

国家主权违约 对外商直接投资的影响研究

蓝茵茵 著

Study on the Effects of the Sovereign
Default of Host Countries on Foreign Direct Investment

中国社会科学出版社

国家主权违约 对外商直接投资的影响研究

蓝茵茵 著

Study on the Effects of the Sovereign
Default of Host Countries on Foreign Direct Investment

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

国家主权违约对外商直接投资的影响研究/蓝茵茵著. —北京:
中国社会科学出版社, 2017. 9

ISBN 978 - 7 - 5203 - 1112 - 0

I. ①国… II. ①蓝… III. ①对外投资—直接投资—研究—中国
IV. ①F832. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 238678 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 杨晓芳
特约编辑 席建海
责任校对 张爱华
责任印制 王 超

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 <http://www.csspw.cn>
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京君升印刷有限公司
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2017 年 9 月第 1 版
印 次 2017 年 9 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 16.5
插 页 2
字 数 186 千字
定 价 69.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换

电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

序

长期以来，对外投资领域的东道国主权违约影响研究，多关注国际信贷及证券投资等间接投资所受影响，针对外商直接投资（Foreign Direct Investment, FDI）所受影响的专门探索尚不多见。然而，进行国家主权违约对外商直接投资的影响研究，既是对外投资领域的理论研究需要，也是一种极富现实意义的探讨。

一方面，FDI 对一国经济发展具有更稳定和持久的促进作用，因此主权违约将如何及怎样影响 FDI 流动和发展，是尤为值得一国关注的问题。FDI 是投资者对另一国的生产性直接投资，以获得对所投资企业的经营管理控制权和利润，因而比间接投资更长期而稳定地扎根在东道国经济与社会土壤之中，是东道国实体经济的重要组成部分。除了是稳定的外资来源，FDI 还被认为可带来技术扩散、就业增加等外溢效应。

另一方面，进入 21 世纪以来，世界经济的一些显著变化，使得研究该问题有了更急迫的现实需要。首先，发展中国家仍是主权违约主力，但希腊等一些欧洲国家也陆续出现主权违约问题，全球范围内 FDI 将受到更广泛和深刻的影响；其次，发展中国家群体对外

直接投资增长迅猛，特别是中国已成为仅次于美国的全球第二大对外直接投资国，海外高额投入面临的风险值得我们持续关注和保持警惕。

鉴于这种状况，作者选择了此课题为研究对象，我予以了支持。

在攻读博士学位的时间里，作者走访了中东地区的中国跨国公司，跟踪调查迪拜主权债务危机时中国直接投资所受的短期与长期影响及应对选择，在掌握大量第一手资料的基础上完成了相关案例撰写。在欧洲访学时，继续搜集文献和撰写论文，同时向国内外同行请教、交流。在回国学习和工作期间，作者完成了博士学位论文的撰写，在内审、外审以及答辩环节均获得了较好的评价。并以博士论文为基础，筹备了本书的出版。

目前看来，本书的研究成果集中体现在这样两个方面：

一方面，回顾与梳理了主权违约影响 FDI 的历史与研究历程，认为主权违约先后以政府征用直接影响和通过主权债务危机传导间接影响的形式作用于 FDI，并将这两条影响线索中各自存在的关键链接阐释缺失作为研究重点。虽然可能还有其他更准确的线索归纳，但作者在这方面的尝试非常有益，也可作为今后研究的基础和参照。

另一方面，对本书要解决的三个问题：（1）主权违约国家征用 FDI 的发生条件是什么；（2）主权债务危机如何以及怎样影响 FDI；（3）发达东道国主权违约如何影响当地中国直接投资，作者较好地综合运用了理论建模、计量和数理分析、比较分析、历史分析与逻辑推理方法，进行了全面而系统的研究和阐释，得出了不少具有借鉴意义的结论。此部分研究视野开阔、功底扎实。特别是对于第三个问题，作者完整而全面地考察了发达东道国主权违约对当地中国直

接投资的影响，提出了解释中国对外直接投资行为，应结合转型与发展背景下的中国制度特征进行分析的观点，颇有新意。

作者的这本专著在准备付梓之际向我索序，便写了以上这些话。是以为序。

罗新星

2017 年夏于长沙

目 录

第一章 绪论	1
一 引言	1
二 研究意义	4
三 概念界定	7
四 主要理论基础	9
五 研究内容和研究方法	20
第二章 外商直接投资视角下的主权违约研究述评	24
一 主权违约历史与研究历程	24
二 主权违约的成因研究	30
三 主权违约对外商直接投资的影响研究	32
四 简要述评	45
五 本章小结	48

第三章 违约国征用外商直接投资的成本收益分析与理论

模型构建	49
一 主权违约与征用的成本收益分析	49
二 东道国引资与偿付模型构建	55
三 东道国引资与偿付模型分析	66
四 本章小结	75

第四章 违约国征用外商直接投资的实证分析与最优投资

协议研究	76
一 现实中的主权违约与征用数据分析	76
二 违约国征用外商直接投资产生条件的实证检验	87
三 最优的自我实施投资协议研究	95
四 本章小结	101

第五章 主权债务危机影响外商直接投资的机理分析

一 主权债务危机影响外商直接投资的渠道及机理分析	103
二 主权债务危机影响外商直接投资的渠道及机理之间的 相互作用	128
三 不同类型外商直接投资所受主权债务危机影响的总结	131
四 本章小结	135

第六章 主权债务危机影响外商直接投资的经验分析与

实证研究	136
一 主权债务危机影响外商直接投资的经验分析	136

二 主权债务危机影响外商直接投资的实证研究	162
三 本章小结	182
 第七章 发达东道国主权违约对当地中国直接投资的 影响研究	184
一 研究背景与问题提出	185
二 发达东道国主权违约对当地中国直接投资影响的 经验分析	188
三 制度视角下发达东道国主权违约对当地中国直接 投资影响的理论分析	199
四 发达东道国主权违约对当地中国直接投资影响的 实证研究	208
五 本章小结	216
 第八章 结论与展望	219
一 研究结论	219
二 主要创新点	227
三 研究展望	229
 参考文献	231
后 记	254

第一章 绪论

一 引言

(一) 研究背景

主权违约是一种历史悠久的金融危机。有文字记载的主权违约，最早可以追溯到欧洲文明萌芽的古希腊时期。此后，只要有人类经济活动存在，不管在哪个时期、哪个区域，或偶尔或频繁的主权违约都会破坏正常的国民经济。主权违约的后果远非一般公司或私人违约可以比拟。它意味着一个国家信用的丧失，该国范围内几乎所有经济活动都将受到连带影响。尤其是近 40 年来，主权违约多引发严重的主权债务危机，使债务国失去长时段的经济增长契机，例如，20 世纪 80 年代拉丁美洲主权债务危机频发就使整个区域内众多国家的经济承受了“失落的十年”。

主权违约的群体一直在发生变化。现在的发达国家，在几个世

纪以前也深受主权违约的困扰。“二战”结束后，亚非拉各民族国家独立以来，债务问题更一直是整个发展中国家群体经济发展中面临的重大挑战。而在 21 世纪第一个十年快结束时，希腊等一些欧洲国家债务困境披露，主权债务危机自“二战”结束以来首次在发达地区爆发，成为学术界和政策研究机构的关注重点。

世界经济的另一变化是，作为经济全球化最重要组成部分的外商直接投资（Foreign Direct Investment, FDI）从 20 世纪 60 年代开始高速增长，并大幅流入高主权违约概率的新兴市场国家。全球化在真正意义上的形成是在 20 世纪 70 年代末中国对外开放、80 年代拉丁美洲经济自由化和 90 年代苏联及东欧国家经济改革之后。跨国公司（Transnational Corporations, TNCs）纷纷把握机遇进入这些国家投资经营，包括中国在内的大量东亚、东南亚与拉美国家也正是因为吸引到充足的 FDI，才开始了在全球价值链上的嵌入、升级与经济飞跃。但跨国公司很快遇到了一个棘手的问题——这些新兴市场国家经常爆发主权债务危机。甚至在部分发展中国家，连续的主权违约几乎成为国家经济发展中根深蒂固的现象，如墨西哥在 1821—2009 年对外债违约的时段总计达 43.9%（Reinhart, 2010）。

具体到我国的情况，目前，中国对外直接投资存量高度集中于主权违约风险新近聚集的欧美发达国家，随着“一带一路”战略推进，未来还将更多流向主权违约风险历来较高的亚洲以及南欧、东非的发展中国家。

在这样的背景下，研究可能频发的东道国主权违约对 FDI 的影响，有助于跨国公司针对性识别和管理此类风险、降低海外营利的不确定性，也有助于跨国公司母国完善投资协定谈判议题、细化国

别投资信息发布及调整对外投资支持与救助政策体系。如此,研究该问题蕴含着重大的经济价值。

(二) 问题提出

然而,对外投资中的东道国主权违约研究却长期集中在国际信贷及证券投资等间接投资领域。国际经济组织、各国央行、金融机构和评级机构对主权违约有长期的理论研究历程,出于自身需要,它们的研究关注主权违约风险评估与预警,以及金融投资中的主权违约风险控制与管理。学界也就国际金融投资遭遇的主权违约问题探索了约40年,主要关注点一是违约国与主权债券投资者、贷款银行和贷款国政府等国际债权人之间的博弈,如债务重组谈判;二是主权违约对金融市场的影响,如违约国及区域内国家股票市场的波动。

在现实经济中,国际直接投资与国际金融投资不同,直接投资长期而稳定地扎根在东道国经济与社会土壤之中,是所在国实体经济的一部分。FDI不仅给东道国带来比较稳定的外资,还具有给该国带来资本产出之外的收益的可能性,如技术外溢、管理经验与营销技巧转移、熟练劳动力和技术工人培育以及创造工作岗位等。就所受主权违约的影响而言,一方面,外商直接投资企业可能因为外资身份,受到违约国针对其设计的直接征用和更隐蔽形式的间接征用,又无法像国际信贷投资者那样通过债务重组谈判收回部分权益,也无法像国际证券投资者那样较为便利地迅速抛售资产,从违约国抽身;另一方面,外商直接投资企业扎根于东道国经济之中,将与东道国本土企业一同承受主权违约对整个经济、金融、社会及制度

环境的冲击。

由于外商直接投资对东道国具有重要意义,以及它实际上又会受到主权违约广泛而深远的影响,再加上目前专注该问题的系统探索尚不多见,共同促使我们研究东道国主权违约对外商直接投资的影响。

二 研究意义

(一) 理论意义

发展经济学中的“卢卡斯悖论”提出一个令人困惑的问题,资本为什么不像新古典经济学理论揭示的那样,从资本充裕的国家流向资本匮乏的国家(Lucas, 1990)。Reinhart (2004)从主权违约风险角度作出了解释:发展中国家过高的主权违约风险是阻碍资本流入的主要因素,而资本匮乏则导致发展中国家与发达国家之间持久而巨大的收入鸿沟。

但具体考虑东道国主权违约对直接投资形式的国际资本的影响时,研究却远远没有定论。例如,Reinhart (2004)指出,发达国家和 25 个左右的新兴市场国家能得到充足的金融资本输入,余下大批主权违约风险过高的发展中国家只能以吸收援助和外商直接投资形式的外资为主。Albuquerque (2003)则更明确地提出,财政困难、流动性缺乏的政府可以通过多吸引 FDI 来缓解压力。但 Scheitzer (2002)研究认为,直接投资的外商在主权违约时受到的损失比国际

债权人大大,因而 FDI 下降的幅度将比国际信贷更大。由于缺乏系统的理论体系与解释范式,主权违约对外商直接投资的影响变得扑朔迷离,出现了正相关、负相关与不确定等截然不同的研究结论。

事实上,主权违约通过哪些渠道影响及如何影响外商直接投资——这个黑箱一直以来都没有完全打开。随之而来的众多实证研究也因缺乏坚实的理论基础及变量和数据选择迥异,导致结果相互矛盾。因此,本研究的第一个理论意义是系统分析东道国主权违约对外商直接投资的影响,在深度上补充已有的主权违约对 FDI 的影响研究,在广度上延伸主权违约影响研究的关注范围。

本研究的第二个理论意义是通过探求东道国主权违约对中国直接投资的影响机理,从理论上解释中国直接投资反而青睐高主权违约风险的发达国家的问题,并丰富发展中国家对外直接投资动机及发展路径理论。

最新的实证研究表明,中国跨国公司与发达国家企业直接投资行为不一致,中国企业并不完全为东道国高政治风险、高腐败程度及法治混乱等恶劣的区位条件所阻碍。甚至有一种流行论调称,中国是以国家政治、经济与外交力量为国有资本攫取海外自然资源开道的“贪婪的龙”(The Economist Intelligence Unit, 2008)。

其实,传统国际直接投资理论以发达国家对外直接投资实践为基础,对于理解处于稳定、成熟的制度环境和完善的市场机制中的企业对外直接投资行为比较有效,对解释和预测处于市场机制发展初期的新兴经济体企业对外投资并不完全适用。像中国这样的新兴市场国家大举向海外投资是 21 世纪以后全球直接投资领域的新现象,而源自这些国家的外商直接投资行为一开始就独具特色。只有

结合中国制度因素对企业对外直接投资行为的影响,修正传统理论关于东道国主权违约与外商直接投资二者关系的论述,才能更好地解释现实世界提出的新问题。

(二) 实践意义

研究东道国主权违约对外商直接投资的影响也具备很强的实践应用价值,对于跨国公司及其母国以及东道国都有非常现实的意义。

国际直接投资者长期被排除在主权债务违约问题处理范围之外,但实际上其创建的跨国公司和参与的投资项目却常因为外资身份,受到违约国政府的“特殊待遇”。因此,本研究将有助于帮助直接投资者预测将会受到东道国违约事件何种类型与程度的影响,辨别短期与长期冲击,及时调整公司战略与策略。

对中国这样的投资母国而言,明确东道国违约对当地中国直接投资的影响更加重要。中国自1979年正式开始对外直接投资以来,对外直接投资在过去十年间发展尤为迅速。2013年,中国对外直接投资首破千亿美元,连续两年位列仅次于美国、日本的世界第三大对外投资国。作为亚洲基础设施投资银行、丝绸之路基金以及金砖国家新开发银行等新的国际金融机构的创始者以及崛起中的资本输出大国,中国资本的海外触角在未来将越来越广泛和深入,所面临的风险会越来越多样化,不确定性也会显著增加。尤其是中国央企及国企的高额海外投入,能否在某些国家的高主权违约风险环境中创造预期利润,需要长周期观察与研究。

本研究也可帮助遭遇资本大幅流出、市场衰退与流动性紧缩的主权违约国选择应对措施,以保住甚至吸引宝贵的外商直接投资。

FDI 是一种权益性融资, 它没有明确的偿还日期与利息, 不要求债务国政府支付固定数目的货币作为回报, 不会让债务国财政状况雪上加霜。更重要的是, FDI 是一种资本、技术和经营管理方式向东道国的综合转移, 有利于债务国经济稳定与长远发展。

综上所述, 研究东道国主权违约对外商直接投资的影响具有重要的学术价值和现实意义。其中, 关于该问题的理论与实证研究已取得部分进展, 但还有待于梳理并建立更系统性的解释体系, 并在新的现实实践基础上对理论加以验证和完善。对东道国主权违约影响外商直接投资问题的充分研究, 可更好地帮助跨国公司及其母国辨明此时所面临的复杂环境, 从而作出更及时有效的决策; 也可为主权违约风险上升的东道国提供有效吸引外商直接投资的政策建议。

三 概念界定

(一) 主权违约

主权违约, 一般指主权国家不按借贷时约定的时间、方式或额度等来偿付主权债务的本金或者利息。为了满足复杂的经济活动和科学研究的需要, 不同的组织机构和研究者提出了不同的主权违约定义。

标准普尔、穆迪和惠誉——国际三大专业评级机构, 将直接违约和债务重组视为主权违约。因为在债务重组中, 债权人往往被迫接受比借贷时约定条件更宽松的主权债务偿付条件或(和)更长的

偿付时段。

在学术研究上主要有三种有代表性的界定方法。第一种以相当额度的违约债务与债务重组两个条件为判定指标。例如, Detragiache 和 Spilimbergo (2001) 提出, 主权国家拖欠的债务额超过总债务额度的 5%, 或者主权国家与债权人达成债务重组安排——两个条件满足其中之一就构成主权债务违约。第二种方法增加国际货币基金组织 (IMF) 介入为违约指标。比如, Kraay 和 Nehru (2006) 将债务违约定义为以下三种情况之一: (1) 大额的到期未偿还主权债务; (2) 巴黎俱乐部进行的债务重组; (3) IMF 特别贷款。同样的, Manasse, Roubini 和 Schimmelpfennig (2003) 将 IMF 提供紧急援助视为债务违约, 并定义了援助额度的界限。第三种界定方法以资本市场的表现定义债务违约。Pescatori 和 Sy (2004) 提出, 当国际债券市场上一国的主权债券利差超过一个界限时, 该国可被认作主权违约。随着国际债券市场日渐发达, 这种定义方法具有很强的操作性。

本书对主权违约的界定遵从多数学者认同与使用的第一种违约概念, 即主权违约包括主权国家对债务直接违约和进入债务重组安排。

(二) 外商直接投资

外商直接投资, 或外国直接投资, 指另一个国家或经济体的投资者对一个国家或经济体进行生产性直接投资, 以获得对投资企业的经营管理控制权和利润的一种资本流动。投资者可以是法人, 如政府、经济组织、企业等, 也可以是自然人。就当前国际直接投资