

文化因素是否影响跨境投资选择？ ——基于投资引力模型的实证分析

张艾莲, 刘 柏

(吉林大学 数量经济研究中心, 吉林 长春 130012)

摘 要: 在投资引力模型中引入文化因素代表性变量文化距离,以2001-2013年间世界50个经济体两两“国家(地区)对”作为研究对象,通过二维聚类法对文化距离与跨境证券投资和跨境直接投资的内在作用机制分别进行实证检验与影响比较。结果表明,权力文化距离对两类跨境投资均有显著的负效应,且对跨境直接投资的影响大于跨境证券投资。因此,目标设定和价值取向的趋同是资本投资的前提,进行文化距离的选择是跨境投资的重要因素。在经济交往的同时,增强文化交流,释放文化软环境对跨境投资的促进作用,减小双方文化价值观的冲突,这对引进外资和推进跨境投资从而实现合作共赢具有重要意义。

关键词: 文化距离 跨境证券投资 跨境直接投资 一带一路

中图分类号: F832.6 ;F279.2

文献标识码: A

文章编号: 1002-3240(2019)05-0033-07

一、引言

2017年十九大提出“推动形成全面开放新格局”以及“发展更高层次的开放型经济”,对外开放政策措施的不断出台推动了中国资本市场的快速发展以及与国际市场的深度融合,跨境投资成为资本市场开放的重要组成部分。商务部和外汇局统计表明,2018年,我国对外直接投资1298.3亿美元,同比增长4.2%。其中,对外金融类直接投资93.3亿美元,同比增长105.1%,对外非金融类直接投资1205亿美元,同比增长0.3%。近些年,中国整体经济实力的全面提升以及资本市场双向开放对中国对外投资的持续增长形成了叠加促进作用。

在跨境投资市场,中国在对外直接投资方面保持了较高水平,并位列全球第二大对外投资国,但是在跨境证券投资方面,发达国家仍具有一定优势地位。在双向开放的全方位扩大引领下,中国跨境投资的稳步推进需要建立在跨境投资发展规律基础之上。跨境投资受到宏观和微观等多重因素的影响,随着投资的深度融合,文化距离作为潜在影响因素正逐步受到重视。如“一带一路”的提出和推进就受到文化方面的影响,沿线国家和地区在文化方面自古就有着密切往来和交流,这种文化融合成为“一带一路”建设和跨境投资提供了有利基础和前提,并且能够有效推动和促进“一带一路”沿线国家和地区之间的跨境投资。然而在国内,关于文化距离与跨境投资内在作用机制的研究相对较少,因此通过甄别二者的影响路径和作用机制能够为中国跨境投资提供理论依据和实证启示。

文化体现了一个国家或地区人们共有的行为规范与思想信仰,不同文化塑造了相异的生活态度与行为方式。文化影响经济思维和观念的形成,并作用于经济行为,对社会经济发展具有潜移默化的效力。随着国内外资本市场

收稿日期: 2019-02-29

基金项目: 国家社会科学基金项目“金融市场开放环境下的金融风险生成逻辑、风险测度和防范机制研究”(18BJY232)

作者简介: 张艾莲(1976-),女,吉林长春人,吉林大学数量经济研究中心,吉林大学商学院教授、博士生导师、经济学博士,主要研究宏观经济与金融;刘柏(1971-),吉林长春人,吉林大学商学院教授,博士生导师,主要研究金融与财务决策。

《中国学术期刊(光盘版)》电子杂志社编者注:本文中涉及香港的“国家”均应为“国家(地区)”,“国”均应为“国(地区)”。

的成熟发展,文化对跨境投资的作用受到广泛关注,其度量方法也日臻完善。在国内外研究中,通常采用的度量指标是文化距离,即不同国家在同一文化维度上的得分差值水平,其中 Hofstede 国家文化的四个维度^[1]受到普遍认同。

国外学术界有关文化距离对跨境投资影响的研究集中在跨境证券投资上,对跨境直接投资的研究相对较少。Guiso 发现在欧洲国家间信任度的文化差异对跨境证券投资会产生影响^[2]。Beugelsdijk 和 Frijns 认为,投资国较高的个体主义文化维度与较低的不确定性规避了文化维度对跨境证券投资的正向影响^[3]。Nguyen 和 Truong 提出文化差异尤其是个人主义与不确定性对股票市场的均衡分配产生重要影响^[4]。在文化距离对跨境直接投资的关系研究成果方面, Johanson 和 Vahlne 发现,跨国企业倾向于优先选择文化距离较小的国家进行海外投资活动^[5]。Flores 和 Aguilera 以美国跨国公司为研究对象,发现文化距离对跨境直接投资具有显著负效应^[6]。国内学术界有关文化距离对跨境投资的研究主要集中在直接投资上,但结论存在分歧,对跨境证券投资的研究相对较少。在文化距离对跨境证券投资的关系研究方面,刘威和李炳认为文化距离尤其是个人主义文化维度差异对跨境证券投资具有显著负效应^[7]。在文化距离对跨境直接投资的关系研究方面,葛京和王良发现,中国企业出口对跨境直接投资具有显著的带动效应,而文化距离对这种带动效应产生正向影响^[8]。殷华方和鲁明泓发现,文化距离产生双重影响——“外来者收益”与“外来者劣势”,两种影响叠加后,最终使文化距离对跨境直接投资产生水平 S 型效应^[9]。祁春凌和邹超发现文化距离对跨境直接投资产生负向影响^[10]。王根蓓发现,文化距离缩小会增加中国对东道国的投资^[11]。刘海平等实证检验了东道国的经济规模和双边贸易距离对 FDI 流动具有普遍性影响^[12]。

上述研究中仍然存在一定不足。首先,国内有关文化距离对跨境投资的研究集中在直接投资上,对跨境证券投资的研究偏少。随着中国资本市场的双向开放,从 QFII 制度和 RQFII 制度的实施到沪港通和深港通的启动,跨境证券投资发挥着越来越重要的作用,因此研究文化距离与跨境证券投资的内在作用机制有利于促进跨境证券投资的进一步发展。其次,国内关于跨境直接投资的研究成果存在分歧,认知各不相同,因而需要对文化距离与跨境直接投资的作用机制做进一步的研究。最后,国内已有研究在探讨文化距离与跨境投资的内在作用机制时,较少将法律环境的制度变量和被投资国的资源特征变量这两个重要因素考虑在内,由此导致研究结果与事实出现偏差。鉴于上述原因,在研究文化距离对跨境证券投资与跨境直接投资的不同影响路径和作用过程中,将法律环境的制度变量与被投资国的资源特征变量作为控制变量引入到引力模型中,甄别跨境投资的不同影响要素的作用机理,有助于 2019 年政府工作报告提出的“推动对外投资合作健康有序发展”。

二、跨境投资的文化距离理论基础

1980 年,荷兰学者 Hofstede 首次总结出衡量价值观的六组维度。并于 2001 年进一步改进与完善,最终形成了四组文化维度。这四个维度分别为个体主义或集体主义、权力距离、不确定性规避、男性气质或女性气质。在个体主义或集体主义方面,个人主义倾向于追求自我利益,关注的核心是自身以及与他人的联系,而集团主义强调的是团体活动和集团决策。当投资国的个人主义文化指数较高时,如果被投资国强调集体利益的最大化,两者对利益获得的价值判断不同会降低被投资国与之合作意愿,不利于跨境投资;如果被投资国强调自身利益的最大化,则双方在做投资决策时目标趋向一致,因此会更倾向于接受投资,有利于跨境投资。

在权力距离方面,这是一个社会在个人、组织等方面对于权力分配不平等的接受程度,也体现了对组织内权力分配不均的容忍程度。当投资国是高度权力距离时,如果被投资国是低度权力距离,强调相互依赖和信奉为他人利益服务的文化,因此会更吸引外资流入;反之,如果被投资国是高度权力距离,强调管理者有特权,则双方在利益与权利分配上会发生冲突,外资流入会减少。当投资国是低度权力距离时,如果被投资国同样是低度权力距离,则二者都倾向权利平等,不同层级的关系是和谐的,因此在利益与地位的分配上趋同,吸引外资流入;反之,如果被投资国是高度权力距离,强调划分不同层级和听从领导,会降低投资国的跨境投资意愿,减少外资流入。

在不确定性规避方面,体现的是在不明确或不清楚条件下的焦虑程度,度量的是人们对于社会不确定性、风险等的容忍程度。当投资国和被投资国同样是高度不确定性规避,则双方在投资决策时均倾向于稳中求发展,强调的是安全,因此提高了双方的合作意愿。如果被投资国与投资国不一致,是低度不确定性规避,偏好高风险高收益的投资项目,则双方价值观产生冲突,导致跨境投资合作的成功率下降。

在男性气质或女性气质方面,主要体现的性别与工作角色的差异,男性气质的社会价值观更重视物质方

面。在男性气质占主导的文化中,较常见冒险精神,而在女性气质为主的文化中,性别差异较小,更强调相互依赖。当投资国的男性气质文化指数较高时,如果被投资国同样追求物质获得且倾向于意外成就,则会吸引外资流入。如果被投资国强调以生活为中心,以服务为主导,则双方价值观产生冲突,外资流入会减少。

目前,有关文化距离对跨境投资内在作用机制的研究尚处于初级阶段,文化距离对跨境投资的作用方向与途径存在相异的认知。一方面,认为文化距离的增大会导致投资双方的价值观发生冲突,从而降低投资双方的合作意愿,不利于跨境投资。另一方面,认为文化距离的增大可以使投资双方充分利用对方的互补性资源,从而提高投资双方的合作意愿,有利于跨境投资。因此需要进一步厘清文化距离对跨境投资的作用机理。根据上述文化维度理论,选择个体主义、权力距离、不确定性规避与男性气质四个维度构建文化距离变量。由于文化的持续稳定性,因此假定国家文化四个维度的数值在短期内不会随时间变化。

三、模型设定与变量解释

(一)模型设定

本文将跨境投资分为跨境证券投资和跨境直接投资,假设两个国家(地区)分别为投资方(i)和被投资方(j)。标准引力模型认为随着两国国内生产总值的增加,两国间跨境投资额随之增加,而且随着两国地理距离的增加,两国跨境投资额随之减少。基于引力模型,以两国国内生产总值(GDP)作为引力变量,以两国地理距离($Gdist$)作为斥力变量,并引入文化距离变量、法律制度变量、经济变量以及资源特征变量,对文化距离与不同类型跨境投资的内在作用机制进行实证刻画与差异比较。为了有效消除异方差影响,对主要变量进行对数转换。同时针对以下三种特殊情况,对变量做出了修正:第一,由于跨境直接投资流量为净流量,存在负值,因此不进行对数变换;第二,由于文化距离等变量中含差分变量,导致数值为零,对这类变量取 $\ln(1+|variable|)$;第三,由于部分法律制度或经济变量为负值且最小值大于-10,对这类变量取 $\ln(10+|variable|)$ 。

本文的基准方程为两个标准引力方程:

$$\ln(Portfolio_{ijt}) = Constant + \beta_1 \ln(Gdist_{ij}) + \beta_2 \ln(GDP_{it}) + \beta_3 \ln(GDP_{jt}) + Country\ I\ and\ Country\ J\ dummy_{ij} + Time\ dummy_t + \varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

$$Direct_{ijt} = Constant + \beta_1 \ln(Gdist_{ij}) + \beta_2 \ln(GDP_{it}) + \beta_3 \ln(GDP_{jt}) + Country\ I\ and\ Country\ J\ dummy_{ij} + Time\ dummy_t + \varepsilon_{ijt} \quad (2)$$

在标准引力模型中加入文化距离变量、法律制度变量、经济变量与资源特征变量后,得到两个最终方程,分别为:

$$\ln(Portfolio_{ijt}) = Constant + \beta_1 \ln(Gdist_{ij}) + \beta_2 \ln(GDP_{it}) + \beta_3 \ln(GDP_{jt}) + \beta_4 \ln(1 + IDVdist_{ij}) + \beta_5 \ln(1 + PDdist_{ij}) + \beta_6 \ln(1 + UAidist_{ij}) + \beta_7 \ln(1 + MASdist_{ij}) + \beta_8 \ln(10 + WGI_{jt}) + \beta_9 \ln(1 + IPR_{jt}) + \beta_{10} \ln(10 + INFL_{jt}) + \beta_{11} \ln(1 + OPEN_{it}) + \beta_{12} \ln(1 + OPEN_{jt}) + Country\ I\ and\ Country\ J\ dummy_{ij} + Time\ dummy_t + \varepsilon_{ijt} \quad (3)$$

$$Direct_{ijt} = Constant + \beta_1 \ln(Gdist_{ij}) + \beta_2 \ln(GDP_{it}) + \beta_3 \ln(GDP_{jt}) + \beta_4 \ln(1 + IDVdist_{ij}) + \beta_5 \ln(1 + PDdist_{ij}) + \beta_6 \ln(1 + UAidist_{ij}) + \beta_7 \ln(1 + MASdist_{ij}) + \beta_8 \ln(10 + WGI_{jt}) + \beta_9 \ln(1 + IPR_{jt}) + \beta_{10} \ln(10 + INFL_{jt}) + \beta_{11} \ln(1 + OPEN_{it}) + \beta_{12} \ln(1 + OPEN_{jt}) + \beta_{13} \ln(1 + RES_{jt}) + \beta_{14} \ln(1 + HITE_{jt}) + \beta_{15} \ln(1 + TAX_{jt}) + Country\ I\ and\ Country\ J\ dummy_{ij} + Time\ dummy_t + \varepsilon_{ijt} \quad (4)$$

方程中的其他变量解释在下面进行论述。

(二)变量解释和数据来源

基于被解释变量与核心解释变量无缺失数据的原则,选取2001年至2013年50个经济体14775组跨境证券投资和12352组跨境直接投资的“国家(地区)对”样本数据。样本国家(地区)包括阿根廷、澳大利亚、奥地利、孟加拉、比利时、巴西、保加利亚、加拿大、智利、中国、哥伦比亚、捷克、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、爱尔兰、以色列、意大利、日本、韩国、卢森堡、马来西亚、马耳他、墨西哥、荷兰、新西兰、挪威、巴基斯坦、巴拿马、菲律宾、波兰、葡萄牙、俄罗斯、新加坡、斯洛伐克、南非、西班牙、瑞典、瑞士、泰国、土耳其、英国、美国、委内瑞拉。由于中国在样本区间内未实现资本市场的完全开放,在IMF的CPIS统计中没

有中国对特定经济体的两两跨境证券投资数据,因此只在跨境直接投资模型中包含中国数据。样本数据是建立在个体国家(地区)和时间(年)基础上的二维数据,分析同一年份不同“国家(地区)对”的变量和不同年份相同“国家(地区)对”变量之间的影响。因为标准最小二乘线性无偏估计需要满足残差项独立同分布的假设,否则估计会出现偏误,所以采用 Petersen 提出的二维聚类法,即对于同时具有国家效应与时间效应的面板数据,使用这两个维度的群集标准误差修正偏误,从而避免在判断变量显著性时得出错误结论^[13]。

1.被解释变量

被解释变量是跨境投资流量,包括 t 年投资方对被投资方的跨境直接投资流量(Direct)和跨境证券投资流量(Portfolio)。其中,跨境证券投资流量来源于国际货币基金组织(IMF)网站,并根据刘威和李炳的方法^[7]将跨境证券投资中的负值数据取为 0,跨境直接投资流量来源于经济合作与发展组织(OECD)官方网站,由于跨境直接投资流入量有可能为负值,不对其做对数变换。

2.解释变量

解释变量是四个维度文化距离,分别为个体主义文化距离(IDVdist)、权力文化距离(PDI dist)、不确定性规避文化距离(UAI dist)和男性气质文化距离(MAS dist)。将投资双方同维度文化指数相减并取绝对值,以体现该区间在该维度上的文化距离,由于数值存在 0 的可能性,因此对其取 $\ln(1+|Culture|)$ 。

3.控制变量

(1)法律制度变量

被投资方的“全球治理指数”(WGI)赋值区间为-2.5~2.5,得分越高,表示政府治理水平越高,数据来自世界银行。被投资方的“投资者保护指数”(IPR)赋值区间为 0~10,该指数越高表示对投资者的保护强度越高,数据来自世界银行。

(2)经济变量

被投资方的通货膨胀率(INFL)表示宏观经济稳定情况,数据来自国际货币基金组织。投资双方的市场开放度(OPEN)采用投资方每年跨境证券投资流出量、跨境直接投资流出量与 GDP 之比表示投资方在跨境证券投资、跨境直接投资上的市场开放度。相应的,用被投资方每年跨境证券投资流入量、跨境直接投资流入量与 GDP 之比表示被投资方在跨境证券投资、跨境直接投资上的市场开放度,跨境投资流量数据来自国际货币基金组织。

(3)资源特征变量

被投资方的自然资源拥有水平(RES)采用燃料在该国商品出口额中所占的百分比表示。被投资方的战略资产拥有水平(HITE)采用高科技产品出口占产成品出口额的百分比表示。被投资方的税率变量(TAX)衡量投资方的税收负担。以上数据均来自世界银行。考虑到被投资方的资源特征对跨境证券投资的影响较小,因此只将其作为跨境直接投资的控制变量之一。

四、实证检验与比较分析

(一)描述性统计

本文采用 Stata12 软件对主要变量进行描述性统计,结果见表 1。由统计结果可知,第一,从跨境直接投资和跨境证券投资两个被解释变量的均值与分位数来看,75%以上的数值均小于均值,这说明一国跨境证券投资和跨境直接投资集中于少数国家或地区,投资目标分布不均衡。第二,从作为解释变量的文化距离来看,均值最大的是不确定性规避(UAI dist_{ij}),依次是个人主义(IDV dist_{ij})、男子气概(MAS dist_{ij})、权力距离(PDI dist_{ij}),标准差最大的是男子气概(MAS dist_{ij}),依次是不确定性规避(UAI dist_{ij})、个人主义(IDV dist_{ij})、权力距离(PDI dist_{ij}),但四组文化距离的均值与标准差均不相上下,说明四组文化距离的分布较为一致,另外,四组文化维度的均值均处于中间值附近,说明四组文化距离的分布较为均匀。第三,从引力与斥力变量来看,地理距离(Gdist)分布较为均匀,均值处于中间值附近。投资国与被投资国的国内生产总值(GDP)均值较大,说明一国通常选择经济发展水平较高的国家进行投资。第四,从法律制度变量来看,全球治理指数(WGI)和投资者保护指数(IPR)均值较大,说明一国通常选择法律制度环境较好的国家进行投资。第五,从经济变量来看,通货膨胀率(INFL)分布较为均匀,均值处于中间值附近。投资双方的市场开放度(OPEN)的均值较大,说明在跨境投资时通常会选择市场开放度较高的国家进行投

资。第六,从被投资方的资源特征来看,自然资源拥有状况(RES)的均值较高,说明一国在跨境投资时通常会选择自然资源较丰富的国家进行投资。战略资产拥有水平(HITE)和税率(TAX)分布均匀,均值处于中间值附近。

表1 主要变量的描述性统计结果

变量名	样本数	均值	标准差	第一分位数	第二分位数	第三分位数
Portfolio _{ijt}	14775	19513.92	67327.98	54.81	794.62	9109.10
Direct _{ijt}	12352	748.43	4551.15	-1.71	14.0	245.45
IDVdist _{ijt}	14775	26.15	19.00	10	22	40
PDIdist _{ijt}	14775	24.81	18.20	10	22	35
UAdist _{ijt}	14775	27.12	19.28	11	24	40
MASdist _{ijt}	14775	25.82	19.59	10	22	38
Gdist _{ijt}	14775	6142.03	5091.55	1371.81	5941.59	9520.76
GDP _{ijt}	14775	1.11e+12	2.34e+12	1.74e+11	3.29e+11	1.02e+12
GDP _{ijt}	14775	1.48e+12	2.80e+12	2.35e+11	4.98e+11	1.49e+12
INFL _{ijt}	14775	2.62	3.41	1.41	2.30	3.29
OPEN _{ijt}	14775	2.09e-06	7.96e-06	9.13e-08	4.55e-07	1.01e-06
OPEN _{ijt}	14775	1.99e-06	6.56e-06	3.06e-07	6.07e-07	8.70e-07
WGI _{ijt}	14775	7.39	3.17	5.13	8.13	9.96
IPR _{ijt}	14775	6.28	2.63	5	7	8
RES _{ijt}	12352	6.83	9.46	2.52	4.37	7.46
HITE _{ijt}	12352	15.74	8.46	8.76	15.30	21.48
TAX _{ijt}	12352	44.76	12.84	34.7	45.6	52.8

(二)实证分析与比较

根据投资引力模型,采用二维聚类法对方程(1)、方程(2)、方程(3)、方程(4)进行 OLS 回归,表 2 是回归估计的结果。

表2 实证结果

	(1) Ln(Portfolio _{ijt})	(2) Direct _{ijt}	(3) Ln(Portfolio _{ijt})	(4) Direct _{ijt}
Ln(Gdist _{ijt})	-1.056***(-17.47)	-0.099***(-5.81)	-0.927***(-16.81)	-545.763***(-5.40)
Ln(GDP _{ijt})	0.930*** (19.58)	3.11e-10*** (3.33)	1.057*** (23.17)	469.842*** (4.24)
Ln(GDP _{ijt})	0.697*** (12.66)	2.54e-10*** (3.97)	0.860*** (14.54)	292.144*** (2.88)
Ln(IDVdist _{ijt})			-0.240***(-3.58)	180.762 (1.45)
Ln(PDIdist _{ijt})			-0.484***(-7.05)	-522.737***(-5.40)
Ln(UAdist _{ijt})			0.315*** (4.85)	96.210 (1.30)
Ln(MASdist _{ijt})			0.101 (1.44)	0.950 (0.01)
Ln(10+WGI _{ijt})			1.785*** (4.85)	701.550** (2.06)
Ln(1+IPR _{ijt})			0.297** (2.39)	404.752*** (3.13)
Ln(10+INFL _{ijt})			-0.089 (-0.16)	251.491*** (3.09)
Ln(1+OPEN _{ijt})			119529.4*** (18.42)	2.14e+09*** (3.66)
Ln(1+OPEN _{ijt})			106454.4*** (13.45)	1.10e+09*** (2.82)
Ln(1+RES _{ijt})				127.510 (1.31)
Ln(1+HITE _{ijt})				23.614 (0.22)
Ln(1+TAX _{ijt})				128.495 (0.42)
constant	-28.522***(-13.69)	576.65*** (4.03)	-42.518***(-12.41)	-19196.12***(-4.16)
N	14775	12352	14775	12352
Adj.R ²	0.338	0.056	0.501	0.093

注:表中数据为各自变量的回归系数,括号中的数值为 t 值,并经投资方与被投资方的两维度 Cluster 修正,*、**、*** 代表变量 P 值的取值范围,分别表示系数在 10%、5%、1% 的显著性水平下系数显著不为零。(根据伍德里奇对函数设定的论述^[4],由于在被解释变量中,对跨境证券投资取对数形式,未对跨境直接投资做对数变换,因此同一解释变量对两个被解释变量的解释方法不同。例如:方程(3)中 $\ln(1+PDIdist_{ijt})$ 变化 1%,会导致 Portfolio_{ijt} 变化 -0.484%,而在方程(4)中 $\ln(1+PDIdist_{ijt})$ 变化 1%,会导致 Direct_{ijt} 变化 -5.22737%,因此权力文化距离对前者的影响值小于后者。)对投资方与被投资方虚拟变量取固定效应,对年份虚拟变量取固定效应,省略了报告个体国家和时间年份虚拟变量的结果。

首先,方程(1)和(2)是投资双方的地理距离与 GDP 对两类跨境投资的影响结果。结果显示,投资双方的地理距离对跨境证券投资与跨境直接投资均具有显著的负效应,这一结果在方程(3)和(4)中也得到了验证,说明投资双方的地理距离的扩大会阻碍双方的资本流动。投资双方的 GDP 对跨境证券投资与跨境直接投资均具有显著的正效应,这一结果在方程(3)和(4)中也得到了验证,说明投资方或被投资方的经济发展水平的提高均有助于双方的资本流动。

其次,方程(3)和(4)是将文化距离、法律制度、经济特征与资源特征等变量引入标准引力模型中后,对两类跨境投资的影响效果。结果显示,个人主义文化距离、权力文化距离均对跨境证券投资具有显著的负效应,不确定性规避文化距离对跨境证券投资具有显著的正效应,男性气质文化距离对跨境证券投资具有正向影响但不显著。权力文化距离对跨境直接投资具有显著的负效应,个人主义文化距离、不确定性规避文化距离、男性气质文化距离均对跨境直接投资具有正向影响但不显著。因此,权力文化距离对两类跨境投资均具有显著的负效应,且对跨境直接投资的影响大于跨境证券投资。

最后,在法律制度变量中,全球治理指数与投资者保护指数对两类跨境投资均具有显著的正效应,说明一国在跨境投资时通常选择法律制度健全、治理水平高的国家或地区进行投资。在经济特征变量中,通货膨胀率对跨境证券投资具有负向影响但不显著,对跨境直接投资具有显著的正效应,市场开放度对两类跨境投资均具有显著的正效应,说明一国在跨境投资时通常选择市场开放度高的国家或地区进行投资。在资源特征变量中,自然资源拥有水平、战略资产拥有水平、被投资方的税率均对跨境直接投资具有正向影响但不显著,说明被投资方的资源特征不再是跨境直接投资的主要影响因素。

(三)稳健性检验

鉴于样本国家或地区经济发展水平相异,文化距离对两类跨境投资的影响会存在些许差异,因此进行稳健性检验。将样本中的非 OECD 国家剔除掉,只对 OECD 国家进行实证分析,检验文化距离对两类跨境投资的影响是否仍然显著。

缩小样本后的回归结果如表 3 所示。结果表明,个人主义文化距离与权力文化距离对跨境证券投资具有显著的负效应,不确定性规避文化距离与男性气质文化距离对跨境证券投资具有显著的正效应。权力文化距离仍然对跨境直接投资具有显著的负效应,男性气质文化距离对跨境证券投资具有负向影响但不显著,个人主义文化距离与不确定性规避文化距离对跨境直接投资具有正向影响但不显著。投资双方的地理距离与 GDP 对两类跨境投资的影响仍然显著。

表3 缩小样本的稳健性检验结果

	(1)Ln(Portfolio _{ijt})	(2)Direct _{ijt}
Ln(Gdist _{ijt})	-0.793***(-15.34)	-655.858***(-5.03)
Ln(GDP _{ijt})	1.366*** (30.40)	766.715*** (4.27)
Ln(GDP _{ijt})	1.023*** (17.70)	399.065*** (2.80)
Ln(IDVdist _{ijt})	-0.198***(-2.79)	185.897(1.18)
Ln(PDI _{ijt})	-0.361***(-4.52)	-642.076***(-2.46)
Ln(UAIdist _{ijt})	0.259*** (3.68)	224.270(1.63)
Ln(MASdist _{ijt})	0.147** (2.06)	-0.690(0.01)
Ln(10+WGI _{ijt})	1.532*** (4.28)	428.277(0.89)
Ln(1+IPR _{ijt})	0.242*(1.92)	584.151*** (3.68)
Ln(10+INFL _{ijt})	-0.461(-0.82)	169.464(0.89)
Ln(1+OPEN _{ijt})	123273.5*** (20.46)	2.56e+09*** (4.15)
Ln(1+OPEN _{ijt})	114333.1*** (12.61)	1.60e+09*** (2.95)
Ln(1+RES _{ijt})		134.954(1.01)
Ln(1+HITE _{ijt})		16.302(0.11)
Ln(1+TAX _{ijt})		320.496(0.71)
constant	-54.749***(-16.5)	-29589.53***(-4.24)
N	10710	8632
Adj.R ²	0.588	0.114

五、结论与建议

通过对文化维度的解读,以及文化距离和跨境投资之间内在作用机制的实证检验,发现权力文化距离对跨境证券投资和跨境直接投资均有显著的负效应,且对跨境直接投资的影响大于跨境证券投资。因此,目标设定和价值取向的趋同是资本投资的前提,进行文化距离的选择是跨境投资的重要因素。由上述分析和实证检验结果得出如下结论和启示。

第一,个人主义文化距离对跨境证券投资始终具有显著的负效应,说明个人主义文化距离的增大会阻碍资本的双向流动。权力文化距离对跨境投资的影响始终显著为负,说明投资双方文化距离的增加有可能阻碍资本流动。

由此可见,文化认同是资本转移的前提基础,在选择贸易伙伴国时不仅要考虑所处的地理区域,而且还要充分评估它们所处的文化族群差异^[5]。为了有效地推进跨境投资建设,需要缩小个人主义文化距离,既有助于吸引外资流入,也有利于本国对外投资。若要加强经济交往,需增强相互之间的文化交流。政府应在教育、科技等方面举办交流活动,同时扩大民间的文化交融,通过文化交流扩大文化软环境对跨境投资的正面推动影响。跨境投资各方的文化价值观不同易产生冲突而影响投资的推进,而趋同的文化价值观有利于跨境投资,从而实现各国和地区的合作。

第二,投资双方地理距离的扩大会阻碍双方的资本流动,这为“一带一路”的基础设施发展提供了建设基石。中国对外直接投资促进沿线国家经济增长的效应约有30%是通过完善沿线国家的基础设施水平来实现的。基础设施的推进可以借助于亚投行的支持,因为亚投行同样是中国提议筹建的多边开发机构,且以基础设施为重点,所以以亚投行为支点,以“一带一路”连线覆盖成面,有效推进基础设施建设,尤其是交通运输的投资建设。交通运输的发展能够有效缩短地理距离,提供合作发展的基础,从而推动了沿线国家和地区的资本流动和投资。中国铁路总公司表示,随着中欧班列的成功开行,2018年中欧班列累计开行数量达到1000列,同比增长75%,形成了贯穿亚欧大陆东部和西部的交通长廊,就是地理距离缩短的体现。地理距离的缩短在推动跨境投资的同时,会拉动各国和地区的经济增长,资本流动规模进一步扩大,形成沿线国家和地区的共同繁荣,由此形成发展的良性循环。

第三,四个维度的文化距离对跨境直接投资影响值的绝对值均大于对跨境证券投资影响值的绝对值,说明相对跨境证券投资,文化距离对跨境直接投资的影响程度更大。因为直接投资是以被投资国的经营管理权为核心,无论是合资还是合作等方式都需要各方深度的协作,在此过程中文化等价值观念的趋同影响最终的协议达成。随着对外开放的持续推进,文化距离的作用效果将日益凸显,不仅能够推动直接投资的规模攀升,而且价值认知趋同有助于直接投资的双方融合、生产实现和利益获得,因此在直接投资的过程中,应伴以文化等价值传播,强调不同参与者的趋同利益。虽然文化距离对跨境证券投资的影响不及跨境直接投资,但是同样具有作用效果。从文化角度推广跨境投资,能够保障跨境投资的顺利实施。

第四,在经济因素中,证券市场的市场开放度对跨境证券投资始终具有显著的正效应,直接投资市场的市场开放度始终对跨境直接投资具有显著的正效应。说明一个国家和地区的开放程度越大,对境外资本的流动持积极态度,会吸引外资流入。中国资本市场的双向开放将会持续吸引跨境投资并扩大对外投资,十九大再次强调“中国开放的大门不会关闭,只会越开越大”。中国应逐步扩大证券市场的开放程度,通过资本市场的双向开放保障实体企业的跨境投资和合作,使得跨国合作核心内容,即政策、设施、贸易等方面的沟通得以顺利实现。开放程度的扩大相伴随的是风险,因此在扩大跨境投资尤其是跨境证券投资的同时,需加强金融风险防控,针对不同国家和地区特点构建风险指标预警体系,根据风险监控数据甄别正常、低风险、中度风险和高风险的风险状态,并在不同风险状态下采取针对性的风险控制措施。

参考文献

- [1] HOFSTEDE G. Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values[M]. Beverly Hills, CA: Sage, 1980.
- [2] GUIO L. Cultural Biases in Economic Exchange? [J]. The Quarterly Journal of Economics, 2009, 124(3): 1095-1131.
- [3] BEUGELSDIJK S., FRIJNS B.A. Cultural Explanation of the Foreign Bias in International Asset Allocation[J]. Journal of Banking and Finance, 2010(9): 2121-2131.
- [4] NGUYEN N.H., TRUONG C. The Information Content of Stock Markets Around the World: A Cultural Explanation [J]. Journal of Institutional Financial Markets, Institutions & Money, 2013, 26(2): 1-29.
- [5] JOHANSON J., VAHLNE J.E. The Internationalization Process of the Firm: A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments[J]. Journal of International Business Studies, 1977, 8(1): 25-31.
- [6] FLORES R.G., AGUILERA R.V. Globalization and Location Choice: An Analysis of US Multinational Firms in 1980 and 2000[J]. Journal of International Business Studies, 2007, 38(7): 1187-1210.
- [7] 刘威, 李炳. 文化距离与跨境证券投资选择: 影响及比较[J]. 国际金融研究, 2016(3): 72-83.
- [8] 葛京, 王良. 基于文化种群归类的中国企业出口对FDI带动效应研究[J]. 管理学报, 2010(1): 131-137.
- [9] 殷华方, 鲁明泓. 文化距离和国际直接投资流向S型曲线假说[J]. 南方经济, 2011(1): 26-38.
- [10] 祁春凌, 邹超. 东道国制度质量、制度距离与中国的对外直接投资区位[J]. 当代财经, 2013(7): 100-110.
- [11] 王根蓓. 区位优势及双边贸易-文化-政治关联度与中国对外直接投资——基于引力模型与流量面板数据的实证分析[J]. 经济与管理研究, 2013(4): 36-44.
- [12] 刘海平, 宋一弘, 魏玮. 要素禀赋、制度特征与FDI流动——基于投资引力模型的实证分析[J]. 国际商务, 2014(4): 44-52.
- [13] PETERSEN M.A. Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches [J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(1): 435-480.
- [14] 杰弗里·M·伍德里奇. 计量经济学导论[M]. 北京: 中国人民大学出版社.
- [15] 田晖. 国家文化距离对中国进出口贸易影响的区域差异[J]. 经济地理, 2015(2): 22-29.

[责任编辑: 粟红蕾]