

doi: 10.15936/j.cnki.1008-3758.2018.04.005

心理距离与对外证券投资选择

——基于跨国数据的经验研究

杨 达, 刘洪钟

(辽宁大学 国际关系学院, 辽宁 沈阳 110136)

摘 要: 明晰对外证券投资选择的影响因素, 不仅有助于投资者更好地进行对外证券投资, 同时也有助于一国有效地吸引境外资本。在理论阐释心理距离对于对外证券投资选择影响机制的基础上, 借助改进后的引力模型, 运用国别数据实证检验心理距离及其各维度构成要素对于两类对外证券投资选择的影响。实证研究结果表明: 心理距离或心理距离各构成要素对两类对外证券投资都具有显著的负向影响, 且对于对外债券投资的负向影响强于对于对外股权投资的负向影响; 同时, 资金目标国的企业会计质量、金融服务效率、投资者保护力度等对两类证券对外证券投资则具有显著的正向影响。

关 键 词: 对外证券投资; 心理距离; 本土化偏差; 认知与决策偏好; 引力模型

中图分类号: F 831

文献标志码: A

文章编号: 1008-3758(2018)04-0358-08

Psychic Distance and Foreign Portfolio Investment

—— An Empirical Research Based on Cross-Country Data

YANG Da, LIU Hong-zhong

(School of International Studies, Liaoning University, Shenyang 110136, China)

Abstract: Clarifying the factors affecting the choice of foreign portfolio investment will not only help investors to better invest in foreign securities, but also help a country to effectively attract foreign capital. Based on the theoretical explanation of the psychic distance affecting the choice of foreign portfolio investment, the improved gravity model of foreign portfolio investment and the application of cross-country data, the paper empirically examines the influence of psychic distance and its dimensions on the two types of foreign portfolio investment, namely, foreign equity investment and foreign bond investment. The empirical results show that psychic distance or psychic distance components have a significant negative impact on the two types of foreign portfolio investment. And the degree of negative impact on foreign bond investment is stronger than the negative impact on foreign equity investment. At the same time, the quality of accounting, the efficiency of financial services and the degree of investor protection have a significant positive impact on the two types of foreign portfolio investment.

Key words: foreign portfolio investment; psychic distance; home bias; cognition and decision preference; gravity model

逐渐推进资本项目开放, 是构建开放型经济新体制的内在要求, 也是中国融入经济金融全球

化的重要举措。党的十八届三中全会明确提出, 扩大金融业对内对外开放, 推动资本市场双向开

收稿日期: 2018-02-25

基金项目: 国家社会科学基金青年资助项目(15CJY082)。

作者简介: 杨 达(1984-), 女, 辽宁沈阳人, 辽宁大学讲师, 博士后研究人员, 主要从事世界经济和中国宏观经济问题研究;
刘洪钟(1970-), 男, 湖北武汉人, 辽宁大学教授, 博士生导师, 主要从事世界经济和东亚问题研究。

放,有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度,加快实现人民币资本项目可兑换,这为中国进行对外证券投资和吸引境外资本提供了新的发展机遇。20世纪90年代以来的国际市场,国际证券投资与国际直接投资的总规模均保持稳步增长,但国际证券投资无论在总规模上还是增长速度上都高于国际直接投资,并且,二者的增速均明显高于全球贸易的增速。然而,长期以来中国资本项目的管制,一方面,妨碍了国内机构和个人的国际多元化投资选择;另一方面,阻止了境外资本向中国流入,减少了中国国内市场的可用资金。这同时也导致了国内学者关于对外证券投资选择影响因素的研究明显滞后于关于国际贸易与对外直接投资的相关研究。伴随中国资本项目的逐步开放,急需针对对外证券投资进行深入研究,从而为中国投资者的对外证券投资选择提供指导,同时,也为中国如何有效地吸引境外资本、防止资本外逃提供科学依据和政策引导。

一、国内外研究动态及评述

国外学术界关于对外证券投资选择影响因素的研究起步较早,且形成了相当丰富的研究成果。研究者们提出了多种理论与假说,主流的阐释可以归结为对冲动机^[1-2]及由制度壁垒^[3-4]和信息不对称^[5]产生的交易成本效应。同时,众多国外学者借助于引力模型,针对对外证券投资选择的影响因素进行了细致的考察。早期研究认为,国家间的地理距离、股票市场和债券市场发展程度及其差异,以及税率、企业会计信息质量、国家风险等方面的差异都会对投资者的对外证券投资选择产生显著影响。然而,与国际贸易领域中“丢失的贸易”问题(“missing trade” problem)^[6]相似的,证券投资领域中“本土化偏差”谜题^[7]警示研究者们既有的理论阐释和实证结论仍存在疏漏。

后续的研究更大范围地搜寻潜在影响因素,其中,最重要的突破是认识到心理距离的作用,正如 Solnik(2006)^[8]指出的,以往研究集中关注理性解释,也许并没能把握到事物的本质,相对而言,由于投资者的心理特征很少发生激变,行为视角的解释更符合事物本身变化的规律。1970年,Uppsala大学的研究者首次给出了心理距离的正式定义,即阻止或扰乱企业决策者与市场间信息流动的因素之和,这些因素包括语言、文化、宗教

信仰、政治制度、教育程度等方面的差异,并将其视为心理距离的维度^[9]。然而,其后的相关研究进展十分缓慢,直至最近20年,得益于行为金融学的发展、全球调研项目的成果^[10-11],以及计量方法的发展,经验研究能够将心理距离作为解释变量引入引力模型中,实证检验心理距离对贸易流向、国际直接投资区位选择和跨国公司进入模式等国际经贸决策问题的影响^[12-14]。

研读相关文章,我们发现以下三个问题:第一,绝大多数研究都将心理距离对国际经贸决策的影响机制纳入到交易成本效应,缺乏深入的理论分析。第二,绝大多数研究都混淆了心理距离与文化距离的内涵与使用,即在理论分析部分,都是使用内涵更宽泛的心理距离来分析其对国际经贸决策的影响,但在随后的经验研究部分,则偷换成文化距离的指标变量。经验分析中使用的文化距离只是心理距离的构成要素之一,这种以偏概全的替代是极易造成实证模型遗漏变量的问题,并且,这种错误的变量替代也偏离于探寻潜在因素的研究初衷。即使有部分研究使用虚拟变量,但只能反映两国间是否拥有相同的语言或宗教信仰,而无法更科学地衡量不同国家间在语言和宗教信仰等方面的差异化程度,也无法衡量国家间差异的方向性,以及差异随时间变化的动态演变特征。第三,相关实证分析多限于实体经济领域,还没有关于心理距离作用于对外证券投资选择的实证研究。基于中国经济发展现实的需要和国内外已有研究的不足,本文尝试分析、梳理心理距离作用于对外证券投资选择的理论机制。在此基础上,利用 Dow & Karunaratna(2006)与 IMF 的 CPIS 数据服务中心提供的心理距离及其各维度构成要素与对外证券投资的国别数据,借助改进后的对外证券投资引力模型实证检验心理距离对于对外证券投资的影响,并且,利用经验分析的结论总结出心理距离作用于对外证券投资的一些规律与对中国的政策启示。

二、心理距离作用于对外证券投资选择的机制分析

随着经济金融全球化与国际市场的开放,直接壁垒,如国际贸易中的关税和非关税壁垒或对外证券投资中的资本管制强度等,对国际经贸的影响逐渐减小,对许多国家而言,调整余地也越来越小(Anderson, 2002)^[15];同时,伴随交通运输

与信息技术的高速发展,地理距离与时区差异对国际贸易与投资的影响也在不断降低(Aggarwal et al., 2012)^[16]。然而由语言、文化、宗教信仰、政治制度、受教育程度等多方面差异构成的心理距离作为决策者必须面对的隐性成本,对国际经贸的影响日益凸显。本文尝试从交易成本机制和认知与决策偏好机制两个渠道对心理距离作用于对外证券投资选择的机理进行分析。

1. 交易成本机制

主流的国际经济学和金融学理论假设代表性个人是拥有完全信息的、理性的、具有相同信念和偏好的,但在对外证券投资选择的实践中则不尽然。当投资者有意愿进行对外证券投资时,投资者首先需要对目标国公司的盈利能力与盈利前景进行甄别。投资者最主要的信息来源是各个公司对外公布的财务信息,客观而言,这些财务信息会受到特定国家会计准则、披露要求与监管环境的影响,造成不同国家财务信息质量与可信度的差异,从而对境外投资者造成额外的交易成本。但这只是交易成本来源的一个方面,从主观上讲,国家间语言、文化、宗教信仰等因素的差异也会对境外投资者理解财务信息产生负面影响,同时也会加大境外投资者判断财务信息质量的难度,这些同样会对境外投资者造成额外的交易成本。这些额外的交易成本必须由投资者来承担。同时,投资者在现实操作中会对目标国的法律及其执行强度,以及社会习俗等进行考察,因为法律及其执行强度会影响公司对外公布的财务信息的可信度,同时也会影响目标国对于纠纷等问题的态度与处理。无论是契约还是法律,都很难做到囊括所有突发事件,即它们本身不可避免地具有不完全性,因而投资者习惯于,也不得不依赖于目标国的社会习俗、伦理道德和习惯做法等进行判断。在这一过程中,投资者在本国进行证券投资的经验与对某个特定国家进行对外证券投资的经历都发挥着比较重要的作用,目标国与投资者的母国在文化、宗教信仰、政治制度、受教育程度等方面的差异,会加大投资者判断失误的风险,甚至在某个国家进行对外证券投资失败的经历会使投资者未来避开这个国家以致错失某些好的投资机会。因此,我们认为心理距离会通过交

易成本机制影响对外证券投资选择,并且,会造成国际证券投资的非效率均衡。

2. 认知和决策偏好机制

决策者利用心理距离对信息的质量与可信度进行判断,以及将其作为对契约不完全性的补充判断仍然是一种理性的选择,没有超出经典理论理性人假设的分析框架,但事实上,决策者的感知和决策本身可能是一种非理性行为。经过心理学和行为学科的多年研究,研究者们几乎可以确定在个体信念形成的过程中,人们受到许多不同心理因素的影响,并不能总按完美的贝叶斯法则进行认识与思考,在进行证券投资选择的时候更是如此(Aggarwal et al., 2012)。心理学的研究表明人们通常不喜欢生疏的环境,原因是他们感觉到无法估计不确定事物的概率分布;此外,人们喜欢熟悉的环境,因为熟悉的环境使他们认为自己处于一个比其他人更有利的位置^[17]。例如,对于使用相同语言或具有相同或相近文化、宗教信仰、政治制度、受教育程度的国家,投资者会有一种“熟悉感”,这种熟悉感使得他们觉得自己看到了一些别人没有掌握的信息,即行为金融学所界定的主观信息优势。这种主观信息优势会进一步使得投资者形成一种不合理的乐观信念,对他们认为熟悉的国家进行证券投资时会有更高的收益预期和更低的风险预期。那么,即使投资者仍是本着逐利动机,按均值一方差的原则尽量在投资过程中最大化自己的收益,但由于存在不合理的乐观信念,投资者自然会被诱导买入来自他们熟悉国家的证券,有可能作出有偏于理论假设的投资组合选择。此外,Heath & Tversky(1991)指出,人们根据自己的判断采取行动的意愿取决于他们的“主观能力”,当感觉到自己拥有主观信息优势时,投资者便更愿意按自己的判断下注,甚至对自己的判断表现出过分的自信。至此,我们厘清了认知和决策偏好机制的传导过程:熟悉感→主观信息优势→不合理乐观→对外证券投资选择。同时,我们认为心理距离也会通过认知与决策偏好机制影响对外证券投资选择^①,并且,会造成国际证券投资的非效率均衡。

① 运用行为金融学理论阐释这一传导机制的起点是投资者的熟悉感,然而熟悉感本身是一个抽象的定义,在相关实证分析中,学者们首先尝试使用地理距离作为其量化指标(Huberman, 2001; Ackert et al., 2001),但广受诟病;其后学者们尝试使用共同文化(Grinblatt 和 Keloharju, 2001)、共同语言(Chan et al., 2005)等作为其量化指标。我们认为,包含多维度的心理距离是更合适的量化指标,或者可以这样理解,心理距离与熟悉感是同一事物的正反两面。

三、心理距离影响对外证券投资选择的实证检验

本文采用目前研究国际经贸行为及其影响因素最常用的引力模型,并且,考虑到对外证券投资的“虚拟性”特征,我们在经典引力模型中加入两国的金融市场规模变量,与两国的国内生产总值一同作为引力变量用心理距离或其构成要素与地理距离一同作为斥力变量,同时,加入税率、企业会计信息质量、金融服务效率、投资者保护力度和国家风险作为其他控制变量^[18-19]。

1. 变量选取与数据来源

(1) 被解释变量

本文将被解释变量设定为对外证券投资比重($RFI_{ij,t}$),即 t 年资金来源国 i (投资者母国)对资金目标国 j 的证券投资额占其当年对外证券投资总额的比重,其数值变化能够反映一国投资者对外证券投资的区位选择变化。同时,考虑到不同类型的证券投资所受影响可能不同,将被解释变量进一步细分为对外股权投资比重($REI_{ij,t}$)和对外债券投资比重($RDB_{ij,t}$),并对变量取自然对数。基础数据来自于国际货币基金组织(International Monetary Fund)网站上 Coordinated Portfolio Investment Survey 发布的“2001—2012 年国家(地区)对目标国家(地区)进行对外证券投资的绝对资产额”,我们首先利用 SAS 9.2 软件对上述数据进行整理,得到 2001—2012 年 44 个国家 17 300 组对外股权投资和 17 180 组对外证券投资额的“国家对”数据集,在此基础上,计算得到被解释变量的值,并且,将其中的负值数据取为 0,根据伍德里奇(2010)给出的处理方法,将变量进一步变形为 $\ln(1 + |available|)$ 。

(2) 核心解释变量

本文的核心解释变量是心理距离($PSD_{ij,t}$)和其构成要素:语言差异($LAD_{ij,t}$)、文化差异($CUD_{ij,t}$)、宗教信仰差异($RED_{ij,t}$)、教育程度差异($EDD_{ij,t}$)和政治体系差异($POD_{ij,t}$),选择 Dow & Karunaratna (2006) 的衡量指标和数据。在

Dow & Karunaratna(2006)构造的指标中,文化差异的基础数据来自于 Hofstede(2001),并运用 Kought & Singh(1998)^[20]提出的指数构造方法(简称 KSI 法)构造文化差异变量:

$$CUD_{ij} = \sum_{k=1}^5 (CUD_{ij,k}^2 / CDV_{ij,k}) / 5 \quad (1)$$

其中, CUD_{ij} 表示国家 i 与国家 j 之间的文化差异, $CUD_{ij,k}$ 表示国家 i 与国家 j 在 Hofstede (2001)文化距离指标中第 k 个维度的差异值^①, $CDV_{ij,k}$ 表示第 k 个维度差异值的方差。

除文化差异以外的其他四个维度的差异,Dow & Karunaratna(2006)分别构建了各自的指标体系,并对 120 个国家 14 280 个“国家对”的子指标进行赋值,进而通过验证性因子分析法得到 120 个国家两两国家间心理距离相应维度的差异值^②。

基于心理距离五个维度的差异值,我们借鉴綦建红等(2012)^[21]和刘洪铎等(2016)^[22]的处理方法,对 KSI 法进行改进,构建心理距离指标:

$$PSD_{ij,t} = \sum_{k=1}^5 (PSD_{ij,k}^2 / PDV_{ij,k}) / 5 + 1 / T_{ij,t} \quad (2)$$

其中, $PSD_{ij,t}$ 表示 t 年国家 i 与国家 j 之间的心理距离; $PSD_{ij,k}$ 表示国家 i 与国家 j 之间的心理距离在第 k 个维度上的差异值; $PDV_{ij,k}$ 是心理距离第 k 个维度差异值的方差; $T_{ij,t}$ 表示国家 i 与国家 j 在 t 年时已建交的年数,通过加入 $1/T_{ij,t}$ 改进 KSI 法能够刻画出国家 i 与国家 j 之间的心理距离随着建交时间的延长而缩小且呈递减速度缩小的变化情况^③。

(3) 其他控制变量

本文模型包含如下控制变量:①资金来源国和资金目标国的 GDP 增长率(grg_{it} 与 grg_{jt}),数据来自于《世界银行发展指数》。②资金来源国和目标国的金融市场规模,具体选择双方为以美元计的股票市场规模(sts_{it} 与 sts_{jt})和债券市场规模(bos_{it} 与 bos_{jt}),数据分别来自世界证券交易所联合会(World Federation of Exchanges)和国际清

① 文化距离的五个维度分别是:权力距离、个人主义、长期/短期倾向、不确定性的规避、男性气质/女性气质。
② 心理距离各维度的子指标和子指标得分可见于 <https://sites.google.com/site/ddowresearch/home/scales>,或向作者索要。
③ 这样处理还有另一个作用,由后面的检验可知,本文采用的是固定效应面板数据模型,若变量数据在不同年份均相同,则该变量将在软件运行过程中被自动略掉。因而,出于同样的原因,在心理距离各维度差异被直接引入模型中时,也对其进行相似的处理,其中,对文化差异的处理方法相同,其余四个维度乘以 $1/T_{ij,t}$ 。

算银行(Bank for International Settlements)网站,单位均为亿美元。③地理距离($\text{pwd}_{ij,t}$),通常采用两国首都间的距离来衡量,本文选用法国CEPII数据库提供的加权距离,即两个国家最大城市间的加权距离(DIST)来衡量,城市间的加权距离是用该城市的人口占总人口的比重来加权。④被解释变量的滞后值($\text{RFI}_{ij,t-L}$ 与 $\text{REI}_{ij,t-L}$),考虑到对外证券投资等国际经贸行为通常具有惯性特征,同时,也为了控制潜在的内生性问题,模型中引入被解释变量的滞后值作为解释变量^①,并对其进行与被解释变量相同的变形处理。⑤资金目标国的税率(tbi_{jt}),选择资金目标国企业所得税税率,用以反映对外证券投资的税收负担。数据来自于沃顿研究数据服务中心(Wharton Research Data Services)网站。⑥资金目标国的企业会计信息质量(acq_{jt}),选择 Bushman et al. (2004)的企业会计信息质量综合指数(corporate accounting quality),这是一个能够全面披露企业提供会计信息质量和频次的指数,根据企业年度等定期与不定期公布的财务数据情况评分、测算得来。数据来自于 Bushman et al. (2004)。⑦资金目标国的金融服务效率(ava_{jt}),选择金融服务可供性和金融服务便捷性两个指标,数据来自于《全球竞争力报告》。⑧资金目标国的投资者保护力度(inp_{jt}),选择 Djankov & La Porta (2008)的交易者保护指数(investor protection index),这一指数能综合反映交易透明度与股东起诉官员和董事不当行为的能力,数据来自于 Djankov & La Porta (2008)。⑨资金目标国的国家风险(prs_{jt}),选择 PRS 风险指数,该指数由经济金融风险和政治风险综合而成,数据来自于政治风险服务中心(Political Risk Services)网站。

2. 样本与模型估计方法

本文的实证研究以如下 45 个国家和地区为样本,分别是:美国、英国、意大利、德国、日本、加拿大、法国、澳大利亚、韩国、新加坡、中国香港、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、丹麦、以色列、奥地利、希腊、荷兰、比利时、爱尔兰、葡萄牙、爱沙尼亚、芬兰、西班牙、卢森堡、马耳他、印度、印度尼西亚、马来西亚、泰国、菲律宾、巴基斯坦、南非、阿根廷、智利、哥伦比亚、巴西、匈牙利、保加利亚、波兰、土耳其、墨西哥和乌拉圭。由于中国目前尚处于资本

项目开放的改革进程中,在 IMF 的 CPIS 数据中没有包括中国与其他国家(地区)两两进行对外股权投资或对外债券投资的数据;只报告了中国香港的相关数据,但由于中国香港缺失心理距离数据,因此本文实证分析并没有将中国内地或中国香港列入国家(地区)样本。

根据本文的研究目的和可得数据,我们采用 GMM 估计方法对所建立的动态面板数据模型进行估计。

3. 实证结果与分析

为保证实证检验的准确性与合理性,在进行模型估计之前,作如下检验:首先,考虑到不同程度的多重共线性问题可能导致回归结果的解释力降低或产生偏误,因而利用方差膨胀因子(VIF)法对模型进行多重共线性检验,结果如表 1 所示,不存在多重共线性问题;其次,考虑到面板数据模型对样本数据的方差极为敏感,以及面板自相关问题存在的可能性,对模型进行面板异方差和面板自相关检验,结果表明不存在上述两个问题;再次, Hausman 检验结果表明应选择固定效应面板数据模型进行估计,同时,固定效应模型能够捕捉到一些对于对外证券投资区位选择具有潜在重要影响且不随时间变化的因素,如是否为邻国、是否在同一时区等,因此,选择固定效应估计,估计结果见表 1。

从表 1 所示的回归结果可以看出:首先,关于核心解释变量的回归结果,心理距离或心理距离各构成要素对应系数的估计结果都显著为负,说明其对两种类型的对外证券投资都具有显著的负向影响,即投资者更倾向于对与母国间心理距离小的国家进行对外证券投资,并且,心理距离对于对外债券投资的负向影响强于对于对外股权投资的负向影响,一个合理的解释是债券投资者对风险的容忍度更低^[21],或者说股票投资者的投资行为比债券投资者的行为更成熟。此外,心理距离各构成要素对两类对外证券投资的负向影响按程度强弱依次为语言差异、宗教信仰差异、教育程度差异、文化差异和政治体系差异。其次,关于其他解释变量。第一,资金来源国和资金目标国的

① 下脚标中 L 表示滞后期,与格兰杰因果关系检验所有之后变量的联合显著性略有不同的是,由于现有技术的限制,本文只考虑单一滞后项,但与格兰杰因果关系检验的本质思想是一致的(Chinn 和 Ito, 2006; 陈中飞等, 2017)。与此同时,本文尝试了不同的滞后期限,以确保估计结果的稳健性。

GDP 增长率对两种类型的对外证券投资均具有显著的正效应,说明国家的经济发展既能够促进投资者进行对外证券投资,同时也有利于吸引境外资金。第二,资金目标国的股市规模和债市规模分别对相应类型的对外证券投资产生显著的正效应,且不同类型的金融市场规模对于对应类型的对外证券投资所产生的影响程度十分接近。与之相比,资金来源国两种类型的金融市场规模虽也对两类对外证券投资具有显著的影响,但与我们从对外直接投资中积累的常规认识所不同的是,资金来源国的金融市场规模对于对外证券投资并非产生引力效应,而是起到排斥作用,且国内债券市场规模对于对外债券投资产生的影响程度强于国内股票市场规模对于对外股权投资产生的影响程度。一个合理的解释是因为投资者在进行证券投资时往往具有规避风险的本能反应,因而

本国金融市场规模越大,越可能吸引投资者在本国进行证券投资,从而减少对外证券投资,并且,也从一个侧面印证了债券投资者可能对风险的承受能力更低,因而本国债券市场规模对于对外债券投资的负效应更强。第三,地理距离的系数估计值显著为负,说明就目前的情况而言,地理距离仍然对于对外证券投资具有斥力效应,但从估计结果的绝对值大小来看,其影响程度明显弱于心理距离的影响。第四,被解释变量滞后值的估计系数显著为正,说明两种类型的对外证券投资具有惯性特征。第五,资金目标国的税率和国家风险对两类对外证券投资具有显著的负向效应;资金目标国的企业会计信息质量、金融服务效率和投资者保护力度对两类对外证券投资具有显著的正向效应。这与我们的预期和常规认识是一致的。

表 1 基础模型的实证结果^①

变量	ln(1+ REI _{ij,t})				ln(1+ RDB _{ij,t})			
	(1)	VIF 值	(2)	VIF 值	(3)	VIF 值	(4)	VIF 值
ln(grg _{it})	0.072**	1.975	0.077**	1.969	0.093**	1.983	0.097**	1.981
ln(grg _{jt})	0.078**	2.176	0.081**	2.158	0.097**	2.231	0.105**	2.229
ln(sts _{it})	-0.012***	2.152	-0.009***	2.073				
ln(sts _{jt})	0.096**	2.109	0.065**	2.006				
ln(bos _{it})					-0.187***	1.963	-0.142***	1.605
ln(bos _{jt})					0.105***	1.712	0.093**	1.357
PSD _{ij,t}	-0.297***	1.872			-0.343***	2.005		
LAD _{ij,t}			-0.108***	2.185			-0.125***	2.531
CUD _{ij,t}			-0.039**	1.976			-0.046**	1.987
RED _{ij,t}			-0.074***	3.028			-0.085***	2.971
EDD _{ij,t}			-0.051*	1.394			-0.059*	1.960
POD _{ij,t}			-0.022**	1.074			-0.026**	1.872
pwd _{ij,t}	-0.069*	2.239	-0.053*	2.006	-0.080*	2.605	-0.072**	2.059
ln(1+ REI _{ij,t-1})	0.091*	3.013	0.097*	3.006				
ln(1+ RDB _{ij,t-1})					0.107**	3.392	0.112**	3.017
tbi _{jt}	-0.266***	1.552	-0.324***	1.051	-0.207***	1.353	-0.263***	1.432
acq _{jt}	0.259***	2.003	0.282***	2.196	0.159***	1.873	0.171***	1.965
ava _{jt}	0.117**	2.012	0.103*	2.053	0.149*	2.006	0.113**	1.997
inp _{jt}	0.085**	1.557	0.064**	1.608	0.091*	1.923	0.079**	1.862
prs _{jt}	-0.169***	1.402	-0.213**	1.037	-0.203***	1.985	-0.262***	1.116
R ²	0.597		0.591		0.629		0.621	

注：① 列(1)、(2)、(3)、(4)中的数据为各自变量的回归系数；② ***、**、* 分别代表在 1%、5% 和 10% 显著性水平上显著

四、结论与政策启示

对对外证券产品的消费者即证券投资者的选

择行为及其影响因素进行研究,是探析证券市场有效性的重要途径之一^[24],尤其是在中国大力推进资本市场双向开放的进程中,探究对外证券投资选择的影响因素对未来指导中国投资者进行对外证券投资,以及有效吸引境外资本、防止资本外

① 在基础模型回归分析的基础上,本文通过分国家样本、移动回归和替换变量等方法对实证模型结论的稳健性进行验证。稳健性检验结果表明基础模型的回归结果是稳健的。由于篇幅限制,未给出稳健性检验的具体结果,如有需要可向作者索要。

逃至关重要。

本文基于心理距离的视角,对其作用于对外证券投资选择的机制进行分析梳理,并在此基础上利用国别数据进行实证检验。基于跨国数据的经验分析可以得到如下结论:第一,心理距离对于对外股权投资和对外债券投资两类对外证券投资具有显著的负向效应,且对于后者的负向效应强于对于前者的,说明与对外股权投资行为相比,对外债券投资行为更成熟。在发达国家与发展中国家的分样本回归中,发展中国家的证券投资者更倾向于受到国家间心理距离的负向影响,说明发展中国家投资者的投资行为不如发达国家投资者的投资行为成熟,也更可能因此错失性价比更高的投资机会。第二,心理距离各维度的构成要素,即语言差异、文化差异、宗教信仰差异、教育程度差异和政治体系差异对于两类对外证券投资都具有显著的负向影响;按影响程度由强到弱依次是语言差异、宗教信仰差异、教育程度差异、文化差异和政治体系差异。同时,心理距离各构成要素对于对外债券投资的负效应强于对于对外股权投资的负效应,对于发展中经济体的负向影响强于对于发达经济体的负向影响。理论层面,这一结论说明现有研究在分析国际经贸行为时用文化距离替代心理距离的处理方法是错误的;现实层面,这一结论说明投资者在进行对外证券投资时可以通过缩小国与国之间在上述方面的差异,或者通过增进相互之间在上述方面的了解和理解,从而减缓心理距离对于对外证券投资的负向效应,进而更理性地进行对外证券投资选择。第三,由于对外证券投资具有虚拟性特征,我们在改进引力模型时加入了描述两国金融市场规模的变量,对于两类对外证券投资,资金目标国相应的两类金融市场规模均具有显著的正向效应,但资金来源国的两类金融市场规模具有显著的负向效应。本国金融市场规模的作用效果与我们在对外直接投资研究中积累的常规认识截然不同,一种合理的解释是因为投资者在进行证券投资时往往具有规避风险的本能反应,因而本国金融市场规模越大,越可能吸引投资者在本国进行证券投资,从而减少对外证券投资。第四,资金目标国的税率和国家风险对两类对外证券投资具有显著的负向效应;资金目标国的企业会计信息质量、金融服务效率和投资者保护力度对两类对外证券投资具有显著的正向效应,符合现有理论判断。

基于跨国数据经验分析的结论,我们可以得到以下三方面的政策启示:第一,在中国资本市场双向开放后,不仅要通过提升中国投资者的对外投资便利性促进中国投资者“走出去”,同时,应在推进资本市场双向开放进程中,促进中国投资者加强对世界其他国家的了解和理解,从而降低中国投资者错失好的境外证券投资机会的可能性。第二,我们也应在了解世界其他国家的同时,让世界其他国家更加了解中国,一方面,这有助于境外投资者抓住在中国的优质的证券投资机会,另一方面,也有助于中国吸引境外资本、防止资本外逃。这里我们需要强调的是,当前,对中国而言,加强政治互信、深化经贸合作、发展人文交流已然成为对外政策的三项重点内容,其中,人文交流的目标是促进民心相通,培植国家间关系的社会土壤,但在学术研究和实践活动中都存在错误的认识与操作,人们往往下意识地把“人文交流”(people-to-people exchange)等同于“文化交流”,将内容和形式聚焦于文艺展示、艺术展览、媒体互访等(庄礼伟,2017),而本文的研究表明,影响对外直接投资的心理距离是一个多维度的概念,因而,我们需要在语言、宗教信仰、文化、教育、政治等多方面加强了解和理解,例如通过设立志愿者服务中心或鼓励国人参与国际志愿者服务等,在与其他国家的人民共事的过程中增进人文交流、缩小心理距离、促进民心相通。另外,现阶段的人文交流更多地是中国对自己的宣传,我们认为缩小心理距离应该是一个互动的过程,我们既应该学习其他国家先进的方面,也应该根据落后国家的需要对他们提供相应的帮助,在学习与帮助的过程中增进彼此的了解和理解。第三,为了更加有效地吸引境外资本,防止资本外逃,应着力提升本国的企业会计质量、金融服务效率和投资者保护力度,同时,有效控制本国的经济金融风险和政治风险。

参考文献:

- [1] Stulz R. A Model of International Asset Pricing[J]. Journal of Financial Economics, 1981,9(4):383-406.
- [2] Eldor R, Marcus A J. Quotas as Options: Valuation and Equilibrium Implications[J]. Journal of International Economics, 1988,24(3):255-274.
- [3] Gehrig T P. An Information Based Explanation of the Domestic Bias in International Equity Investment[J]. Scandinavian Journal of Economics, 1993, 95(1): 97

- 109.

[4] Amadi A. Equity Home Bias: A Disappearing Phenomenon? [J]. Social Science Electronic Publishing, 2004(2):201-233.

[5] Bartram M,Dufey G. International Portfolio Investment: Theory, Evidence and Institutional Framework [J]. Financial Markets Institutions & Instruments, 2001, 10 (3):85-155.

[6] Anderson J E. Why Do Nations Trade (So Little)? [J]. Pacific Economic Review, 2000,5(2):115-134.

[7] Tesar L L, Werner I M. Home Bias and the High Turnover[J]. Nber Working Papers, 2004, 14 (4): 467-492.

[8] Solnik C. Compensation: Putting the “Earn” back in “Earnings”[J]. St Charles County Business Record, 2006 (6):33-56.

[9] Johanson J, Vahlne J E. The Internationalization Process of the Firm—A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Commitments [J]. Journal of International Business Studies, 1997,8(1):23-32.

[10] Schwartz S H. Cultural Value Differences: Some Implications for Work[J]. Applied Psychology, 1999, 48:23-48.

[11] Hofstede G. Culture’s Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions and Organizations Across Nations [M]. 2nd ed. Beverly Hills: Sage, 2001.

[12] Dow D, Amal K. Developing a Multidimensional Instrument to Measure Psychic Distance Stimuli [J]. Journal of International Business Studies, 2006,37(5): 578-602.

[13] Brewer P A. Psychic Distance and Australian Export Market Selection[J]. Australian Journal of Management, 2007,32(1):101-143.

[14] 张华容,王晓轩,黄漫宇. 心理距离对中国 OFDI 区位选择的影响研究[J]. 宏观经济研究, 2015(12):129-136.

[15] Anderson J E. Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle [J]. American Economic Review 2003,93 (1):170-192.

[16] Raj A, Colm K, Brian Lucey. Is Gravity a Cultural Artefact? Culture and Distance in Foreign Portfolio Investment[J]. Journal of Banking and Finance, 2012,30 (5):2102-2131.

[17] 张铮,徐信忠. 行为金融学研究综述[J]. 管理世界, 2006 (9):155-167.

[18] BrennanM J,Cao H. International Portfolio Investment Flows[J]. The Journal of Finance, 1997, 52 (5): 1851-1880.

[19] Grinblatt M,Keloharju M. How Distance, Language and Culture Influence Stockholdings and Trades [J]. The Journal of Finance, 2001,56(3):1053-1073.

[20] Kogut B,Singh H. The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode [J]. Journal of International Business Studies, 1988,19(3):411-432.

[21] 綦建红,李丽,杨丽. 中国 OFDI 的区位选择:基于文化距离的门槛效应与检验[J]. 国际贸易问题, 2012(12):137-147.

[22] 刘洪铎,李文宇,陈和. 文化交融如何影响中国与“一带一路”沿线国家的双边贸易往来——基于 1995—2013 年微观贸易数据的实证检验[J]. 国际贸易问题, 2016(2):3-13.

[23] 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.

[24] 李心丹,王冀宁,傅浩. 中国个体证券投资者交易行为的实证研究[J]. 经济研究, 2002(11):54-63.

(责任编辑:王 薇)