析主要基于固定效应模型的估计结果。

从主要解释变量看，代表东道国的银行维度金融发展指标，银行发展深度

bedp和银行稳定性bsta对中国对外直接投资的回归系数为正，银行服务可及性

bacc和银行非效率性bineff对中国对外直接投资的回归系数为负。其中，模型（3）中银行发展深度bedp在1%的水平上通过了显著性检验，且其在模型（4）中也以5%的水平上通过了显著性检验，这意味着东道国银行发展深度的提高，可以吸引更多的中国对外直接投资。模型（3）中银行稳定性bsta在5%的水平下显著，且其在模型（4）中也在10%的水平下显著，说明如果银行稳定性的提高，将会提升中国对外直接投资水平。即中国OFDI的倾向于银行稳定性更好的国家。从模型（3）和模型（4）来看，银行服务可及性bacc系数均为负。这意味着随着银行服务可及性的提高，银行服务的门槛有所降低，更多企业可以以更低的门槛获得所需要的资金，致使中国对外直接投资的企业来源于东道国银行的资金被更多企业所“摊薄”，在一定程度上阻碍中国对外直接投资。固定效应估计结果显示，银行非效率性bineff系数均为负。意味着随着银行非效率性的降低，即银行效率性的提高，中国对外直接投资水平会有所提高。模型（3）中主要解释变量的系数分别为0.0136、-0.0123、-0.0538、0.0972，模型（4）中主要解释变量的系数为0.0123、-0.0128、-0.0436、0.0856，两者的系数大小相近，说明估计的结果较为稳健，结论较为可靠。

从控制变量看，3种回归结果所显示的市场规模lngdp系数均在1%水平下显著且符号为正，即市场规模越大的国家能够吸引更多的对外直接投资。这说明东道国的市场规模越大，越是能够吸引我国的对外直接投资。贸易开放程度trade、资源禀赋resou和东道国制度品质ps系数为正，中国对外直接投资倾向于贸易开放度高、资源丰富、东道国制度品质高的国家或地区。东道国的贸易开放程度和资源禀赋越高、制度品质越好，吸引中国对外直接投资的力量就越大，是中国企业参与对外直接投资的重要影响因素。模型（4）中经济风险infla系数为-0.0701，模型（6）中其系数为-0.0790，两者之间的系数较为接近，说明其解释性较好。模型（4）和模型（6）中经济风险infla系数在5%水平下显著且符号为负，东道国的经济风险越高越不利于吸引中国对外直接投资，即中国对外直接投资倾向于经济风险低的国家或地区。

### 4.3.2 金融市场角度

上文已从银行角度来验证东道国金融发展如何影响中国对外直接投资，此部

27

分主要从金融市场角度来进行验证，并分别采用混合OLS估计、FE回归和RE

回归3种方法，表4.6展示了估计结果。所采用的数据均为平衡面板数据。模型

（7）-模型（12）是对式（4. 2）的回归，但是变量选取和估计方法有所不同。其中，模型（7）、模型（9）和模型（11）控制了lngdp、trade、resou、infra和pr控制变量；在此基础上控制infla和ps因素得到模型（8）、模型（10）和模型（12）。

解释变量

Medp macc meff

minsta

表 4.6 金融市场角度的估计结果

被解释变量：中国对外直接投资

混合OLS估计固定效应估计随机效应估计

（7） （8） （9） （10） （11） （12）

0.0041\*\* 0.0040\*\* 0.0003 0.0009 -0.0005 -0.0006

(2.41) (2.40) (0.18) (0.53) (-0.31) (-0.38) 0.0302\*\*\* 0.0299\*\*\* 0.0155\*\* 0.0129\* 0.0149\*\* 0.0153\*\* (4.18) (4.16) (2.27) (1.87) (2.19) (2.24)

-0.0039 -0.0054 -0.0011 -0.0022 -0.0015 -0.001

(-1.22) (-1.67) (-0.41) (-0.78) (-0.55) (-0.35)

0.0708\*\*\* 0.0664\*\*\* 0.0301\*\*\* 0.0286\*\*\* 0.0461\*\*\* 0.0422\*\*\* (4.99) (4.68) (3.33) (3.15) (4.98) (4.49)

\*\*\*

lngdp 1.2542

1.3010\*\*\*

1.4635

\*\*\*

1.3724\*\*\*

1.4529\*\*\*

1.5064

\*\*\*

Trade resou

(7.59) (7.87) (3.42) (3.10) (5.56) (5.63)

0.0139\*\*\* 0.0184\*\*\* 0.0005 0.0007 0.0116\*\*\* 0.0135\*\*\*

(4.89) (5.40) (0.07) (0.10) (2.78) (3.02)

0.0376\*\*\* 0.0353\*\*\* 0.0155 0.0110 0.0395\*\*\* 0.0421\*\*\*

(5.10) (4.69) (0.65) (0.46) (3.02) (3.11)

infra -0.0099 0.0027 0.0823

\*\*\*

0.0833\*\*\*

0.0482\*\*\*

0.0494

\*\*\*

(-1.38) (0.30) (6.46) (6.29) (4.75) (4.68)

pr 0.3683

\*\*

0.0838 0.1894 0.2970\*

0.4088\*\*\*

0.3096\*

Infla ps

常数项

(2.26) (0.42) (1.29) (1.86) (2.82) (1.94)

0.0167 -0.0335 -0.0279

(0.50) (-1.29) (-1.05)

0.3263\* -0.2874\* 0.1809

(2.36) (-1.68) (1.27)

-29.6055\*\*\* -32.6503\*\*\* -35.6406\*\*\* -31.7091\*\*\* -35.9470\*\*\* -38.1750\*\*\*

(-6.85) (-7.30) (-3.21) (-2.71) (-5.22) (-5.35)

LM 238.58 247.94

检验 [0.0000] [0.0000 ]

Hausman 40.76 37.64

检验 [0.0000] [0.0000 ]

R^2 0.5991 0.6090 0.6399 0.6476 0.6102 0.6108

注：括号内数值为t统计值；\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%水平上的显著。[ ]里为 p

值。

28

表4.6中模型（7）和模型（8）为混合OLS的估计结果。在模型（7）的基础上加入经济风险因素infla和东道国制度品质因素ps得到模型（8），但模型

（7）和模型（8）的估计结果并无明显差异。就面板数据的回归分析而言，为了得到更加准确的结果，本文进行了面板数据模型检验，并通过模型（9）-模型（12）展示了固定效应和随机效应的估计结果，其中模型（9）和模型（10）为固定效应估计结果，模型（11）和模型（12）为随机效应估计结果。LM检验数据分别为238.54、247.94，且其p值均为0.0000，由此显示随机效应的估计结果要优于混合OLS的估计结果。Hausman检验数据分别为40.76、37.64，且两者p值均为0.0000，表明固定效应的估计结果要优于随机效应的估计结果。上述模型中常数项均在1%的水平上显著。根据检验结果可知，F检验和Breusch-Pagan检验显示固定效应与随机效应模型均优于混合OLS模型，而Hausman检验结果表明模型具有更加显著地固定效应，所以这里进行分析主要基于固定效应模型的估计结果。模型（9）中拟合优度为0.6399，模型（10）中拟合优度为0.6476。模型（10）的拟合优度高于模型（9）的拟合优度。模型（7）拟合优度为0.5991，模型（8）拟合优度为0.6090。模型（11）的拟合优度为0.6102，模型（12）的拟合优度为

0.6108. 通过比较可知，FE回归拟合度要高于混合OLS和RE回归。模型（9）中主要解释变量的系数分别为0.0003、0.0155、-0.0011、0.0301，模型（10）中主要解释变量的系数为0.0009、0.0129、-0.0022、0.0286，两者的系数大小相近，说明估计的结果较为稳健，结论较为可靠。

从主要解释变量看，代表东道国的金融市场维度金融发展指标，金融市场规模medp、金融市场服务可及性macc和金融市场稳定性minsta对中国对外直接投资的回归系数为正，金融市场效率meff对中国对外直接投资的回归系数为负。其中，模型（9）和模型（10）金融市场规模medp对中国对外直接投资的估计系数为正，但没有通过显著性检验，说明随着东道国金融市场规模的扩大，将会提升东道国吸引中国对外直接投资水平和能力。由于金融市场效率meff估计结果（模型（7）-模型（12））均不显著，故本文未报告该回归结果。模型（9）中金融市场服务可及性macc在5%的水平下显著，其在模型（10）中也在10%的水平下显著。金融市场稳定性minsta系数均为正且在1%水平下显著。这意味着金融市场稳定性相对更好的国家或地区，对中国对外直接投资具有更强的吸引力。

关注其他控制变量，市场规模lngdp系数均在1%水平下显著且符号为正，即东道国的市场规模越大越是能够受到中国对外直接投资的青睐，越是能够吸引中国对外直接投资。贸易开放程度trade和资源禀赋resou系数为正，中国对外直接投资倾向于贸易开放度高、资源丰富的国家或地区。模型（9）中基础设施

29

infra系数为0.0823，模型（10）中其系数为0.0833，其系数在1%水平下显著，且其系数大小相近，说明中国对外直接投资倾向于基础设施完善的国家或地区。东道国基础设施的日益完善是驱动中国对外直接投资的重要因素。经济风险infla系数符号为负，东道国的经济风险越高，进行对外直接投资的风险就越高，相关的不确定性也就越高，即中国对外直接投资倾向于经济风险低的国家或地区。

## 4.4 稳健性检验

考虑到以往较多的研究表明对外直接投资存在连续性的特点，因此本文在静态面板模型的基础上加入对外直接投资的滞后一期值lnofdi*it* 1，并将该滞后一期值作为部分遗漏变量的代理变量，为此设定的动态面板模型如下所示：

lnofdi*it*

lnofdi*it*

0 1lnofdi*it* 1 2bdep*it*  3bacc*it*  4bineff*it*  5bsta*it*

X*it*  u*i*  *it*

0  1lnofdi*it* 1  2mdep*it*  3macc*it*  4meff*it*  5minsta*it*

X*it*  τ*i*  w*it*

（4.3）

（4.4）

式中，东道国市场规模（lngdp）、贸易开放程度（trade）、资源禀赋（resou）、经济风险（infla）、基础设施（infra）、东道国制度品质（ps）和政治风险（pr）并非严格外生变量，将其作为内生变量加以控制。为了控制内生性问题，运用两阶段系统GMM的方法对式（4.3）、（4.4）进行估计。在进行具体估计时，考虑到对外直接投资流量数据的波动性，因此采用存量数据衡量ofdi，将差分后的滞后一期因变量和内生自变量作为水平方程中对应变量的工具变量，将水平的滞后因变量和内生自变量作为差分方程中对应变量的工具变量，年度虚拟变量作为外生变量。相应估计结果见表4.7和表4. 8。

表 4.7 Twostep system-GMM估计结果（银行角度）

解释变量（1）

0.7249\*\*\*

L. lnofdi

(26.22)

bdep 0.0022

(0.85)

-0.0008

Bacc bineff bsta

(-0.19)

-0.0174

(-1.09)

0.0719\*\*\* (3.35)

30

续表4.7 Twostep system-GMM估计结果（银行角度）

0.1659\*

Lngdp trade resou

infra

(2.08)

0.0049\*\*\* (3.97)

0.0285\*\*\*

(6.67)

-0.0117

(-1.61)

常数项-3.8640

AR(1) 0.0599

AR(2) 0.8835

sargan 1.0000

年度虚拟变量Yes

观测值 283

工具变量数 138

国家数45

注：括号内数字为z统计值；\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%水平上的显著。

运用两阶段系统GMM估计方法时，还需要进行相关的诊断检验，为确定该方法是否适用做出判断。表4.7中，AR（1）数值为0.0599，AR（2）数值为0.8835，自相关检验表明，差分转换方程的残差只存在1阶自相关却不存在2阶自相关，说明该动态面板模型设置具有合理性；Sargan检验显示的P值为1.0000，在5%的显著水平上接受原假设，说明工具变量的构建是有效的。

从表4.7可以看出，银行发展深度bdep、银行服务可及性bacc、银行非效率性bineff与前文固定效应模型的估计结果方向一致；银行稳定性bsta变量系数为

0.0719，在1%水平上显著，说明银行稳定性增长1%，中国OFDI将增长7.19%。这表明即使考虑中国对外直接投资的动态项（即对外直接投资的滞后一期值lnofdi*it* 1），银行稳定性依然对中国OFDI具有显著的正向影响，研究结论与前

文一致，因而具有较好的稳健性。至于滞后一期值lnofdi*it* 1变量的系数为0.7249，

且其显著性为1%，由此表明我国OFDI具有较好的集聚性和连续性。观察其他控制变量的估计结果可知，与上文相比并无多大变化，为此不再阐述。

表4.8中，AR（1）数值为0.0209，AR（2）数值为0.2199，自相关检验表明，差分转换方程的残差只存在1阶自相关却不存在2阶自相关，说明该动态面板模型设置具有合理性；Sargan检验显示的P值为1.0000，在5%的显著水平上接受原假设，说明工具变量的构建是有效的。

31

表 4.8 Twostep system-GMM估计结果（金融市场角度）变量（2）

0.5014\*\*\*

L. lnofdi

mdep

(5.00)

0.0006

(0.76)

macc 0.0027

(0.68)

-0.0018

Meff minsta lngdp trade resou infra

pr

(-1.23) 0.0151\*\*

(3.13)

0.652

(1.56) 0.0063\*\*

(3.04)

0.0193

(0.79)

0.0207

(1.66)

0.0900

(1.07)

infra -0.0004

(-0.02)

0.0013

ps (0.00)

常数项-14.6176

AR(1) 0.0209

AR(2) 0.2199

sargan 1.0000

年度虚拟变量Yes

观测值 234

工具变量数 125

国家数45

注：括号内数字为z统计值；\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%水平上的显著。

从表4.8可以看出，金融市场规模mdep、金融市场服务可及性macc、金融市场效率meff与上文固定效应的估计结果方向一致；市场稳定性minsta变量显著水平为5%，且银行稳定性每增加1%，中国OFDI相应地增加1.51%，这表明即使考虑OFDI动态项，银行稳定性依然对OFDI具有显著的正向影响，研究结论与上文较为一致，因而具有较好的稳健性。至于滞后一期对外直接投资变量的系数为0.5104，且在1%的水平下显著，表明我国对外直接投资具有较好的集聚性

32

和连续性。其他控制变量回归结果显示并无多大变化，因此不再表述。

## 4.5 本章小结

本章是本文的核心部分，从实证方面分析了东道国金融发展如何影响中国

OFDI。本章分为五个部分：第一部分为计量模型设定；第二部分为变量与数据说明，展示了变量说明及数据来源、变量的描述性统计；第三部分为实证结果与分析，此处混合OLS、固定效应和随机效应方法运用从银行和金融市场两个角度进行分析；第四部分为稳健性检验。运用两阶段系统GMM进行稳健性检验，检验结果显示与第三部分的实证结果基本一致；第五部分为本章小结。

本章实证检验了东道国金融发展对OFDI的影响，该部分所显示的结果与前文中第三章的理论与假设相吻合，说明前文的假设相一致。本文的实证结果与稳健性检验显示的基本一致，说明本文的实证结果较为可靠。进而为验证前文的研究与假设奠定了基础。

33

# 5 研究结论与政策建议

东道国金融发展能够完善当地（东道国）的资本市场，缓解母国企业所面临融资约束，降低筹资成本，进而吸引中国对外直接投资。本章是本研究的最后一章，基于前几部分所做的工作，得出结论及政策建议。详细内容见下文。

## 5.1 研究结论

进入21世纪后，伴随发展中国家经济的迅速发展，其中以中国为代表的新兴国家开始成为对外直接投资的主力军。中国对外直接投资既是中国参与世界经济的重要途径之一，也是保证中国经济能够可持续发展的主要动力之一。然而由融资约束所导致的资金短缺是阻碍中国对外直接投资快速发展的重要因素，在国内金融发展不足的情形下，如何从东道国解决融资难题成为企业进行对外直接投资的考虑因素之一，由此彰显出东道国金融发展相对于中国对外直接投资的重要性。本研究选取2003-2011年中国对45个国家或地区直接投资的面板数据，运用混合OLS回归、固定效应和随机效应方法实证研究了东道国金融发展对中国对外直接投资的影响，结果发现：

第一，东道国银行发展深度更高正向促进中国对外直接投资。东道国银行发展深度，以私人信贷占GDP的比重来表示，衡量的是东道国银行所能提供资金规模的大小。东道国银行发展深度越高，说明东道国银行所能提供资金规模越大，能够为中国对外直接投资提供更为有利的融资环境，缓解企业融资约束，东道国越能够吸引中国对外直接投资。

第二，东道国银行稳定性更强正向促进中国对外直接投资。东道国银行稳定性以监管资本占风险资产的百分比来表示，在某种程度上衡量的是东道国的金融风险。东道国银行稳定性更强，说明东道国银行的金融风险较低，吸引中国对外直接投资的力度更大。

第三，东道国金融市场规模更大正向促进中国对外直接投资。东道国金融市场规模以企业债券和股票市场价值总和占GDP的比重来表示，衡量的是东道国的金融市场规模。东道国金融市场规模越大，表明东道国的金融市场所能提供的资金更为充裕，可以为母国提供一个较为有利的融资环境，缓解我国企业实施对外直接投资所面临的资金压力，也就越能够吸引中国对外直接投资。

第四，东道国金融市场服务可及性更好正向促进中国对外直接投资。东道国金融市场服务可及性，用上市公司总资产排名前10名以后的企业资产总额占所有上市公司总资产的比重来表示，反映的是可以东道国金融市场上融资的可及性。

34

东道国金融市场服务可及性更高，说明母国能够以较低的“门槛”从东道国金融市场上获得其所需要的资金，也就越是能够吸引中国对外直接投资。

第五，东道国金融市场稳定性更强正向促进中国对外直接投资。金融市场稳定性越高，越是能够吸引中国对外直接投资。东道国金融市场稳定性更强，说明东道国金融市场的金融风险较低，吸引中国对外直接投资的力度更大。

综上所述，从银行角度而言，东道国银行发展深度更高、银行稳定性更强，对中国对外直接投资拥有更强的吸引力；从金融市场角度而言，金融市场规模更大、金融市场服务可及性更好、金融市场稳定性更强，中国对外直接投资更青睐于拥有此类金融市场的国家或地区。为了得到更为稳健的结果，采用两阶段系统

GMM方法进行稳健性检验，结果支持上述结论。

## 5.2 政策建议

本研究将东道国金融发展与中国对外直接投资联系结合起来，研究结果对于我国的对外直接投资和金融改革领域的政策制定有着一定的参考价值。

我国是典型的银行主导型金融体系，是世界上金融市场规模占金融体系的比重最低的国家之一。近年来，随着我国的金融改革不断深化，金融市场化程度不断提高，我国直接融资比重开始逐年上升。但国内金融发展不足仍是制约我国企业对外直接投资快速发展的因素之一，而东道国金融发展可以对国内金融发展不足形成有效的补充。从上文的研究结论可知，我国对外直接投资应倾向于银行发展深度更高、银行稳定性更强、金融市场规模更大、金融市场服务可及性更好、金融市场稳定性更强的国家或地区。东道国银行等金融机构或金融市场是中国实施对外直接投资企业融通资金的渠道之一。

采取鼓励和引导中国企业实施从东道国融资，拓宽企业开展对外直接投资的融资渠道。我国OFDI资金主要来自国内，且多为自有资金。据调查，我国企业对外直接投资所需的资金90%以上来自国内，且主要来源是企业的自有资金和从本国金融市场筹集的资金。融通资金渠道有限，并且融资方式单一。我国政府应当实施切实有效的措施鼓励、引导和支持我国企业在开展对外直接投资过程中将东道国融资与国内融资相结合，统筹国内和国外融资渠道，以达到拓展融资渠道的效果。

在结合本文的研究结论基础上，提出以下政策建议：

第一，逐步完善在东道国的融资政策，为我国对外直接投资的企业从东道国融资提供政策保障。其中包括：在东道国设立政策性担保公司可以为我国融资提供机构保证，提升对OFDI企业从东道国的融资能力，同时降低了当地金融机构的放款风险；降低境内外汇指定银行为我国对外直接投资企业提供对外融资担保

35

的门槛；放宽外汇管制，为我国对外直接投资企业创造汇兑便利的环境。通过积极引导和支持对外直接企业拓宽东道国融资渠道，为我国对外直接投资企业提供资金支持。

第二，鼓励、支持我国银行等金融机构积极走出去，从给予税收优惠、降低准入门槛等多方面出台政策角度，鼓励、扶持和引导金融机构积极到东道国进行融资业务，努力构筑跨全球的金融服务网络体系，为我国企业实施对外直接投资提供金融服务保障。进而以较低的成本进入东道国，为中国实施OFDI企业减负。让中国OFDI企业以较低的负担下实施，促进中国OFDI的发展。为中国企业实施“走出去”注入活力。

第三，积极在东道国金融市场上搭建资金融通平台，并通过整合和东道国融资相关的金融产品及政策展示，能够使融资主体与东道国外汇银行双方之间的融资供求信息渠道保持畅通，为促进资金供求双方的有效对接奠定基础。同时鼓励和支持中国对外直接投资企业以通过在东道国上市或设立东道国子公司等方式在东道国金融市场上搭建企业融通资金的平台，以及在东道国资本市场或在东道国金融市场上通过发行债券、股票等方式进行融资，或通过向东道国商业银行和东道国金融机构贷款等方式筹集其所需要的资金，为我国企业实施对外直接投资提供资金保障。

## 5.3 研究展望

由于未取得微观层面企业数据，本研究选用2003-2011年45个国家或地区的样本数据。本文基于宏观模型因而未能提供企业层面的微观证据，该问题尚有待进一步的更深入研究。这也为该选题提供了后续研究的方向。

36

参考文献

[1] Aizenman, Joshua, Yothin Jinjarak, and Donghyun Park. Financial Development and Output Growth in Developing Asia and Latin America: A Comparative Sectoral Analysis[R]. NBER Working Paper 20917 National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, 2015.

[2] Bhaumik S K, Co C Y. China's economic cooperation related investment: An investigation of its direction and some implications for outward investment[J]. China Economic Review, 2011, 22(1): 75-87.

[3] Beck T and Levine R. Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence[J]. Journal of Bankingand Finance, 2004(28), 423-442.

[4] Buckley P. , Clegg L., Cross A, Liu X. , Voss H. and Zheng P. The Determinants ofChinese Outward Foreign Direct Investment [J]. Journal of International Business Studies, 2007, 38(4): 499-518.

[5] Caves R. E., Crookell H., Killing J. P. The Imperfect Market for Technology Licenses[J]. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 1983, 45(3): 249-267 .

[6] Cheng L. and Kwan K. What are the Determinants of the Location of Foreign Direct Investment The Chinese Experience[J]. Journal of InternationalEconomics, 2000, 51(2): 379

-422．

[7] Cihak, Martin, at al. Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010[R]. No. w18946. National Bureau of Economic Research, 2013.

[8] Cohen W. M., Levinthal D. A. Absorptive Capacity: A New Perspective on Learning and Innovation[J]. Administrative Science Quarterly, 1990, 35(1): 128-152.

[9] Foss N. J. Resources, Firms, and Strategies: A Reader in the Resources-based Perspective[J]. New York: Oxford University Press, 1997.

[10] Goldsmith R. Financial Structure and Development[M]. New Haven: Yale University Press, 1969.

[11] Hajzler, C. Resources-based FDI and Expropriation in Developing Economics [J]. Journal of International Business, 2012(47): 26-34.

[12] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976: 305-360.

[13] Kolstad I. and Wiig A. What Determines Chinese Outward FDI[J]. Journal of Word Business, 2012, 47(1): 26-34.37

[14] King R G, Levine R. Finance and growth: Schumpeter might be right[J]. The quarterly journal of economics, 1993, 108(3): 717-737.

[15] Levine R. Financial development and economic growth: views and agenda[J]. Journal of economic literature, 1997: 688-726.

[16] Loayza, Norman, and Roman Ranciere. Financial Development, Financial Fragility, and Growth[J]. Journal of Money, Credit and Banking. 2006 (4): 1051–1076.

[17] Merton RC, Bodie Z. A conceptual framework for analyzing the financial envirment[M]. 1995 [18] Modigliani. F., and Miller M. H. The cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment[J]. American Economic Review, 958(7)

[19] Myers S. C., and Majluf N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, (13)

[20] Ramasamy B. , Yeung M． and Laforet S. China's Outward Foreign Direct Investment: Location Choice and Firm Ownership[J]. Journal of Word Business, 2012, 47(1): 17-25

[21] Ratna, Martin, at al. Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets[R]. No. 15/8. StaffDiscussion Notes, 2015

[22] Ronald I. McKinnon. Money and capital in economic development[M]. Brookings Institutions Press, 1973

[23] Rousseau, Peter, and Paul Wachtel.. What is Happening to the Impact of Financial Deepening on Economic Growth[J]. Economic Inquiry, 2011 (1): 276–288.

[24] Shaw E S. Financial deepening in economic development[M]. New York: Oxford University Press, 1973

[25] Siotis G. Foreign direct investment strategies and firms' capabilities[J]. Journal ofEconomics and Management Strategy, 1999, 8( 2) : 251-270.

[26] Stein E., Daude C. Institutions, Integration and the Location of Foreign Direct Investment[J]. New Horizons for Foreign Direct Investment, 2001: 101-128.

[27] Wang C., Hong, J., Kafouros, A. What Drives Outward FDI of Chinese FirmsTestingtheExplanatoryPowerofThreeTheoreticalFrameworks[J]. InternationalBusinessReview, 2012(21): 425-438.

[28] 陈岩, 杨桓, 张斌. 中国对外投资动因、制度调节与地区差异[J]. 管理科学, 2012, (3).

[29] 郭杰, 黄保东. 储蓄、公司治理、金融结构与对外直接投资: 基于跨国比较的实证研究[J]. 金融研究, 2010, (2).

[30] 胡兵, 邓富华, 张明. 东道国腐败与中国对外直接投资——基于跨国面板数据的实证研究[J]. 国际贸易, 2013, (10).

[31] 乔晶, 胡兵. 中国对外直接投资: 过度抑或不足[J]. 数量经济技术经济研究, 2014, (7). 38

[32] 黄益平. 对外直接投资的“中国故事”[A].见: 黄益平, 何帆, 张永生编. 中国对外直接投资研究. 北京: 北京大学出版社, 2013. 3-16.

[33] 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).

[34] 李阳, 藏新, 薛漫天. 经济资源、文化制度与对外直接投资的区位选择——基于江苏省面板数据的实证研究. 国际贸易问题, 2013, (4).

[35] 邱立成, 王凤丽. 我国对外直接投资主要宏观影响因素的实证研究[J]. 国际贸易问题, 2008, (6).

[36] 沈红波, 寇宏, 张川. 金融发展、融资约束与企业投资的实证研究[J]. 中国工业经济, 2010, (6).

[37] 陶攀, 洪俊杰, 刘志强. 中国对外直接投资政策体系的形成及完善建议[J]. 国际贸易, 2013, (9).

[38] 王伟, 孙大超, 杨娇辉. 金融发展是否能够促进海外直接投资——基于面板分位数的经验分析[J]. 国际贸易问题, 2013, (9).

[39] 王勋. 发展中国家对外直接投资: 基于金融抑制视角的分析[A].见: 黄益平, 何帆, 张永生编. 中国对外直接投资研究. 北京: 北京大学出版社, 2013. 33-55

[40] 王昱, 成力为. 制度门槛金融发展与对外直接投资[J]. 世界经济研究, 2014, (5).

[41] 吴先明, 胡翠平. 国际化动因、制度环境与区位选择: 后发企业视角[J]. 经济管理, 2015, (5).

[42] 谢孟军, 郭艳茹. 法律制度质量对中国对外直接投资区位选择影响研究——基于投资动机视角的面板数据实证检验[J]. 国际经贸探索, 2013, (6).

[43] 徐清. 金融发展对中国企业ODI的影响路径分析[J]. 财务与金融, 2015, (2).

[44] 徐清, 冼国明. 金融发展、生产率与中国企业对外直接投资[D]. 2014.

[45] 阎大颖, 洪俊杰, 任兵. 中国企业对外直接投资的决定因素: 基于制度视角的经验分析[J]. 南开经济评论, 2009, (6).

[46] 姚耀军, 董钢锋. 中小企业融资约束缓解: 金融发展水平重要抑或金融结构重要——来自中小企业板上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2015, (4).

[47] 余官胜, 袁东阳. 金融发展是我国企业对外直接投资的助推器还是绊脚石——基于量和质维度的实证研究[J]. 国际贸易问题, 2014, (8).

[48] 余官胜. 东道国金融发展和我国企业对外直接投资——基于动机异质性视角的实证研究[J]. 国际贸易问题, 2015, (3).

[49] 于津平. 汇率变化如何影响外商直接投资[J]. 世界经济, 2007, (4).

[50] 张新乐, 王文明, 王聪. 我国对外直接投资决定因素的实证研究[J]. 国际贸易问题, 2007, (5). 39

[51] 郑展鹏, 刘云海. 体制因素对我国对外直接投资影响的实证研究——基于省际面板数据的分析[J]. 经济学家, 2012, (6).

40

附录：作者攻读硕士学位期间发表论文及科研情况

**一、作者攻读硕士学位期间已发表论文**

张政.中国对外直接投资竞争力探讨——基于钻石模型分析[J].现代商贸工业,2016，（9）。

41

致谢

三年研究生生涯转眼一瞬间，不由心潮澎湃，思虑万千。

在重庆师范大学的学习和生活期间，让我收获颇丰。几经修改，我的毕业论文得以完成。从论文的选题、撰写、成文、修改乃至最终完成，在这期间我得到了很多的关怀和帮助，为此向他们表达我最诚挚的谢意。

首先，我要感谢的是我的导师胡兵教授。能够师从胡兵教授是我毕生的荣幸。他严肃的学术态度，严谨的治学精神，精益求精的工作作风，深深感染和激励着我。在他的指导下，我慢慢学习，不断提升自身的学术研究水平和专业素养，勇于创新，在学术的道路上探索前行。胡老师不仅在学业上对我指导良多，在生活上也给予我悉心帮助，他教会了我很多做人的道理。我将铭记胡老师的教诲，严于律己，宽以待人，严谨做事，踏实做人。同时，还要感谢师母乔晶老师，她和蔼亲和，在生活中也给予了我无微不至的关怀。在此，谨向胡老师和乔老师致以诚挚的感谢。

感谢学院各位领导和授课的老师们。他们在我的学习和生活中给予我莫大的关心和指导，使我进步成长了很多，在此向诸位老师表示衷心的感谢。您们辛苦了！

感谢同门的师兄姐妹们，我很自豪我们的师门是个相当温暖的大家庭，同门间的感情将是我一生的宝贵财富，感谢张明、汪磊、田文军、陈少林、涂先进、涂春丽、李柯、邓富华、刘盛坤、丁祥平、朱紫娟等师兄师姐们，感谢钟寻、邹心怡等师妹们，以及我的同门好友余启明。

友谊亦是学习和生活之中不可缺少的部分，感谢我亲爱的同学们，感谢求学路上他们的陪伴和鼓励！

感谢经济与管理学院2013级所有的研究生，一起走过这宝贵的三年，谢谢你们曾经给予的鼓励和帮助。

最后，感谢我的家人。感谢我的父亲母亲，你们的的支持和鼓励一直是我前进的动力，是我最坚实的后盾。感谢他们给予我的关心和爱。

张政

2016年1月于重师

42

独创性声 明

本人声明所呈交的学位论文是本人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含他人已经发表或撰写过的研究成果，也不包含为获得 重庆师范大学 或其他教育机构的学位或证书而使用过的材料。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明。

学位论文作者签名：签字日期：年月日

学位论文版权使用授权书

本学位论文作者完全了解 重庆师范大学 有关保留、使用学位论文的规定，有权保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅。本人授权 重庆师范大学 可以将学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文。

学位论文作者签名：签字日期：年月日