

全球宏观经济环境、东道国制度 质量与外商直接投资

常君晓 李飞跃 黄玖立 薛军

摘要：本文以 2008 年金融危机爆发后全球宏观经济环境的恶化为背景，基于 2002—2019 年中国上市企业数据，使用双重差分法识别东道国制度质量对外商直接投资的影响。研究表明：与危机前相比，危机后企业更倾向投资于制度质量高的国家（地区）；该结果不受危机前后东道国资产价格变化的影响，与“抄底说”有本质的区别；机制检验显示东道国制度质量在产权制度和契约制度两种渠道上都有显著的积极影响。本研究说明在不利的经济环境中，高制度质量国家（地区）更能维护企业利益，降低交易成本，稳定企业投资的预期回报，吸引外商直接投资。本研究有助于解开东道国制度质量谜题，为中国企业海外投资提供理论参考。

关键词：制度质量；外商直接投资；金融危机；双重差分法

[中图分类号] F110 [文献标识码] A [文章编号] 1002-4670 (2023) 7-0053-17

一、引言和文献综述

2008 年金融危机爆发后，全球宏观经济环境急剧恶化，2009 年超半数国家（地区）经济增速跌至负值。虽然随后全球经济从衰退中复苏，但经济风险和政治风险仍居高不下，全球宏观经济环境尚未恢复至 2008 年前的水平^①。可以说，2008 年是全球宏观经济环境开始长期恶化的转折点。面对经济环境的恶化，一国（地区）良好的制度水平，有助于保障国家经济的稳定运行（Rodrik, 1999^[1]；Acemoglu et al., 2003^[2]）。理论而言，制度质量对投资的正向影响，也将在恶劣

[收稿日期] 2022-11-26

[基金项目] 教育部人文社会科学重点研究基地南开大学跨国公司研究中心十四五自设课题“产业结构升级与中国企业对外直接投资关系研究”；国家自然科学基金面上项目“深度贸易开放与国内价值链重塑”（71973072）；天津市教委社会科学重大项目“价值网络重构对天津民营企业高质量发展的影响机理研究”（2022JWZD03）

[作者信息] 常君晓：南开大学跨国公司研究中心、经济学院博士研究生；李飞跃（通讯作者）：南开大学经济学院副教授，电子邮箱 lifeiyue@nankai.edu.cn；黄玖立：南开大学跨国公司研究中心、经济学院教授；薛军：南开大学跨国公司研究中心、经济学院教授

①全球 GDP 平均增长率、全球经济政策不确定程度，以及全球经济风险和政治风险多个指标在危机前后较长时期内的变化，均能反映这一情况。因篇幅所限，相关趋势图未列出，可登陆对外经济贸易大学学术刊物网站“刊文补充数据查询”栏目查阅、下载。

的经济环境中被凸显出来。在宏观经济运行良好时，市场需求扩张，此时政府与企业间、企业与企业间，易于形成合作共赢，纠纷少，制度约束相对松弛。相反，若宏观经济环境恶化，市场需求紧缩，企业间竞争加剧，此时政府与企业都会产生“攫取”的动机，导致纠纷与冲突（Rodrik，1999）。在此情况下，制度质量高的国家（地区），能有效化解矛盾，解决纠纷，保障投资收益，积极应对负向经济冲击。而在制度质量低的国家（地区），经济方面的纠纷得不到有效控制，甚至可能进一步被放大，并蔓延到政治与社会领域，形成恶性循环，使得投资收益难以保障（Aghion et al.，2009^[3]；Sanz et al.，2022^[4]）。因此，即使一国（地区）制度质量维持不变，制度质量对投资的作用价值，也会随着宏观经济运行状况的变化而变化。可以预期，在宏观经济环境恶化后，制度质量越高的国家（地区），对投资的激励越强，越有利于吸引外商直接投资（FDI）流入。

2008年全球宏观经济环境恶化前后，中国企业在高低两组制度质量国家（地区）相对投资规模的变化趋势，印证了这一观点。如图1所示，中国企业对高制度质量国家（地区）的投资在2008年后呈现跳跃式增长^①。为进一步检验上述理论预期，本文基于2002—2019年中国上市企业在全球144个国家（地区）的对外直接投资数据，以2008年作为全球宏观经济环境恶化的转折点，使用双重差分（DID）法检验了全球宏观经济环境恶化后，东道国制度质量高低对FDI流入的差异性影响。

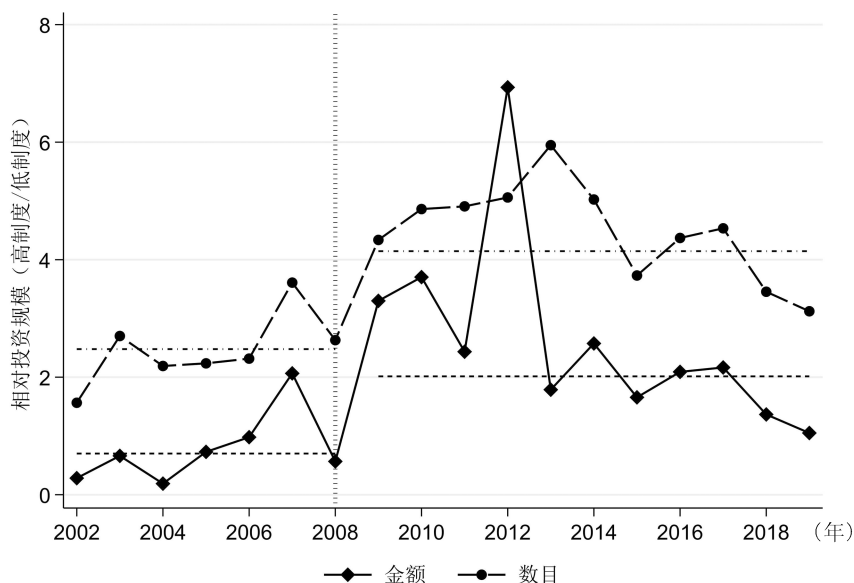


图1 东道国制度质量与中国对外直接投资

资料来源：全球并购交易分析（BvD-zephyr）数据库、全球绿地投资（fDi Markets）数据库

①本文按照所有国家（地区）制度质量评分的中位数进行分组。

由于本文的实证检验本质上是利用2008年全球宏观经济环境恶化的背景,识别东道国制度质量对FDI的影响。因此,与本文密切相关的文献,主要是一些分析东道国制度环境与FDI关系的实证文献,至今已较为丰富。不过,在这些文献中,使用DID方法检验两者关系的研究并不多见。已有采用DID方法识别制度对FDI影响的文献,大多分析的是东道国某种特定的制度或政策的影响(Desbordes and Wei, 2017^[5]; Nugent and Lu, 2021^[6]),或者检验东道国内各区域制度差异对FDI的影响(Cai et al., 2016^[7]; 吕朝凤和毛霞, 2020^[8])。本文重点关注国家宏观层面的综合制度质量与FDI的关系,与这些文献的研究对象有本质区别。对于采用其他识别策略检验东道国综合制度质量对FDI影响的文献,目前为止并未得出一致的结论。部分研究结论发现东道国制度质量与FDI流入呈正向关系(Habib and Zurawicki, 2002^[9]; Daude and Stein, 2007^[10]; 宗芳宇等, 2012^[11]; 王永钦等, 2014^[12]; 杨娇辉等, 2016^[13]),部分研究则发现东道国制度质量不影响FDI流入,甚至具有负向影响(Buckley et al., 2007^[14]; Kolstad and Wiig, 2012^[15])。

实证研究结论之所以不一致,其中一个原因是内生性问题还未被妥善解决。一国(地区)的综合制度质量,本身非常稳定,随时间变动不大,能观察到的变化主要表现在国家(地区)之间。考虑到制度的这一特点,现有文献主要采用跨国截面数据识别东道国制度质量对FDI的影响。Wei(2000)^[16]以经济合作与发展组织(OECD)为研究对象,采用包含12个来源国与45个东道国的双边FDI存量数据,发现腐败程度越严重的国家(地区)FDI流入越少。Globerman和Shapiro(2002)^[17]采用全球144个国家(地区)1995—1997年间的平均FDI流量数据,发现东道国治理制度,特别是对发展中经济体和转型经济体而言,是吸引FDI流入的重要因素。尽管结论表明东道国制度质量有利于吸引FDI,但这些研究未处理制度变量自身的高内生性问题,结论并不可靠。随后使用截面数据的研究,多借用工具变量来解决内生性(Bénassy-Quéré et al., 2007^[18]; Daude and Stein, 2007; Xu et al., 2017^[19])。但工具变量的选择会改变实证结果,使用不同的工具变量,得出的结论不同。工具变量上的争议降低了这些结论的可信度。

由于制度差异的识别主要依赖于国家层面的变化,因此使用面板数据检验两者关系的文献,会有一些的局限性。若采用面板数据,并使用固定效应模型检验,将使得制度在国家层面上的差异,与干扰因素一起被过滤掉,只剩下时间维度上的差异。如果样本的时间比较短,时间维度上的差异非常微弱,制度能否在短时间内对投资产生很大影响,令人怀疑。若不控制国家固定效应,又无法有效剔除掉国家层面与制度相关因素的干扰,将加剧内生性问题,造成估计结果不准确。考虑到使用面板数据的局限,有些研究只用面板数据来做稳健性检验,印证截面数据的结果(Bénassy-Quéré et al., 2007; Daude and Stein, 2007)。一些使用面板数据做基准检验的研究,实证结果不稳定(Habib and Zurawicki, 2002; Egger and Winner, 2005^[20])。以中国为投资来源国的研究,多采用面板数据,结果也不稳定。Buckley等(2007)发现中国对外直接投资倾向于政治风险高的国家(地区);蒋冠宏和蒋殿春(2012)^[21]认为中国对外直接投资偏向政府监管效率较高的东道国,却

规避法律规则完善的东道国。杨娇辉等（2016）发现在控制东道国资本密集度与自然资源丰裕度之后，制度风险偏好消失。以上研究都是基于国家层面数据，并未得出一致结论。还有采用微观企业层面数据的研究（宗芳宇等，2012；王永钦等，2014），得到了正向影响的结论。虽然企业层面的数据，信息比较丰富，容易控制企业层面的干扰因素，同时扩大了样本量，增加了估计的有效性，但仍不能解决面板数据在制度影响识别上固有的缺陷。

与以往分析东道国制度质量对FDI影响的实证文献相比，本文的边际贡献主要有以下三个方面：第一，本文以制度对FDI的促进作用在宏观经济环境恶化时更凸显为理论基础，通过设计DID模型，识别了不易发生变动的国家综合制度质量对FDI的影响，这种实证设计能够过滤掉诸如自然资源、市场规模等与东道国特征相关的干扰因素，同时又能捕捉到国家间制度质量差异的长期影响，有效缓解了内生性问题，提高了识别的有效性；第二，本文采用中国企业层面的微观数据进行检验，以控制与微观企业特征相关的干扰因素，进一步增强了结论的可靠性，相比宗芳宇等（2012）、王永钦等（2014）基于微观企业层面的研究，本文的样本更完整，涉及并购、绿地两种投资模式，潜在东道国的可选范围更广，提供的企业信息更为全面；第三，本文的结论从跨国资本流动的视角再次印证了制度对投资的重要性，也为近年来中国企业的海外投资行为提供新的解释。

二、研究思路

（一）理论分析

相比于其他影响FDI的因素，如地理（或文化）距离、自然资源、市场规模等，制度质量影响FDI的机制具有一个特别的性质，即制度的作用大小与宏观经济环境的好坏呈反向关系。具体而言，当宏观经济运行良好时，制度的作用比较小；而宏观经济运行恶化时，制度的作用比较大。换句话说，制度在经济环境越差的时候越能体现出其价值。而其他禀赋，如自然资源，则倾向于在经济繁荣的时候变得更有价值。

制度的作用机制之所以具有上述特性，是因为制度本质上是用来约束行为的一套规则（North，1990）^[22]。文献上一般把制度分为两个层面，产权制度与契约制度。产权制度用来规范政府的行为，而契约制度用来规范企业或个人行为。规则之所以必要，是因为不论政府、企业还是个人都可能为了追逐个体利益而采取不合作的行为，如“囚徒困境”所描绘的那样，最终导致“双输”的结果（North，1981^[23]；De Long and Shleifer，1993^[24]；Hart，1995^[25]）。当然，即使没有外在的制度约束，经济互动也可能实现合作。不过当前的合作行为能够自我实施，需要未来的合作收益足够大，使之能够用来惩罚当前的不合作行为。当经济增长速度比较快时，人们对未来的合作收益有较高的预期，此时自我实施的惩罚机制易生效，不需要引入第三方的治理。制度约束就相对松弛。当经济环境恶化时，情况相反。人们会下调对未来合作收益的预期，造成自我实施的惩罚机制失效，此时必须引入第三方的规则与管制。制度约束变紧，制度质量对经济结果变得重要。实证研究显

示,在经济环境恶化时政府与企业倾向于采取不合作的行为,企业更容易违约(Naifar, 2011)^[26],政府可能侵夺私人财产(Petrova and Bates, 2012)^[27]。这些不合作行为所引发的纠纷与冲突,加剧民众对政府的不满,可能造成政治分裂(Sanz et al., 2022),甚至爆发内战(Miguel et al., 2004)^[28]。

在经济衰退与危机中出现的这一系列问题将考验一国(地区)的制度质量。好的产权制度能够限制政府的不合作行为,防止公权力滥用,保护企业投资收益,合理配置社会资源(Acemoglu, 2003^[29]; Acemoglu and Johnson, 2005^[30])。不仅如此,对公权力寻租行为的约束,能减少争夺公权力的激励,从而维持政治与社会稳定,为经济复苏创造条件。好的契约制度能够限制企业的不合作行为,保障合同的有效实施,防止投资收益因交易成本的上升而大幅度下滑(Rajan and Zingales, 1998^[31]; Levchenko, 2007^[32])。制度的这种“减震器”的功能,在实证研究中也得到证实。Rodrik (1999)以20世纪70年代的石油危机为背景,对比不同制度质量国家(地区)在石油危机前后经济增速的变化,发现经济增长严重下滑的情况主要发生在那些无法有效管理社会冲突的低制度质量国家(地区)。Acemoglu等(2003)考察了20世纪70年代至90年代世界各国(地区)的经济绩效,发现制度质量越差的国家(地区)经济波动越严重,并且在世界经济整体减速时经济绩效变得更差。Broadberry和Wallis(2017)^[33]考察了从13世纪至今世界各国(地区)的长期经济绩效,发现长期经济绩效与制度质量正相关。制度质量主要的作用是减少经济收缩期出现的频率以及经济收缩的程度,而非促进经济增长期的出现及其绩效。

由于跨国投资者比国内投资者更担心财产的安全与契约的完善程度,跨国投资的流动性也比国内投资更强,所以一般来说跨国投资对东道国的制度质量更加敏感(Dixit, 2011)^[34]。因此,本文预期制度质量对FDI的吸引力与宏观经济环境成反向关系,即当宏观经济环境变差时,制度质量对FDI的吸引力更强。据此,本文提出如下假说:

在宏观经济环境恶化后,相比于低制度质量国家(地区),高制度质量国家(地区)的FDI流入增加更多。

(二) 实证设计

2008年金融危机爆发后,全球经济环境出现了长期的恶化,这为本文检验上述理论假说提供了一个理想的准自然实验条件。借鉴Rodrik(1999)、Sanz等(2022)的做法,本文设计如下实证方案:以2008年金融危机爆发为背景,采用DID方法对比危机前后不同制度质量国家(地区)FDI流入变化的情况,进而识别东道国制度质量对FDI流入的影响。具体来说,本文将2008年作为全球经济环境恶化的转折点,把全球经济运行良好的2002—2008年视作危机前期,把经济环境恶化的2009—2019年视为危机后期,考察中国企业在2002—2019年对144个东道国(地区)的对外直接投资情况。除引入DID的识别策略外,本文还借鉴宗芳宇等(2012)、王永钦等(2014)的做法,采用微观企业层面的对外直接投资数据。

三、模型设定、数据处理及变量说明

(一) 模型设定

本文借鉴 Rodrik (1999)、Sanz 等 (2022) 的做法, 采用 DID 方法进行识别, 基准模型设定如下:

$$ofdi_{ijt} = \beta inst_j \times crisis_t + \delta X_{ijt} + \gamma_j + \varphi_i + \lambda_t + \xi_{ijt} \quad (1)$$

其中, $ofdi_{ijt}$ 表示中国企业 i 在 t 年对东道国 j 的直接投资, $inst_j$ 表示东道国制度质量, $crisis_t$ 表示全球宏观经济环境恶化的程度, δ 为控制变量的系数, X_{ijt} 为控制变量, γ_j 为国家固定效应, φ_i 为企业固定效应, λ_t 为年份固定效应, ξ_{ijt} 表示残差项。 β 是东道国制度质量与全球宏观经济环境交互项的系数, 度量了东道国制度质量对 FDI 的吸引力, 即随着全球宏观经济环境恶化而增强的程度, 理论预期 β 为正。

(二) 数据处理

本文的样本采用企业—国家—年份形式, 记录了 2002—2019 年间中国 253 家上市企业对 144 个国家 (地区) 的对外直接投资情况^①, 共计 655 776 条观测值。需强调的是, 为保证危机前后样本的可比性, 本文参照宗芳宇等 (2012) 的做法, 仅保留 2002—2019 年间有海外投资行为且持续上市的企业, 同时剔除了金融类企业样本, 以及股票代码虽然持续存在但实际已经发生重大变更的企业样本。本文最终的样本结构为每条上市企业—年份观测值, 都对应了一个相同的潜在东道国集合^②。

(三) 变量说明

1. 对外直接投资规模 ($ofdi_{ijt}$), 用虚拟变量是否投资表示。若企业 i 在 t 年对 j 国进行了投资, $ofdi_{ijt}$ 取值为 100; 若企业 i 在 t 年对 j 国未投资, $ofdi_{ijt}$ 取值为 0。取值 100 是为了将其单位标准化为百分点, 便于解读。在稳健性检验中, 对外直接投资规模还用指标投资金额、投资数目来度量。投资金额指标为实际投资金额加 1 后再取对数, 单位为万美元。数据整理自全球并购交易分析库 (BvD-zephyr) 和全球绿地投资 (fDi Markets) 数据库。

2. 东道国制度质量 ($inst_j$), 用指标“WGI 高制度质量”来衡量, 若东道国制度质量评分高于样本的中位数水平, 取值为 1, 代表高制度质量国家 (地区); 若低于或等于中位数水平, 则取值为 0, 代表低制度质量国家^③。制度质量评分数据来自世界治理指标 (WGI) 数据库, 为数据库中表示制度的六个分项评分的均值, 这六个分项包括话语权和问责制、政治稳定性、政府效率、监管质量、法律规则、腐败控制。由于 WGI 数据库公布的制度指标随时间变化, 参考 Rodrik (1999) 的方法, 本文测算了各国 (地区) 制度评分在 2002—2008 年间的均值。制度质量评分用指标 WGI 制度质量评分表示, 用于稳健性检验。另外, 本文还在稳健性检验

①投资东道国中不包括开曼群岛、英属维尔京群岛和百慕大群岛。

②潜在东道国即 144 个国家 (地区)。详细的数据处理步骤查阅同前。

③根据 WGI 数据库, 东道国制度质量评分的分布比较对称。中位数为-0.08, 均值为 0.052, 两者差异很小。

中使用了国际国家风险指南（ICRG）数据库与政体（Polity5）数据库的指标来度量东道国制度质量。采用相同的构建方法，不过测算的是1984—2008年间的均值。参考Daude和Stein（2007）的方法，在ICRG数据库中选择民主化程度、政治稳定性、投资风险、法律规则以及腐败控制五个分项来计算制度质量评分，得到指标“ICRG高制度质量”。参考Acemoglu等（2003）的方法，在Polity5数据库中以行政约束强度来度量制度质量评分，得到指标“Polity5高制度质量”。全球宏观经济环境的恶化程度（ $crisis_t$ ），用时间虚拟变量危机后度量，2008年之后，取值为1，表示宏观经济环境恶化；2008年之前（包括2008年），取值为0，表示宏观经济环境良好。在稳健性检验中，本文还使用全球经济政策不确定指标，表示全球宏观经济环境恶化的程度。本文对该指标的度量以经济政策不确定（EPU）数据库中公布的月度GEPU指数为基础，取GEPU指数的年平均值，并做对数化处理^①。

3. 控制变量（ X_{ijt} ），包括国家和企业两个层面。国家层面包括：（1）市场规模，用国内生产总值（GDP，2010年美元不变价）的对数值表示；（2）经济发展水平，用人均GDP（2010年美元不变价）的对数表示；（3）市场潜力，用GDP增长率表示；（4）自然资源禀赋，用油气和其他矿物资源出口与总出口之比表示；（5）战略资产禀赋，使用中高技术产品出口与总出口之比表示；（6）外资存量，用FDI存量的对数表示；（7）双边贸易关系，用与中国进出口贸易的总额占其总贸易额的比重表示。

本文还用到东道国资产价格水平，用标准化的股票价格指数的对数值表示^②。企业层面包括：（1）企业年龄，用企业成立时长的对数表示；（2）企业经营业绩，用净资产收益率表示；（3）企业资产规模，用企业总资产的对数表示。在控制变量的数据来源中，市场规模、经济发展水平、市场潜力、自然资源禀赋、战略资源禀赋、资产价格指标来源于世界发展指标数据库；外资存量、双边贸易关系指标来自联合国贸易和发展会议数据库；全球经济政策不确定指标来自于EPU数据库；企业年龄、企业经营业绩和企业资产规模来源于国泰安数据库^③。

四、实证检验

考虑到在被解释变量存在大量零值的情况下，Logit或Probit模型难以收敛，本文使用线性概率模型进行估计。

（一）基准模型检验

表1报告了基准模型的检验结果。第（1）列控制了国家、企业与年份固定效应，但未加入国家和企业层面的控制变量。结果显示交互项的系数显著为正，符合理论预期。即高制度质量国家（地区）在宏观经济环境恶化后，明显增强了对FDI的吸引力。系数值显示制度质量对FDI的影响是重要的。如果制度质量由低变高，

①本文选择的GEPU指数，为由购买力平价测算的GDP进行加权。

②将2001年的股票价格指数视为100，根据各国（地区）股票价格指数的年变化率计算得出。

③本文所有变量的描述性统计未列出，查阅同前。

投资概率将提高 0.14 个百分点，这样的幅度相当于平均的投资概率（0.14）。第（2）列加入国家层面控制变量，以控制东道国宏观经济表现、自然资源禀赋、战略资源禀赋及经贸关系等因素在危机前后可能出现的变化，系数值略有下降但仍然显著。这些因素在一定程度上干扰制度质量的影响，而且其对 FDI 来说一般有正向影响，因此在控制这些因素后制度质量系数下降。在第（3）列，参考王永钦等（2014）、宗芳宇等（2012）的研究，进一步加入企业层面控制变量，以控制危机前后企业经营状况出现的变化，回归后交互项的系数值与显著性都没有大的变化。总体来看，基准回归结果符合理论预期，制度质量对 FDI 有重要影响。

表 1 基准模型检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	是否投资	是否投资	是否投资
WGI 高制度质量×危机后	0.135*** (0.026)	0.127*** (0.025)	0.129*** (0.026)
国家控制变量	No	Yes	Yes
企业控制变量	No	No	Yes
国家固定效应	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes
R ²	0.013	0.014	0.014
观测值	655 776	573 804	561 330

注：括号内为回归系数在企业层面聚类的稳健标准误；由于部分国家（地区）存在个别控制变量缺失的情况，因此观测值数小于 253×144×18；*** 表示在 1% 水平上显著。

（二）平行趋势检验

DID 方法有效的一个重要前提，是要求在危机发生前中国企业在高制度质量国家（地区）投资规模的变化趋势与在低制度质量国家（地区）投资规模的变化趋势无显著差异。本文参照 Angrist 和 Pischke（2008）^[35] 的做法，设置如下模型进行平行趋势检验：

$$ofdi_{ijt} = \sum_{t=2005}^{t=2019} \theta_t (inst_j \times year_t) + \delta X_{ijt} + \gamma_j + \varphi_i + \lambda_t + \xi_{ijt} \quad (2)$$

其中， $year_t$ 为时间虚拟变量，在当年为 1，其他年份为 0。模型（2）的其他设置与模型（1）一致。图 2 报告了平行趋势检验结果。在 2008 年金融危机前，中国企业在高低两组制度质量国家（地区）的投资规模的变化趋势没有显著差异。平行趋势假定成立。图 2 还表明，二者的差异在 2008 年金融危机后的 8 年内呈上升趋势，之后有所回落，并趋于稳定。

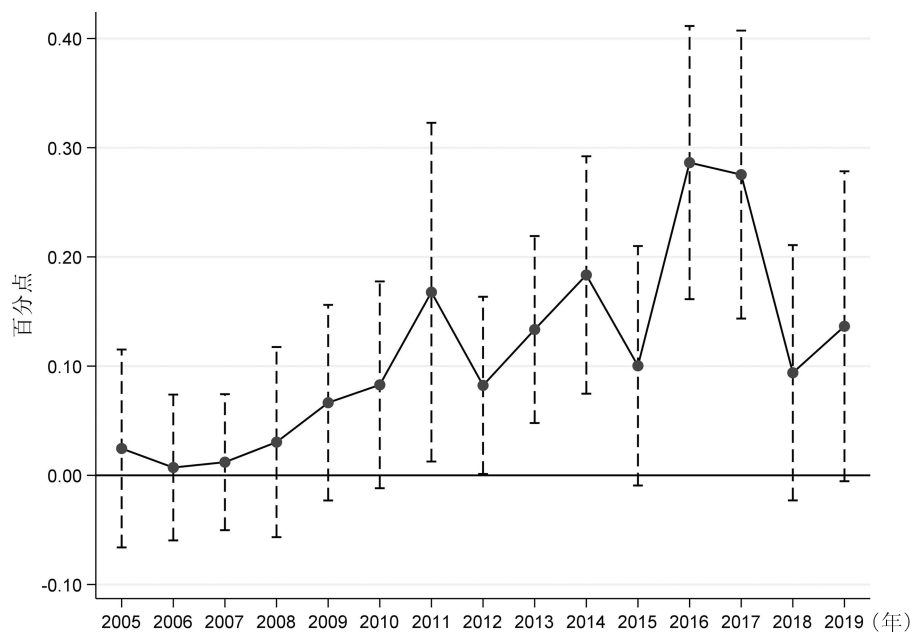


图2 平行趋势检验 (以2002—2004年为基期)

(三) 稳健性检验

为检验基准结论的稳健性，本文通过更换指标、调整样本的方式进行稳健性检验。

1. 更换表示全球宏观经济环境恶化程度的指标。由于本文以时间虚拟变量危机后衡量全球宏观经济环境是否恶化，并没有很直观地体现全球宏观经济环境恶化的程度，容易引起对本文理论机制及基准结论的质疑。为验证本文理论机制的合理性，本文在表2第(1)列使用反映全球经济环境恶化程度的全球经济政策不确定指标，代替危机后变量进入模型(1)进行回归。估计结果显示，交互项系数在1%的显著水平上为正。本文对全球宏观经济环境的衡量方式，并不影响基准结论。

2. 更换东道国制度质量指标。在基准模型中，本文将制度质量划分为高、低两档，构建二元虚拟变量来突出大的差异，以缓解测量误差对回归结果的影响。为检验基准回归的结果是否源于虚拟变量的设定，表2第(2)列采用连续变量WGI制度质量评分指标进行回归。结果显示制度质量的影响仍然显著为正。除了指标设定的问题，制度质量的评价方式在各数据库间也有差异。为检验制度质量的评价方式是否影响基准结果，本文用ICRG数据库和Polity5数据库构建的制度质量指标替换WGI数据库的指标。这两个数据库尽管没有WGI数据库全面，但是指标的时段比较长。估计结果如表2第(3)、(4)列所示，交互项均在1%的显著水平上为正，符合理论预期。

3. 更换被解释变量。本文在基准模型中用是否投资来刻画企业的投资行为，

主要是为了突出投资的区位选择。为检验这种简化处理是否影响回归结果，在表2第(5)、(6)列，分别使用投资金额、投资数目作为被解释变量进行估计。估计结果表明，交互项在1%的显著水平上为正。

表2 稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	是否投资	是否投资	是否投资	是否投资	投资金额	投资数目	是否投资
WGI 高制度质量 ×危机后					0.010*** (0.002)	0.002*** (0.0003)	1.313*** (0.223)
WGI 高制度质量×全球 经济政策不确定	0.154*** (0.034)						
WGI 制度质量评分 ×危机后		0.095*** (0.016)					
ICRG 高制度质量 ×危机后			0.103*** (0.029)				
Polity5 高制度质量 ×危机后				0.090*** (0.025)			
国家控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	—
行业控制变量	—	—	—	—	—	—	Yes
国家固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	—
行业固定效应	—	—	—	—	—	—	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.014	0.014	0.015	0.012	0.012	0.013	0.086
观测值	561 330	561 330	489 985	521 953	561 330	561 330	147 420

注：第(7)列括号内为回归系数在行业层面聚类的稳健标准误；其余各列括号内为回归系数在企业层面聚类的稳健标准误；***表示在1%水平上显著。

4. 调整样本。为使危机前后的观测值具有可比性，基准回归的样本只包含持续上市的企业。而2002—2019年间，非持续上市企业的投资金额与持续上市企业基本持平，投资数目约为持续上市企业的1.52倍。为检验这些企业的投资行为是否与基准模型的结果一致，表2第(7)列将企业样本更换为行业样本。相比于基准模型中对企业样本的处理办法，行业样本的主要区别在于：整理上市企业数据时，不再删除非持续上市企业，而是保留所有进行对外投资的上市企业信息，在此基础上得到行业样本^①。行业样本检验结果表明，即使包含全部上市企业投资交易信息，危机后在高制度质量国家（地区）投资概率的增幅，仍显著高于低制度质量国家（地区），基本结论不变。

^①具体对行业样本及相关控制变量的处理过程，查阅同前。

5. 控制其他事件的干扰。金融危机爆发后，中国企业投资区位选择的变化还可能与其他事件的发生有关。为证实危机后其他事件不影响对制度质量作用效果的估计，本文还在基准模型（1）的基础上加入“一带一路”倡议提出指标和中美贸易摩擦指标，控制了其他事件的可能干扰^①。检验结果显示，交互项系数显著为正，且与基准检验结果相比没有明显差异^②。

五、机制分析

本文从两方面进行机制分析：其一，将本文的假说与“抄底说”相区别，说明制度质量影响机制的特点；其二，从产权制度与契约制度两个维度检验制度质量发挥作用的渠道。

（一）竞争性假说

“抄底说”指的是关于中国企业在2008年金融危机爆发后到发达国家投资的一种解释^③。2008年金融危机始于欧美发达国家的金融市场。“抄底说”认为这些国家金融市场的混乱导致资产价格被低估，产生套利机会，从而吸引外资流入。由于这些国家的制度质量较高，“抄底说”也预期在2008年金融危机之后FDI更倾向于流向制度质量高的国家（地区）。本文重点辨析“抄底说”与本文机制的区别，以检验基准结论的稳健性。

“抄底说”成立的条件是发达经济体的资产价值被低估。2008年金融危机爆发，企业流动性约束严峻，为解决债务问题，企业可能被迫按照被低估的资产价格，强制出售资产（Shleifer and Vishny, 2011）^[36]。在企业“甩卖”资产的同时，也带来了套利机会（Aguilar and Gopinath, 2005^[37]；谢红军和蒋殿春, 2017^[38]）。不过，本文关注的是危机后10多年间中国企业对外投资的长期趋势，这种长期趋势难以用短期的套利机会来解释。实际上，危机后欧美政府采取了快速有力的干预措施，迅速稳定并恢复了金融市场的运行。标准普尔500指数显示，2011年1月美国股价已回到雷曼兄弟破产前（2008年8月）的水平^④。这意味着，这些国家资产价格贬损是短期性的，即使能够吸引外资企业前来“抄底”，也是一种短期现象。随着金融系统恢复运转，套利空间消失，以套利为动机的FDI流入也应该停止。但是，中国企业在高制度质量国家（地区）投资规模更大的现象，在危机后近10余年内均有体现（见图1）。相比之下，制度则在整个后危机时期都能发挥作用。尽管金融市场的运行迅速恢复稳定，但全球实体经济并未恢复，长期经济环境恶化导致的政治经济问题持续存在，制度一直发挥着重要作用。此外，制度是决定经济绩效的根本因素。从长期看，资产价格内生于经济绩效，进而内生于制度。因

①“一带一路”倡议提出指标为“一带一路”沿线国家的二元虚拟变量与倡议提出后（2013年后）的二元虚拟变量的交互项；中美贸易摩擦指标为表示美国的二元虚拟变量与贸易摩擦后（2018年后）的二元虚拟变量的交互项。

②受篇幅限制，该回归结果未列出，查阅同前。

③虽然关于“抄底说”的经验研究不多，但这种观点在危机后颇为盛行。<http://news.sohu.com/20081106/n260466979.shtml>、<https://finance.huanqiu.com/article/9CaKrnJlZXe>。

④标准普尔500指数为月度收盘价格指数，数据来源为<https://finance.yahoo.com/>。

此，就对外投资的长期趋势而言，制度机制比套利机制更有解释力。

表3提供了相关的经验证据。本文先检验“抄底说”成立的前提条件，即在整个后危机时期（2009—2019年），资产价格在高制度质量国家（地区）相比于危机前会出现更大的跌幅。本文根据2002—2019年这144个国家（地区）的宏观面板数据，以东道国资产价格为被解释变量，对制度质量与宏观经济环境的交互项进行回归。估计结果如表3第（1）列所示，交互项系数不显著，高制度质量国家（地区）的资产价格较危机前未发生明显的趋势性改变。即从长期看，危机后高制度质量国家（地区）不存在更大的套利空间。表3第（2）、（3）列进一步检验短期内（2002—2011年）“抄底说”是否成立。第（2）列仍用第（1）列的模型设置，交互项的系数显著为负，表明危机后短期内高制度质量国家（地区）的资产价格确实出现更大幅度的下降。第（3）列检验了短期内资产价格与FDI流入的关系。若“抄底说”能在短期内成立，资产价格的系数应显著为负。但资产价格的系数并不显著，表明东道国资产价格短期内没有显著影响FDI。再从长期分析，第（4）列直接在模型（1）中加入东道国资产价格来控制可能存在的套利机制，看制度机制是否仍然成立。结果显示，交互项系数显著为正，与基准回归的结果基本一致，这表明制度质量可独立于资产价格发挥作用。由于部分国家（地区）资产价格指标缺失，第（1）—（4）列只涉及62个潜在东道国（地区）。为检验小样本结果的可靠性，本文采用以下两个办法：第一，根据第（4）列所用的样本，重新估计模型（1），如第（5）列所示，交互项系数的显著性及大小没有发生明显改变，

表3 制度质量、资产价格与FDI

变量	2002—2019年		2002—2011年		2002—2019年	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	资产价格	资产价格	是否投资	是否投资	是否投资	是否投资
WGI高制度质量× 危机后	-0.053 (0.078)	-0.132* (0.069)		0.180*** (0.046)	0.171*** (0.046)	0.082* (0.045)
资产价格			-0.005 (0.043)	0.164*** (0.039)		
国家控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业控制变量	—	—	Yes	Yes	Yes	Yes
国家固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	—	—	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.845	0.887	0.021	0.019	0.018	0.015
观测值	1 092	614	149 987	270 256	270 256	235 959

注：前两列括号内为回归系数在国家层面聚类的稳健标准误；其余各列括号内为回归系数在企业层面聚类的稳健标准误；***、*分别表示在1%、10%水平上显著。

样本缩小引发的偏误不大；第二，仅以绿地投资企业为样本对模型（1）进行检验。由于进行绿地投资的企业投机动机更小，因此若在剔除并购交易之后制度的影响仍正向显著，那么可认为制度质量对 FDI 的作用机制很大程度上独立于资产价格因素。第（6）列报告了该结果，交互项系数依然显著为正，符合本文推断。综合表 3 的结果看，在长期内，高制度质量国家（地区）并不存在套利机会，“抄底说”不成立，发挥作用的是制度机制；在短期内，高制度质量国家（地区）存在套利机会，但套利机制并未发挥作用^①。

（二）作用渠道

本文按照现有文献的分类方法将制度分为产权制度与契约制度两类，检验这两类制度质量是否都发挥了积极作用。理论而言，产权制度保护企业产权降低政治风险，契约制度提高契约执行效率降低交易成本，两类制度都有助于吸引 FDI 流入。由于企业因其自身特性对两类制度的依赖程度存在较大差异，这为本文识别两类制度各自的作用创造了条件。如果对产权制度较敏感的投资，危机后在高制度质量国家（地区）投资更多，就表明产权制度发挥作用。契约制度的检验思路同理。

在产权制度方面，已有研究表明企业投资的不可逆程度越高，预期投资收益受政治风险的影响程度越大（Rodrik, 1991^[39]；Gulen and Ion, 2016^[40]；Julio and Yook, 2016^[41]）。按照企业投资的不可逆程度，本文将样本划分为高不可逆投资和低不可逆投资两组，基于模型（1）分别估计制度质量的影响，再比较影响的大小。具体的划分标准参考 Gulen 和 Ion（2016）的方法，本文使用企业的资本密集度和沉没成本两个指标，衡量投资企业的不可逆程度，并按中位数分组。如表 4 第（1）—（4）列所示，制度质量的影响都显著为正，这表明制度质量对两类投资都有积极作用。比较两组系数的大小，可以发现高不可逆投资组的系数更大，表明产权制度对吸引 FDI 流入具有积极作用。在契约制度方面，特定关系型投资的交易成本受契约执行力、法律法规的影响程度更大（Levchenko, 2007；Nunn, 2007^[42]）。因此，本文参考 Nunn（2007）的方法，用行业契约密集度表示特定关系型投资比重，并按制造业行业契约密集度的中位数，将制造业企业划分为高契约密集度和低契约密集度两个样本组。契约密集度越高，特定关系型投资比重越高。表 4 第（5）、（6）列汇报了分组回归的结果，交互项系数均显著为正，可见在不同契约密集度样本组，制度质量都能促进 FDI 流入，而且在契约密集度高的样本组系数更大。

最后，本文还借助 WGI 数据库和 ICRG 数据库，构建产权制度质量指标和契约制度质量指标，根据模型（1）直接检验两类制度对 FDI 流入的影响。具体在实证检验中，本文分别使用代表产权制度质量水平的 WGI 产权制度评分、ICRG 产权制度评分指标，以及代表契约制度质量水平的 WGI 契约制度评分、ICRG 契约制度评分指标进行检验。产权制度与宏观经济环境的交互项系数，以及契约制度与宏观经

^①本文对东道国资产价格与 FDI 关系的检验结论与谢红军和蒋殿春（2017）的不同，可能的原因是本文与谢红军和蒋殿春（2017）的样本选择标准有差异。

济环境的交互项系数均显著为正，无论指标来源于 WGI 数据库还是 ICRG 数据库都能得出这一结果^①。

表 4 制度质量与 FDI——按投资特性分组

变量	按资本密集度划分		按沉没成本划分		按契约密集度划分	
	高投资 不可逆	低投资 不可逆	高投资 不可逆	低投资 不可逆	高契约 密集度	低契约 密集度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	是否投资	是否投资	是否投资	是否投资	是否投资	是否投资
WGI 高制度质量×危机后	0.158*** (0.037)	0.101*** (0.036)	0.140*** (0.037)	0.119*** (0.037)	0.182*** (0.059)	0.110*** (0.041)
国家控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
国家固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.016	0.012	0.016	0.012	0.020	0.014
观测值	278177	283153	277005	284325	166297	185229

注：括号内为回归系数在企业层面聚类的稳健标准误；***表示在1%水平上显著。

综上，制度质量的两个层面——产权制度和契约制度，通过不同的作用方式，都可以在宏观经济环境恶化时，增强对外资企业的吸引力，促进 FDI 流入。

六、结论及启示

本文以 2008 年后全球宏观经济环境恶化为背景，使用 DID 方法比较了 2008 年前后中国企业在不同制度质量国家（地区）投资规模变化的差异，以此为基础识别了东道国制度质量对 FDI 的影响。研究表明，与危机前相比，中国企业在危机后明显增强了对高制度国家（地区）的投资规模，说明在宏观经济环境恶化的情况下，制度质量高的国家（地区）确实在吸引 FDI 上更具优势，东道国制度质量对 FDI 具有正向影响。进一步的机制检验显示，危机后高制度质量国家（地区）在吸引 FDI 上的作用优势，在产权制度与契约制度两个维度都有体现。可见，东道国制度质量可以通过产权制度和契约制度两个渠道，提高对 FDI 的吸引力。

本文的研究结论表明，制度环境的好坏是影响 FDI 流入的关键因素。这意味着在中国推动构建人类命运共同体的过程中，若想帮助发展中国家扩大外资进入规模，促使其提高 FDI 吸引力，实现共同繁荣，那么助力发展中国家创建良好的制度

^①受篇幅限制，相关指标构建方法和具体回归结果未列出，查阅同前。

环境是不可或缺的重要环节。面对二十大报告明确指出的“推动共建‘一带一路’高质量发展”的任务^①，从本研究结论看，除了要重视“一带一路”沿线国家在基础设施等“硬实力”方面的不足外，还应着重关注沿线国家在制度等“软环境”方面的问题。

[参考文献]

- [1] RODRIK D. Where Did All the Growth Go? External Shocks, Social Conflict and Growth Collapses [J]. *Journal of Economic Growth*, 1999, 4 (4): 385-412.
- [2] ACEMOGLU D, JOHNSON S, ROBINSON J, et al. Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms: Volatility, Crises and Growth [J]. *Journal of Monetary Economics*, 2003, 50 (1): 49-123.
- [3] AGHION P, BACCHETTA P, RANCIÈRE R, et al. Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development [J]. *Journal of Monetary Economics*, 2009, 56 (4): 494-513.
- [4] SANZ C, SOLÉ-OLLÉ A, SORRIBAS-NAVARRO P. Betrayed by the Elites: How Corruption Amplifies the Political Effects of Recessions [J]. *Comparative Political Studies*, 2022, 55 (7): 1095-1129.
- [5] DESBORDES R, WEI S J. The Effects of Financial Development on Foreign Direct Investment [J]. *Journal of Development Economics*, 2017 (127): 153-168.
- [6] NUGENT J B, LU J. China's Outward Foreign Direct Investment in the Belt and Road Initiative: What are the Motives for Chinese Firms to Invest [J]. *China Economic Review*, 2021 (68): 101628.
- [7] CAI X, LU Y, WU M, et al. Does Environmental Regulation Drive Away Inbound Foreign Direct Investment? Evidence from a Quasi-natural Experiment in China [J]. *Journal of Development Economics*, 2016 (123): 73-85.
- [8] 吕朝凤, 毛霞. 地方金融发展能够影响 FDI 的区位选择吗? ——一个基于城市商业银行设立的准自然实验 [J]. *金融研究*, 2020 (3): 58-76.
- [9] HABIB M, ZURAWICKI L. Corruption and Foreign Direct Investment [J]. *Journal of International Business Studies*, 2002, 33 (2): 291-307.
- [10] DAUDE C, STEIN E. The Quality of Institutions and Foreign Direct Investment [J]. *Economics & Politics*, 2007, 19 (3): 317-344.
- [11] 宗芳宇, 路江涌, 武常岐. 双边投资协定、制度环境和企业对外直接投资区位选择 [J]. *经济研究*, 2012 (5): 71-82.
- [12] 王永钦, 杜巨澜, 王凯. 中国对外直接投资区位选择的决定因素: 制度、税负和资源禀赋 [J]. *经济研究*, 2014 (12): 126-142.
- [13] 杨娇辉, 王伟, 谭娜. 破解中国对外直接投资区位分布的“制度风险偏好”之谜 [J]. *世界经济*, 2016 (11): 3-27.
- [14] BUCKLEY P J, CLEGG L J, CROSS A R, et al. The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment [J]. *Journal of International Business Studies*, 2007, 38 (4): 499-518.
- [15] KOLSTAD I, WIIG A. What Determines Chinese Outward FDI? [J]. *Journal of World Business*, 2012, 47 (1): 26-34.
- [16] WEI S J. How Taxing is Corruption on International Investors? [J]. *The Review of Economics and Statistics*, 2000, 82 (1): 1-11.
- [17] GLOBERMAN S, SHAPIRO D. Global Foreign Direct Investment Flows: The Role of Governance Infrastructure [J]. *World Development*, 2002, 30 (11): 1899-1921.

^①资料来源于: http://www.gov.cn/xinwen/2022-10/25/content_5721685.htm。

- [18] BÉNASSY-QUÉRÉ A, COUPET M, MAYER T. Institutional Determinants of Foreign Direct Investment [J]. *World Economy*, 2007, 30 (5): 764-782.
- [19] XU X, VOON J P, SHANG Y. Unbundling Institutional Determinants of Multinational Investments [J]. *Applied Economics*, 2017, 49 (23): 2269-2285.
- [20] EGGER P, WINNER H. Evidence on Corruption as an Incentive for Foreign Direct Investment [J]. *European Journal of Political Economy*, 2005, 21 (4): 932-952.
- [21] 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): 45-56.
- [22] NORTH D C. A Transaction Cost Theory of Politics [J]. *Journal of Theoretical Politics*, 1990, 2 (4): 355-367.
- [23] NORTH D C. *Structure and Change in Economic History* [M]. New York: W. W. Norton & Company, 1981.
- [24] DE LONG J B, SHLEIFER A. Princes and Merchants: European City Growth before the Industrial Revolution [J]. *Journal of Law and Economics*, 1993, 36 (2): 671-702.
- [25] HART O. *Firms, Contracts and Financial Structure* [M]. Oxford: Oxford University Press, 1995.
- [26] NAIFAR N. What Explains Default Risk Premium During the Financial Crisis? Evidence from Japan [J]. *Journal of Economics and Business*, 2011, 63 (5): 412-430.
- [27] PETROVA M, BATES R H. Evolution of Risk and Political Regimes [J]. *Economics & Politics*, 2012, 24 (2): 200-225.
- [28] MIGUEL E, SATYANATH S, SERGENTI E. Economic Shocks and Civil Conflict: An Instrumental Variables Approach [J]. *Journal of Political Economy*, 2004, 112 (4): 725-753.
- [29] ACEMOGLU D. Why Not a Political Coase Theorem? Social Conflict, Commitment and Politics [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2003, 31 (4): 620-652.
- [30] ACEMOGLU D, JOHNSON S. Unbundling Institutions [J]. *Journal of Political Economy*, 2005, 113 (5): 949-995.
- [31] RAJAN R G, ZINGALES L. Financial Dependence and Growth [J]. *American Economic Review*, 1998, 88 (3): 559-586.
- [32] LEVCHENKO A A. Institutional Quality and International Trade [J]. *Review of Economic Studies*, 2007, 74 (3): 791-819.
- [33] BROADBERRY S, WALLIS J J. Growing, Shrinking and Long Run Economic Performance: Historical Perspectives on Economic Development [R]. NBER Working Paper, 2017, 23343.
- [34] DIXIT A. International Trade, Foreign Direct Investment and Security [J]. *Annual Review of Economics*, 2011 (3): 191-213.
- [35] ANGRIST J D, PISCHKE J. *Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion* [M]. Princeton: Princeton University Press, 2008.
- [36] SHLEIFER A, VISHNY R W. Fire Sales in Finance and Macroeconomics [J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2011, 25 (1): 29-48.
- [37] AGUIAR M, GOPINATH G. Fire-Sale Foreign Direct Investment and Liquidity Crises [J]. *Review of Economics and Statistics*, 2005, 87 (3): 439-452.
- [38] 谢红军, 蒋殿春. 竞争优势、资产价格与中国海外并购 [J]. *金融研究*, 2017 (1): 83-98.
- [39] RODRIK D. Policy Uncertainty and Private Investment in Developing Countries [J]. *Journal of Development Economics*, 1991, 36 (2): 229-242.
- [40] GULEN H, ION M. Policy Uncertainty and Corporate Investment [J]. *Review of Financial Studies*, 2016, 29 (3): 523-564.
- [41] JULIO B, YOOK Y. Policy Uncertainty, Irreversibility and Cross-border Flows of Capital [J]. *Journal of International Economics*, 2016 (103): 13-26.

[42] NUNN N. Relationship-Specificity, Incomplete Contracts and the Pattern of Trade [J]. The Quarterly Journal of Economics, 2007, 122 (2): 569-600.

Global Macroeconomic Environment, Institutional Quality of Host Countries and Foreign Direct Investment

CHANG Junxiao LI Feiyue HUANG Jiuli XUE Jun

Abstract: This paper examines the influence of the institutional quality of host countries on foreign direct investment (FDI) in the context of the deterioration of the global macroeconomic environment following the outbreak of the 2008 financial crisis, using the data of Chinese listed companies from 2002 to 2019 and employing the difference-in-differences method. Our findings reveal that companies are more inclined to invest in countries (regions) with high institutional quality after the crisis compared to the pre-crisis period. Furthermore, the change in host country asset prices before and after the crisis does not affect this conclusion, which distinguishes this study from the “bottom-fishing theory”. Mechanism tests indicate that the institutional quality of host countries has a significantly positive impact through both property rights institutions and contracting institutions channels. We demonstrate the importance of high institutional quality in better protecting companies’ interests, reducing transaction costs, stabilizing expected returns on investment, and attracting FDI, particularly in unfavorable economic environments. This research contributes to unraveling the complexities of institutional quality in host countries and provides theoretical insights for Chinese companies’ outward direct investment.

Keywords: Institutional Quality; Foreign Direct Investment; Financial Crisis; Difference-in-Differences Method

(责任编辑 王 瀛)