



# 经济理论与经济管理

工作论文系列

Working Paper Series

## 双边经济政策不确定性与中国企业 对外直接投资模式

易靖韬 范雪雯

ETBMWP2024101

- \* 本刊编辑部推出工作论文项目，将“拟用稿”而尚未发表的稿件，以工作论文的方式在官网呈现，旨在及时传播学术成果，传递学术动态。  
本刊所展示的工作论文，与正式刊发版可能会存在差异。如若工作论文被发现存在问题，则仍有被退稿的可能。各位读者如有任何问题，请及时联系本刊编辑部，期待与您共同努力、改进完善。  
联系人：李老師；联系电话：010-62511022

# 双边经济政策不确定性与中国企业 对外直接投资模式<sup>\*</sup>

易靖韬 范雪雯

**[摘要]** 近年来,地缘政治博弈和全球公共卫生危机等外部因素导致全球范围内经济政策不确定性显著上升。在此背景下,中国企业应该如何选择合适的对外直接投资模式,以规避母国和东道国双边经济政策不确定性上升带来的风险,已经成为了亟待解决的重要问题。本文基于实物期权理论,以2004—2017年中国A股上市企业为研究对象,深入探讨了双边经济政策不确定性对中国企业对外直接投资模式选择的作用机理和影响边界。研究发现:双边经济政策不确定性上升均促使中国企业更倾向以跨国并购模式进入东道国;且与东道国相比,母国经济发展水平提升显著削弱了母国经济政策不确定性上升对跨国并购模式的促进效应;此外,中国企业对双边经济政策不确定性的关注在金融危机爆发后呈现出非对称特征。在当前不确定性和难预料因素增多的时期,本文的研究发现为中国政府制定引导企业高质量“走出去”政策提供了宝贵的经验支撑。

**[关键词]** 经济政策不确定性;对外直接投资模式;实物期权;注意力基础观

## 一、引言

自“走出去”战略实施以来,中国企业对外直接投资规模快速增长。2003年以来,中国已连续九年位列全球对外直接投资流量前三。其中,2020年中国对外直接投资流量高达1537.1亿美元,首次跃居世界第一,占全球对外直接投资份额的20.2%。<sup>①</sup>一方面,对外直接投资作为高水平开放的重要标志之一,是整合全球资源,优化资源配置、促进国内产业升级不可或缺的关键抓手。党的二十大报告明确指出“必须完整、准确、全面贯彻新发展理念,加快构建新发展格局、着力推动高质量发展,坚持社会主义市场经济改革方向,坚持高水平对外开放,加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。此外,党的二十大报告还指出,推进高水平对外开放,要“依托我国超大规模市场优势,以国内大循环吸引全球资源要素,增强国内

<sup>\*</sup> 易靖韬、范雪雯(通讯作者),中国人民大学商学院,邮政编码:100872,电子信箱:jingtaoyee@hotmail.com。本文得到教育部哲学社会科学重大课题攻关项目(22JZD018)和国家自然科学基金项目(71873136)的资助。感谢匿名审稿人提出的修改建议,笔者已做了相应修改,本文文责自负。

<sup>①</sup> 资料来源:2020年度中国对外直接投资统计公报, <https://www.gov.cn/xinwen/2021-09/29/5639984/files/a3015be4dc1f45458513ab39691d37dd.pdf>。

## 易靖韬等：双边经济政策不确定性与中国企业对外直接投资模式

国际两个市场两种资源联动效应，提升贸易投资合作质量和水平”<sup>①</sup>。这不仅意味着要求具有更大的投资规模，更意味着要求提升国际投资合作质量，支持技术逆向溢出效应明显的对外投资，以促进国内技术进步和产业升级。另一方面，近年来，由于受到“逆全球化”浪潮、地缘政治风险引发的政治问题、大国摩擦与冲突和全球公共卫生危机等事件的冲击，各国经济政策调整频次大幅上升，导致全球范围内经济政策不确定性进一步升高。企业的对外直接投资活动作为母国与东道国经济发展之间的关键纽带，注定其对经济政策不确定性的敏感性强于其他类型投资活动，以往文献也证实了经济政策不确定性能够直接影响企业的对外直接投资规模。同时，现有文献还表明当面临经济政策不确定性时，企业可以通过改变自身投资模式以规避或最小化经济政策不确定性上升带来的风险。从中国的对外直接投资结构来看，跨国并购与绿地投资是中国企业走出去的两种主要模式，前者是指中国企业直接收购东道国原有企业，后者则是中国企业在东道国直接建厂。这两种投资模式各自的特点也使得其对于企业自身和母国的影响存在显著不同（李磊等，2016）。有鉴于此，探究双边经济政策不确定性如何影响中国企业对外投资模式选择，从而影响中国企业对外直接投资质量具有重要的理论价值和现实意义。

梳理以往研究可以发现，现有文献主要从企业异质特征和外部经营环境两大方面来探究中国企业对外直接投资模式的影响因素（周茂等，2015；薛求知和韩冰洁，2008）。在外部环境不确定性方面，现有文献主要关注的是东道国经济政策不确定性对企业投资模式的影响，相关文献分别从交易成本理论视角和实物期权理论视角来分析其对企业对外投资模式选择有何影响。相比于交易成本理论中一般将不确定性视为纯粹的负面因素，实物期权理论考虑到了不同投资模式创造的实物期权价值（Brouthers *et al.*，2008；李善民和李昶，2013）。因此，众多学者使用实物期权理论来分析东道国经济政策不确定性与企业投资模式选择的关系，以求更加全面的衡量不确定性对企业投资模式选择的综合影响。尽管国内外不少研究探讨了东道国经济政策不确定性对企业对外直接投资模式的影响，但企业对外直接投资模式决策中一个重要的、直接的影响因素——母国经济政策不确定性，却被大部分研究所忽略。就中国而言，近年来为应对国内外错综复杂的经济环境和适应经济高质量发展的内在要求，政府不断出台和调整经济政策以实现调控经济高质量发展的战略目标，这在短时间缓解中国经济发展难题的同时，也带来了国内经济政策不确定性的逐步上升。现有文献发现，对于中国企业来说，中国经济政策不确定性对于企业的投资和跨国投资等活动具有重要影响（谭小芬和张文婧，2017）。然而，截止到目前，较少有文献关注到母国经济政策调整带来的不确定性对于中国企业对外直接投资模式选择的影响。

整体而言，国内外学者对于企业对外直接投资模式选择影响因素的研究成果较为丰富，但在经济政策稳定性方面，现有文献更多关注的是东道国经济政策不确定性的影响。鉴于在实践中，中国企业对外直接投资模式不仅仅受到东道国经济政策不确定性的影响，还必然受到母国经济政策不确定性的影响，那么双边经济政策不确定性是如何影响中国企业的对外直接投资模式？作用机理是什么？其次，尽管区域性或全球性的冲击事件对于各国经济都造成了一定影响，但各国处理和应对政策的不同，也导致各国后续经济发展表现不同。现有文献发现，企业的风险感知存在不完全性，会受到外部宏观经济环境的影响。那么，母国和东道国的经济发展水平是否能够影响双边经济政策不确定性与中国企业对外直接投资模式两者间的关系？此外，基于注意力基础观（Attention Based View, ABV）视角，中国企业作为有限注意的主体，当其面临的双边经济政策不确定性均显著上升时，企业对双边经济政策不确定性的关注程度是否存在差异？在当前不确定

---

<sup>①</sup> 资料来源：高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告，<https://www.rmzxb.com.cn/c/2022-10-25/3229500.shtml>。

性、难预料因素增多，全球范围内经济政策不确定性高居不下的大变局时代，探究上述问题不仅有助于深层次理解经济政策不确定性的微观经济效应，也能够为中国政府在新时代制定引导中国企业高质量走出去的经济政策提供经验借鉴。

鉴于此，本文首先从实物期权理论视角出发构建了一个理论框架来阐释双边经济政策不确定性与中国企业对外直接投资模式两者之间的关系，梳理了双边经济政策不确定性对中国企业对外直接投资模式的影响以及作用机理。其次，本文基于企业的风险感知不完全性理论视角，探讨了母国和东道国经济发展水平提升对中国企业层面母国经济政策不确定性风险感知程度和东道国经济政策不确定性风险感知程度的影响，进而探讨经济发展水平提升对双边经济政策不确定性和中国企业对外直接投资模式两者之间关系的作用机理。此外，本文基于2008年金融危机这一造成全球经济政策不确定性显著上升的外部冲击事件，讨论了金融危机爆发后，中国企业在对外直接投资模式决策中对双边经济政策不确定性的非对称关注。在实证部分，本文利用2004—2017年中国A股上市企业微观投资数据开展实证检验。研究结果表明，母国与东道国经济政策不确定性上升对中国企业选择跨国并购模式均具有促进效应。并且，本文发现了母国经济发展水平提升能够有效减弱中国企业的母国经济政策不确定性风险感知，而东道国经济发展水平提升对企业层面东道国经济政策不确定性风险感知的影响并不显著。此外，本文还发现金融危机冲击改变了中国企业在投资模式决策中对双边经济政策不确定性的注意力配置，企业在金融危机爆发后更加关注东道国经济政策不确定性的影响。

相较于以往研究，本文的边际贡献主要体现在以下三个方面：第一，本文基于实物期权理论视角，同时将母国与东道国双边经济政策不确定性纳入中国企业对外直接投资模式决策的分析框架，丰富了经济政策不确定性与企业对外直接投资模式的研究内容。近年来，伴随着中国企业对海外的大规模投资以及全球经济政策不确定性的不断上升，越来越多的学者开始关注经济政策不确定性对中国企业对外直接投资的影响，然而这类研究主要从东道国经济政策不确定性的角度来考察。尽管也有一些文献关注了母国经济政策不确定性对中国企业对外直接投资行为的影响，但多数侧重于对外直接投资规模方面。与现有文献不同的是，本文基于实物期权理论，同时将母国与东道国双边经济政策不确定性纳入了中国企业对外直接投资模式决策的研究框架，为后续研究提供更广阔、更完整的研究视域。第二，本文从风险感知不完全性视角出发，进一步分析了母国和东道国宏观经济环境对双边经济政策不确定性与中国企业投资模式两者关系的影响，更加全面展示了双边经济政策不确定性对中国企业投资模式选择的影响边界。伴随着经济政策不确定性大幅上升的同时，母国或东道国政府实施和调整的一系列政策也必将促进宏观经济环境和经济发展水平的变化。由于企业的风险感知具有不完全性，因此母国和东道国经济发展水平变化会通过影响企业的经济政策不确定性风险感知程度，进而影响经济政策不确定性与企业投资模式选择两者的关系。这意味着经济政策不确定性对企业行为决策的影响，不仅取决于经济政策不确定性自身的变化幅度，还取决于企业层面对经济政策不确定性风险的感知程度。引入风险感知不完全性视角有助于分析外部宏观经济环境变化对双边经济政策不确定性与中国企业投资模式选择两者关系的影响，厘清了双边经济政策不确定性对企业投资模式选择的影响边界。第三，本文创新性地将注意力基础观视角引入双边经济政策不确定性与中国企业对外直接投资模式选择的研究框架。通过利用金融危机冲击，探讨了中国企业在双边经济政策不确定性大幅上升时，对双边经济政策不确定性的注意力配置有何特征。尽管企业在对外投资中，同时面临母国与东道国双边经济政策不确定性的影响。然而，从企业的角度来说，企业的注意力资源是有局限的。因此当母国和东道国经济政策不确定性同时大幅上升时，中国企业对双边经济政策不确定性的关注程度可能存在非对称性，而这种非对称关注又会进一步影响企业的行为决策。从注意力基础观视角出发，了解中国

企业在全球经济政策不确定性上升时，如何在双边经济政策不确定性上配置自己的注意力，不仅为后续研究提供有益的理论视角，而且具有重要的现实意义。二十大报告指出，目前我国进入战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期，各种“黑天鹅”、“灰犀牛”事件随时可能发生，这既意味着随时可能出现的风险挑战，也隐藏着可以把握的战略机遇。当区域性或全球性重大冲击发生后，全球范围内经济政策不确定性上升是不可避免的，但不同来源国的经济政策不确定性对中国企业的影响可能是非对称的。因此，把握中国企业在面临母国和东道国双边高度经济政策不确定性时，如何配置自身的注意力进而做出对外直接投资模式决策，不仅有助于政府在不确定因素增多的时期，更好的处理外部冲击带来的风险挑战、更好的把握战略机遇，而且有助于政府在保证本国宏观经济稳定增长的同时，引导中国企业高质量的“走出去”。

## 二、理论分析与研究假说

### （一）双边经济政策不确定性与中国企业对外直接投资模式

实物期权理论推动了不确定条件下企业投资决策理论的发展，它指出企业能够通过进行小规模投资而创造一项实物期权，获得了在未来推迟、放弃、扩大或收缩一系列行为的权利（Chi *et al.*, 2019）。对于实物期权来说，投资收益的不确定性和投资活动的不可逆性是产生价值的两个重要前提。如果企业的投资收益是可预见的，或者投资决策在任意时间可以无成本逆转，则实物期权赋予企业决策的灵活性将失去意义。现有文献表明持有实物期权的好处主要在于，它赋予了企业在不确定环境下（1）延迟投资、避免不可逆的投入成本损失的权利，即延迟期权（Folta *et al.*, 2006）；（2）放弃投资项目、及时止损的权利，即退出期权（Berger *et al.*, 1996）；（3）扩大投资、追求有利增长的权利，即增长期权（Bloom, 2014）；（4）调整投资规模、重新配置资产的权利，即转换期权（Tong & Reuer, 2007）。这些期权在企业选择市场进入和退出的时机、市场进入和退出的规模、市场进入模式等决策中尤为重要，而不同决策涉及到的实物期权范围也有所不同。鉴于本文研究的主题是双边经济政策不确定性下的中国企业对外直接投资模式，即假定一项对外直接投资将会发生，或者以绿地投资模式或者以跨国并购模式，但企业选择采取何种模式取决于哪种模式在不确定性下能够带来最大收益。因此，本文主要关注的是两种投资模式下增长期权和转换期权价值的相对大小。

母国经济政策不确定性是企业投资活动的直接影响因素，现有研究发现母国经济政策不确定性上升能够促进企业对外直接投资活动（杨永聪和李正辉，2018）。一方面，现有文献发现随着母国经济政策不确定性上升，企业需要花费大量的时间和精力来规避经济政策不确定性带来的风险，导致企业非生产性支出上升、生存压力加重（于文超等，2022）。另一方面，现有文献发现企业对外直接投资形成的跨国投资网络提供的转换期权有助于帮助企业应对国内不确定性带来的负面影响。Lee & Makhija (2009) 发现当企业面临的母国经济政策不确定性升高时，企业跨国投资网络广度的增加，即企业海外子公司分布的东道国数量的增加，有助于提高企业价值。Tong & Reuer (2007) 同样发现随着企业跨国网络广度的增加，企业面临的下行风险呈现出先下降后上升的趋势。这是由于随着企业跨国网络宽度的增加，企业受益于分散子公司之间更大的转换灵活性，获得了更高价值的转换期权，然而当网络规模超出一定水平时，企业遭受的额外协调成本将会降低转换灵活性带来的期权价值。鉴于中国企业的国际化经验相对较少，因此通过海外投资构建的跨国投资网络能够降低企业面临的下行风险，为企业带来的实物期权价值较高。当中国经济政策不确定性水平升高时，随着跨国投资网络广度的增加，中国企业将拥有更多的选择，在经济政策不确定性水平不同的东道国子公司之间重新配置自己的业务，降低国内经济政策

不确定性升高带来的风险。尽管绿地投资与跨国并购两种模式都能够通过拓展企业跨国投资网络为企业带来转换期权，帮助企业抵消国内经济政策不确定性的负面影响。然而，与绿地投资相比，由于跨国并购允许企业通过收购海外现有公司快速建立跨国投资网络，因此当母国经济政策不确定性升高时，中国企业更倾向于通过跨国并购模式进入东道国市场。而绿地投资由于涉及厂址的购买、厂房的建设等过程，一般涉及较长的完成周期，相对不利于中国企业在母国经济政策不确定性大幅上升时，通过海外经营来分散风险。基于上述分析，本文提出假说 1：

假说 1 在其他条件既定下，母国经济政策不确定性上升会促进中国企业选择跨国并购模式进入东道国。

东道国经济政策不确定性是中国企业对外直接投资模式决策的另一重要影响因素。随着东道国经济政策不确定性的升高，由于跨国并购和绿地投资两种进入模式在时间、努力和资源方面的承诺水平不同，因此不同进入模式下拥有的实物期权价值不同。一方面，由于绿地投资可以通过依次投资土地、设施建设、设备和劳动力等方式分段投资来进入东道国市场，整体投资过程具有较强的可分割性，因此中国企业在绿地投资模式下可以通过较小规模的初始投资和资源承诺进入东道国市场。同时，相比于跨国并购，绿地投资通常涉及一个相对较长的时间范围，因为企业需要在东道国选择和购买地址，设计、建造附属设施等。因此面临高度的东道国经济政策不确定性，绿地投资模式为企业提供了观望市场、等待寻求有利增长的机会，给企业带来了较高价值的增长期权 (Bar-Ilan & Strange, 1996)。另一方面，伴随着地缘政治冲突、经济危机和公共卫生危机等大型外生冲击出现的高度经济政策不确定性，东道国政府为了促进经济增长往往会出台各种利好政策，如税收优惠和补贴政策等。这些利好的经济政策为外来企业提供了良好的投资机会，会提高东道国资产市场的交易活跃度和竞争程度。现有文献发现实物期权价值与投资活动的竞争性先占风险程度密切相关，当投资活动的竞争性先占风险较高时，企业从分阶段投资中获得的机会可能会提前消失或大幅减少 (Bloom, 2014)，而具有更高资源承诺水平的投资模式能够带来更大的先占收益 (Chi *et al.*, 2019)。因此东道国资产市场上竞争性先占风险的增加将大幅降低绿地投资这种长周期分段投资模式带来的实物期权价值，同时提高跨国并购这种较高资源承诺水平进入模式的实物期权价值。此外，活跃的东道国资本市场允许中国企业在跨国并购过程中获得更多资产处置的灵活性，即允许企业在资本市场上增加或出售子公司股权，因此降低了企业进行跨国并购投资的不可逆成本，提高了跨国并购模式下增长期权的相对价值。基于上述分析，本文提出假说 2：

假说 2 在其他条件既定下，东道国经济政策不确定性上升会促进中国企业选择跨国并购模式进入东道国市场。

## (二) 双边经济政策不确定性、经济发展水平与中国企业对外直接投资模式

对于中国企业来说，双边经济政策不确定性上升可以通过影响绿地投资与跨国并购两者进入模式下的实物期权价值，进而影响企业对外直接投资模式。然而，现有文献发现企业的风险感知存在不完全性，以经济政策不确定性为衡量的外部风险会随着宏观环境的变化而变化，外部宏观环境下的改变会影响到企业的风险感知水平 (Weber & Hsee, 1998)。考虑到一个国家的高度经济政策不确定性，一般是由于政府在应对外部冲击的过程中，为达到减缓经济下行速度、促进经济增长等目标而频繁调整经济政策所导致的。然而，与此同时，方向正确、力度合适、执行得当的一系列经济政策也能够促进本国的经济增长和扩张，改善外部宏观环境，进而影响企业层面风险感知水平，从而影响经济政策不确定性与企业战略决策之间的关系。例如，刘贯春等 (2022) 均发现外部经济环境的改善会降低企业感知到的外部风险水平。对于中国企业来说，当母国遭到外部冲击时，中国政府为了保障经济平稳运行、促进经济增长必然会较为频繁的调整经济政策

以应对复杂多变的外部环境。例如：金融危机爆发后，中国政府为了防止经济下滑，果断实施了积极的财政政策和适度宽松的货币政策，推出了促进投资、刺激经济发展的一揽子计划，后期也在稳定政策的主基调下，及时调整政策力度、提高政策灵活性以巩固和发展经济。尽管在此过程中导致了中国企业面临的母国经济政策不确定性上升，从而影响了企业对外直接投资模式选择。然而，一系列经济政策的实施也在一定程度上促进了母国经济发展水平提升，改善了母国宏观经济环境。因此，从风险感知不完全性角度来说，母国经济发展水平提升能够降低中国企业对母国经济政策不确定性上升的风险感知程度，进而减弱了母国经济政策不确定性上升对企业投资模式的影响。无独有偶，东道国为了应对外部冲击而实施的一系列经济政策，同样也会通过影响东道国经济发展水平，进而影响东道国经济政策不确定性上升与中国企业投资模式两者之间的关系。例如，美国为了防止经济衰退，签署《经济刺激法案》，出台了“问题资产救助计划（TARP）”和“零利率政策”等。这些经济政策的实施也会提升东道国经济发展水平、改善东道国宏观经济环境，进而降低中国企业对美国经济政策不确定性风险的感知程度。然而与母国相比，由于中国企业在对外直接投资模式决策中，从自己亲身经历和关系网络中能够获得的，关于东道国经济政策不确定性来源、构成、未来变化趋势的相关信息较少。因此，企业在投资模式决策中，可能会更加谨慎的评估东道国经济政策不确定性的影响，对东道国经济政策不确定性上升风险的感知程度较高，导致东道国宏观经济环境的改善对经济政策不确定性与中国企业投资模式选择的影响程度可能相对较小。基于上述分析，本文进一步提出假说3和假说4：

假说3 在其他条件既定下，母国经济发展水平提升能够削弱母国经济政策不确定性上升对中国企业选择跨国并购模式的促进效应。

假说4 在其他条件既定下，东道国经济发展水平提升能够削弱东道国经济政策不确定性上升对中国企业选择跨国并购模式的促进效应。

### 三、研究设计、变量与数据说明

#### （一）模型设定

本文聚焦于中国企业对外直接投资模式——绿地投资还是跨国并购。因此采用离散被解释变量的二元选择模型进行检验。基于研究需要，本文采用 Probit 模型检验双边经济政策不确定性对中国企业对外直接投资模式的影响。具体模型为：

$$EMC_{i,p,h,t} = \alpha + \beta_1 PEPU_{p,t} + \beta_2 HEPU_{h,t} + \beta_3 X_{i,t-1} + \beta_4 Y_t + \mu + \epsilon_{i,p,h,t} \quad (1)$$

式中，下标  $i, p, h, t$  分别代表企业、企业所处母国省份、东道国和观察年份； $EMC_{i,p,h,t}$  表示  $p$  省份企业  $i$  在第  $t$  年对东道国? 直接投资的模式； $PEPU_{p,t}$  表示母国省份  $p$  第  $t$  年的经济政策不确定性程度， $HEPU_{h,t}$  表示东道国? 第  $t$  年的经济政策不确定性程度； $X_{i,t-1}$  为企业层面滞后一期控制变量，考虑到当期国际化模式可能对企业特征变量有影响，为避免内生性影响，本文将企业层面控制变量滞后一期处理； $Y_t$  为宏观层面控制变量，包括母国省份层面和东道国层面当期特征变量； $\mu$  则为一系列固定效应，包括年份固定效应、行业层面效应、母国省份层面固定效应和东道国层面固定效应。此外，为了控制企业层面自相关性导致的回归偏误，本文在企业层面进行聚类处理，下文汇报的标准误均为聚类在企业层面的稳健标准误。

#### （二）变量测量

1. 对外直接投资模式。本文遵循大多数文献的做法，设企业对外直接投资模式（EMC）为二分类变量，如果  $p$  省份企业  $i$  在第  $t$  年对? 国直接投资模式为跨国并购，则被解释变量取值为

1, 否则为 0。

2. 双边经济政策不确定性。现有文献在研究经济政策不确定性的影响时, 往往使用 Baker *et al.* (2016) 基于报纸和媒体文本构建的国家层面经济政策不确定性指数来衡量经济政策不确定性。然而, 在研究中国经济政策不确定性对中国企业对外直接投资模式的影响时, 由于 Baker *et al.* (2016) 测量的中国经济政策不确定性指数是时间序列变量, 如果使用该指数作为母国经济政策不确定性的度量, 在引入时间固定效应时会导致多重共线性, 而忽略时间效应可能会造成回归偏误。为此, 本文使用 Yu *et al.* (2021) 构建的中国省级年度经济政策不确定性指数的自然对数作为母国经济政策不确定性 (PEPU) 的代理变量。该指数是基于 Baker *et al.* (2016) 的经济政策不确定性构建方法, 结合中国经济政策表述相关特点筛选出与“经济政策”、“不确定性”等关键表述性词汇, 利用中国各省份的日报文本信息构建的, 包含中国 31 个省份的经济政策不确定性指数。相比于 Baker *et al.* (2016) 测量的中国经济政策不确定性指数, 该指数考虑到中国不同区域经济政策不确定性的异质性, 还剔除了非经济新闻如文学、运动、文化等报道中相应词汇的影响以及避免了中英文语义语法不同造成的偏误。在东道国经济政策不确定性测量指标方面, 本文选用 Baker *et al.* (2016) 编制的经济政策不确定性指数<sup>①</sup>的自然对数作为东道国经济政策不确定性 (HEPU) 的代理变量。由于 Baker *et al.* (2016) 测量的经济政策不确定性指数为月度数据, 为更好地与企业年度数据匹配, 本文参考过往文献的做法, 采取年度算术平均值的计算方法, 将月度经济政策不确定性指数转化为年度数据。本文在实证中还使用其他方法来构建双边经济政策不确定性衡量指标以进行稳健性检验。

3. 控制变量。本文选取了企业层面、母国省份层面和东道国层面的一系列特征变量作为影响中国企业对外直接投资模式的可能因素。本文选取的企业层面控制变量和宏观层面控制变量如下:

企业层面的控制变量有: (1) 企业全要素生产率 (TFP), 以 OP 法测算的企业全要素生产率来衡量; (2) 企业规模 (Size), 本文以企业总资产/100 万元的自然对数来衡量企业规模。(3) 企业融资约束 (Fin), 以企业的 SA 指数<sup>②</sup>衡量; (4) 企业固定资产比重 (FR), 以固定资产占总资产的比重衡量; (5) 企业人均管理费用 (MER), 以人均管理费用的自然对数衡量; (6) 企业盈利能力 (ROA), 以企业净利润占总资产的比值衡量; (7) 是否为国有企业 (SOE), 虚拟变量, 国有企业取值为 1, 否则为 0; (8) 是否为外资企业 (Foreign), 虚拟变量, 外资企业取值为 1, 否则为 0;

宏观层面控制变量包括: (1) 母国省份经济发展水平 (Propgdp), 以中国企业所属省份人均国内生产总值的自然对数来衡量; (2) 母国省份金融发展水平 (Profing), 以中国企业所属省份年末金融机构存贷款余额占国民生产总值的比值来衡量; (3) 东道国市场规模 (Hostpgdp), 以东道国人均生产总值的自然对数来衡量; (4) 贸易开放度 (Open), 以东道国商品贸易额占国内生产总值的比例来衡量; (5) 东道国燃料禀赋 (Fuel), 以东道国燃料出口占商品出口的比重来衡量; (6) 东道国矿石、金属资源禀赋 (Metal), 以东道国矿石和金属出口占商品出口的比重来衡量; (7) 东道国制度质量 (INST), 以世界银行的世界治理指标 (WGI) 来衡量东道国制度质量, 该数据库包括公众参与、政权稳定、政府效率、监管稳定、法律规则和腐败控制等六个

<sup>①</sup> 近年来, 这一经济政策不确定性指数被越来越广泛地用于学术研究和商业报告。关于这一指数的详细构建信息以及被引用情况请参看 <http://www.policyuncertainty.com/index.html>。

<sup>②</sup>  $SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.040 \times ListAge$ , 其中 Size 表示企业规模, 采用企业总资产的自然对数进行度量, 即  $Size = \ln[\text{企业总资产真实值 (单位: 元)}/100 \text{万}]$ ; ListAge 表示企业上市年龄, 等于观测年度减去企业上市年份, 该指标为负值且绝对值越大, 表明企业面临的融资约束越大。



## 易靖韬等：双边经济政策不确定性与中国企业对外直接投资模式

维度指标。参考杨娇辉等（2016）的做法，本文首先通过主成分分析将六个分项指标降低为一个维度的总指标，获得初始东道国制度质量指标，再进一步利用该指标对东道国经济发展水平的残差构建相对制度质量指标  $INST$ 。具体构建思路如式（2）和式（3）所示：

$$HIQ_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 GDP_{jt} + Year + Hostcode + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$INST_{jt} = HIQ_{jt} - \overline{HIQ_{jt}} \quad (3)$$

其中， $GDP_{jt}$  为东道国美元计价的 GDP（取自然对数）， $HIQ_{jt}$  为初始东道国制度质量， $Year$  为时间虚拟变量， $Hostcode$  为东道国国别虚拟变量， $\overline{HIQ_{jt}}$  为式（2）的拟合值。

### （三）数据与样本

鉴于本文研究的主题是双边经济政策不确定性对中国企业对外直接投资模式的影响，由于对外直接投资活动的特殊性质，其在现实中往往受到母国和东道国很多政策规定的影响。以中国企业对外直接投资为例，2018 年中美贸易摩擦爆发后，美国和欧盟等国家先后出台了更加严格的针对外国直接投资的管控措施，极大限制了中国企业在这些国家的跨国并购投资。根据 BVD 数据库相关统计显示，2018 年中国制造业企业对法国、印度、巴西、墨西哥等国家的跨国并购金额降低至零值。在这种情况下，很难将对外直接投资模式表现视为中国企业依据双边经济政策不确定性而做出的战略选择。因此，考虑到本文的研究主题和数据可得性，本文选取 2004—2017 年中国 A 股上市企业年度数据为研究样本。在数据来源方面，对外直接投资数据来源于 BVD (Zephyr) 统计数据库和 OFDI intelligence 数据库，在剔除交易状态为等待、撤销等的企业数据之后，本文通过检索企业英文名称识别其对应的中文名称和股票代码，然后再依据企业名称和股票代码将对外投资企业与国泰安 (CSMAR) 数据库中上市公司基本信息进行匹配。同时，考虑到 BVD (Zephyr) 统计数据库和 OFDI intelligence 数据库中记录的中国企业对外直接投资数据可能有所遗漏，本文利用国泰安数据库中提供的中国上市企业海外关联公司数据信息，进一步对上述获得的中国上市企业对外直接投资模式数据进行补充。本文的上市企业财务指标数据来源于国泰安 (CSMAR) 数据库，经济政策不确定性指数来源于基于 Baker *et al.* (2016) 构建的经济政策不确定性指数网站以及 Yu *et al.* (2021)，宏观经济层面数据来源于世界银行数据库和中国各省份统计年鉴。在上述数据基础上，本文还对样本数据进行了如下处理：（1）剔除银行、保险、证券、房地产等金融行业样本；（2）剔除了上市状态异常的样本；（3）剔除关键变量数据缺失的样本。最终，本文获得了 2004—2017 年间 553 家中国 A 股类上市企业共 1 464 条观察值构成的年度混合截面数据。

表 1 汇报了主要变量的描述性统计结果。从中可以发现，中国上市企业对外直接投资模式 (EMC) 的均值为 0.393，表明样本中跨国并购与绿地投资的比例较为均衡。就双边经济政策不确定性而言，中国企业面对的母国经济政策不确定性均值为 4.501，东道国经济政策不确定性平均水平较高为 4.934。从分组描述性统计中来看，相比于进行绿地投资的企业而言，进行跨国并购的企业面临更高的双边经济政策不确定性水平。从企业特征来看，进行跨国并购企业的全要素生产率较低 ( $6.990 < 7.395$ )，这与蒋冠宏和蒋殿春 (2017) 的发现存在一定差异。但考虑到样本数据的差异，相比于一般的工业企业，A 股上市企业具有较高的平均生产率和企业规模。因此，企业可能会因规模较大而形成官僚的行政管理体系，形成不适合快速变革环境的组织惰性 (Chen & Hambrick, 1995)，而相对中小规模的企业灵活性更强，更能够适应快速变革的环境，因此更倾向于选择跨国并购模式。此外，进行绿地投资的企业固定资产占总资产比重较大、人均管理费用较高，而进行跨国并购的企业具有较强的融资能力和盈利能力，这些发现均与以往研究发现一致。从宏观层面来看，进行跨国并购的中国企业所处的母国省份经济发展水平较高，对于

东道国市场规模、资源禀赋和制度质量更加关注。

表 1 描述性统计表

变量	含义	样本量	均值	标准差	最小值	最大值	绿地投资	跨国并购
<i>EMC</i>	企业对外直接投资模式	1 464	0.393	0.489	0	1	0	1
<i>PEPU</i>	母国经济政策不确定性指数	1 464	4.501	0.587	0.826	6.051	4.483	4.529
<i>HEPU</i>	东道国经济政策不确定性指数	1 464	4.934	0.424	3.296	6.297	4.911	4.969
<i>TFP</i>	企业全要素生产率	1 464	7.236	1.036	4.550	10.980	7.395	6.990
<i>Size</i>	企业规模	1 464	9.269	1.791	5.761	14.690	9.565	8.811
<i>Fin</i>	企业融资约束程度	1 464	-3.359	0.345	-4.149	-2.080	-3.338	-3.390
<i>FR</i>	企业固定资产占比比重	1 464	0.203	0.152	0.001	0.765	0.204	0.201
<i>MER</i>	企业人均管理费用	1 464	11.260	0.709	8.046	15.080	11.28	11.23
<i>ROA</i>	企业盈利能力	1 464	0.055	0.050	-0.333	0.311	0.053	0.059
<i>SOE</i>	国有企业虚拟变量	1 464	0.354	0.478	0	1	0.375	0.322
<i>Foreign</i>	外资企业虚拟变量	1 464	0.052	0.222	0	1	0.053	0.050
<i>Propgdp</i>	母国省份经济发展水平	1 464	10.990	0.526	8.781	11.820	10.97	11.01
<i>Profin</i>	母国省份金融发展水平	1 464	3.790	1.551	1.582	7.552	3.795	3.782
<i>Hostpgdp</i>	东道国市场规模	1 464	10.31	1.043	6.442	11.13	10.19	10.51
<i>Open</i>	东道国贸易开放度	1 464	0.607	0.629	0.172	3.435	0.617	0.590
<i>Fuel</i>	东道国燃料禀赋	1 464	0.119	0.126	0.006	0.706	0.056	0.058
<i>Metal</i>	东道国矿石、金属资源禀赋	1 464	0.057	0.086	0.008	0.625	0.015	0.017
<i>INST</i>	东道国制度质量	1 464	0.016	0.060	-0.216	0.238	4.483	4.529

## 四、实证检验

### (一) 基准回归

在实证检验部分,本文首先考查双边经济政策不确定性对中国企业对外直接投资模式的影响,回归结果如表 2 列 (1) ~ (3) 中所示。首先,在控制企业层面、宏观层面控制变量及各固定效应后,母国经济政策不确定性 (*PEPU*) 的系数显著为正,且随着东道国经济政策不确定性 (*HEPU*) 的加入,变量系数符号稳健,都在 5% 水平上显著为正。这说明母国经济政策不确定性上升,中国企业倾向于选择跨国并购投资模式,即母国经济政策不确定性上升对企业选择跨国并购模式具有促进效应,较好的验证了假说 1。由边际系数可知,对于经济政策不确定性处于平均水平的中国企业而言,母国经济政策不确定性上升 1%,就会导致其在对外直接投资模式中选择跨国并购模式的概率增加 5.3%。其次,东道国经济政策不确定性的边际系数也显著为正,这表明东道国经济政策不确定性上升对于企业选择跨国并购模式具有促进效应。由边际系数可知,对于经济政策不确定性处于平均水平的东道国而言,东道国经济政策上升 1%,就会导致中国企业选择跨国并购模式进入东道国的概率增加 13.2%。本文这一研究发现与过往文献也具有 consistency,蒋墨冰等 (2021) 基于中国企业层面微观经济数据发现,中国企业跨国并购概率随着全球经济政策不确定性的上升而增加,Sha *et al.* (2020) 也发现母国经济政策不确定性上升能够促进中国企业进行跨国并购投资。

易靖韬等：双边经济政策不确定性与中国企业对外直接投资模式

表 2 双边经济政策不确定性与企业对外直接投资模式

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>EMC</i>	<i>EMC</i>	<i>EMC</i>
<i>PEPU</i>	0.055** (0.026)	—	0.053** (0.025)
<i>HEPU</i>	—	0.135** (0.065)	0.132** (0.064)
<i>TFP</i>	-0.019 (0.034)	-0.016 (0.034)	-0.017 (0.034)
<i>Size</i>	-0.052** (0.021)	-0.052** (0.021)	-0.053** (0.021)
<i>Fin</i>	-0.063 (0.075)	-0.058 (0.077)	-0.064 (0.076)
<i>FR</i>	-0.000 (0.136)	0.001 (0.135)	-0.006 (0.135)
<i>MER</i>	-0.001 (0.029)	-0.000 (0.029)	-0.002 (0.029)
<i>ROA</i>	0.504 (0.350)	0.464 (0.351)	0.474 (0.350)
<i>SOE</i>	0.073 (0.053)	0.064 (0.053)	0.070 (0.053)
<i>Foreign</i>	-0.013 (0.065)	-0.005 (0.066)	-0.013 (0.065)
<i>Propgdp</i>	0.506* (0.280)	0.497* (0.287)	0.498* (0.280)
<i>Profin</i>	-0.185* (0.095)	-0.176* (0.097)	-0.184* (0.096)
<i>Hostpgdp</i>	0.228 (0.149)	0.348** (0.164)	0.350** (0.162)
<i>Open</i>	0.121 (0.127)	0.168 (0.134)	0.179 (0.132)
<i>Fuel</i>	-2.075** (0.976)	-2.399** (1.022)	-2.284** (1.006)
<i>Metal</i>	-0.420 (0.695)	-0.493 (0.684)	-0.531 (0.685)
<i>INST</i>	-0.165 (0.272)	-0.029 (0.272)	-0.040 (0.270)
固定效应	是	是	是
聚类层面	企业	企业	企业
观测值	1 432	1 432	1 432
<i>R2</i>	0.149	0.149	0.152

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的统计水平显著；括号中报告的是聚类在企业层面的稳健标准误；Probit模型汇报的为平均边际效应，不再汇报常数项；Probit模型汇报的*R2*为伪*R2*；Probit模型使用的固定效应包括年份，行业，省份和东道国国别固定效应，下表同。

## (二) 内生性讨论

本研究的内生性问题主要可能来源于遗漏变量和反向因果两大方面。一方面, 尽管本文在回归模型的控制变量选择中, 包括了企业层面、母国省份层面及东道国层面上可能影响企业对外直接投资模式选择的特征变量, 同时控制了年份、行业、母国省份与东道国层面的固定效应, 在很大程度上避免了遗漏变量导致的内生性问题。然而, 现有文献发现跨国并购能够帮助企业快速提高自身的技术水平和竞争能力(吴先明等, 2014), 是企业实现“优胜劣汰”、“补短板”的重要途径。因此, 在资源环境约束日益严重、国际间产业竞争更加激烈的新形势下, 中国政府为了保持经济平稳较快发展的重要任务, 有动力制定相关政策以鼓励特定行业的企业进行跨国并购, 促进产业结构优化升级, 增强抵御经济体的国际市场风险能力。这种行为在推动跨国并购模式占对外直接投资比重上升的同时, 也推动了母国经济政策不确定性的上升, 进而可能造成估计偏误。

为了克服这一估计偏误的影响, 本文首先在计量模型中引入行业与年份的交乘固定效应, 以控制行业层面逐年变化的不可观测因素对中国企业对外直接投资模式的影响。其次, 本文根据中国政府刺激跨国并购政策出台的时点引入虚拟变量控制国家层面激励性政策的影响。2010年国务院第26号公报《关于促进企业兼并重组的意见》指出“通过并购贷款、境内外银团贷款、贷款贴息等方式支持企业跨国并购”<sup>①</sup>。基于此项政策, 本文在计量模型中引入政策变量 *Policy*, 虚拟变量, 在2010年之后取值为1, 否则为0。第三, 本文根据“北大法宝—法律法规数据库”提供的2004—2017年中国各省份地方政府公布的地方法规文件, 手工整理和汇总了各省份在样本期间出台的有关引导、支持、鼓励中国企业“跨国并购/跨境并购/海外并购”的文件数量。基于该数据, 本文在计量模型中引入各省份各年跨国并购支持和鼓励性政策数量的自然对数来衡量省份层面中国企业跨国并购政策激励程度 (*Propolicy*), 以控制各省份逐年变化的跨国并购支持和激励性政策的影响。此外, 考虑到地方政府政策执行力度的异质性, 本文选用中国分省份市场化指数作为不同省份政府政策干预程度的代理变量 (*IQ*), 市场化指数数值越高, 意味着当地市场市场化程度越高, 政府激励性政策的干预程度越低。本文进一步在模型中引入省份层面激励性政策与政府政策干预程度的交互项 (*Propolicy \* IQ*), 以控制地方政府在激励性政策执行层面的异质性。

回归结果如表3-1所示, 从列(1)~(4)中可以发现, 在控制以上影响因素之后, 双边经济政策不确定性系数的符号与显著性与基准结果保持一致, 表明核心结论依然稳健。

另一方面, 本文首先考虑到企业的投资模式选择可能会对企业的财务指标有一定影响, 因此本研究在模型中引入的企业层面特征变量为滞后指标, 这在很大程度上避免了因反向因果关系导致的内生性问题。其次, 本文的核心解释变量为双边经济政策不确定性属于国家或区域层面的宏观指标。从母国角度来说, 本文在衡量母国经济政策不确定性时, 使用了中国企业所属省份经济政策不确定性指数的自然对数。尽管单一企业选择对外并购还是对外绿地投资都很难影响到所属省份的政策环境, 但考虑到在经济发展水平一般的省份, 本省支柱性企业的大规模投资行为可能会影响到当地的政策环境, 进而反向影响企业面临的母国经济政策不确定性。与此不同的是, 从东道国角度来说, 本文使用东道国国家层面的经济政策不确定性指数的自然对数来衡量东道国经济政策不确定性, 且本研究样本中的东道国主要为美国、德国、法国、意大利、日本等发达经济体。对于这些国家来说, 单一中国企业的投资无论投资规模有多大, 都很难能够影响到东道国的政策环境。因此, 总的分析来说, 中国企业的大规模投资行为与母国经济政策不确定性之间可能

<sup>①</sup> 资料来源: 国务院关于促进企业兼并重组的意见, [https://www.gov.cn/gongbao/content/2010/content\\_1702210.htm](https://www.gov.cn/gongbao/content/2010/content_1702210.htm)。

## 易靖韬等：双边经济政策不确定性与中国企业对外直接投资模式

存在反向因果关系，进而导致估计偏误。

表 3-1 内生性讨论—遗漏变量

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>EMC</i>	<i>EMC</i>	<i>EMC</i>	<i>EMC</i>
<i>PEPU</i>	0.057** (0.027)	0.057** (0.027)	0.054** (0.026)	0.062** (0.026)
<i>HEPU</i>	0.133** (0.065)	0.133** (0.065)	0.133** (0.065)	0.130** (0.065)
<i>Policy</i>	—	-0.720 (0.474)	-0.796* (0.480)	-1.046** (0.492)
<i>Propolicy</i>	—	—	0.053* (0.031)	0.058* (0.032)
<i>Propolicy * IQ</i>	—	—	—	0.040** (0.019)
控制变量	是	是	是	是
年份—行业固定效应	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是
聚类层面	企业	企业	企业	企业
观测值	1 432	1 432	1 432	1 432
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.158	0.158	0.160	0.162

为了解决这一问题，我们利用各省份的自然灾害发生频次（*IVP*）作为母国经济政策不确定性的工具变量，重新进行估计。其中，自然灾害数据来源于 EM-DAT 数据库，该数据库提供了 2004—2017 年中国发生的地震、洪水、野火、干旱等自然灾害事件数据。我们通过识别和整理每一项自然灾害事件所涉及的受灾地点，统计出了 2004—2017 年中国各省份自然灾害的发生频次。一方面，自然灾害发生频次与母国省份经济政策不确定性密切相关，另一方面，它并不会直接影响中国企业对外直接投资模式。因此，我们对母国省份自然灾害发生频次加 1 取自然对数构建母国经济政策不确定性的工具变量 *IVP*，回归结果如表 3-2 中所示。其中列（1）汇报了母国和东道国双边经济政策不确定性对中国企业对外直接投资模式的回归系数，列（2）和（3）汇报了使用母国自然灾害发生频次作为工具变量的第一和第二阶段回归系数。首先，从列（2）中可以看出，母国省份自然灾害发生频次（*IVP*）的回归系数在 1% 的水平上显著为负，表明母国省份自然灾害发生频次与母国经济政策不确定性负相关。产生这一结果的原因可能是，对于母国政府来说，人力资源和财政资源是有限的，当本省份当年发生的自然灾害次数较为频繁时，政府需要把大量资源用于抢险救灾，稳定基本民生局面。此时，地方政府较少有机会来调整和制定经济政策，政策环境比较稳定，经济政策不确定性水平较低。此外，我们对母国省份自然灾害发生频次（*IVP*）进行了弱工具变量检验，发现检验的 *p* 值在 5% 的统计性水平上均显著，表明本文所选择的母国省份自然灾害发生频次（*IVP*）并非弱工具变量。其次，从列（3）中可以看出，双边经济政策不确定性系数的大小尽管与列（1）有些不同，但均显著为正，进一步证明了本文核心研究结论的稳健性。

### （三）稳健性分析

1. 考虑特殊期间的影响。为了保证研究结论在整个样本期间的稳健性，本文尝试利用剔除

金融危机爆发期间之外的样本进行检验。回归结果如表 4 列 (1) 所示, 在剔除 2008—2009 年金融危机爆发期间样本后, 基准回归结果仍然成立, 进一步印证了研究结论的稳健性。

表 3-2 内生性讨论—反向因果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>EMC</i>	<i>PEPU</i>	<i>EMC</i>
<i>PEPU</i>	0.164** (0.075)	—	0.945** (0.459)
<i>IVP</i>	—	-0.256*** (0.042)	—
<i>HEPU</i>	0.406** (0.195)	0.076 (0.071)	0.350* (0.206)
控制变量	是	是	是
固定效应	是	是	是
观测值	1 432	1 432	1 432
AR test		chi2 (1) =	4.62**
Wald test		chi2 (1) =	4.25**

注: 本表格中 Probit 模型汇报的为回归系数, 使用的固定效应包括年份, 行业, 省份和东道国别固定效应。

2. 考虑特殊样本的影响。鉴于中国上市企业在母国的经营业务可能不仅仅局限于企业所处省份, 因此其他省份经济政策不确定性也可能会影响到企业决策。为避免这一问题可能造成的估计偏误, 本文利用中国上市企业客户相关信息来识别企业在母国主营业务所处省份, 进而剔除主营业务所处省份与企业所处省份不同的样本进行稳健性检验。

首先, 本文将中国上市企业国内主营业务省份定义为上市企业第一大国内企业客户所在省份, 如果上市企业第一大客户所在省份与上市企业所在省份相同, 或者上市企业第一大客户并不属于中国境内, 则本文认为上市企业国内主营业务省份为企业所处省份。反之, 如果上市企业第一大客户处于中国境内且与企业所在省份不同, 则认为上市企业国内主营业务省份与企业所处省份不同。其次, 本文根据上市企业在中国境内销售数据, 将单一省份销售额占企业境内销售额之比大于二分之一的省份定义为企业国内主营业务所在省份。具体数据来源于国泰安数据库 (CS-MAR) 中上市公司供应链地理距离指标数据和上市公司前五大客户销售信息数据。其中, 上市公司供应链地理距离指标数据提供了上市企业国内客户的排名情况和是否与上市企业属于同一省份信息, 本文利用这一数据来识别上市企业国内主营业务省份。上市公司前五大客户销售信息表主要提供了上市企业前五大销售客户名单和销售额占比, 并没有客户具体所在省份信息。因此, 本文手工检索了上市企业国内主要客户所在省份信息, 进而汇总计算上市企业所在省份销售额占国内销售额的比值, 如果比值大于二分之一, 则企业所在省份为其主营业务所在省份。

在表 4 列 (2) 中, 本文利用上市企业国内第一大客户所在省份来识别企业国内经营业务所处的主要省份, 剔除了第一大客户所在省份与企业所在省份不同的样本。在表 4 列 (3) 中, 本文利用上市企业本省销售额占国内市场销售额之比来识别企业国内经营业务所处的主要省份, 剔除了主营业务所在省份与上市企业所在省份不同的样本。在表 4 列 (4) 中, 本文同时剔除了企业所处省份为非第一大国内企业客户所在省份或企业所在省份销售额与国内销售额比值小于二分之一的样本进行检验。从回归结果中可以看出, 双边经济政策不确定性系数均保持显著为正, 证

## 易靖韬等：双边经济政策不确定性与中国企业对外直接投资模式

明本文基准回归的核心结论具有稳健性。

表 4 稳健性检验：剔除特殊期间与特殊样本

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	EMC	EMC	EMC	EMC
PEPU	0.048* (0.029)	0.048* (0.025)	0.055** (0.025)	0.055** (0.025)
HEPU	0.119* (0.069)	0.135** (0.064)	0.157** (0.065)	0.157** (0.065)
控制变量	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是
聚类层面	企业	企业	企业	企业
观测值	1 330	1 354	1 266	1 266
R <sup>2</sup>	0.151	0.160	0.170	0.170

3. 考虑核心解释变量测度的影响。为避免核心解释变量测量误差造成的估计偏误，本文首先参考 Yu *et al.* (2021) 采用标准化处理的省份经济政策不确定性指数的自然对数作为母国经济政策不确定性的代理指标，回归结果见表 5 的列 (1) 所示。其次，本文参考田国强和李双建 (2020) 的做法，使用一年内东道国经济政策不确定性月度数据的几何平均值计算的年度经济政策不确定性的自然对数作为东道国经济政策不确定性的代理指标，回归结果见表 5 的列 (2) 中所示。此外，在表 5 的列 (3) 中，本文同时使用标准化处理的省份经济政策不确定性指数的自然对数和一年内东道国经济政策不确定性月度数据的几何平均值计算的年度经济政策不确定性的自然对数来替换原本的双边经济政策不确定性测量指标。由表 5 中列 (1) ~ (3) 的回归结果可知，替换测量指标之后，核心解释变量系数的符号和显著性均与基准模型回归结果保持一致，说明研究结论是稳健的。

4. 考虑模型设定的影响。考虑到 probit 模型对于扰动项分布的特定假设，为避免由该假设可能造成的估计偏误，本文进一步使用 logit 模型替换 probit 模型来进行稳健性检验，回归结果如表 5 列 (4) 所示，核心研究结论依然保持稳健。

表 5 稳健性检验：替换双边经济政策不确定性测量方式与模型设定

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	EMC	EMC	EMC	EMC
PEPU	0.053** (0.025)	0.053** (0.025)	0.053** (0.025)	0.051** (0.025)
HEPU	0.132** (0.064)	0.129** (0.063)	0.129** (0.063)	0.128* (0.066)
控制变量	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是
聚类层面	企业	企业	企业	企业
观测值	1 432	1 432	1 432	1 432
R <sup>2</sup>	0.152	0.151	0.151	0.152

(四) 经济发展水平的调节效应检验

前文已经验证了双边经济政策不确定性上升能够促进中国企业选择跨国并购模式进入东道国, 为了进一步验证假说 3 和假说 4, 本文利用国内生产总值来衡量经济发展情况。考虑到不同地区和经济体人口规模的差异, 本文使用人均国内生产总值的自然对数来衡量经济发展水平。

首先, 本文在式 (1) 中引入双边经济政策不确定性与对应经济发展水平的交互项 ( $PEPU * Proedl$ 、 $HEPU * Hostedl$ )。为避免多重共线性造成的估计偏误, 本文对参与构建交互项的变量均事先进行去中心化处理, 回归结果如表 6 的列 (1) 和 (2) 所示。从列 (1) 中可以看出, 母国经济政策不确定性系数显著为正, 而母国经济政策不确定性与母国经济发展水平交互项系数显著为负, 说明随着母国经济发展水平的提高, 母国经济政策不确定性对中国企业选择跨国并购模式的促进效应被削弱, 这验证了假说 3 中的猜想。从列 (2) 中可以看出, 东道国经济政策不确定性系数显著为正, 而东道国经济政策不确定性与东道国经济发展水平交互项系数虽然为负, 但并不具有统计意义上的显著性, 假说 4 被拒绝。可能的解释是, 中国企业在进行投资模式决策时, 不仅对造成东道国经济政策不确定性上升的具体原因了解较少, 而且拥有很少能够用于判断东道国未来经济政策走向和效果的经验和信息, 因此会更加谨慎地评估东道国经济政策不确定性上升带来的风险。

其次, 为了保证上述结果的稳健性, 本文利用人均国内生产总值自然对数的年度三分位数来衡量经济发展水平, 重新构建了母国经济发展水平 ( $Proedl$ ) 与东道国经济发展水平 ( $Hostedl$ ) 的衡量指标, 然后在基准模型基础上引入交互项进行回归检验。结果如表 6 的列 (3) 和列 (4) 所示, 母国经济政策不确定性与母国省份经济发展水平的交互项 ( $PEPU * Proedl$ ) 显著为负, 东道国经济政策不确定性与东道国经济发展水平的交互项 ( $HEPU * Hostedl$ ) 不显著, 与上述结果基本保持一致, 证明了结论的稳健性。

表 6 经济发展水平的调节效应检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>EMC</i>	<i>EMC</i>	<i>EMC</i>	<i>EMC</i>
<i>PEPU</i>	0.061** (0.025)	0.054** (0.025)	0.077*** (0.028)	0.055** (0.025)
<i>HEPU</i>	0.133** (0.064)	0.115* (0.065)	0.133** (0.064)	0.164** (0.069)
<i>PEPU * Proedl</i>	-0.110** (0.051)	—	-0.063* (0.036)	—
<i>HEPU * Hostedl</i>	—	-0.047 (0.045)	—	0.013 (0.061)
控制变量	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是
聚类层面	企业	企业	企业	企业
观测值	1 432	1 432	1 432	1 432
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.154	0.152	0.154	0.154

(五) 进一步讨论: 双边经济政策不确定、金融危机与中国企业对外直接投资模式

从基于 Baker *et al.* (2016) 构建的经济政策不确定性指数网站 (Economic Policy Uncertain-



## 易靖韬等：双边经济政策不确定性与中国企业对外直接投资模式

ty) 上发布的全球经济政策不确定性指数来看, 21 世纪以来全球经济政策不确定性 (GEPUI) 显著上升。从图一中可以发现, 2008 年以前全球经济政策不确定性指数基本在 100 上下波动, 2008 年到 2019 年之前, 全球经济政策不确定性指数基本在 100—200 区间内波动, 而 2019 年之后不确定性指数则处于 200 之上的区间内。尽管造成全球经济政策不确定性指数上升的因素包含政治、经济、卫生、军事等多方面因素, 然而无可置疑的是 2008 年爆发的全球金融危机是造成全球经济政策不确定性指数在 2008 年之后显著上升的关键。对于中国企业来说, 尽管金融危机爆发造成的双边经济政策不确定性上升都会直接影响企业对外直接投资模式。然而, 大量心理学文献证明了注意力资源是稀缺的。一方面, 注意力集中原则表明决策者在任何时候都会有选择的关注问题和答案, 只有受到企业关注的外界环境刺激将获得足够的资源应对, 其他的外界环境刺激将被企业所忽视 (Cho & Hambrick, 2006)。因此在对外直接投资模式决策中, 当双边经济政策不确定性均呈现出上升趋势时, 中国企业对双边经济政策不确定性注意力的配置可能是非对称的。另一方面, 注意力情境原则表明决策者关注什么和采取什么行动取决于它们所处的特定环境 (Ocasio, 1997)。

对于中国企业来说, 金融危机爆发后, 企业需要根据双边经济政策不确定性上升对企业投资模式的影响来选择最优的东道国市场进入模式。一方面, 母国和东道国经济政策不确定性上升对企业对外直接投资模式决策的影响方向是相同的, 都能够促进企业选择跨国并购模式进入东道国。另一方面, 两者对企业投资模式的影响强度是不同的。金融危机的爆发使得东道国市场资产贬值、资本市场受到挤压、大量企业面临财务困境, 目标企业的资产价值被低估、被迫低价出售, 跨国并购成本降低, 增加了投资者投资冲动, 导致东道国资本市场上投资活动的竞争性先占风险急剧上升, 大幅提高了跨国并购模式下带来的实物期权机制。同时, 母国经济发展水平的提升显著降低了母国经济政策不确定性上升对企业跨国并购的促进效应。在这种情境下, 中国企业将注意力配置到东道国经济政策不确定性的影响上有以下两点好处。第一, 较高的专注度和稳定性提高了企业注意力质量, 使得企业对危机和环境的破坏性变化的反应程度提高, 能够有效帮助企业规避东道国经济政策不确定带来的上升风险。第二, 由于母国经济政策不确定性对中国企业投资模式的影响与东道国经济政策不确定性的影响相同, 且企业面临的东道国经济政策不确定性与母国经济政策不确定性具有一定相关性, 例如: 俄乌战争、巴以冲突等可能会同时影响企业母国和东道国经济政策不确定性。因此, 将注意力配置到东道国经济政策不确定性影响上, 能同时捕捉一部分母国经济政策不确定性上升带来的影响, 有效避免因忽略母国经济政策不确定性影响带来的不利影响。基于上述分析, 本文认为在金融危机爆发后, 中国企业选择对外直接投资模式时会更加关注东道国经济政策不确定性的影响。

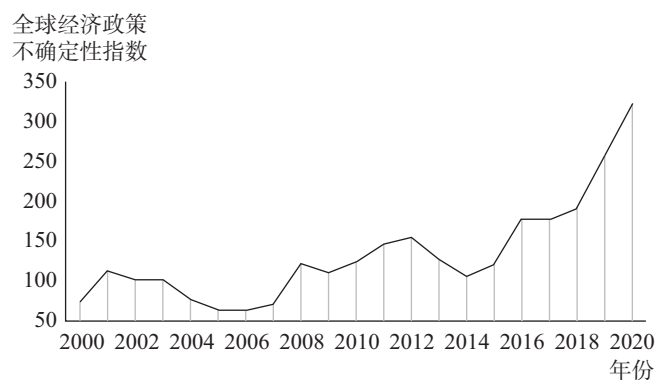


图 1 全球经济政策不确定性指数逐年变化情况

为了检验上述猜想，本文首先基于金融危机事件构建金融危机冲击虚拟变量 (*Shock*)。考虑到现有文献资料中，一般公认金融危机事件爆发于 2008 年结束于 2009 年。因此，如果年份在 2008 年之前，金融危机冲击虚拟变量 (*Shock*) 则赋值为 0；在 2009 年之后，则赋值为 1。基于此，本文在式 (1) 中引入母国经济政策不确定性与金融危机冲击的交互项 ( $PEPU * Shock$ ) 和东道国经济政策不确定性与金融危机冲击的交互项 ( $HEPU * Shock$ )，回归结果如表 7 列 (1) 和 (2) 所示。从表中可以发现，金融危机冲击削弱了母国经济政策不确定性对中国企业对外直接投资模式选择的影响，增强了东道国经济政策不确定性对中国企业对外直接投资模式选择的影响。这说明了金融危机爆发后，中国企业对双边经济政策不确定性的关注具有非对称性。

其次，本文基于基准模型进一步利用金融危机爆发后的子样本进行检验。其中，列 (3) 汇报了基于金融危机爆发后至 2017 年 (即 2009—2017 年) 的子样本的回归结果，列 (4) 则汇报了基于金融危机结束后至 2017 年 (即 2010—2017 年) 的子样本的回归结果。从中可以发现，金融危机爆发后，母国经济政策不确定性对跨国并购模式的影响为正，但不具有统计意义上的显著性。与此相反，东道国经济政策不确定性对跨国并购模式的影响显著为正，且边际效应明显提升。这一发现也恰恰说明了在金融危机爆发后，中国企业在对外直接投资模式决策时会更加关注东道国经济政策不确定性的影响。

表 7 双边经济政策不确定、金融危机与中国企业对外直接投资模式

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	全样本	全样本	2009—2017 年样本	2010—2017 年样本
	<i>EMC</i>	<i>EMC</i>	<i>EMC</i>	<i>EMC</i>
<i>PEPU</i>	0.060** (0.025)	0.051** (0.025)	0.025 (0.027)	0.026 (0.031)
<i>HEPU</i>	0.132** (0.063)	0.112* (0.063)	0.170** (0.071)	0.166** (0.074)
<i>Shock</i>	-0.551 (0.460)	-0.602 (0.449)	—	—
$PEPU * Shock$	-0.288*** (0.102)	—	—	—
$HEPU * Shock$	—	0.453** (0.220)	—	—
控制变量	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是
聚类层面	企业	企业	企业	企业
观测值	1 432	1 432	1 311	1 253
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.155	0.153	0.147	0.153

## 五、研究结论与政策启示

当前中国正着力于构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，坚持高水平对外开放是其中不可或缺的环节，而高水平、高质量的对外直接投资是高水平对外开放的

应有之义。在全球经济政策不确定性上升背景下，中国企业对外直接投资行为受到外部环境的巨大影响。对于中国政府而言，如何在调整经济政策以应对突发冲击保证宏观经济稳步运行的同时，兼顾到引导中国企业高质量“走出去”以促进国内技术进步和产业升级，是当前政策制定需要着重考虑的关键问题。鉴于此，本文基于中国企业对外直接投资中面临的不确定性来源，系统梳理了母国和东道国双边经济政策不确定性影响中国企业对外直接投资模式选择的内在机理和影响边界，并讨论了金融危机冲击后中国企业对双边经济政策不确定性的注意力配置。为验证理论假说，本文以2004—2017年中国A股上市公司对外直接投资数据为样本，进行实证分析。研究结果表明：（1）母国经济政策不确定性和东道国经济政策不确定性上升对中国企业选择跨国并购模式具有促进效应。（2）母国经济发展水平提升能够减弱母国经济政策不确定性上升对企业投资模式的影响，而东道国经济发展水平提升对东道国经济政策不确定性与企业投资模式两者关系的影响并不显著。（3）金融危机爆发后，中国企业在对外直接投资模式决策中对双边经济政策不确定性的关注具有非对称性，中国企业对外直接投资模式选择主要受到东道国经济政策不确定性的影响。

本文的学术贡献在于：首先，本文基于实物期权理论将母国和东道国双边经济政策不确定性同时纳入中国企业对外直接投资模式选择框架，丰富和拓展了现有文献在政策不确定性与中国企业投资模式选择领域内的研究内容。现有文献在探讨经济政策不确定性与企业对外投资模式选择两者之间的关系时，不乏有许多学者从实物期权理论的角度来进行研究，但现有研究往往聚焦于东道国经济政策不确定性或特定类型政策不确定性对企业投资模式选择的影响。与此不同的是，本文首次从实物期权理论出发将母国和东道国双边经济政策不确定性同时纳入中国企业对外投资模式决策框架，并梳理了双边经济政策不确定性对中国企业投资模式的作用机理和影响，为后续相关研究提供了更加完整的理论框架。其次，本文基于企业风险感知不完全性视角，探讨了母国和东道国经济发展水平提升对中国企业经济政策不确定性风险感知的影响，凸显了经济政策不确定性对企业对外直接投资模式选择的影响边界。此外，本文基于注意力基础观视角，利用金融危机冲击，探讨了中国企业在母国和东道国双边经济政策不确定性大幅上升的情境下，对双边经济政策不确定性的非对称关注。在当前全球经济政策不确定性大幅上升的时代背景下，这一发现为分析和研究经济政策不确定性如何影响企业战略决策提供有益的研究视角。

本文研究结论还蕴含丰富的政策启示。首先，中国企业对外直接投资模式直接受到双边经济政策不确定性的影响，为更好的引导中国企业高质量“走出去”，政府当局需要关注全球经济政策不确定性的变化态势，完善对经济政策不确定性水平的测度与监控，这对引导中国企业对外直接投资具有重要作用。在短期内，政府当局应该提高政策制定和实施环节的透明度和可预测性，便于企业等市场主体充分了解经济政策动向。长期内，政府当局应当尽量减少政策的更改和出台频率，注重通过市场结构化改革化解经济领域内的矛盾，注重发挥市场自我调节功能，减少经济政策不稳定性。其次，母国经济发展水平提升能够缓解中国企业对母国经济政策不确定性上升风险的感知程度。因此，对于中国政府来说，当遭受外部冲击时，科学制定、及时推出和有效施行一系列有效的经济政策是降低调整过程中经济政策不确定性上升对企业负面影响的重要法宝。第三，外部冲击能够通过影响中国企业对双边经济政策不确定性的关注程度，进而影响企业的战略行为。当影响区域或全球经济发展的重大冲击发生后，不仅会引起中国企业面临的双边经济政策不确定性大幅上升，而且会影响企业对双边经济政策不确定性的注意力配置，进而影响企业战略决策。当前俄乌冲突、新冠疫情等事件对全球所有国家的经济基本面都形成了重要的冲击，不同国家为了应对冲击带来的变化，在经济政策必然进行适度的调整或改变，全球范围内经济政策不确定性进一步上升。对于中国政府来说，维持宏观经济的良好发展是减弱母国经济政策不确定性

对企业投资模式影响的良策。政府一方面要积极应对，通过调整和出台相关经济政策稳定宏观经济良好发展，另一方面要把握战略机遇，加强建设引导企业高质量“走出去”的相关政策的统筹协调机制，重视构建和不断完善以“提高投资质量”为目标的政策体系和规范。

参考文献

- 蒋冠宏、蒋殿春，2017：《绿地投资还是跨国并购：中国企业对外直接投资方式的选择》，《世界经济》第7期。
- 蒋墨冰、黄先海、杨君，2021：《经济政策不确定性、产业政策与中国企业海外并购》，《经济理论与经济管理》第3期。
- 李磊、白道欢、冼国明，2016：《对外直接投资如何影响了母国就业？——基于中国微观企业数据的研究》，《经济研究》第8期。
- 李善民、李昶，2013：《跨国并购还是绿地投资？——FDI进入模式选择的影响因素研究》，《经济研究》第12期。
- 刘贯春、张军、刘媛媛，2022：《宏观经济环境、风险感知与政策不确定性》，《世界经济》第8期。
- 谭小芬、张文婧，2017：《经济政策不确定性影响企业投资的渠道分析》，《世界经济》第12期。
- 田国强、李双建，2020：《经济政策不确定性与银行流动性创造：来自中国的经验证据》，《经济研究》第11期。
- 吴光明、苏志文，2014：《将跨国并购作为技术追赶的杠杆：动态能力视角》，《管理世界》第4期。
- 薛求知、韩冰洁，2008：《东道国腐败对跨国公司进入模式的影响研究》，《经济研究》第4期。
- 杨娇辉、王伟、谭娜，2016：《破解中国对外直接投资区位分布的“制度风险偏好”之谜》，《世界经济》第11期。
- 杨永聪、李正辉，2018：《经济政策不确定性驱动了中国OFDI的增长吗——基于动态面板数据的系统GMM估计》，《国际贸易问题》第3期。
- 于文超、高楠、龚强，2022：《政贵有恒：经济政策不确定性对企业非生产性支出的影响》，《经济学（季刊）》第2期。
- 周茂、陆毅、陈丽丽，2015：《企业生产率与企业对外直接投资进入模式选择——来自中国企业的证据》，《管理世界》第11期。
- Baker, S. R. , N. Bloom, and S. J. Davis, 2016, “Measuring Economic Policy Uncertainty”, *Quarterly Journal of Economics*, 131 (4): 1593 - 1636.
- Bar-Ilan, A. , and W. Strange, 1996, “Investment Lags”, *American Economic Review*, 86 (3): 610 - 22.
- Bloom, N. , 2014, “Fluctuations in Uncertainty”, *Journal of Economic Perspectives*, 28 (2): 153 - 176.
- Brouthers, K. D. , L. E. Brouthers, and S. Werner, 2008, “Real Options, International Entry Mode Choice and Performance”, *Journal of Management Studies*, 45 (5): 936 - 960.
- Chen, M. , and D. C. Hambrick, 1995, “Speed, Stealth, and Selective Attack: How Small Firms Differ from Large Firms in Competitive Behavior”, *Academy of Management Journal*, 38 (2): 453 - 482.
- Chi, T. , J. Li, L. G. Trigeorgis, and A. E. Tsekrekos, 2019, “Real Options Theory in International Business”, *Journal of International Business Studies*, 50 (4): 525 - 553.
- Cho, T. S. , and D. C. Hambrick, 2006, “Attention as the Mediator Between Top Management Team Characteristics and Strategic Change: The Case of Airline Deregulation”, *Organization Science*, 17 (4): 453 - 469.
- Folta, T. B. , D. R. Johnson, and J. O'Brien, 2006, “Uncertainty, Irreversibility, and the Likelihood of Entry: An Empirical Assessment of the Option to Defer”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 61 (3): 432 - 452.
- Lee, S. , and M. Makhija, 2009, “The Effect of Domestic Uncertainty on the Real Options Value of International Investments”, *Journal of International Business Studies*, 40 (3): 405 - 420.

## 易靖韬等：双边经济政策不确定性与中国企业对外直接投资模式

Berger, P. G. , E. Ofek, and I. Swary, 1996, "Investor Valuation of the Abandonment Option", *Journal of Financial Economics*, 42 (2): 259 - 287.

Ocasio, W. , 1997, "Towards an Attention-Based View of the Firm", *Strategic Management Journal*, 18 (S1): 187 - 206.

Sha, Y. , C. Kang, and Z. Wang, 2020, "Economic Policy Uncertainty and Mergers and Acquisitions: Evidence from China", *Economic Modelling*, 89: 590 - 600.

Tong, T. W. , and J. J. Reuer, 2007, "Real Options in Multinational Corporations: Organizational Challenges and Risk Implications", *Journal of International Business Studies*, 38 (2): 215 - 230.

Weber, E. U. , and C. Hsee, 1998, "Cross-Cultural Differences in Risk Perception, but Cross-Cultural Similarities in Attitudes Towards Perceived Risk", *Management Science*, 44 (9): 1205 - 1217.

Yu J. T. , X. Shi, D. Guo, and L. Yang, 2021, "Economic Policy Uncertainty (EPU) and Firm Carbon Emissions: Evidence Using a China Provincial EPU Index", *Energy Economics*, 94: 105071.

(责任编辑：刘舫舸)

## Bilateral Economic Policy Uncertainty and The Mode of Chinese Enterprises' Outward Foreign Direct Investment

YI Jingtao FAN Xuewen

(School of Business, Republic University of China)

**Summary:** Recently, external factors such as geopolitical tensions and global public health crises have continuously and asymmetrically increased economic policy uncertainty across countries worldwide. Additionally, these factors have produced varying effects on the economic development of different nations. As a crucial link between the economic development of the home country and the host country, Outward foreign direct investment (OFDI) by enterprises is inevitably influenced by bilateral economic policy uncertainty. Meanwhile, enterprises can select investment modes to mitigate the risks associated with this uncertainty. However, existing literature primarily focuses on the relationship between host country economic policy uncertainty and investment mode choice. The systemic impacts of bilateral economic policy uncertainty and the effects of asymmetric external shocks on this relationship have not yet been adequately addressed.

Based on real options theory, we incorporate bilateral economic policy uncertainty into the decision-making framework for entry modes. We analyze the mechanisms through which bilateral economic policy uncertainty influences Chinese enterprises' OFDI modes and the boundaries of its impact. To test our hypotheses, we use microdata of Chinese A-share listed companies spanning from 2004 to 2017 for empirical test. We find that the increase in bilateral economic policy uncertainty encourages Chinese enterprises to choose the cross-border M&A mode. Furthermore, we explore the impact of economic development in the home country and host country on the relationship between bilateral economic policy uncertainty and the mode of Chinese firms' OFDI. We find that the improvement of the economic development level of the home country can mitigate the impact of the rising economic policy uncertainty of the home country on OFDI mode, while the influence of the host country's increased level of economic development is not significant. Moreover, we discuss the asymmetric allocation of corporate attention to bilateral economic policy uncertainty after the outbreak of the financial crisis, by combining the Attention-Based View. We find that after the financial crisis shock, Chinese enterprises pay asymmetric attention to the impact of bilateral economic policy uncertainty, and their OFDI mode is mainly affected by the economic policy uncertainty of the host country.

The main contributions of this paper are as follows: (1) This study, grounded in real option theory, first incorporates bilateral economic policy uncertainty into the decision-making framework for Chinese enterprises' outbound investment strategies. It also delineates the relevant mechanisms and boundaries, thereby providing a more comprehensive theoretical framework for subsequent related research. (2) Based on the perspective of attention basis, this paper examines the asymmetric attention of Chinese enterprises to bilateral economic policy uncertainty during periods of significant increases in such uncertainty, using the financial crisis as a case study. In

易靖韬等：双边经济政策不确定性与中国企业对外直接投资模式

summary, this paper not only offers a valuable research framework for examining the impact of economic policy uncertainty on corporate strategic decision-making, but also serves as empirical support for China in the development of high-quality “going out” policies.

**Key words:** economic policy uncertainty; outward foreign direct investment mode; real option; attention based view