

国际投资协定中“经济实质” 条款对直接投资的影响

张中元

内容提要 文章从国际投资协定的条款内容分类中选择与“经济实质”要求相关的7项条款构建“经济实质”条款强度变量,实证检验“经济实质”条款强度对OECD经济体对外直接投资的影响,结果发现,国际投资协定中“经济实质”条款强度的提升会提高OECD经济体对投资伙伴方的总投资、股权投资和债务投资额。检验直接投资收益中介机制作用的结果表明,“经济实质”条款强度通过直接投资收益对OECD经济体的直接投资存在显著的中介效应。检验中国案例发现,中国签署国际投资协定中的“经济实质”条款会抑制OECD经济体对中国的债务投资,这一抑制作用主要来自于国际投资协定中对投资的限制性条款。

关键词 国际投资协定 “经济实质”条款 直接投资

作者单位 中国社会科学院亚太与全球战略研究院

DOI:10.13516/j.cnki.wes.2021.11.001

一、引言

在经济全球化背景下,跨国公司下设了多个公司、分支机构、生产基地、营销部门、仓储仓库,甚至拥有专属的融资、保险子公司或佣金代理安排,这可便利跨国公司在其集团内部分配利润或分摊销售额。一些跨国公司在开展国际化业务时,从具体业务渠道或内部架构设计上,考虑到一些国家低税率和没有外汇管制的特点,可能更倾向于在“避税天堂”设立公司,通过在“避税天堂”往返投资进行“制度套利”(Sharman 2012)。根据联合国贸易和发展会议(United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD)统计数据显示,在2010年开曼群岛、英属维尔京群岛、列支敦士登、柬埔寨路斯、卢森堡和爱尔兰等均在外商直接投资存量来源国或目的地的前30名中。其中,列支敦士登的对外直接投资存量位于第5位,大于日本;荷兰吸引的外商直接投资存量超过中国。到2019年,荷兰和列支敦士登吸引的外商直接投资存量大于德国和法国,荷兰的对外直接投资存量仅次于美国。显然,如果不考虑避税天堂和离岸金融的作用,可能无法解释外商直接投资的选址分布(Haberly 和 Wojcik 2015)。

经济合作与发展组织(OECD)经济体作为全球重要的对外投资资金来源国,2013年6月,OECD发布《防止税基侵蚀和利润转移行动计划》(Base Erosion and Profit Shifting,以下简称“BEPS”),并于当年9月在G20圣彼得堡峰会上得到各国领导人的认可。2018年11月,OECD发布BEPS第5项行动计划(打击有害税收实践)新进展,要求“不征税或仅名义征税”的国家引入“实质性经营要求”的规定。2021年6月,七国集团(G7)在伦敦举行会谈时通过了全球税收改革方案并达成了两项原则:第一,跨国公司不仅需要在总部所在地纳税,还需要在其运营的业务所在国纳税;第二,以国家为基础征收最低15%的公司税率,以此打击避税,创造公平的竞争环境。

在此背景下,研究国际投资协定中“经济实质”条款对各国引进外商直接投资或对外直接投资可能产生的影响具有重要的理论和现实意义。在以前研究的基础上,本文重点考察了国际投资协定中“经济实质”条款与双边直接投资之间的关系,主要在以下三个方面对现有研究有所补充:首先,以往研究通常通过在引力模型中包含国际投资协定虚拟变量来评估协定对两国投资的影响,但随着近年来国际投资协定中开始大量纳入一些边界后措施,这种方法的估计偏误越来越大;相比之下,本文重点考察国际投资协定中“经济实质”条款对外商直接投资的影响,检验的目标更明确直接,改善了将国际投资协定简单设定为虚拟变量所存在的测量含义模糊缺陷。其次,本文区分了外商直接投资中的股权投资和债务投资,实证检验国际投资协定对不同投资类型可能产生的异质性影响,有助于更好地了解国际投资协定中的“经济实质”条款能否成功吸引对东道国贡献最大的外国投资。再次,本文专门讨论了国际投资协定中“经济实质”条款强度对 OECD 经济体投资中国的影响,发现中国签署国际投资协定中“经济实质”条款对债务投资影响更明显,国际投资协定中对投资的限制性条款会抑制 OECD 国家对中国的债务投资。最后,本文检验直接投资收益的中介机制作用,不仅识别出“经济实质”条款强度对直接投资的直接影响效应,还识别出“经济实质”条款强度通过中介机制对直接投资产生的间接影响效应,对更好地理解国际投资协定中“经济实质”条款对直接投资的影响机理也提供了有益参考。

二、理论框架与研究假说

国际投资协定作为世界各国保护外商直接投资的重要法律机制,确立了一系列投资者的权利,规定了缔约各方的一系列义务,旨在确保为外国投资者创造一个稳定和有利的营商环境。但实证检验国际投资协定对外商直接投资影响的研究并没有得到一致的结果(Kerner 2009),一些研究发现,缔结国际投资协定有利于吸引外商直接投资(Neumayer 和 Spess 2005),甚至双边投资协定在生效之前因投资者预期行为的影响就使得协定产生了积极影响(Egger 和 Pfaffermayr 2004)。Medvedev(2012)发现区域贸易协定(尤其是深度一体化的区域贸易协定)对外商直接投资净流入产生了积极影响。另一些研究则没有发现国际投资协定与外商直接投资之间的关联(Hallward-Driemeier 2003),甚至发现缔结国际投资协定抑制了外商直接投资(Yackee 2008)。

随着国际投资协定的签署,资本流动更加自由,发达经济体的金融市场自由化程度更高,给逐利资本提供了更多投资选择,但对不同发展水平经济体的投资区位选择可能基于不同的驱动因素。随着双边投资协定和区域贸易协定(里面通常包括投资条款)的数量不断扩大,国际投资协定中对外国投资规定了不同的标准和待遇,国际投资协定的具体条款可能差别很大。在实际利用国际投资协定时,协定所提供的保护可能只会对某些类型的外商直接投资,其经济效应对不同形式投资的影响可能有很大不同。因此,国际投资协定对不同种类外商直接投资具有异质性影响(Sirr 等 2017)。国际投资协定及其一些特定的条款能否真正实现其吸引外商直接投资的目的,还需要进一步的研究(Frenkel 和 Walter, 2019)。鉴于此,本文将具体考虑国际投资协定中的“经济实质”条款的影响效应,实证检验该类条款对外商直接投资的影响。

1. “经济实质”条款包含的内容

国际投资协定允许投资者在权利受到侵犯时拥有向国际法庭起诉东道国的权利,因此,国际投资协定缔约方希望将协议的法律适用范围与成员方所涉投资的经济关系联系起来。如果一个国家正在寻求建立普遍良好的投资环境,可能愿意将协定覆盖的保护范围扩大到与其经济联系较少的其他经济体的投资,但其他国家可能只愿意将协定覆盖的保护范围限定于与其有牢固经济联系的经济体的投资。进入 21 世纪以来,投资者与国家之间的争端解决案件以前所未有的速度增长,国际投资协定中的具体条

款也出现了广泛的仲裁解释,越来越多的国际仲裁案例对国际投资协定中条款的解释和执行提出了新的问题。为避免对外商投资保护范围的无限扩张,一些国际投资协定对保护投资的范围进行了限制。有些国际投资协定中包括了“实质性业务活动要求”(requirement of substantial business activity)条款或“实质性商业运营”(substantive business operations)条款以对外商直接投资进行规制。

关于实质性业务活动要求,在实践中需要将传统控股公司与邮箱公司(mailbox companies)或空壳公司(shell company)区分开来,前者通常会有董事会、董事会会议记录、持续的实际存在和银行账户,而后者只是名义上、被动地没有地理位置,有限且无实质性的活动(Feldman 2012)。由于一些企业通过空壳公司寻求从协定条款中获益(Gastrell 和 Cannu 2015),东道国可以规定只有那些从事实质性投资的投资者或公司受协定保护,从而阻止空壳公司从协定中受益(Chorny 等 2016)。常设机构、营业场所、可分配利润等实质性方法都是考察跨国公司在法律形式之下真实经营活动的标准。一些国际投资协定对公司国籍的判断依设立地或主要营业地点为准,规定法人必须是根据一方的法律设立,并在一方内设有注册办事处、管理机构或主要营业地点;如果法人在一方境内只有注册办事处或管理机构,除非该法人从事“实质性业务活动”,否则不应视为法人。

有些国际投资协定设置外资参与的最低水平门槛,要求有关缔约方的公民拥有公司一定比例的股份,这样就大大地缩小了协定的保护范围。除了“实质性商业活动”和“企业控制”要求外,某些投资协定还使用其他标准以限制投资保护范围,如不包括投资组合(portfolio investment)、不包括其他特定资产(如主权债务、普通商业交易等)、列出所需的投资特征、列出受保护资产清单和包含“根据东道国法律”要求的条款等。一些国际投资协定包括“对金钱的索偿权和对具有财务价值的合同项下的任何履行的索偿权”,这一规定事实上使得一些法庭认为普通的一次性销售和服务合同也是投资。一些国家认为将普通商业合同纳入投资保护过于宽泛,因此开始增加专门将这类合同排除在投资定义之外的措辞,规定投资不包括用于商品或者服务销售商业合同所引致的资本流动^①。

有些协定考虑到短期资本流入的波动性和非稳定特征,在投资定义中明确投资不涵盖因投机而发生的金融交易资本流动,将那些与长期投资活动无直接关系的各种资产和一些具有投机性质的资产剔除出协定的保护范围^②。一些国际投资协定通过阐述资产或交易必须拥有的投资的特征,以使投资的定义更加精确。少数国际投资协定规定了投资的封闭清单,这种模式通常不对投资下概括性的定义,而是通过封闭性列举的模式以排除投机等行为。有些协定为了鼓励资源在东道国的长期使用,避免出现投资转移,东道国根据外国流入资本的期限决定是否属于投资,通过在国际投资协定中附加实体条款区分长期投资和短期投资,使投资保护专门适用于前者;有些协定为了维持国际收支平衡,允许东道国对波动性极大的短期资本实施一定的限制性措施。

总之,国际投资协定中通过“经济实质”条款以限制协定保护的适用范围,阻止一些投资或投资者在其未承担协定义义务时却享受协定带来的收益,限制投资者使用公司结构作为“购买条约”(treaty shopping)的手段,排除特定投资者利用邮箱公司进行国籍筹划(nationality planning)从而成为国际投资协定的“免费搭车者”,以维护东道国的经济利益。

2. “经济实质”条款强度对直接投资影响的假说

在对外直接投资中,股权投资除了投资或收购外国企业的股份,还能够行使控制和管理权(Razin 等,1998);债务投资则缺乏对管理的控制(Goldstein 和 Razin 2006)。影响这两种类型投资的因素有较

^① 例如,加拿大的《示范双边投资条约》(2004年)第1条规定“投资并不意味着(X)仅因(i)一方境内的国民或企业与另一方境内的企业签订的商品或服务销售商业合同……而产生的对金钱的索赔。”

^② 例如,哥斯达黎加—墨西哥自由贸易协定投资章就保险范围作出了具体规定:“……不包括纯粹出于投机目的的金融交易的资本流动、商品或服务销售的商业合同、给予一国的信贷,或与投资没有直接关系的贷款……”。

大差异。例如,一个国家股票市场的规模和活动对组合投资的决策至关重要,但与直接投资的相关性则较小(Baek等2019)。债务投资不受投资协定保护的观点得到了一些政策原因的支持。首先,债务投资是一种金融性质的投资。债务资产投资者的主要关注点是其资本价值的增值及其所能产生的回报,而不考虑企业的任何长期关系或控制权,债务投资一般不会导致技术转让、当地雇员培训和与直接投资有关的其他利益。其次,债务投资很容易快速流动,如果预期盈利能力下降,债务投资组合可能不会在东道国停留足够长的时间以促进经济发展,而很容易会撤回投资。参与债务投资资金的波动性较大,增加了东道国对宏观经济管控的难度。最后,有些投资协定只允许对外国投资提供保护,要么是根据东道国的法律和条例作出的,要么是经东道国相应机构批准的。但债务投资有时与东道国没有领土关系,它不受东道国法律的约束,因此很难将债务投资纳入现有的投资保护框架。

总之,在国际投资协定中纳入“经济实质”条款,会对直接投资产生规制约束作用,鉴于一些条款规定直接针对债务直接投资,因此,“经济实质”条款对债务直接投资的影响可能会明显强于对股权直接投资的影响。因此本文提出如下假说。

假说1:国际投资协定中“经济实质”条款对股权投资、债务投资均有影响,但“经济实质”条款强度对不同类型直接投资会产生异质性影响,与股权投资相比,“经济实质”条款对债务直接投资的影响可能会更显著。

利用外资是中国对外开放基本国策的重要内容之一,吸引外商投资成为中国改革开放以来经济增长的重要外部手段(包群等2020)。2005年中国实际利用外商直接投资金额为724亿美元,到2019年上升到1412亿美元,中国利用外资金额在15年间增长了近一倍。中国吸引外资的全球占比也从2005年的7.6%上升到2019年的9.17%。从中国外商直接投资的行业结构来看(见图1),制造业是实际利用外商直接投资的重要行业,但制造业利用外商直接投资占比是一直下降的,2004年制造业利用外商直接投资占中国外商直接投资总额的70.95%,到2017年大幅下降到24.6%,2019年为25%。相比之下,在2004~2014年间,房地产外商直接投资占比出现较大幅度的提升,从2004年的9.8%上升到2014年的26.9%,到2019年该占比下降为16.6%。一些研究发现外资在房地产行业的投资具有明显的顺周期性(袁申国和刘兰凤2019)。

20世纪90年代以来,发达国家在对外直接投资和国际产业转移过程中,将金融服务业和控制产业链中高附加值环节作为其主导全球经济的主要手段,通过金融活动直接获得巨额收益,经济虚拟化程度不断加深。另一方面,改革开放以来,中国通过吸收发达国家的大量直接投资,融入全球化经济(叶祥松和晏宗新2012)。近年来,随着外资准入政策的调整,外资进入的限制减少,壁垒大幅降低,外资企业的投资开始有了更加市场化的选择。随着金融开放扩大,金融市场自由化程度提高,资本流动更加自由,给企业逐利资本提供了更多投资选择。在这一进程中,房地产、金融领域和投机性非生产领域在全球资源配置领域中循环扩张,使得纯粹虚拟经济形成和发展(陈享光和黄泽清2020),导致大量资金滞留于金融层面运作而未能落到实体经济(王国刚2018)。

中国市场准入限制的减少实际上提升了对监管能力的要求和力度,中国对外资开放需要对外资监管重新定位,将管制政策的重心由市场准入相关的限制调整到市场竞争行为的规范。如何引导外资进入实体经济,这需要一个完善的过程,在国际投资协定中纳入“经济实质”条款是中国现阶段涉外投资政策的一个重要选择。基于以上讨论,本文提出如下假说。

假说2:中国签署国际投资协定中的“经济实质”条款对债务投资影响更明显,会抑制发达国家对中国的债务投资;并且这一抑制作用主要来自国际投资协定中对投资的限制性条款。

自2008年全球金融危机以来,全球外商直接投资的增长一直乏力,除了因国际贸易和投资政策框架发展的不确定性削弱了投资者的信心外,外商直接投资回报率下降也是造成长期经济放缓的一个关

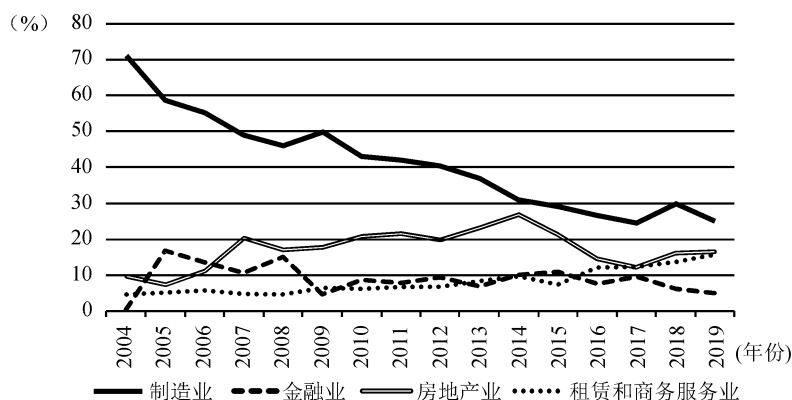


图1 中国各行业外商直接投资占比(2004~2019年)

数据来源: CEIC 数据库。

键因素。据世界投资报告(2019)统计,2018年全球范围内外商直接投资回报率从2010年的8%降至6.8%。尽管发展中经济体和转型期经济体的平均回报率仍然较高,但大多数地区并没有摆脱这种侵蚀。如亚洲的投资回报率从2010年的11.4%降至2018年的8.5%;东亚及东南亚的投资回报率从2010年的12.5%降至2018年的9.4%(UNCTAD, 2019)。目前就大多数投资而言,发达国家投资者面临的主要问题不再是征收,而是面临东道国所采用的限制性措施。因此,可以预期国际投资协定中“经济实质”条款对外商直接投资及其收益均会产生影响,对此本文提出如下假说。

假说3:直接投资收益会显著影响直接投资,而国际投资协定中“经济实质”条款除了对直接投资产生直接影响外,条款还可能对直接投资收益带来影响,进而通过直接投资收益的中介效应来影响直接投资。

三、模型设定与数据

1. 模型设定与估计

本文主要考察国际投资协定中“经济实质”条款强度对直接投资的影响,为此设定如下方程:

$$OFDI_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 SE_{ijt} + Z\beta + \mu_i + \nu_j + \lambda_t + \varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

其中, $OFDI_{ijt}$ 表示 OECD 经济体对其他经济体(包括 OECD 经济体)的直接投资, i 表示 OECD 经济体, j 表示 OECD 经济体的投资伙伴方, t 表示年度时间。 SE_{ijt} 表示经济体 i 与 j 之间所签署的国际投资协定中“经济实质”条款强度变量(具体测量方法见下文)。 Z 是控制变量, β 是对应的回归系数向量; μ_i 表示 OECD 经济体固定效应项, ν_j 表示 OECD 经济体投资伙伴方固定效应项, λ_t 是年度时间固定效应项, ε_{ijt} 是误差项。

在对方程(1)进行估计时,国际投资协定变量可能会存在内生性,其最重要的来源是省略变量问题。因此,在模型中纳入经济体-时间($i-t$ 和 $j-t$)固定效应项可以降低方程解释变量估计值所受内生性偏误的影响:

$$OFDI_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 SE_{ijt} + \mu_{it} + \nu_{jt} + \varepsilon_{ijt} \quad (2)$$

其中, μ_{it} 表示 OECD 经济体-年度固定效应项, ν_{jt} 表示 OECD 经济体投资伙伴方-年度固定效应项。由于模型中纳入了经济体-时间($i-t$ 和 $j-t$)固定效应项,为避免多重共线性,各经济体的时变变量,如市场规模(通常以一经济体 GDP 的自然对数值来测量)、经济增长率和人均收入水平等变量不再纳入方程。

对外直接投资收益反映了对外直接投资的盈利程度,能够显著影响决策者的投资行为。为了检验“经济实质”条款强度对直接投资可能存在的作用机制,本文以直接投资收益变量作为影响直接投资的中介变量并检验其中介效应。在方程(2)中加入直接投资收益变量(Inc_{ijt}):

$$OFDI_{ijt} = \alpha_0 + \eta_1 SE_{ijt} + \alpha_2 Inc_{ijt} + \mu_{it} + \nu_{jt} + \varepsilon_{ijt} \quad (3)$$

为了检验国际投资协定中“经济实质”条款强度对直接投资收益率的影响,本文设定如下方程:

$$Inc_{ijt} = \gamma_0 + \gamma_1 SE_{ijt} + \phi_{it} + \theta_{jt} + \vartheta_{ijt} \quad (4)$$

检验中介效应最常用的方法是逐步检验回归系数,第一步检验“经济实质”条款强度对双边直接投资的总效应,即检验方程(1)或(2)中 α_1 的显著性。若 α_1 不显著,说明“经济实质”条款强度与双边直接投资之间不存在中介效应。若 α_1 显著,则进入第二步检验,依次检验方程(3)中直接投资收益变量(Inc_{ijt})回归系数 α_2 与方程(4)中“经济实质”条款强度变量回归系数 γ_1 (即检验 $H_0: \alpha_2 = 0; H_0: \gamma_1 = 0$)的显著性。若二者均显著,则 $\alpha_2 \times \gamma_1$ 显著,存在中介效应;若 $\alpha_2 \times \gamma_1$ 与二者之中至少有一个不显著,则需要利用 Bootstrap 法检验二者的联合显著性(test of joint significance)(即检验 $\alpha_2 \times \gamma_1$ 系数乘积的显著性, $H_0: \alpha_2 \times \gamma_1 = 0$)(温忠麟和叶宝娟,2014)。第三步检验方程(3)中的 η_1 显著性来区分完全中介效应还是部分中介效应。若 η_1 不显著,说明存在完全中介机制效应,即“经济实质”条款强度对双边直接投资的影响是完全由直接投资收益引起的;反之,则表明存在部分中介机制效应。

2. 变量选取与数据来源

(1) 因变量: 直接投资

本文使用 OECD 的国际投资统计数据(OECD International Direct Investment Statistics),该数据报告了 OECD 经济体与其他经济体(包括 OECD 与非 OECD 经济体)的双边直接投资额(流出和流入),其中,BMD4(Benchmark Definition 4th edition)数据库给出了 2011~2018 年间 OECD 经济体的直接投资头寸(FDI positions),直接投资额中细分了股权(equity)和债务(debt)投资,股权投资包括普通股和优先股(不包括应计入债务项下的非参与性优先股)、准备金、出资和收益再投资;债务投资(Debt instruments)包括债券等有价值证券、商业票据、本票、非参与优先股和其他可交易非股权证券,以及贷款、存款、贸易信贷和其他应付/应收款项。

本文在利用引力方程模型进行实证检验时,需要对直接投资(流出)数据进行对数转换以减少分布的偏态性(skewness),但投资数据中包括大量零值和负值,本文对直接投资数据进行反双曲正弦变换(inverse hyperbolic sine transformation),即 $Tr_y = \ln(y + \sqrt{y^2 + 1})$ 。其中 y 是原始的直接投资数据, Tr_y 是经过反双曲正弦变换后的直接投资数据,经过变换可以避免大量零值和负值的缺失,克服直接对数转换带来的样本数据选择偏差(sample selection bias)(可参见 Burbidge 等,1988;林梦瑶和张中元,2019)。本文对 BMD4 数据库中 35 个 OECD 经济体对其他 122 个经济体的直接投资数据进行反双曲正弦变换后,分别记为直接投资变量($OutF$)、股权直接投资变量($OutE$)和债务直接投资变量($OutD$)。变量样本数据时间跨度为 2011~2018 年。

在 BMD4 数据统计中,直接投资资金的流入额和流出额还进一步区分了报告国(OECD 经济体)的“资产”和“负债”,这使得我们能够确定在流入和流出直接投资中的反向投资。对于流出直接投资资金,资产是指常驻母国公司(及其本国伙伴公司)对其海外附属公司和海外伙伴公司(由母国公司控制)的投资(主要是贷款);负债(反向投资)是外国附属公司对母公司的投资,以及外国伙伴公司对母国常驻伙伴公司的投资(这些伙伴公司最终由母公司控制);对外直接投资净流出是资产减负债,例如,一经济体对外直接投资净流出($NOFDI$)等于海外资产($Assets$)减负债($Liabilities$,反向投资)。对资产和负债变量进行反双曲正弦变换后,分别记为总直接投资资产和负债变量($OutFA$ 、 $OutFL$)、股权直接投资资产和负债变量($OutEA$ 、 $OutEL$)、债务直接投资资产和负债变量($OutDA$ 、 $OutDL$)。

(2) 主要解释变量: 国际投资协定中“经济实质”条款强度

根据国际投资协定的内容,联合国贸发会(UNCTAD)的国际投资协定绘制项目(The IIA Mapping Project)对其条款内容进行了分类。本文根据国际投资协定绘制项目中对投资条款的分类,选出与“经济实质”相关的7项条款:①在国际投资协定中包括“实质性业务活动要求”(requirement of substantial business activity)条款(记为b231);②包括“实质性商业运营”(substantive business operations)标准条款(记为b321);③国际投资协定在界定投资范围时排除了组合投资(portfolio investment)(记为b121);④排除其他特定资产(记为b122);⑤列出所需的投资特征(记为b123);⑥列出详尽的资产清单(记为b125);⑦界定法人的所有权和控制权(记为b232)。

一些文章在研究投资协定中具体条款的影响效果时都假设:①一旦某一条款被纳入国际投资协定,它对外商直接投资的影响就比没有该条款的国际投资协定要大;②如果条款涵盖的内容越广,则对外商直接投资的影响也越大。Frenkel和Walter(2019)在研究双边投资协定中“争端解决”条款(dispute settlement provisions)对外商直接投资的影响时,采用了测量争端解决条款强度的方法,他们利用贸发会议的国际投资协定测绘项目的数据和协定分类,通过对投资协定中争端解决条款进行编码来测量条款的效力。本文也采用该方法对国际投资协定中的“经济实质”条款强度进行测量,并按如下规则对国际投资协定中“经济实质”条款强度进行评分:如果一国际投资协定中包括以上7个子项条款中的任意一项,则相应的条款虚拟变量赋值为1,否则为0。例如,如果一国际投资协定中包括了“实质性业务活动要求”这一子项条款,则对b231变量赋值为1,否则为0;对其他子项条款的赋值也类似,并将条款虚拟变量分别标记为b321、b123、b121、b122、b125、b232;然后将以上7个变量加总,记为国际投资协定的“经济实质”条款强度变量(SE)。

为了进一步考察国际投资协定中“经济实质”分项条款可能存在的差异性影响,将b231、b321、b121、b122四个子项条款的得分加总,记为国际投资协定“实质性商业活动”条款强度变量(SBA);将b123、b125与b232三个子项条款的得分加总,记为国际投资协定“对投资限制”条款强度变量(DoI)。

(3) 控制变量

引力方程模型中的虚拟变量是指如果两经济体有共同的边界(contig)、是否共享一种共同语言(comlang)、是否在1945年之后拥有一个共同的殖民者(comcol)、是否曾经有过殖民地联系(colony)、是否在1945年之后拥有殖民地关系(col45)和目前是否处于殖民关系(curcol)等变量。如果是,则对应变量分别赋值为1,否则为0。本文还引入距离变量(lndistw),该变量以经济体*i*、*j*的加权距离的自然对数值来计量。这些数据均来自CEPII的GeoDist数据库。

BMD4数据库中给出了OECD经济体直接投资(流出)的收入,包括总收入、股权收入(income on equity)以及债务利息收入(interests from income on debt)。将以上各类直接投资(流出)收入进行反双曲正弦变换后分别记为总收益(OInc)、股权收益(OIncE)和债务收益(OIncD)。

四、实证结果与分析

1. 基准回归

表1给出了国际投资协定中“经济实质”条款强度对OECD经济体直接投资流出影响的回归结果。第(1)~(3)列的被解释变量分别是OECD经济体对投资伙伴方的总投资、股权投资和债务投资变量,回归时纳入了经济体-时间(*i*-*t*和*j*-*t*)固定效应项。从回归结果来看,“经济实质”条款强度变量(SE)的回归系数在第(1)~(3)列均显著为正,表明国际投资协定中“经济实质”条款强度的提升会提高OECD经济体对投资伙伴方的总投资、股权投资和债务投资额。第(4)~(6)列给出了国际投资协定

中“经济实质”分项条款强度对直接投资影响的回归结果。“实质性商业活动”条款强度变量(*SBA*)的回归系数均显著为正,表明国际投资协定中“实质性商业活动”条款强度的提升会提高 OECD 经济体对投资伙伴方的总投资、股权投资和债务投资额。“对投资限制”条款强度变量(*DoI*)的回归系数在第(4)、(6)列中均显著为正,表明国际投资协定中“对投资限制”条款强度的提升也会提高 OECD 经济体对投资伙伴方的总投资和债务投资额;但在第(5)列中“对投资限制”条款强度变量(*DoI*)的回归系数在统计上不显著,表明国际投资协定中“对投资限制”条款强度对 OECD 经济体对投资伙伴方的股权投资没有明显影响。

表 1 国际投资协定中“经济实质”条款强度对直接投资的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>SE</i>	0.267*** (5.69)	0.216*** (4.33)	0.385*** (5.66)			
<i>SBA</i>				0.261*** (3.69)	0.403*** (5.23)	0.352*** (3.34)
<i>DoI</i>				0.274*** (3.20)	-0.00921 (-0.11)	0.425*** (3.57)
样本数	20132	17800	17934	20132	17800	17934
因变量	<i>OutF</i>	<i>OutE</i>	<i>OutD</i>	<i>OutF</i>	<i>OutE</i>	<i>OutD</i>
调整 R ²	0.6620	0.6820	0.2854	0.6620	0.6822	0.2853

注: 括号中的数值是 t 统计量。***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著水平。表中省略了经济体-时间(*i-t* 和 *j-t*) 固定效应项、引力方程模型中虚拟变量和常数项回归结果。

表 2 给出了国际投资协定中“经济实质”条款强度对正向投资和反向投资影响的回归结果。第(1)~(3)列的被解释变量分别是 OECD 经济体对投资伙伴方的总投资、股权投资和债务投资流出资产变量。“经济实质”条款强度变量的回归系数在第(1)~(3)列均显著为正,表明国际投资协定中“经济实质”条款强度的提升会提高 OECD 经济体对投资伙伴方的正向总投资、股权投资和债务投资。第(4)~(6)列的被解释变量分别是 OECD 经济体对投资伙伴方的总投资、股权投资和债务投资的负债变量。“经济实质”条款强度变量的回归系数在第(4)、(6)列均显著为负,表明国际投资协定中“经济实质”条款强度的提升会降低 OECD 经济体对投资伙伴方的总投资和债务投资上的反向投资。“经济实质”条款强度变量的回归系数在第(4)列中为正,但在统计上不显著,表明国际投资协定中“经济实质”条款强度的提升对 OECD 经济体的股权反向投资没有明显影响。以上分析表明,国际投资协定中“经济实质”条款强度的提升会提高 OECD 经济体直接投资中的“正向投资”,降低了 OECD 经济体对投资伙伴方的债务投资和总投资上的反向投资,对股权反向投资则没有明显影响。

表 2 国际投资协定中“经济实质”条款强度对正向投资与反向投资的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>SE</i>	0.271*** (5.46)	0.256*** (4.58)	0.134** (3.22)	-0.0905* (-2.18)	0.000943 (0.14)	-0.133*** (-3.36)
样本数	15063	14094	14614	15782	15680	15154
因变量	<i>OutFA</i>	<i>OutEA</i>	<i>OutDA</i>	<i>OutFL</i>	<i>OutEL</i>	<i>OutDL</i>
调整 R ²	0.7612	0.7039	0.7378	0.7001	0.0253	0.7054

注: 括号中的数值是 t 统计量。***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著水平。表中省略了经济体-时间(*i-t* 和 *j-t*) 固定效应项、引力方程模型中虚拟变量和常数项回归结果。

表 3 给出了国际投资协定中“经济实质”分项条款强度对正向投资与反向投资影响的回归结果。

其中,“实质性商业活动”条款强度变量(*SBA*)的回归系数在第(1)~(3)列均显著为正,表明国际投资协定中“实质性商业活动”条款强度的提升会提高 OECD 经济体对投资伙伴方的总投资、股权投资和债务投资额。“实质性商业活动”条款强度变量(*SBA*)的回归系数在第(4)列也显著为正,表明国际投资协定中“实质性商业活动”条款强度的提升会提高 OECD 经济体对投资伙伴方的总投资上的反向投资。“对投资限制”条款强度变量(*DoI*)的回归系数在第(1)~(3)列均不显著,但在第(4)、(6)列中均显著为负,表明国际投资协定中“对投资限制”条款强度的提升会降低 OECD 经济体对投资伙伴方的总投资和债务投资上的反向投资,对股权反向投资则没有明显影响。

表 3 国际投资协定中“经济实质”分项条款强度对正向投资与反向投资的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>SBA</i>	0.511*** (6.36)	0.552*** (6.11)	0.187** (2.88)	0.152* (2.28)	0.000378 (0.03)	-0.0136 (-0.22)
<i>DoI</i>	0.00315 (0.04)	-0.0619 (-0.66)	0.0685 (0.93)	-0.369*** (-5.07)	0.00155 (0.13)	-0.281*** (-3.98)
样本数	15063	14094	14614	15782	15680	15154
因变量	<i>OutFA</i>	<i>OutEA</i>	<i>OutDA</i>	<i>OutFL</i>	<i>OutEL</i>	<i>OutDL</i>
调整 R ²	0.7614	0.7043	0.7378	0.7005	0.0253	0.7055

注:括号中的数值是 t 统计量。***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著水平。表中省略了经济体-时间(*i-t*和*j-t*)固定效应项、引力方程模型中虚拟变量和常数项回归结果。

2. 异质性检验:以中国为例

为了检验中国签署的国际投资协定中“经济实质”条款强度对 OECD 经济体对中国直接投资是否有异质性影响,在回归方程中纳入中国虚拟变量(*ChinaD*)与“经济实质”条款强度变量的交叉项,其回归系数可以反映中国签署的国际投资协定中“经济实质”条款强度对来自 OECD 经济体直接投资的异质性影响。在表 4 中,中国签署的国际投资协定中“经济实质”条款强度变量(*SE#ChinaD*)的回归系数

表 4 国际投资协定中“经济实质”条款强度对 OECD 经济体直接投资中国的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>SE</i>	0.266*** (5.66)	0.211*** (4.20)	0.398*** (5.82)			
<i>SE#ChinaD</i>	0.0334 (0.07)	0.489 (1.08)	-1.141* (-1.84)			
<i>SBA</i>				0.249*** (3.51)	0.402*** (5.19)	0.344** (3.25)
<i>DoI</i>				0.291*** (3.37)	-0.0211 (-0.24)	0.465*** (3.88)
<i>SBA#ChinaD</i>				1.354* (1.84)	0.113 (0.15)	0.851 (0.81)
<i>DoI#ChinaD</i>				-1.558* (-1.88)	0.938 (1.17)	-3.281** (-2.99)
样本数	20132	17800	17934	20132	17800	17934
因变量	<i>OutF</i>	<i>OutE</i>	<i>OutD</i>	<i>OutF</i>	<i>OutE</i>	<i>OutD</i>
调整 R ²	0.6620	0.6820	0.2855	0.6621	0.6822	0.2856

注:括号中的数值是 t 统计量。***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著水平。表中省略了经济体-时间(*i-t*和*j-t*)固定效应项和引力方程模型中虚拟变量和常数项回归结果。

与总体“经济实质”条款强度变量的回归系数有较大差异,中国签署的国际投资协定中“经济实质”条款强度的提高会降低 OECD 经济体对中国的债务投资,对来自 OECD 经济体的股权投资和总投资没有明显影响。中国签署的国际投资协定中“实质性商业活动”条款强度的提升会提高 OECD 经济体对中国的总投资额,但“对投资限制”条款强度的提升会降低 OECD 经济体对中国的总投资额和债务投资额,而对 OECD 经济体对中国的股权投资没有明显影响。

表 5 给出了国际投资协定中“经济实质”条款强度对中国正向投资与反向投资影响的回归结果。中国签署的国际投资协定中“经济实质”条款强度变量的回归系数在第(1)~(3)列均不显著,表明中国签署的国际投资协定中“经济实质”条款强度对来自 OECD 经济体的总投资、股权投资和债务投资资产额没有明显影响。而在第(4)~(6)列中,中国签署的国际投资协定中“经济实质”条款强度变量的回归系数均显著为正,表明中国签署的国际投资协定中“经济实质”条款强度的提升会提高来自 OECD 经济体的总投资、股权投资和债务投资上的反向投资。

表 5 国际投资协定中“经济实质”条款强度对中国正向投资与反向投资的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>SE</i>	0.263 *** (5.27)	0.247 *** (4.40)	0.136 ** (3.25)	-0.102 * (-2.43)	-0.000463 (-0.07)	-0.145 *** (-3.65)
<i>SE#ChinaD</i>	0.511 (1.27)	0.533 (1.21)	-0.134 (-0.39)	0.776 * (2.30)	0.0972 * (1.76)	0.875 ** (2.69)
样本数	15063	14094	14614	15782	15680	15154
因变量	<i>OutFA</i>	<i>OutEA</i>	<i>OutDA</i>	<i>OutFL</i>	<i>OutEL</i>	<i>OutDL</i>
调整 R ²	0.7612	0.7039	0.7378	0.7002	0.0255	0.7056

注: 括号中的数值是 t 统计量。***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著水平。表中省略了经济体-时间($i-t$ 和 $j-t$) 固定效应项、引力方程模型中虚拟变量和常数项回归结果。

表 6 给出了国际投资协定中“经济实质”分项条款强度对中国正向投资与反向投资影响的回归结果。其中,中国签署的国际投资协定中“实质性商业活动”条款强度变量(*SBA*)的回归系数在第(1)~(3)列均为负,但只在第(3)列显著,表明中国签署的国际投资协定中“实质性商业活动”条款强度的提升会降低 OECD 经济体对中国的债务投资额。“实质性商业活动”条款强度变量(*SBA*)的回归系数在第(4)、(6)列中也显著为负,表明中国签署的国际投资协定中“实质性商业活动”条款强度的提升会降低 OECD 经济体对中国的总投资和债务投资上的反向投资。“对投资限制”条款强度变量(*DoI*)的回归系数在第(1)~(3)列均为正,但只在第(1)列显著,表明中国签署的国际投资协定中“对投资限制”条款强度的提升会提高 OECD 经济体对中国的总投资;在第(4)、(6)列中“对投资限制”条款强度变量的回归系数均显著为正,表明中国签署的国际投资协定中“对投资限制”条款强度的提升会提高 OECD 经济体对中国的总投资和债务投资上的反向投资,对股权反向投资则没有明显影响。

3. 内生性检验

以上分析中采用经济体-时间固定效应的方式来降低内生性问题对估计结果的干扰,在一定程度上降低了遗漏变量产生的内生性问题,但由测量误差和双向因果引致的内生性问题依然有可能导致非一致估计。为了检验“经济实质”条款强度变量潜在的内生性问题,下面采用两种方法进行进一步检验。

第一种方法采用倾向得分匹配方法(PSM),其基本思想是将签署国际投资协定中包含“经济实质”分项条款视为一项政策试验,假定经济体组对签署的国际投资协定中包含“经济实质”分项条款,则将该经济体组对视为实验组,其他经济体组对为对照组。选取两个经济体组对引力模型变量(*Gravity*)、技

表 6 国际投资协定中“经济实质”分项条款强度对中国正向投资与反向投资的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>SBA</i>	0.513 *** (6.35)	0.554 *** (6.09)	0.200 ** (3.06)	0.172 * (2.57)	-0.000639 (-0.06)	0.00261 (0.04)
<i>DoI</i>	-0.0158 (-0.18)	-0.0820 (-0.86)	0.0568 (0.76)	-0.419 *** (-5.71)	-0.000278 (-0.02)	-0.331 *** (-4.65)
<i>SBA#ChinaD</i>	-0.0971 (-0.14)	-0.0923 (-0.12)	-1.072 * (-1.82)	-1.553 ** (-2.64)	0.0872 (0.91)	-1.343 * (-2.38)
<i>DoI#ChinaD</i>	1.187 * (1.68)	1.229 (1.61)	0.831 (1.40)	3.194 *** (5.41)	0.107 (1.11)	3.154 *** (5.56)
样本数	15063	14094	14614	15782	15680	15154
因变量	<i>OutFA</i>	<i>OutEA</i>	<i>OutDA</i>	<i>OutFL</i>	<i>OutEL</i>	<i>OutDL</i>
调整 R ²	0.7614	0.7043	0.7378	0.7011	0.0253	0.7061

注: 括号中的数值是 t 统计量。***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著水平。表中省略了经济体 - 时间(*i-t* 和 *j-t*) 固定效应项、引力方程模型中虚拟变量和常数项回归结果。

术相似性 (*tsim*) 和企业税率差异 (*taxgap*) 作为协变量进行匹配。引力模型变量 (*Gravity*) 是两个经济体组对市场规模之积 (以 gdp_{it} 、 gdp_{jt} 测量) 与两个经济体组对之间距离的比值, 然后取自然对数。其中 gdp_{it} 、 gdp_{jt} 分别是经济体 *i* 与 *j* 按 2010 年价格计算的国内生产总值 (单位: 百万美元), 数据来自 UNCTAD 数据库; 距离变量 (*lnDistw*) 是以经济体 *i*、*j* 的加权距离来计量, 数据来自 CEPII 的 GeoDist 数据库。两个经济体组对之间的技术相似性 (*tsim*) 的计算公式为: $tsim = \ln [sh_{it} (1 - sh_{it})] = \ln \left(\frac{(gdppc_{it} \times gdppc_{jt})}{(gdppc_{it} + gdppc_{jt})^2} \right)$ 其中 $gdppc_{it}$ 、 $gdppc_{jt}$ 分别是经济体 *i* 与 *j* 按 2010 年价格计算的人均国内生产总值 (单位: 美元) 数据来自 UNCTAD 数据库。企业税率差异 (*taxgap*) 是两个经济体组对的企业税率之差, 该数据来自营商环境 (Doing Business) 数据库。

表 7 给出了国际投资协定中“经济实质”条款强度影响的倾向得分匹配方法估计结果, 平均处理效应 ATE (Average treatment effect) 及参与者平均处理效应 ATET (average treatment effects on the treated) 均显著为正, 与表 1 中国际投资协定中“经济实质”条款强度的提升会提高 OECD 经济体对投资伙伴方的总投资、股权投资和债务投资额的结论相一致。对于倾向得分匹配, 还需要对各协变量进行平衡检验。经检验, 匹配后引力模型变量在处理组与对照组的差异不再明显, 匹配后两组的可比性大幅上升。

表 7 国际投资协定中“经济实质”条款强度的影响 (倾向得分匹配方法估计)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>ATE</i>	0.995 *** (8.28)	0.320 ** (3.27)	0.873 *** (5.72)			
<i>ATET</i>				0.473 *** (3.82)	0.228 * (1.70)	0.680 *** (4.62)
样本数	19234	17101	17233	19234	17101	17233
因变量	<i>OutF</i>	<i>OutE</i>	<i>OutD</i>	<i>OutF</i>	<i>OutE</i>	<i>OutD</i>

注: 括号中的数值是 t 统计量。***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著水平。

第二种方法是使用“经济实质”条款强度变量的滞后项。如果一个经济体在没有签署国际投资协定的情况下吸引的外商直接投资越多, 那么该经济体预期签署国际投资协定会获得较高的投资保护, 该经济体签署和批准这些协定的动机就越大; 采用“经济实质”条款强度变量的滞后项可以在一定程度上

降低这种双向因果引致的内生性问题对估计不一致的影响。表 8 给出了国际投资协定中“经济实质”条款强度变量滞后项($L. SE$)对直接投资影响的回归结果。从回归结果来看,“经济实质”条款强度滞后项的回归系数与表 1 的结果基本一致。

表 8 国际投资协定中“经济实质”条款强度变量滞后项对直接投资的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$L. SE$	0.238 *** (4.86)	0.159 ** (3.04)	0.368 *** (5.20)			
$L. SBA$				0.232 ** (3.14)	0.324 *** (4.02)	0.312 ** (2.85)
$L. DoI$				0.245 ** (2.79)	-0.0335 (-0.38)	0.434 *** (3.57)
样本数	19107	16989	17088	19107	16989	17088
因变量	$OutF$	$OutE$	$OutD$	$OutF$	$OutE$	$OutD$
调整 R^2	0.6622	0.6801	0.2893	0.6621	0.6802	0.2893

注: 括号中的数值是 t 统计量。***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著水平。表中省略了经济体-时间($i-t$ 和 $j-t$) 固定效应项、引力方程模型中虚拟变量和常数项回归结果。

4. 机制分析

为了检验“经济实质”条款强度通过直接投资收益作为影响双边直接投资的中介效应,首先对方程(3)和方程(4)进行估计,表 9 给出了国际投资协定中“经济实质”条款强度通过直接投资收益作为中介变量对流出直接投资的影响。在“经济实质”条款强度对直接投资的回归结果中,对应直接投资的总收益($OInc$)、股权收益($OIncE$)、债务收益($OIncDe$)的回归系数均显著为正,表明直接投资收益的提高能够显著提高 OECD 经济体对其投资伙伴方的总投资、股权投资和债务投资。而在“经济实质”条款强度对直接投资收益的回归结果中,对应“经济实质”条款强度变量的回归系数均显著为负,表明国际投资协定中“经济实质”条款强度的提升会降低 OECD 经济体对其投资伙伴方的总投资、股权投资和债务投资收益。根据估计结果,“经济实质”条款强度通过直接投资收益作为影响 OECD 经济体对外直接投资的中介效应是存在的。

表 9 国际投资协定中“经济实质”条款强度对流出双边直接投资和直接投资收益的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$OInc$	0.424 *** (56.72)					
$OIncE$			0.431 *** (55.82)			
$OIncDe$					1.024 *** (59.34)	
SE	0.371 *** (7.52)	-0.282 *** (-5.19)	0.376 *** (7.24)	-0.134 * (-2.25)	0.532 *** (7.39)	-0.140 *** (-3.86)
样本数	13975	15386	11994	13147	11653	12983
因变量	$OutF$	$OInc$	$OutE$	$OIncE$	$OutD$	$OIncD$
调整 R^2	0.7536	0.4661	0.7745	0.4557	0.5098	0.4209

注: 括号中的数值是 t 统计量。***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著水平。样本数据时间跨度为 2011~2018 年。表中省略了经济体-时间($i-t$ 和 $j-t$) 固定效应项、引力方程模型中虚拟变量和常数项回归结果。

如果间接效应和直接效应符号相反,总效应就出现了被遮掩的情况,其绝对值比预期的要低。表9回归结果显示,中介效应与直接效应的符号相反,说明存在遮掩效应(suppressing effects),因此需要比较间接效应与直接效应系数比值的绝对值以确定总效应。以总投资收益对总投资的中介效应为例,其间接效应与直接效应系数比值的绝对值为: $|0.371 / (0.424 \times (-0.282))| = 3.103$ 。绝对值大于1,这一结果说明虽然存在遮掩效应,但总效应依旧显著。表10给出了Bootstrap法检验的总投资收益对总投资中介效应结果(重复抽样1000次),Bootstrap法检验的间接效应系数为-0.122,间接效应系数95%的百分位置信区间和偏差校正置信区间中均不包含0,因此存在中介效应。直接效应系数95%百分位置信区间和偏差校正置信区间中也均不包含0,直接效应系数为0.371,其与间接效应系数比值的绝对值大于1,总效应明显。

表10 总投资收益对总投资中介效应的 Bootstrap 法检验

	系数	百分位置信区间		偏差校正置信区间	
		下限	上限	下限	上限
间接效应	-0.12217	-0.17923	-0.05086	-0.17923	-0.05086
直接效应	0.371271	0.283843	0.480626	0.283843	0.421451

注:重复抽样(resampling)1000次。Bootstrap检验基于原有样本进行有放回的随机重复抽样,以获得中介效应的估计值,重复上述步骤若干次(例如设定为1000次,记为M),将M个中介效应估计值的均值作为中介效应的点估计值。将M个中介效应估计值按数值大小排序得到序列,其中第2.5百分位点和第97.5百分位点就构成了置信度为95%的中介效应置信区间,即为Bootstrap法的百分位置信区间(percentile confidence interval)。如果在置信区间内不包含0,则存在中介效应。百分位Bootstrap方法求取的置信区间可能会存在偏差,通过偏差校正的Bootstrap方法可对置信区间的百分位点进行校正,本表还报告偏差校正的置信区间(bias-corrected confidence interval)。

五、结论与政策启示

本文使用OECD国际投资统计数据(OECD International Direct Investment Statistics)以及联合国贸发会(UNCTAD)国际投资协定绘制项目(The IIA Mapping Project)中对国际投资协定的条款内容归类,选出与“经济实质”要求相关的7项条款,构建“经济实质”条款强度变量,并实证检验“经济实质”条款强度对OECD经济体流出直接投资的影响,结果发现,国际投资协定中“经济实质”条款对直接投资有明显影响,国际投资协定中“经济实质”条款强度的提升会提高OECD经济体对投资伙伴方的总投资、股权投资和债务投资额。国际投资协定中“实质性商业活动”条款强度的提升会提高OECD经济体对投资伙伴方的总投资、股权投资和债务投资额。“对投资限制”条款强度的提升也会提高OECD经济体对投资伙伴方的总投资和债务投资额,但对股权投资没有明显影响。区分直接投资的“正向投资”与“反向投资”后,国际投资协定中“经济实质”条款强度的提升会提高OECD经济体直接投资中的“正向投资”;降低了OECD经济体对投资伙伴方的债务投资和总投资上的反向投资,但对股权反向投资则没有明显影响。检验直接投资收益中介机制作用的结果表明,直接投资收益的提高能够显著提高OECD经济体对其投资伙伴方的总投资、股权投资和债务投资;但“经济实质”条款强度的提升会降低OECD经济体对其投资伙伴方的总投资、股权投资和债务投资收益。“经济实质”条款强度通过直接投资收益对OECD经济体的直接投资存在中介效应,虽然中介效应与直接效应的符号相反(存在遮掩效应),但遮掩效应较小,总效应依旧显著。

吸引外商投资是中国促进经济增长的重要外部手段,检验中国签署的国际投资协定中“经济实质”条款强度对来自OECD经济体直接投资的异质性影响发现,中国签署的国际投资协定中“经济实质”条款强度的提高会降低OECD经济体对中国的债务投资,对来自OECD经济体的股权投资和总投资没有

明显影响。其中,中国签署的国际投资协定中“对投资限制”条款强度的提升对降低债务投资额的影响明显;从国际投资协定中“经济实质”条款强度对中国正向投资与反向投资的影响来看,其主要影响是提高了 OECD 经济体对中国债务投资上的反向投资,这一提升作用主要来自中国签署的国际投资协定中“对投资限制”条款。相比之下,中国签署的国际投资协定中“实质性商业活动”条款强度的提升会降低 OECD 经济体对中国的债务投资的反向投资。

本文的研究发现,在国际投资协定中加强“经济实质”相关要求的条款并没有对各国吸引 OECD 经济体直接投资带来不利影响;相反,随着“经济实质”条款强度的提高还会促进 OECD 经济体的对外直接投资。虽然“经济实质”条款强度的提升会降低 OECD 经济体对外直接投资收益,通过投资收益中介效应降低了对直接投资的促进作用,但其发挥促进功能的总效应一直显著。目前,越来越多的国家积极参与签署国际投资协定以吸引外国直接投资,期望外商直接投资能够提供获得技术和诀窍的机会以促进其经济增长和发展。在实践中,东道国越来越倾向于强调投资者从事实质性经济活动,要求其在设立地或所在地与实质性商业活动相结合。

随着国际投资的不断发展,国际投资协定中“共赢互利”的特征逐渐取代了“利益冲突”的特征,国际投资协定条款在内容上表现为具有保护、促进跨国投资与管制跨国投资者行为的双重目标。在对国际投资协定的条款设计上,需要同时关注投资者利益和东道国的利益,在二者之间尽可能彰显平衡,激励外国投资者确保在投资过程中遵守所有当地法律和法规,服务于东道国经济和产业发展的政策目标。近年来,在约束跨国企业投资的“经济实质”上,发达国家和发展中国家都逐渐一致地认识到“应更加清楚详细地定义投资”,应细化协定中投资者的义务,明确“投资特征”要素,特别是以东道国自身利益为依据,对投资的保护范围应能适当平衡国内外投资和促进本国经济发展之间的利益,强化“经济实质”要求,限制只有具有规定投资特征的资产才能受到国际投资协定的保护,以增强投资者预期,促进外商直接投资对东道国发展的贡献。

当前,中国和其他新兴经济体也逐渐从单一资本输入国向双向投资国转变,自 2020 年 1 月 1 日起正式施行《中华人民共和国外商投资法》(以下简称《外商投资法》),取代原有的三部外商投资企业法,成为中国促进、保护和管理外商投资的基础性法律。《外商投资法》的出台顺应了高水平投资自由化与便利化的要求。随着国际投资自由化趋势以及中国经济的快速发展,资金跨境流动以及资金在国内实体经济和虚拟经济部门之间的流动更加频繁和自由,需要进一步加大资金跨境流动和国内实体部门资金运用去向的监管力度,尽快完善国内监管法律法规。一方面,应优化企业营商环境,吸引外商直接投资回流,提高利用外资的质量;另一方面,应加强国际投资协调合作,打击跨国避税行为,维护国家税收权益。

参考文献

- [1] Baek, H. Y., Maskara, P. K., Miller, L. S. . Does Improved Governance Lead to a Higher Share of FDI in Foreign Equity Investments? [J]. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 2019, 48(4): 561-586.
- [2] Burbidge, J. B., Magee, L., Robb, A. L. . Alternative Transformations to Handle Extreme Values of the Dependent Variable [J]. *Journal of the American Statistical Association*, 1988, 83(401): 123-127.
- [3] Chornyi, V., Nerushay, M., Crawford, J-A. . A Survey of Investment Provisions in Regional Trade Agreements [R]. WTO Working Paper ERSD-2016-07, 2016.
- [4] Egger, P., Pfaffermayr, M. . The Impact of Bilateral Investment Treaties on Foreign Direct Investment [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2004, 32(4): 788-804.
- [5] Feldman, M. . ARTICLE Setting Limits on Corporate Nationality Planning in Investment Treaty Arbitration [J]. *ICSID Review*, 2012, 27(2): 281-302.
- [6] Frenkel, M., Walter, B. . Do Bilateral Investment Treaties Attract Foreign Direct Investment? The Role of International Dispute Settlement

- Provisions[J]. *The World Economy*, 2019, 42(5): 1316-1342.
- [7] Gastrell, L., Cannu, P.-J. L. . Procedural Requirements of ‘Denial-of-Benefits’ Clauses in Investment Treaties: A Review of Arbitral Decisions[J]. *ICSID Review*, 2015, 30(1): 78-97.
- [8] Goldstein, I., Razin, A. . An Information-based Tradeoff Between Foreign Direct Investments and Foreign Portfolio Investment[J]. *Journal of International Economics*, 2006, 70(1): 271-295.
- [9] Haberly, D., Wojcik, D. . Tax Havens and the Production of Offshore FDI: An Empirical Analysis[J]. *Journal of Economic Geography*, 2015, 15(1): 75-101.
- [10] Hallward-Dreimer, M. . Do Bilateral Investment Treaties Attract FDI? Only a bit . . . and they could bite[R]. *World Bank Policy Research Paper WPS 3121*, 2003.
- [11] Kerner, A. . Why Should I Believe You? The Costs and Consequences of Bilateral Investment Treaties[J]. *International Studies Quarterly*, 2009, 53(1): 73-102.
- [12] Medvedev, D. . Beyond Trade: The Impact of Preferential Trade Agreements on FDI Inflows[J]. *World Development*, 2012, 40(1): 49-61.
- [13] Neumayer, E., Spess, L. . Do Bilateral Investment Treaties Increase Foreign Direct Investment to Developing Countries? [J]. *World Development*, 2005, 33(10): 1567-1585.
- [14] Razin, A., Sadka, E., Yuen, C. . A Pecking Order of Capital Inflows and International Tax Principles[J]. *Journal of International Economics*, 1998, 44(1): 45-68.
- [15] Sharman, J. C. . Chinese capital flows and Offshore Financial Centers[J]. *The Pacific Review*, 2012, 25(3): 317-337.
- [16] Sirm, G., Garvey, J., Gallagher, L. A. . Bilateral Investment Treaties and Foreign Direct Investment: Evidence of Asymmetric Effects on Vertical and Horizontal Investments[J]. *Development Policy Review*, 2017, 35(1): 93-113.
- [17] United Nations Conference on Trade and Development(UNCTAD). *World Investment Report 2019: Special Economic Zones*[R]. United Nations Publication 2019.
- [18] Yackee, J. W. . Bilateral Investment Treaties, Credible Commitment, and the Rule of (International) Law: Do BITs Promote Foreign Direct Investment? [J]. *Law & Society Review*, 2008, 42(4): 805-831.
- [19] 包群, 但佳丽, 张志强. 外资身份的重要性: 基于外资股权限定的经验分析[J]. *世界经济*, 2020(7): 73-97.
- [20] 陈享光, 黄泽清. 金融化、虚拟经济与实体经济的发展——兼论“脱实向虚”问题[J]. *中国人民大学学报*, 2020(5): 53-65.
- [21] 王国刚. 金融脱实向虚的内在机理和供给侧结构性改革的深化[J]. *中国工业经济*, 2018(7): 5-23.
- [22] 叶祥松, 晏宗新. 当代虚拟经济与实体经济的互动——基于国际产业转移的视角[J]. *中国社会科学*, 2012(9): 63-81.
- [23] 袁申国, 刘兰凤. 金融开放与实体经济和虚拟经济产出非平衡增长[J]. *国际经贸探索*, 2019(5): 86-104.
- [24] 林梦瑶, 张中元. 区域贸易协定中竞争政策对外商直接投资的影响[J]. *中国工业经济*, 2019(8): 99-117.
- [25] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. *心理科学进展*, 2014, 22(5): 731-745.

(责任编辑: 徐 徕)

Contents & Abstracts

The Effect of "Economic Substance" Provisions in International Investment Agreements on Direct Investment

Zhang Zhongyuan(3)

This paper uses seven terms related to the requirement of "economic substance" from the classification of the provisions of international investment agreements (IIAs) to construct the provision intensity terms of "economic substance" , and empirically tests the impact of the provision intensity terms on the direct investment of OECD economies. The results suggest that the increase of the intensity of "economic substance" provisions in IIAs will increase the total investment , equity investment and debt investment of OECD economies to their investment partners. The results show that the impact of the provision intensity terms have a significant mediating effect on the direct investment of OECD economies through the direct investment income. This paper examines the impact of the IIAs signed by China and finds that the provision intensity terms restrain the debt investment in China from OECD economies , which mainly come from the restrictive investment provisions in the IIAs.

Is Geopolitical Risk an Influence Factor of International Crude Oil Price Volatility: An Analysis Based on GARCH-MIDAS Model

Li Zheng Shi Qing Bu Lin(18)

Based on the latest constructed geopolitical risk (GPR) index and two subindexes , the geopolitical threats (GPT) index and the geopolitical acts (GPA) index , this paper examines the impact of geopolitical risk on international crude oil price volatility as well as the differences in different types of crude oil , and further identifies specific risk factors that trigger oil price volatility. By using the single-factor and double-factor of mixed frequency GARCH-MIDAS model from two aspects of in-sample fitting and out-of-sample forecasting , the study found that , firstly , geopolitical risk has a significant positive impact on international crude oil price volatility. Sccondly , the impact of geopolitical risk on price volatility of different types of crude oil is obviously heterogeneous , and the impact on Brent crude oil is more intense. Lastly , in geopolitical risk , geopolitical acts rather than geopolitical threats are specific risk factors that trigger international crude oil price volatility. The above conclusions are helpful for different entities in the crude oil market to take targeted measures to cope with the crude oil price volatility caused by geopolitical risk.

Capital Inflows , Banking Sector Characteristics and Corporate Credit Growth

Chen Taoran Huang Yejing(33)

With the simultaneous use of cross-country macro-level and firm-level data , this paper investigates the associations between capital inflows and corporate credit growth and credit booms. Empirical analysis at the country level shows that capital inflows boost the corporate credit growth and bring about credit booms. Explorations at the firm level further corroborate the above findings: capital inflows increase the credit growth of firms that rely more on external financing. Further examinations of change in equity and collateral value channel and the role of banking sector characteristics in such linkages demonstrate that banking sector characteristics rather than demand factors contribute more to the above connections. The paper has rich policy implications for preventing credit booms and financial crisis.

A Study on the Impact of the Foreign Capital Security Screening on Chinese Oversea M&A: Evidence from Countries in OECD

Jiang Jiangang Yin Yuqin Zhang Jianhong(49)

Foreign capital security screening in host countries generates serious challenge regarding cross-border M&A activities , how-

《世界经济研究》2021 年第 11 期 • 135 •