

中国对外直接投资的文化偏好^{*}

——来自上市公司的微观证据

黄新飞 张伟俊

摘要:中国对外直接投资存在明显区位偏好,探究其内在的逻辑关系是一个值得研究的重要话题。本文基于上市公司对外直接投资数据的事实,从非正式制度出发,以文化偏好为切入点,对中国对外直接投资的区位偏好提出了一种新的微观解释。结果发现:企业受儒家文化的影响程度越强,其更愿意选择在儒家文化圈国家投资;在运用安慰剂、工具变量等一系列稳健性检验之后结果依然成立。进一步检验揭示,规避投资风险和降低管理成本是企业选择在儒家文化圈国家投资的内在驱动机制。本文还发现,正式制度与非正式制度的儒家文化在增加企业在儒家文化圈投资中存在互补效应。此外,中国企业对外直接投资的文化偏好主要发生在非国有企业中,而在国有企业中并未找到相关证据。本文为中国对外直接投资区位偏好提供了新的微观证据。

关键词:儒家文化 企业对外直接投资 文化偏好

一、引言

对外直接投资作为一国经济发展的重要驱动力和提升企业国际竞争力的重要手段,是国际投资领域长期研究的重要话题。随着全球经济一体化的不断推进,发展中国家的国际投资进程呈现早期国际化及跳跃式发展的趋势(Luo & Tung, 2007),这也引发了众多学者的关注。中国作为全球较大对外直接投资国之一,自2003年以来,已连续九年位列全球对外直接投资流量前三,且在2020年首次位居全球第一,对世界经济发展做出了突出贡献。但中国对外直接投资分布却呈现明显的区位偏好特征。如图1所示,中国对外直接投资流量(存量)主要集中在亚洲国家,占比超过70%。而传统对外直接投资动机(资源寻求、市场寻求、效率寻求以及战略资产寻求)并不能很好地解释这一现象。基于此,本文从非正式制度中的文化偏好视角试图解释中国对外直接投资的区位偏好特征,这也为中国对外直接投资动机提供了新的研究视角。

关于中国对外直接投资的区位偏好,多数学者从政治稳定性(蒋冠宏、蒋殿春, 2012)、政府鼓励(Luo et al, 2010)、驱动机制以及经济绩效(Lu et al, 2014)等正式制度的角度探讨了影响中国对外直接投资的因素。但这些研究忽视了社会文化等非正式制度对投资决策主体的长期影响,并不能全面解释中国对外直接投资快速增长的现象,尤其不能解释中国在亚洲地区的高投资偏好。近年来,越来越多的证据表明,包括宗教文化在内的非正式制度会对企业主体行为产生深远的影响(McGuire et al, 2011)。例如,宗教文化中的诚信和义利观会对企业决策主体形成一定的道德约束,降低委托代理成本的可能性(Du, 2013)。中国历史文化源远流长,在市场机制尚不健全和正式制度仍需完善的背景下,文化因素可能发挥着更重要的作用(陈冬华等, 2013)。

^{*} 黄新飞、张伟俊(通讯作者),中山大学国际金融学院、中山大学高级金融研究院,邮政编码:519000,电子邮箱:huangxf3@mail.sysu.edu.cn, zhangwj1125@foxmail.com。基金项目:国家社会科学基金重大项目“中国IFDI与OFDI互动发展的内在机制与经济学解释”(16ZDA042)。感谢匿名审稿专家的意见,文责自负。

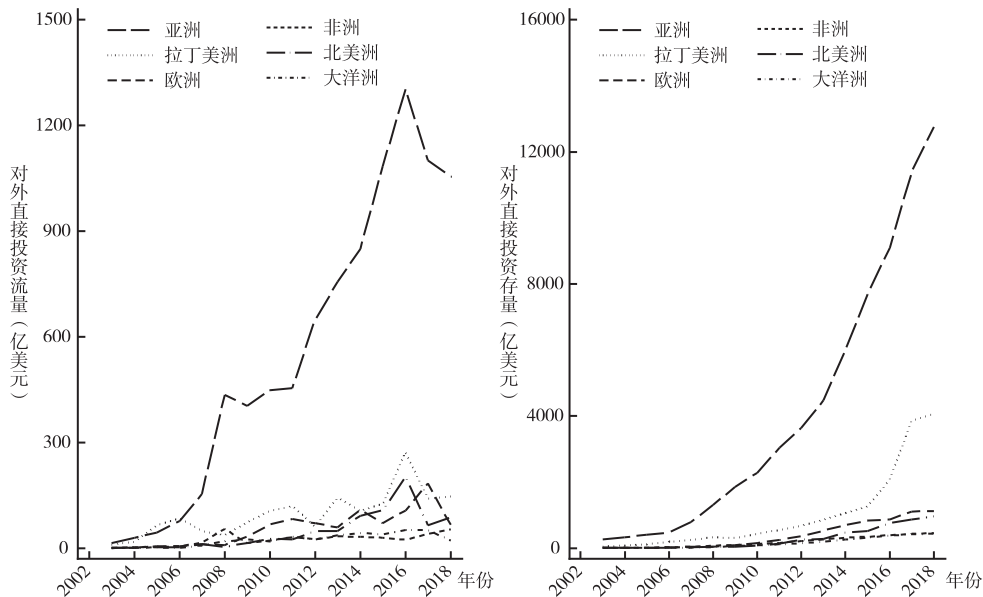


图 1 中国对外直接投资分布情况

注:数据来源于中国对外直接投资公报。

本文之所以选择从文化视角解释中国在亚洲地区的投资偏好,原因如下:一方面,传统文化作为一种非正式制度,不仅对一国经济的发展产生重要的影响(贾俊雪等,2011),而且也是对正式制度的进一步补充和完善(包群等,2017)。一种文化的改变或消失所发生的速度是缓慢的(Bisin & Verdier, 2000),即使某种文化已经结束,但历史形成的文化特征会通过代际或外部环境影响当代个体的行为决策,对当代经济发展产生长期的影响(Dell et al, 2018)。Nunn(2008)的研究发现,历时 400 多年的奴隶贸易对当代经济发展依然产生长期的负面影响。作为中国历史文化的典范,儒家文化的普及程度广泛且影响深远,是哲学思想和价值观中最持久、最重要的力量,也是中国现代化进程中的重要精神支柱,对社会经济发展的各个方面都具有重要影响(杜维明,2003)。另一方面,亚洲多数国家历史上受中国儒家文化影响,并形成了现在的儒家文化圈(汉字文化圈),而中国在亚洲的投资也主要集中在儒家文化圈。因此,本文有理由相信中国儒家文化对当代企业决策的影响依然存在,且对中国选择在亚洲地区的投资偏好具有一定的解释力。

儒家文化作为中国文化之“根”和“源”(徐细雄、李万利,2019),经历了 2000 多年的发展和沉淀,在城市间形成了较大的差异,也对整个中国历史发展以及企业行为规范产生了深远的影响。因此,本文以中国城市间儒家文化差异为切入点,从儒家文化内在特征和跨国文化差异的视角解释了中国企业对外直接投资区位偏好的内在逻辑和影响机制。

为了更加准确地识别儒家文化与企业对外直接投资的因果关系,本文从量化历史的角度出发,结合《中国地方志宗录》等史料,手动收集了明清各州府及县辖内的书院数量作为儒家文化的代理变量,并与当代城市内 A 股上市公司数据进行合并,最终匹配了 2007—2016 年各城市明清书院和微观企业对外直接投资的面板数据。同时,为了尽可能消除宏观加总偏误以及由遗漏变量导致的内生性问题,本文在固定效应模型的基础上,使用安慰剂检验、工具变量等方法尽可能解决由遗漏变量和测量误差带来的估计偏误,考察了跨国文化差异下,儒家文化对企业对外直接投资的影响,解释了中国在亚洲地区的高投资偏好,为此前关于企业对外直接投资区位偏好的研究提供有益的补充。

与现有研究相比较,本文的边际贡献体现在以下几个方面:第一,关于企业对外直接投资区位选择偏好的研究,更多基于传统战略行为、产品生命周期以及区位优势理论展开(Buckley et al, 2007; Eichengreen & Tong, 2007; 吴先明、黄春桃, 2016),而这类文献并不能很好地解释中国在亚洲地区

的高投资偏好。与此类文献相比较,本文则从非正式制度出发,使用明清各州府书院数量衡量企业所在城市受儒家文化影响的差异程度,并与城市所在微观企业数据进行匹配,结合中国与投资目的国之间的跨国文化差异,从文化的角度解释了中国对外直接投资的区位偏好,拓展了关于中国企业对外直接投资区位选择的相关文献。第二,本文与文化距离对国家对外直接投资影响的文献相关(Tadesse & White, 2010; Lankhuizen et al, 2011)。现有实证文章中更多使用 Hofstede 指数和问卷调查来衡量文化差异,前者主要侧重于国家层面的文化特征,并不能反映出单一国家内部城市之间的文化差异性;对于后者来说,由于受访者信息的保护使得其无法与相应的企业数据进行匹配。与此类文献相比较,一方面,本文突破原有关于文化的衡量方式,使用更能体现儒家思想的明清书院来衡量儒家文化;另一方面,本文除了关注国家间文化差异之外,还考虑了中国国内城市间儒家文化的差异,二者之间的交互效应为本文解释中国企业对外直接投资区位偏好的内在机制提供了更为详尽的微观基础。第三,在使用历史数据进行因果分析时,解决测量误差和遗漏变量问题是相关研究的最大难点。与现有关于文化与企业对外直接投资的相关文献相比较,本文除了考虑当代城市层面以及企业自身层面可能影响企业对外直接投资的影响因素以外,还考虑历史层面的相关影响因素,并通过安慰剂检验以及工具变量法解决可能由测量误差和遗漏变量带来的内生性问题。

二、文献综述

探究企业对外直接投资区位选择一直是国际经济学长期关注的重要问题之一。现有关于对外直接投资区位选择的研究主要从双边政治关系、双边投资协定、全球华人网络、母国制度环境以及东道国制度环境等角度出发,研究企业对外直接投资的区位选择问题(Lu et al, 2011; Lu et al, 2014; 杨宏恩等, 2016)。例如, Lu et al(2011)的研究表明,母国对企业对外直接投资的优惠政策会显著增加企业对外直接投资,凸显母国制度环境在企业对外直接投资中的作用。随着异质性贸易理论的发展,更多的研究开始关注企业生产率对企业对外直接投资的选择(蒋冠宏, 2015)。然而,企业对外直接投资区位偏好不仅受到正式制度的影响,同时也会受到来自诸如文化等非正式制度的影响。

文化的存在及繁衍影响着人们的思想和行为,这种影响能在一定程度上塑造社会、组织和个人特征,对一个国家、企业以及个体的影响是深远且持久的。Olie(1995)认为,一个特定民族的文化是随着时间的推移而发展的,是该民族历史、人口与经济发展、地理和生态环境的产物。早期关于文化的研究更多趋于文化领域,而关于文化的经济后果研究较少。随着行为经济学的兴起,针对文化与经济行为的研究逐渐兴起。如 Morosini et al(1998)等研究了跨国文化差异对企业跨国行为的影响。

针对文化的量化一直是相关经验研究的难点。目前,学界常借鉴 Hofstede(1980)从权力距离指数、个人主义指数、刚柔性指数及不确定性规避指数这四个维度对文化进行衡量,随后,又基于东方文化层面发展出第五个维度。但人们对于使用 Hofstede 指数来衡量文化依然存在质疑和批判。Triandis(1994)认为,个人主义和集体主义实际上是可以共存的,而并非如 Hofstede 所说的两极维度。除概念化的争论之外,也有对 Hofstede 的方法论和结论的批评(Robinson, 1983)。

目前,关于文化与企业跨国投资的研究较少,且主要集中于国家间文化差异的视角(Tadesse & White, 2010)。例如, Lankhuizen(2011)研究了国家间不同维度的距离对企业投资的影响,发现国家间文化距离与对外直接投资之间存在显著的负相关关系。綦建红和杨丽(2014)使用中国企业调查数据也得到相同的结论。除此之外,与本研究相关的一支文献是关于宗教文化的研究,主要关注一国内部宗教文化差异对企业行为的影响(Hilary & Hui, 2009)。而儒家文化作为影响中国现代化进程的精神支柱,对当代经济发展及企业家管理决策等方面会产生长远的影响(杜维明, 2003)。从现有文献来看,也有不少文献研究儒家文化与公司会计绩效(古志辉, 2015)、董事会性别比例(Du, 2016)以及企业创新(徐细雄、李万利, 2019)之间的关系。

综上所述,研究文化对企业行为的影响逐渐受到学者们的关注。儒家文化作为中国文化之根

本,其对企业行为的影响是深远的。通过梳理文献发现,从儒家文化视角解释中国企业对外直接投资区位偏好的研究很少。基于此,本文从历史的视角出发,以上市微观企业作为研究对象,分析了中国儒家文化在城市间不平衡的发展对企业对外直接投资区位偏好的影响。

三、理论分析与研究假说

亨廷顿在其经典著作《文明的冲突》中指出,文化是人类生产和创造的,而后传给其他人,特别是将物品、习惯、观念、制度思维模式等传给下一代人。一个社会的文化理念深深地烙印在社会人员的思维方式和行为规范之中,直接影响着人们的经济行为(Hofstede, 1980),而不同文化特征则会通过影响个体的风险偏好,进而影响其经济决策(Li & Griffin, 2013)。儒家文化的核心思想作为明清时期统治者治理中央和地方关系的重要机制(任继愈, 1980),包含着现代企业管理的理念,对企业决策具有重要的影响。本文结合 Schwartz(1994)和 Hofstede(1980)关于文化特征的定义,通过分析儒家文化的核心理念,提出关于儒家文化影响企业对外直接投资的内在机制。

跨国投资具有高风险和高收益的特点,企业在选择对外直接投资时,会受到更多不确定性风险因素的影响,在预期收益相同的情况下,风险偏好型企业会选择对外直接投资。针对中国来说,选择对外直接投资企业也更加表现为风险偏好性(Buckley et al, 2007)。在上述分析的基础上,本文从风险规避和成本的视角分析儒家文化对企业对外直接投资区位选择的影响。

儒家文化中蕴含着大量关于风险规避的思想。首先,儒家提倡中庸之道。朱熹曾经这样说过:“中者,不偏不倚,无过无不及之名;庸,平常也”;董仲舒在《春秋繁露·巡天之道》之中也说道:“夫德莫大于和,而道莫正于中”。反映到企业层面,这些儒学经典句子都表达一个思想:企业在投资决策时,要保持不偏不倚,不能过渡激进。其次,儒家文化更加倾向于形成稳定的血缘或熟人关系网。与西方官僚主义思想相比较,中国人有运用熟人关系进行交易的偏好(蔡莉、单标安, 2013),而“亲熟远生”的思想则是儒家“熟人社会”的重要体现。由于熟人圈子的交易成本较低且规避了企业风险(王敏、韩玉兰, 2013),使得企业对圈内资源更加依赖(Su & Littlefield, 2003)。然后,儒家文化更加推崇“以和为贵”的思想。儒家文化以关系和谐为导向(王庆娟、张金成, 2012),对激烈竞争及冲突持有否定态度(徐细雄、李万利, 2019)。最后,为了降低企业风险承担水平,与个人主义相比,受集体主义影响较深的企业会通过组织结构和薪酬设计来限制公司高管选择高风险项目(金智等, 2017),进而使得企业更加倾向于风险规避行为(Li & Zahra, 2012)。而集体主义是儒家文化理念的重要特征之一,更加强调“国、家”的观念。因此,儒家文化中更多地体现了一种风险规避的思想。而对于企业跨国投资来说,一方面,企业选择对外直接投资打破了空间地理上的局限,实现了跨国生产和管理,突破了传统意义上的投资边界,既增加了企业跨国经营管理的风险,同时也提高了交易成本;另一方面,企业对外直接投资不仅增加了国内劳动力市场的竞争,同时也加剧了国际产品市场竞争,提高了企业在国际市场中生存的风险。而这些投资的高风险特点与儒家文化规避风险的思想相悖。

然而,企业是否选择对外直接投资除了自身文化的影响以外,还要考虑国家间文化差异所带来的影响,发展中国家的企业往往缺乏核心资产和国际化经营的经验,对外投资风险一般要高于发达国家的企业(宗芳宇等, 2012),而国家间文化的同源性会降低这种投资风险,增加企业跨国投资的意愿。具体来说:

第一,宗教信仰冲突会导致企业在对外直接投资过程中产生相互对立和排斥的现象,尤其是宗教戒律较为严格的国家或地区,这会提高企业的经营成本(Sirgal et al, 2012),进而增加企业的投资风险;反之,当国家间宗教信仰相似程度越高时,人们之间就会越信任,进而导致企业投资风险降低,增加对外直接投资的意愿(Guiso et al, 2009)。

第二,不同文化背景下形成的企业文化存在一定的差异。企业文化的差异会使得对外直接投资企业与东道国企业因文化差异而存在员工价值观冲突,导致企业管理成本和投资风险的增

加。具体来说,对外直接投资企业在东道国扩张需要雇佣一定的当地员工,而受不同文化影响下的企业员工认同感存在差异,这种员工价值观差异的碰撞会使得企业难以形成统一且被认可的企业文化,导致员工缺乏文化归属感,使得员工生产积极性不高,提高了企业的管理成本和投资风险。

第三,不同文化背景下,企业经营管理上的冲突同样会增加企业管理上的成本和投资的风险。企业选择对外直接投资到文化差异较小的东道国,有利于母国企业经营管理方式的延续,降低企业的成本;反之,则需要通过调整以适应当地文化环境,进而增加成本和风险。比如,强调集体主义和大家庭管理方式的日本企业在东亚儒家文化圈的投资被广泛接受,而投资到像注重个人主义的欧美等国却很难被认同,这时,企业在经营和管理上需要做出调整以适应当地文化背景,无疑增加了企业的成本和对外直接投资的风险。

基于以上分析,本文提出如下假说:

假说 1:受儒家文化影响越强的企业,其更愿意选择与自身文化差异较小的国家进行对外直接投资。

假说 2:规避风险和降低成本可能是企业选择在文化差异较小国家投资的重要动机。

四、数据样本与模型构建

(一)样本选择

本文选取 2007—2016 年 A 股上市公司的面板数据为研究样本。使用上市公司数据有以下优势:一是上市公司微观数据降低了由于宏观加总所带来的测量误差,且对外直接投资的主体为企业,使用微观层面数据能更好地从企业角度研究其内在机制及异质性;二是与中国工业企业数据相比较,上市公司数据中的财务数据缺失较少、年份更新较快,特别是本文关注的企业对外直接投资数据,上市公司在年报中有披露母公司与子公司投资情况。而使用中国工业企业数据研究对外直接投资,通常将其与对外直接投资名录合并,这通常会带来样本缺失且对外直接投资为二值变量的问题。按照正常处理方法,将样本中金融保险类公司、ST 或 PT 公司以及数据缺失的公司进行剔除。对外直接投资数据来源于 CSMAR 数据库,部分缺失数据根据各公司年报进行手动搜集进行补充。除此之外,书院的数据主要来源于《中国地方志宗录》以及《中国书院词典》。为了剔除异常值的影响,本文对样本数据进行了 1% 和 99% 的缩尾处理。

样本中企业对外直接投资呈现逐年增加趋势,由 2007 年的 18 个增加到 2016 年的 914 个。与此同时,本文对外直接投资涉及国家(地区)156 个,主要分布在中国香港、新加坡、美国以及澳大利亚等;对外直接投资涵盖了国民经济 16 个行业大类。以 2016 年为例,在租赁和商务服务业、制造业以及金融业的对外直接投资占比最高,分别为 34.1%、15.6% 和 14.9%。从省份分布来看,广东是我国境外投资企业最多的省份,占总样本的 18% 左右,浙江和江苏次之,分别占总样本的 7% 和 6.2%。

(二)模型构建及变量说明

1. 模型构建。为了从文化角度解释中国企业对外直接投资区位偏好,参照贾俊雪等(2011)的方法,本文构建了如下含有中国城市间儒家文化差异和跨国文化差异的交互效应模型:

$$OFDI_{i,j,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Sino_{i,j,t} + \alpha_2 Confuc \cdot Sino_{i,j,t} + \alpha_3 dis_{i,j} + \alpha_4 GDP_{j,t} + \sum \alpha_k Controls_{i,t} + \eta_i + \eta_j + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, i, j 和 t 分别表示中国企业、东道国和时间;因变量为企业对外直接投资金额的存量概念,由于样本中存在非投资企业以及部分企业对外直接为 0 或投资金额过大的情况,这会使得因变量存在偏态分布,因此,等式左边的 $OFDI$ 为企业对外直接投资存量加 1 取对数,与此同时,为保证结论的可靠性,我们也使用投资的流量数据进行稳健性检验;解释变量 $Confuc$ 表示明清各州府儒家文化强度,考虑到规模上的差异性,本文使用明清州府百万人口对书院数量进行标准化并加 1 取对数表示;本文

同时采取文化区域划分方法(cultural area approach),将中国企业对外直接投资目的国划分为儒家传统文化居主流地位的国家和其他传统文化居主流地位的国家,引入儒家文化圈虚拟变量 $Sino$ ^①,若企业 i 在 t 年在儒家文化圈国家 j 选择对外直接投资,则 D 取值为 1,否则为 0。而中国城市层面儒家文化影响程度与国家间文化差异的交互项 $Confu \cdot Sino$ 来捕捉企业所在城市儒家文化差异对企业选择是否在儒家文化圈国家投资的效应,若系数 α_2 显著为正,则表示受儒家文化影响越深的企业更愿意选择在儒家文化圈投资。与此同时,我们也控制了中国与投资东道国之间的地理距离 dis (使用对数形式)和东道国市场规模 GDP (使用国家 GDP 的对数形式衡量)。 $Controls$ 表示企业层面的控制变量,主要包括:企业规模、资产负债率、总资产收益率、独立董事占比、现金流占总资产比、大股东持股比、销售增长率、净资产收益率、董事会规模以及企业生产率等。此外,我们还控制了企业和年度固定效应。由于固定效应吸收了城市层面不随时间变化的儒家文化代理变量,因此在模型中并未将其列出。

2. 变量说明。企业对外直接投资($OFDI$):一方面,CSMAR 数据库中统计了关于上市公司企业以及海外子公司相关信息,包括母公司对外直接投资总金额、子公司名称、子公司所在地、投资年份等信息。另一方面,为了进一步补充数据的完整性,本文根据各公司年报手动搜集了其国外子公司的相关信息,同时,根据每年母公司向国外子公司的投资情况进行相应统计,由于在各国投资的相应币种存在差异,因此,所有对外直接投资数据均通过相应的汇率统一换算为人民币。最后,将这两份数据进行对比,通过以合并的方式得到对外直接投资额数据。

本文使用明清各州府书院数量作为儒家文化的代理变量。原因如下:首先,书院是中国古代培养儒学人才和推广儒家文化的重要机构。自明朝王阳明“心学”兴起以后,书院逐渐取代官方学校成为传播儒家思想的重要场所,为儒家学说的发展和推广起到了重要作用,如“程朱理学”“阳明心学”等儒学思想都是在书院中产生并推广的,这些儒学不仅是不同历史时期儒家思想的代表,而且也是儒家文化的重要组成部分;其次,书院教学以儒学经典为主要内容,而且书院的规章制度中也体现出对儒家文化的承续和弘扬,例如朱熹在《白鹿洞书院揭示》中提到关于人格教育的“三要”均是以传授儒家经典为宗旨;此外,使用历史书院数据衡量儒家文化具有稳定性、可重复性和客观性的特点,可避免变量之间存在反向因果关系,使得儒家文化衡量更加外生。因此,本文使用企业所在地市的明清书院数量衡量其受儒家文化影响的程度。本文通过手动收集明清各州府及县辖内的书院数量,并与当代地市进行合并,需要注意的是由于明清州府的区域边界与当代地市区域划分存在一定的差异,因而,本文使用行政区划重叠部分作为权重,并通过 GIS 将明清书院的历史数据匹配到当代行政区划数据集。

在计量模型选择上,本文以固定效应模型为基础进行初步分析,同时,为了解决可能由测量误差和遗漏变量导致的内生性问题,在基准模型的基础上使用工具变量(IV)的方法进一步分析,并使用不同层面的聚类标准误进行估计。具体来说,基准回归中控制了企业和年份的固定效应,同时为了解决组内相关性问题,使用城市一年份层面的聚类标准误回归,进一步在稳健性检验中分别使用了企业和城市层面的聚类估计。此外,为了解决由于遗漏变量等问题导致的回归结果有偏,本文还使用了工具变量法进行稳健性检验。

(三)描述性统计

表 1 列出了主要变量的描述性统计结果。在样本期内,企业对外直接投资均值为 3.980,最大值(24.49)与最小值(0)差异较大,标准差明显大于均值,表明不同企业间的对外直接投资存在较大差距。同时,儒家文化的代理变量均值为 2.170,最小值为 0,最大值为 6.580,且标准差为 1.04,表明各城市间的文化差异较为明显。其他相关控制变量也基本符合预期,不再逐一说明。

^①关于儒家文化圈的划分,我们结合历史资料,同时参考叶德珠等(2012)的研究,定义如下国家(地区)属于儒家文化圈,主要包括:中国香港、印度尼西亚、日本、马来西亚、菲律宾、新加坡、韩国、中国台湾、泰国以及越南。

表1 主要变量描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
企业对外直接投资(<i>OFDI</i>)	16974	3.980	7.170	0	24.49
儒家文化代理变量(<i>Confu</i>)	16974	2.170	1.040	0	6.580
儒家文化圈(<i>Sino</i>)	16974	0.220	0.420	0	1
企业规模(<i>size</i>)	16974	21.88	1.350	15.42	28.51
资产负债率(<i>lev</i>)	16974	0.440	0.220	0.0400	0.980
总资产收益率(<i>roa</i>)	16974	0.0400	0.0500	-0.180	0.210
独立董事占比(<i>indep</i>)	16974	0.370	0.0600	0.0900	0.800
现金占总资产比(<i>cf</i>)	16974	0.0400	0.0800	-0.200	0.260
第一大股东持股比例(<i>top1</i>)	16974	0.3590	0.1543	0.0029	0.8999
销售增长率(<i>growth</i>)	16974	0.170	0.360	-0.570	2.070
净资产收益率(<i>roe</i>)	16974	0.0700	0.110	-0.550	0.410
董事会规模(<i>board</i>)	16974	2.160	0.200	1.100	2.890
企业生产率(<i>tfp</i>)	16974	15.69	1.200	5.210	20.88

五、实证结果分析

(一) 基准回归

首先,为了验证中国企业对外直接投资的区位偏好,检验理论分析中提出的假说,本文根据公式(1)进行了基准回归,回归结果如表2所示,其中,Panel A为*OFDI*存量的回归结果,Panel B为*OFDI*流量的回归结果。列(1)结果为没有加入控制变量且仅控制了企业和年份固定效应的回归结果,无论是*OFDI*存量还是*OFDI*流量作为因变量,交互项 *Confu* · *Sino* 回归系数显著为正,表明国内受儒家文化影响越强的企业更愿意选择在儒家文化圈国家投资,支持了本文提出的研究假说1,说明文化偏好是导致中国在亚洲地区高投资偏好重要因素之一。列(2)为加入了企业层面相关控制变量的回归结果。同时,为了尽可能排除遗漏变量误差,本文在列(3)(4)进一步控制了行业×年份和省份×年份的固定效应,用以排除行业和省份随时间变化的趋势效应。从回归结果可以看出,交互项 *Confu* · *Sino* 的回归系数在显著性以及符号上依然没有发生大的变化,表明基准回归结果具有一定的稳健性。初步表明,受儒家文化影响越深的企业,更愿意投资到与中国文化差异较小的儒家文化圈国家,这在一定程度上说明了中国对外直接投资主要分布在儒家文化圈的这一区位偏好。

表2 企业对外直接投资的文化偏好效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>OFDI</i>	<i>OFDI</i>	<i>OFDI</i>	<i>OFDI</i>
Panel A: 对外直接投资(存量)				
<i>Sino</i>	4.5242*** (0.5077)	4.4717*** (0.5194)	4.4032*** (0.5155)	4.1322*** (0.5122)
<i>Confu</i> · <i>Sino</i>	0.4376** (0.1948)	0.4466** (0.1978)	0.4484** (0.1973)	0.5652*** (0.2012)
R ²	0.6786	0.6801	0.6873	0.6974
Panel B: 对外直接投资(流量)				
<i>Sino</i>	4.4698*** (0.4986)	4.4020*** (0.5110)	4.3522*** (0.5092)	4.0378*** (0.5090)
<i>Confu</i> · <i>Sino</i>	0.4205** (0.1902)	0.4307** (0.1933)	0.4276** (0.1927)	0.5627*** (0.1985)
R ²	0.7056	0.7073	0.7142	0.7251

续表 2

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>OFDI</i>	<i>OFDI</i>	<i>OFDI</i>	<i>OFDI</i>
Panel B: 对外直接投资(流量)				
观测值	16974	16974	16974	16974
控制变量	否	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
行业×年份固定效应	否	否	是	是
省份×年份固定效应	否	否	否	是

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著,括号中均为城市一年份聚类标准误。下同。

(二) 稳健性检验

基准回归结果表明,受儒家文化影响越深的企业,其更愿意选择在文化差异较小的儒家文化圈国家投资,验证了中国企业对外直接投资具有文化偏好,解释了中国在亚洲地区高投资的区位偏好。为了保证基准分析中结论的可靠性,本文从以下几方面进行稳健性检验。

1. 考虑儒家文化对高管的影响。考虑到企业高管在企业选择对外直接投资决策中发挥着重要作用,且童年是个体思维方式和价值观的形成阶段,个体早期经历将直接影响成年后的行为模式(徐细雄、李万利,2019)。为此,我们进一步使用企业总经理和董事长出生地的书院数量来衡量儒家文化对企业高管的影响,重新进行回归分析。如表 3 所示,交互项 *Confu* · *Sino* 的回归系数依然显著为正,支持了本文基准回归结果。

表 3 稳健性检验:考虑高管出生地

变量	总经理出生地书院数量		董事长出生地书院数量	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>OFDI</i> 存量	<i>OFDI</i> 流量	<i>OFDI</i> 存量	<i>OFDI</i> 流量
<i>Sino</i>	4.5334*** (0.7756)	4.6015*** (0.8027)	3.4906*** (0.5931)	3.1464*** (0.5941)
<i>Confu</i> · <i>Sino</i>	0.5953** (0.2981)	0.4961* (0.2985)	0.5203** (0.2184)	0.5812*** (0.2114)
R ²	0.7746	0.8025	0.7262	0.7540
观测值	6452	6452	9081	9081
控制变量	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
行业×年份固定效应	是	是	是	是
省份×年份固定效应	是	是	是	是

2. 调整聚类标准误。由于回归模型中的被解释变量为企业层面,而本文关心的解释变量儒家文化的代理变量为城市层面,因此,本文通过调整到城市和企业层面的聚类层来解决组内相关性。回归结果如表 4 列(1)–(4)所示,列(1)(2)为 *OFDI* 存量在城市级层面和企业级层面的聚类标准误,列(3)(4)为 *OFDI* 流量在城市级层面和企业级层面的聚类标准误。从回归结果来看,交互项 *Confu* · *Sino* 回归系数与基准回归结果无明显差异,均显著为正,再次支持了基准回归结果。

3. 替换被解释变量。本文进一步使用企业对外直接投资的二值变量(*if_OFDI*)替代企业对外直接投资额,验证扩展边际效应。定义企业在某年是否第一次选择对外直接投资,若为第一次投资则定义为 1,且此后所有年份均为 1,否则为 0。回归结果如表 4 列(5)所示。从回归结果可以看出,回归结果与基准回归无明显差异,交互项 *Confu* · *Sino* 的回归系数显著为正,进一步表明本文结论的可靠性。

表4 稳健性检验:调整聚类 and 替换被解释变量

变量	调整聚类标准误				使用二值变量
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	OFDI 存量		OFDI 流量		<i>if_OFDI</i>
<i>Sino</i>	4.1322*** (0.7140)	4.1322*** (0.5094)	4.0378*** (0.6717)	4.0378*** (0.5341)	0.2369*** (0.0284)
<i>Confu · Sino</i>	0.5652* (0.2993)	0.5652** (0.2242)	0.5627* (0.2942)	0.5627** (0.2316)	0.0257** (0.0115)
R ²	0.6974	0.6974	0.7251	0.7251	0.7535
观测值	16974	16974	16974	16974	16974
控制变量	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是
行业×年份固定效应	是	是	是	是	是
省份×年份固定效应	是	是	是	是	是

注:(1)列(1)(3)为城市层面聚类标准误结果,列(2)(4)为企业层面聚类标准误结果回归结果。(2)控制变量同表2,限于篇幅,未列出控制变量回归结果。(3)相关控制变量、企业固定效应、年份固定效应、行业×年份固定效应、省份×年份固定效应均已纳入,如无特别说明,下同。

4. 解释变量测量误差。考虑到古代州府与现代部分地级市层面城市区域差异较大,基准分析中在匹配明清州府与当代地级市样本时进行了相应的加权处理,但依然可能导致测量误差等问题。为了降低由于区域差异所带来的测量误差,本文从以下四个方面做进一步的稳健性检验。一是使用省级层面加总的书院数量作为儒家文化的代理变量(*lnprov_Confu*)进行稳健性检验^①,相较于城市层面的样本,古今省级层面区域差异较小,这在一定程度上解决了由于测量误差导致的结果不稳健,回归结果如表5列(1)所示;二是使用距离模型替代区域模型。根据 Google-Earth 确定上市公司及明清书院的经纬度,计算出上市公司 50km 半径以内的书院数量(*Confu_50*),并加 1 取对数作为替代变量,此做法在一定程度上弥补了由于区域差异所带来的测量误差问题,回归结果如表5列(2)所示;三是使用各城市孔庙遗存数量(*Confu_T*)衡量儒家文化,由于部分城市中孔庙遗存数量记录为零值,因此,回归分析中使用孔庙遗存数量加 1 取对数进行衡量,回归结果如表5列(3)所示;四是剔除明清州府与当代地级市差异较大的样本,仅保留区域差异较小的样本做进一步的检验,回归结果如表5列(4)所示。其中,表5中 Panel A 是以 OFDI 存量作为因变量的回归结果,Panel B 是以 OFDI 流量作为因变量的回归结果。从回归结果可以看出,在调整主解释变量的测量方法之后,本文关心的交互项回归系数与基准回归结果并无明显差异,均显著为正。在考虑可能存在的测量误差以后,本文结论依然稳健。

表5 稳健性检验:替换解释变量

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	OFDI	OFDI	OFDI	OFDI
Panel A: 对外直接投资(存量)				
<i>Sino</i>	3.5750*** (0.8220)	3.7253*** (0.8509)	3.5234*** (0.9738)	3.1861*** (0.6181)
<i>lnprov_Confu · Sino</i>	0.7532** (0.3291)			
<i>Confu_50 · Sino</i>		0.5066** (0.2506)		

①与城市层面书院的处理方式一样,使用百万人口对省级层面书院数量进行标准化,然后再加 1 取对数。

续表 5

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>OFDI</i>	<i>OFDI</i>	<i>OFDI</i>	<i>OFDI</i>
Panel A: 对外直接投资(存量)				
<i>Confu_T · Sino</i>			0.6178* (0.3554)	
<i>Coufu · Sino</i>				0.7665*** (0.2275)
R ²	0.6971	0.6971	0.6971	0.7019
Panel B: 对外直接投资(流量)				
<i>Sino</i>	3.8089*** (0.8272)	3.7130*** (0.8312)	3.4593*** (0.9523)	3.1980*** (0.6421)
<i>lnprov_Confu · Sino</i>	0.6050* (0.3303)			
<i>Confu_50 · Sino</i>		0.4780** (0.2414)		
<i>Confu_T · Sino</i>			0.6052* (0.3470)	
<i>Coufu · Sino</i>				0.7274*** (0.2286)
R ²	0.7248	0.7249	0.7249	0.7329
观测值	16974	16974	16974	8031

5. 排除外来文化的影响。近代以来,随着中国对外开放程度的不断加深,外来文化的进入使其与中国传统儒家文化产生了一定的碰撞,进而对儒家文化的发展产生影响,为了排除外来文化可能带来的影响,本文控制了三类不同文化特征变量^①,分别使用各城市基督教堂数、清真寺数以及天主教堂数来衡量。回归结果如表6列(1)–(6)所示;其中,列(1)–(3)为使用 *OFDI* 存量作为因变量的回归结果,列(4)–(6)为使用 *OFDI* 流量作为因变量的回归结果。可以看出在控制了外来文化的趋势效应之后,我们关心的交互项 *Confu · Sino* 系数依然在 1% 的水平上显著为正,进一步表明本文基本结论是稳健的。

表6 稳健性检验:排除外来文化效应

变量	<i>OFDI</i> 存量			<i>OFDI</i> 流量		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Sino</i>	4.1382*** (0.5139)	4.1141*** (0.5125)	4.1165*** (0.5090)	4.0403*** (0.5104)	4.1141*** (0.5125)	4.0230*** (0.5070)
<i>Confu · Sino</i>	0.5637*** (0.2016)	0.5742*** (0.2015)	0.5708*** (0.2002)	0.5625*** (0.1989)	0.5742*** (0.2015)	0.5684*** (0.1980)
基督教堂×年份	是			是		
清真寺×年份		是			是	
天主教堂×年份			是			是
R ²	0.6975	0.6975	0.6974	0.7252	0.6975	0.7253
观测值	16974	16974	16974	16974	16974	16974

6. 排除州府及城市层面的影响因素。城市的经济发展水平等因素会在一定程度上影响企业对外直接投资的决策,进而使得本文回归结果存在偏误;而明清时期各州府的地理特征以及其他因素

① 鉴于数据的可得性,本文控制的外来文化主要包括基督教、清真教及天主教。

同样会影响书院的设立,可能会因遗漏变量的问题,导致回归结果存在一定的偏误。为了排除此类问题,本文进一步控制了城市层面的相关变量^①与年份的交互项以及明清时各州府层面的相关变量^②与年份的交互项。具体回归结果如表7所示,列(1)–(3)为OFDI存量的回归结果,列(4)–(6)为使用OFDI流量的回归结果,分别控制了当代城市层面变量和年份的交互效应、古代府级层面变量和年份的交互效应以及同时控制二者的回归结果。可以看出,在控制城市以及州府层面的相关变量的趋势效应之后,本文关心变量在符号及显著性上并未发生变化,主解释变量 $Confu \cdot Sino$ 的回归系数依然显著为正,结论依然稳健。

表7 稳健性:排除州府及城市层面因素

变量	OFDI 存量			OFDI 流量		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Sino</i>	4.0919*** (0.5115)	4.1022*** (0.5136)	4.1030*** (0.5158)	4.0048*** (0.5087)	3.9982*** (0.5095)	4.0031*** (0.5113)
$Confu \cdot Sino$	0.5746*** (0.2012)	0.5823*** (0.2027)	0.5700*** (0.2032)	0.5699*** (0.1988)	0.5853*** (0.2001)	0.5727*** (0.2005)
当代城市层面×年份	是		是	是		是
古代府级层面×年份		是	是		是	是
R ²	0.6980	0.6985	0.6991	0.7259	0.7262	0.7269
观测值	16845	16974	16845	16845	16974	16845

注:(1)城市层面控制变量主要包括人均GDP、政府收入、从业人员、固定资产投资等。(2)府级层面控制变量主要包括各府的人口规模、是否靠近海岸、是否为通商口岸等。

7. 排除中国历史上对儒家文化产生重要影响的事件。历史上的重要事件会对儒家文化产生重要影响,进而对当代企业投资行为产生影响。为了进一步排除历史上可能影响儒家文化的重要事件,保证本文结论的可靠性,本文进一步做了如下检验。一方面,太平天国运动与中日甲午战争的失败都对儒家文化产生了巨大的冲击,为了排除该历史事件可能导致本文结论的偏差,本文控制了清代各州府是否发生了太平天国运动与年份的交互效应,发生过则定义为1,否则为0,回归结果如表8列(1)(4)所示。进一步本文通过控制中国各州府是否被日本侵略过^③以及中国各州府到日本留学的学生人数的对数与年份的交互效应,用以排除可能受中日甲午战争影响导致的回归结果偏误,具体回归结果如列(2)(5)所示。在控制这两类历史事件以后,可以看出,无论使用OFDI存量还是OFDI流量作为因变量,本文关心的变量 $Confu \cdot Sino$ 的回归系数与基准回归结果并无明显差异。另一方面,国际上发生的重要事件同样会对中国儒家文化产生影响,为了排除这一可能,本文根据中国各州府对于信息披露的程度来衡量,披露越多,其影响就会越大;与此同时,除日本以外,其他国家的侵略对中国儒家文化同样可能会产生重要影响。因此,本文通过控制中国各州府发布的报纸密度以及各州府是否被其他国家侵略的代理变量来解决上述问题,回归结果如列(3)(6)所示,可以看出,在考虑国际事件的趋势效应以后,本文结论依然未发生差异性变化,结论依然稳健。

表8 排除重要历史事件的稳健性检验

变量	OFDI 存量			OFDI 流量		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Sino</i>	4.1294*** (0.5123)	4.1192*** (0.5116)	4.1251*** (0.5121)	4.0319*** (0.5089)	4.0309*** (0.5088)	4.0286*** (0.5094)

①城市层面控制变量主要包括人均GDP、政府收入、从业人员、固定资产投资等。

②府级层面控制变量主要包括各府的人口规模、是否靠近海岸、是否为通商口岸等。

③被日本侵略过的州府定义为1,否则为0。

续表 8

变量	OFDI 存量			OFDI 流量		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Confu · Sino</i>	0.5667*** (0.2013)	0.5710*** (0.2013)	0.5690*** (0.2012)	0.5659*** (0.1986)	0.5663*** (0.1989)	0.5676*** (0.1987)
太平天国运动×年份	是			是		
中日甲午战争×年份		是			是	
国际重要事件×年份			是			是
R ²	0.6974	0.6978	0.6977	0.7252	0.7255	0.7255
观测值	16974	16974	16974	16974	16974	16974

8. 安慰剂检验。通过上文分析发现,与非儒家文化圈国家相比较,国内企业受儒家文化影响越深,其更愿意选择在儒家文化圈国家投资。虽然上述的检验均表明该结论是稳健的,但考虑到投资目的国不确定混杂因素的影响,可能会使得结论存在偏误,为此,本文做了如下的安慰剂检验以确保结论的可靠性。具体来说,上文结论说明儒家文化圈国家与中国具有相似的儒家文化背景,这是导致国内企业选择在儒家文化圈高投资的主要原因;反之,儒家文化对企业对外直接投资在非儒家文化圈国家的影响并不明显。因此,本文分别使用伊斯兰教文化圈(*Is*)和基督教文化圈(*Chris*)来替代儒家文化圈进行安慰剂检验。若交互项系数均不显著,则表明本文结论是稳健的。具体回归结果如表 9 所示,列(1)(2)分别为使用 OFDI 存量和 OFDI 流量作为因变量,并使用伊斯兰教文化圈进行安慰剂检验的结果;列(3)(4)则分别为使用 OFDI 存量和 OFDI 流量作为因变量,并使用基督教文化圈进行安慰剂检验的结果。从回归结果可以看出,安慰剂交互项 *Confu · Is* 和 *Confu · Chris* 的回归系数统计上均不显著,进一步表明本文结论是可信的。

表 9 稳健性检验:安慰剂

变量	伊斯兰教文化圈		基督教文化圈	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	OFDI 存量	OFDI 流量	OFDI 存量	OFDI 流量
<i>Confu · Is</i>	-0.1158 (0.3661)	0.1331 (0.3760)		
<i>Confu · Chris</i>			0.0987 (0.2274)	0.0809 (0.2387)
R ²	0.6670	0.6983	0.6848	0.7133
观测值	16974	16974	16974	16974

9. 剔除避税天堂(tax haven)样本。考虑到我国企业对外直接投资当中还包含避税、境外上市等干扰因素,使得本文结论可能存在偏误。为此,我们根据 Coppola et al(2021)的研究,参照 OECD 关于避税天堂国家的名单,在本研究中识别出企业在避税天堂国家投资的样本,并将其剔除做进一步的稳健性检验。具体回归结果如表 10 所示,列(1)(2)为使用 OFDI 存量作为因变量的结果;列(3)(4)为使用 OFDI 流量作为因变量的回归结果。从回归结果可以看出,在剔除避税天堂样本以后,我们关心的交互项 *Confu · Sino* 的回归系数依然显著为正,进一步支持了本文的基本结论。

(三)内生性检验:工具变量法(IV)

本文主解释变量中儒家文化的代理变量为历史样本数据,这在一定程度上排除了反向因果关系。与此同时,虽然上文考虑了可能的遗漏变量以及测量误差等问题,但明清时期的政治等因素会对当代企业以及个体产生长期影响,且本文书院数据来源是基于古籍记载整理所得,其中可能

存在数据缺失等问题。因此,回归分析中可能会混杂着一些不可观测的影响因素,使得本文结果存在一定的偏误。为了排除上述分析的可能,本文进一步使用工具变量法(IV)来缓解由于内生性所带来的估计结果偏误问题。工具变量需要满足相关性及外生性,映射到本文中表现为该 IV 与明清各府书院数量高度相关,且 IV 满足 CIA 条件,即该 IV 仅通过书院数量来影响企业对外直接投资。

表 10 稳健性检验:剔除避税天堂样本

变量	OFDI 存量		OFDI 流量	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Sino</i>	4.9328*** (0.5490)	4.4975*** (0.5420)	5.0248*** (0.5299)	4.5672*** (0.5256)
<i>Confu · Sino</i>	0.5379** (0.2117)	0.6880*** (0.2128)	0.4387** (0.2038)	0.5995*** (0.2061)
R ²	0.6925	0.7083	0.7188	0.7352
观测值	15321	15321	15321	15321
控制变量	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
行业×年份固定效应	否	是	否	是
省份×年份固定效应	否	是	否	是

注:列(1)(3)仅控制企业和年份固定效应,列(2)(4)进一步控制了行业×年份固定效应和省份×年份固定效应。

基于以上分析,同时参考 Bai & Jia(2016)的思路,本文使用明清时期各府管辖范围内小河的数量(*River_Num*)作为书院数量的工具变量。之所以选取小河数量作为书院的工具变量有以下两方面理由:一是两个州府在人口等宏观条件无差异的条件下,拥有更多小河数量的州府,国家会给予更多的进士配额数量。因为当两个州府人口相同的情况下,管辖更多县的州府会获得更多的进士配额,而进士配额的数量与当地书院之间存在一定的正相关关系。二是小河数量除了通过影响进士配额以外,并不会通过其他如经济发展水平等渠道影响书院的数量。首先,府下辖的县主要围绕河流而建,这势必会导致拥有更多河流的州、府拥有更多的进士配额;其次,大的河流作为主要的运输道路,在前期建设及后期维护等方面需要较大的资金支持且管理成本较高。通过上述分析,本文认为使用小河数量作为书院的工具变量具有一定的合理性。

为了验证上文相关性检验,同时也为下文回归分析做准备,本文首先通过散点图初步验证小河数量与进士配额以及书院之间的相关关系。如图 2 所示,小河数量与进士配额及书院之间存在着明显的正相关关系,一定程度上验证了 IV 估计的相关性问题。

根据上文分析,本文使用小河数量作为书院的工具变量进行二阶段回归,回归结果如表 11 所示。其中列(1)(2)为第一阶段回归,列(3)(4)是关于 OFDI 存量和 OFDI 流量的工具变量回归结果,最后两列为 OFDI 存量和 OFDI 流量的简约式(reduced-form)回归结果。如列(1)(2)所示,第一阶段回归中,交互项 *River_Num · Sino* 的回归系数在 1% 的水平上显著为正,表明小河数量与书院数量之间存在正相关关系,这与前文散点图的结论一致;与此同时,弱工具变量检验 F 统计值为 189.96 和 204.06,远大于 10,表明工具变量是有效的。如列(5)(6)所示,简约式回归结果可以看出,州府拥有更多小河数量时,其对应的当代城市内企业更愿意选择在儒家文化圈国家投资;如列(3)(4)所示,工具变量第二阶段回归结果在显著性与符号上与基准回归无明显差异,满足内生性检验的相关性要求。对比基准回归结果,可以发现使用工具变量回归的结果依然稳健。此外,我们还验证了工具变量的排他性,结果表明本文工具变量具有一定的有效性。

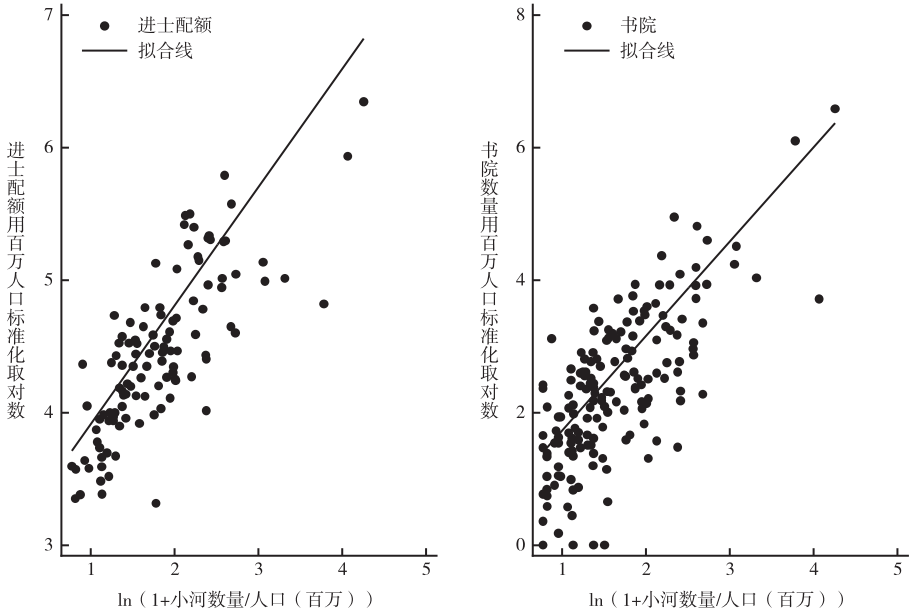


图2 小河数量与进士配额、书院散点图

表11 工具变量回归

变量	第一阶段回归		第二阶段回归		简约式	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
			<i>OFDI</i> 存量	<i>OFDI</i> 流量	<i>OFDI</i> 存量	<i>OFDI</i> 流量
<i>River_Num</i> · <i>Sino</i>	1.6498*** (0.0391)	1.6479*** (0.0399)			3.9292*** (0.1624)	3.8471*** (0.1652)
<i>Confu</i> · <i>Sino</i>			0.9794*** (0.2334)	0.9276*** (0.2343)		
R^2	0.9550	0.9565	0.1104	0.1107	0.6957	0.7235
观测值	16974	16974	16974	16974	16974	16974
控制变量	是	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业×年份固定效应	否	是	是	是	是	是
省份×年份固定效应	否	是	是	是	是	是
F 统计量	189.96	204.06				

(四) 机制检验

1. 风险规避渠道。上述分析表明,中国企业受儒家文化影响越深,其更愿意选择在儒家文化圈国家投资,这一结论也解释了中国在亚洲地区,尤其在儒家文化圈国家高投资区位偏好,说明了中国企业对外直接投资具有文化偏好效应。为了深入了解国家间文化差异背景下儒家文化对企业对外直接投资的内在逻辑,同时也为了给中国“走出去”战略提供相应的微观基础,本文进一步分析儒家文化对企业对外直接投资的内在机制。通过上文理论分析可知,受儒家文化影响越深的企业之所以选择在儒家文化圈国家投资,是因为儒家文化中蕴含着更多的风险规避思想,进而使得企业不愿选择在文化差异较大的非儒家文化圈国家投资,降低企业的投资风险。但由于无法直接检验企业风险规避的渠道效应,我们退而求其次,从企业风险承担以及股权激励的角度进行间接验证。

一方面,受风险规避主义观念影响越大的组织及个人,其风险承担越低(金智等,2017)。由于儒家文化中蕴含着更多的风险规避思想,因此,对于风险承担水平越低的企业来说,其更愿意选择在儒

家文化圈国家进行投资,以降低自身在对外直接投资中的风险。参照毛其淋等(2016)的做法,使用企业利润波动率来衡量企业的风险承担水平(*Risk*),同时,在回归分析中引入三重交互项 $Confu \cdot Sino \cdot Risk$ 进行分析,若三重交互项系数显著为负,则表明受儒家文化影响越深的企业,为了规避风险更愿意选择在儒家文化圈国家投资。回归结果如表 12 列(1)(2)所示,可以看出三重交互项 $Confu \cdot Sino \cdot Risk$ 的回归系数显著为负,表明受儒家文化影响越深的企业,在自身风险承担水平不足的情况下,为了规避风险,更愿意选择在儒家文化圈国家投资,验证了本文研究假说 2。

另一方面,企业风险规避与高管持股高度相关。Panousi & Papanikolaou(2012)等的研究表明,高管持股比例越高,企业风险规避程度越强,企业的风险承担水平就越低。基于此,本文构建了企业高管高持股比例和低持股比例的变量(*ShrRate*),若企业高管持股比例高于行业均值,则定义为高持股比例企业,否则为低持股比例企业。同时,在回归分析中引入三重交互项 $Confu \cdot Sino \cdot ShrRate$ 进行分析,若三重交互项系数显著为正,则表明受儒家文化影响越深的企业,为了规避风险更愿意选择在儒家文化圈国家投资。具体回归结果如表 12 列(3)(4)所示,可以看出三重交互项 $Confu \cdot Sino \cdot ShrRate$ 的回归系数显著为正,表明受儒家文化影响越深的企业,在高管持股比例越高的情况下,为了规避风险,越愿意选择在儒家文化圈国家投资,进一步表明本文研究假说 2 的结论是稳健的。综上所述,中国企业对外直接投资存在一定的文化偏好,而企业为了规避风险,则选择在文化差异较小的儒家文化圈国家投资,解释了中国在亚洲地区高投资的区位偏好现象。

表 12 机制检验 1:风险规避渠道

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	OFDI 存量	OFDI 流量	OFDI 存量	OFDI 流量
$Confu \cdot Sino$	0.6690*** (0.2078)	0.6749*** (0.2030)	0.2424 (0.2896)	0.4464 (0.2871)
$Confu \cdot Sino \cdot Risk$	-0.2961** (0.1373)	-0.3046** (0.1362)		
$Confu \cdot Sino \cdot ShrRate$			0.5230** (0.2630)	0.1708 (0.2676)
R ²	0.6979	0.7256	0.6976	0.7255
观测值	16974	16974	16974	16974

注:回归分析中同样加入了所有水平二重交互项,限于篇幅,未列出回归结果。

2. 成本渠道。如前文理论分析,受儒家文化影响越深的企业,其更愿意选择在文化差异较小的儒家文化圈投资,除了有规避风险的动机以外,还存在成本动机。为了进一步探究受儒家文化影响越强的企业在儒家文化圈国家高投资偏好的成本动机,我们分别从管理成本和生产成本两个维度探究企业对外直接投资的动机。基于此,本文以企业成本作为被解释变量构建如下模型:

$$cost_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sino_{i,j,t} + \beta_2 Confu_c \cdot Sino_{i,j,t} + \sum \beta_k Controls_{it} + \eta_i + \eta_t + \mu_{i,t} \quad (2)$$

其中, $cost_{i,t}$ 是衡量成本动机的变量。参照既有文献的做法,本文使用管理费用占营业收入的比例测度企业的管理成本;生产成本则使用企业的“营业总成本/营业总收入”衡量。根据理论预期,模型(2)的交互项 $Confu \cdot Sino$ 系数显著为负,则表明受儒家文化影响越强的企业选择在儒家文化圈国家投资的内在动机是为了降低成本。

表 13 汇报了模型(2)的回归结果。列(1)(3)在模型的基础上分别控制了企业和年份的固定效应,列(2)(4)进一步控制了行业×年份和省份×年份的固定效应。列(1)(2)的结果显示,交互项 $Confu \cdot Sino$ 的系数显著为负,即受儒家文化影响越强的企业,选择在儒家文化圈投资会降低其管理成本,该发现表明,降低企业的管理成本可能是中国企业选择在文化差异较小的儒家文化圈国家投资的潜在机制之一。从列(3)(4)的回归结果来看,交互项 $Confu \cdot Sino$ 的系数为负但不显著,表

明中国企业在儒家文化圈国家投资的生产成本动机有待考察。总之,受儒家文化影响越深的企业选择在儒家文化圈投资存在成本动机,且主要反应在降低管理成本的渠道效应。

表 13 机制检验 2:成本效应渠道

变量	管理成本		生产成本	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Sino</i>	0.0032* (0.0017)	0.0023 (0.0018)	0.0045 (0.0036)	0.0027 (0.0036)
<i>Confu · Sino</i>	-0.0018** (0.0008)	-0.0016** (0.0007)	-0.0014 (0.0018)	-0.0004 (0.0018)
R ²	0.8327	0.8433	0.7933	0.8043
观测值	16098	16093	12661	12659
控制变量	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
行业×年份固定效应	否	是	否	是
省份×年份固定效应	否	是	否	是

注:列(1)(3)仅控制企业和年份固定效应,列(2)(4)进一步控制了行业×年份固定效应和省份×年份固定效应。

值得注意的是,上述机制检验中,受数据所限,关于企业成本的衡量,我们使用企业总体的经营成本,并非企业海外经营成本,而使用总体成本进行检验可能使得结论存在一定的偏差。为了保证上述机制结论的可靠性,我们对成本渠道做了进一步检验。具体地,我们首先参照岳咬兴和范涛(2014)的方法,使用中国与东道国之间制度环境差距的绝对值来衡量两国之间的交易成本;其次,根据中国与东道国之间交易成本的中位数,将中国与东道国之间的交易成本区分为高交易成本东道国和低交易成本东道国。若受儒家文化影响越强的企业选择在儒家文化圈国家投资的内在动机是为了降低成本,那么其在交易成本更高的东道国作用更加明显。具体回归结果如表 14 所示。从回归结果可以看出,无论使用 OFDI 存量作为因变量还是使用 OFDI 流量作为因变量,我们关心的交互项 *Confu · Sino* 的回归系数均在交易成本高的东道国样本中显著为正,而在交易成本低的东道国样本中不显著,这进一步说明,受儒家文化影响越强的企业选择在儒家文化圈国家投资的机制是为了降低成本,支持了上述机制检验的结果。

表 14 机制检验:稳健性

变量	OFDI 存量		OFDI 流量	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	交易成本低	交易成本高	交易成本低	交易成本高
<i>Sino</i>	4.6574*** (0.6290)	3.4242*** (0.7436)	4.9905*** (0.6274)	3.2607*** (0.7316)
<i>Confu · Sino</i>	0.4614* (0.2685)	0.7756*** (0.2897)	0.2689 (0.2699)	0.8329*** (0.2885)
R ²	0.7496	0.7334	0.7738	0.7623
观测值	8086	8442	8085	8442

(五)拓展性分析

1. 企业对外直接投资偏好:基于正式制度的视角。企业在选择对外直接投资区位偏好时,作为非正式制度的重要体现,儒家文化对国内正式制度起到互补的作用还是替代的作用?为此,本文根据《中国分省份市场化指数报告》中“市场中介组织的发育和法律制度环境—知识产权保护”指数度量正式制度环境,并根据指数的均值将各省划分为正式制度水平高和正式制度水平低。具体回归结果如表 15 所示,从列(1)(2)关于国内正式制度水平高的省份回归结果可以看出交互项 *Confu · Sino* 的回归系数显著为正,表明国内正式制度越好的省份,受儒家文化影响越深的企业,更愿意选择在儒家文化圈国家投资;而关于国内正式制度水平低省份的回归结果,可以看出,交互项 *Confu · Sino*

的回归系数为正但不显著(如列(3)(4)所示)。上述结果表明,受儒家文化影响越深的企业,其越愿意选择在儒家文化圈国家投资,而这一效应在国内正式制度越好的省份,作用越明显。这说明,正式制度与非正式制度在企业对外直接投资偏好中存在互补效应,而非替代效应。

表 15 基于正式制度视角的企业对外直接投资偏好

变量	正式制度水平高		正式制度水平低	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	OFDI 存量	OFDI 流量	OFDI 存量	OFDI 流量
<i>Sino</i>	3.6427*** (0.5429)	3.7450*** (0.5632)	5.1859*** (1.1648)	5.2232*** (1.0390)
<i>Confu · Sino</i>	0.5379*** (0.2068)	0.4795** (0.2079)	0.4468 (0.4607)	0.3418 (0.4150)
R ²	0.6966	0.7289	0.6980	0.7033
观测值	9635	9635	7320	7320

2. 儒家文化与企业对外直接投资:基于所有制企业的影响。与非国有企业相比,国有企业承担着国家战略行为,且从经营目标上而言,效率并非国有企业最重要的目标;此外,国有企业主要集中在能源、通信、银行等垄断行业,而这部分行业因固有特殊性,对文化及交易成本的响应相对不太明显。因此,相对于非国有企业来说,国有企业在对外直接投资中的文化偏好效应可能更弱。基于此,我们首先基于行业垄断特征初步验证这一结论是否存在。具体地,我们参照王彦超等(2020)的做法,根据证监会 2012 年行业分类标准,取两位数行业代码,区分出行政垄断行业^①和竞争性行业;并根据垄断行业样本和竞争性行业样本进行子样本回归。结果发现,我们关心的交互项 *Confu · Sino* 的回归系数对于垄断性行业不显著,而对于竞争性行业的回归系数显著为正。这初步说明,国有企业的行业垄断属性使得其在“走出去”的过程中受到儒家文化及交易成本的影响是相对不太明显的。

其次,本文根据企业所有制角度进一步验证企业对外直接投资的文化偏好。表 16 列(1)(2)为国有企业组的回归结果,可以看出,交互项 *Confu · Sino* 的回归系数为正但不显著系数,表明受儒家文化影响越深的国有企业,其在儒家文化圈投资的偏好并不明显。列(2)(3)为非国有企业组的回归结果,可以看出,交互项 *Confu · Sino* 的回归系数显著为正,表明受儒家文化影响越深的非国有企业,其在儒家文化圈投资的偏好越明显。这与上述分析结论是一致地,也进一步说明了国有企业受自身行业垄断因素的影响,使得其更愿意投资到风险更高的非儒家文化圈国家,验证了国有企业走出去更多是趋于政策导向型,而非利润驱动型。基于上述分析可知,受儒家文化影响深的企业,选择在儒家文化圈国家对外直接投资的文化偏好主要发生在非国有企业中,在国有企业中的作用并不明显。

表 16 异质性检验:基于企业所有制

变量	国有企业组		非国有企业组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	OFDI 存量	OFDI 流量	OFDI 存量	OFDI 流量
<i>Sino</i>	4.2122*** (0.8482)	3.6226*** (0.8756)	4.0244*** (0.5458)	4.1416*** (0.5436)

① 垄断行业具体包括:黑色金属矿采选业,石油和天然气开采业,有色金属矿采选业,煤炭开采和洗选业,开采辅助活动,黑色金属冶炼和压延加工业,有色金属冶炼和压延加工业,石油加工、炼焦和核燃料加工业,铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业,水的生产和供应业,电力、热力生产和供应业,燃气生产和供应业,水上运输业,铁路运输业,航空运输业,道路运输业,电信、广播电视和卫星传输服务业,公共设施管理业。

变量	国有企业组		非国有企业组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	OFDI 存量	OFDI 流量	OFDI 存量	OFDI 流量
<i>Confu · Sino</i>	0.3350 (0.3548)	0.5390 (0.3575)	0.6758*** (0.2199)	0.5785*** (0.2177)
R ²	0.6413	0.6507	0.7234	0.7509
观测值	4364	4364	12469	12469

六、结论与建议

中国对外直接投资存在明显的区域差异偏好,而传统战略行为、产品生命周期以及区位优势等理论并不能很好解释中国在亚洲地区高投资的区位偏好。与此同时,由于变量测度困难、宏观加总偏误等内生性问题的困扰,关于中国对外直接投资偏好的因果关系难以明晰。基于此,本文从文化偏好的角度出发,选取 2007—2016 年 A 股上市公司的面板数据,并与明清各州府儒家书院数量进行匹配,使用固定效应模型以及工具变量等方法研究了我国对外直接投资的区位偏好,从文化偏好视角解释了中国对外直接投资的差异分布,对现有研究中存在的问题给予补充和拓展。实证研究发现:第一,中国儒家文化对当代企业对外直接投资决策存在长期影响,具体来说,受儒家文化影响越深的企业,更愿意选择在儒家文化圈国家投资。这一结论也验证了中国企业对外直接投资存在文化偏好,解释了中国在亚洲地区高投资的区位偏好。第二,受儒家文化影响越深的企业越偏好在儒家文化圈投资是为了更好地规避投资风险和降低成本。第三,儒家文化作为非正式制度的重要体现,在企业对外直接投资决策中,与国内正式制度之间存在互补效应;此外,中国企业在儒家文化圈国家的投资偏好主要作用于非国有企业中。以上发现为研究中国企业对外直接投资区位偏好提供了新的解释和经验证据。

本文结论主要有以下两方面启示:第一,在中国走高质量发展道路的背景下,除了考虑正式制度的影响之外,像文化这类非正式制度对一国高质量经济发展同样重要。本文研究发现中国企业对外直接投资存在文化偏好。这启示中国文化输出在企业“走出去”战略中的重要性。传统儒家文化的输出,不仅使得中国实现了“文化自信”的跨越,同时,也在竞争激烈的国际市场环境中为企业“走出去”提供了文化保障。第二,儒家文化作为中国文化之根本,在跨国文化交流中,企业决策者除了认清企业自身文化特征以外,还应提升儒家文化在跨国交流中的自信,强化其在跨文化交流中的凝聚力和包容性。与此同时,要将传统文化与现代企业管理思想相结合,更好地理解传统文化对当代经济发展的影响。因此,中国在坚持文化自信的同时,要高度重视传统文化在中国内部地域上的差异性,同时也要加强跨国文化的交流,从不同角度分析传统文化对经济发展的长远影响。

参考文献:

- 包群 谢红军 陈佳妮,2017:《文化相近、合作信任与外商合资关系的持久性》,《管理世界》第 6 期。
 蔡莉 单标安,2013:《中国情境下的创业研究:回顾与展望》,《管理世界》第 12 期。
 陈冬华 胡晓莉 梁上坤 新夫,2013:《宗教传统与公司治理》,《经济研究》第 9 期。
 杜维明,2003:《儒家伦理与东亚企业精神》,中华书局。
 古志辉,2015:《全球化情境中的儒家伦理与代理成本》,《管理世界》第 3 期。
 贾俊雪 郭庆旺 宁静,2011:《传统文化信念、社会保障与经济增长》,《世界经济》第 8 期。
 蒋冠宏,2015:《企业异质性和对外直接投资——基于中国企业的检验证据》,《金融研究》第 12 期。
 蒋冠宏 蒋殿春,2012:《中国对发展中国家的投资——东道国制度重要吗?》,《管理世界》第 11 期。
 金智 徐慧 马永强,2017:《儒家文化与公司风险承担》,《世界经济》第 11 期。
 毛其淋 许家云,2016:《政府补贴、异质性与企业风险承担》,《经济学(季刊)》第 4 期。
 綦建红 杨丽,2014:《文化距离与我国企业 OFDI 的进入模式选择——基于大型企业的微观数据检验》,《世界经济研

究》第6期。

任继愈,1980:《论儒教的形成》,《中国社会科学》第1期。

王敏 韩玉兰,2013:《商品交易中的熟人效应——基于一项模拟谈判的实证研究》,《经济科学》第2期

王庆娟 张金成,2012:《工作场所的儒家传统价值观:理论、测量与效度检验》,《南开管理评论》第4期。

王彦超 郭小敏 余应敏,2020:《反垄断与债务市场竞争中性》,《会计研究》第7期。

吴先明 黄春桃,2016:《中国企业对外直接投资的动因:逆向投资与顺向投资的比较研究》,《中国工业经济》第1期。

徐细雄 李万利,2019:《儒家传统与企业创新:文化的力量》,《金融研究》第9期。

杨宏恩 孟庆强 王晶 李浩,2016:《双边投资协定对中国对外直接投资的影响:基于投资协定异质性的视角》,《管理世界》第4期。

叶德珠 连玉君 黄有光 李东辉,2012:《消费文化、认知偏差与消费行为偏差》,《经济研究》第2期。

岳晓兴 范涛,2014:《制度环境与中国对亚洲直接投资区位分布》,《财贸经济》第6期。

宗芳宇 路江涌 武常岐,2012:《双边投资协定、制度环境和企业对外直接投资区位选择》,《经济研究》第5期。

Bai, Y. & R. Jia(2016), "Elite recruitment and political stability: The impact of the abolition of China's civil service exam", *Econometrica* 84(2):677-733.

Bisin, A. & T. Verdier(2000), "Beyond the melting pot: Cultural transmission, marriage, and the evolution of ethnic and religious traits", *Quarterly Journal of Economics* 115(3):955-988.

Buckley, P. J. et al(2007), "The determinants of Chinese outward foreign direct investment", *Journal of International Business Studies* 38(4):499-518.

Coppola, A. et al(2021), "Redrawing the map of global capital flows: The role of cross-border financing and tax havens", *Quarterly Journal of Economics* 136(3):1499-1556.

Dell, M. et al(2018), "The historical state, local collective action, and economic development in Vietnam", *Econometrica* 86(6):2083-2121.

Du, X. (2013), "Does religion matter to owner-manager agency costs? Evidence from China", *Journal of Business Ethics* 118(2):319-347.

Du, X. (2016), "Does Confucianism reduce board gender diversity? Firm-level evidence from China", *Journal of Business Ethics* 136(2):399-436.

Eichengreen, B. & H. Tong(2007), "Is China's FDI coming at the expense of other countries", *Journal of the Japanese and International Economies* 21(2):153-172.

Guiso, L. et al(2009), "Cultural biases in economic exchange", *Quarterly Journal of Economics* 124(3):1095-1131.

Hilary, G. & K. W. Hui(2009), "Does religion matter in corporate decision making in America?", *Journal of Financial Economics* 93(3):455-473.

Hofstede, G. (1980), *Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values*, Sage Publications Press.

Lankhuizen, M. et al(2011), "The trade-off between foreign direct investments and exports: The role of multiple dimensions of distance", *World Economy* 34(8):1395-1416.

Li, K. & D. Griffin(2013), "How does culture influence corporate risk-taking?", *Journal of Corporate Finance* 23(4):1-22.

Li, Y. & S. A. Zahra(2012), "Formal institutions, culture, and venture capital activity: A cross-country analysis", *Journal of Business Venturing* 27(1):95-111.

Lu, J. et al(2011), "Motives for outward FDI of Chinese private firms: Firm resources, industry dynamics, and government policies", *Management and Organization Review* 7(2):223-248.

Lu, J. et al(2014), "International experience and FDI location choices of Chinese firms: The moderating effects of home country government support and host country institutions", *Journal of International Business Studies* 45(4):428-449.

Luo, Y. & R. L. Tung(2007), "International expansion of emerging market enterprises: A springboard perspective", *Journal of International Business Studies* 38(4):481-498.

Luo, Y. et al(2010), "How emerging market governments promote outward FDI: Experience from China", *Journal of World Business* 45(1):68-79.

McGuire, S. T. et al(2011), "The impact of religion on financial reporting irregularities", *Accounting Review* 87(2):

645—673.

- Morosini, P. et al(1998), “National cultural distance and cross-border acquisition performance”, *Journal of International Business Studies* 29(1):137—158.
- Nunn, N. (2008), “The long-term effects of Africa’s slave trades”, *Quarterly Journal of Economics* 123(1):139—176.
- Olie, R. (1995), *The ‘Culture’ Factor in Personnel and Organization Policies*, Sage Publications Press.
- Panousi, V. & D. Papanikolaou(2012), “Investment, idiosyncratic risk, and ownership”, *Journal of Finance* 67 (3):1113—1148.
- Robinson, J. (1983), *Multinationals and Political Control*, St. Martin’s Press.
- Schwartz, S. H. (1994), “Beyond individualism-collectivism: New cultural dimensions of values”, in: U. Kim & H. C. Triandis(eds), *Individualism and Collectivism: Theory, Method and Applications*, Sage Publications Press.
- Sirgal, J. I. et al(2012), “Egalitarianism, cultural distance, and FDI: A new approach”, *Organization Science* 24 (4):1174—1194.
- Su, C. & S. J. E. Littlefield(2003), “Is *guanxi* orientation bad, ethically speaking? A study of Chinese enterprises”, *Journal of Business Ethics* 44(4):303—312.
- Tadesse, B. & R. White(2010), “Does cultural distance hinder trade in goods? A comparative study of nine OECD member nations”, *Open Economies Review* 21(2):237—261.
- Triandis, H. C. (1994), *Culture and Social Behavior*, New York: McGraw-Hill.

Cultural Preferences of Chinese OFDI — Micro Evidence from Listed Firms

HUANG Xinfei ZHANG Weijun

(Sun Yat-sen University, Guangzhou, China)

Abstract: China’s OFDI has obvious location preference, and it is worth exploring its internal logical relationship. Based on the OFDI data of listed firms, this paper puts forward a new micro explanation of China’s OFDI location preference from the perspective of informal institution and cultural preference. The results show that the stronger the influence of Confucian culture on firms is, the more willing they are to invest in Confucian heritage culture countries, and the results are still valid after a series of robustness checks such as the placebo test and the use of instrumental variables. Further study reveals that avoiding investment risk and reducing management cost are the internal driving mechanism for enterprises to choose to invest in Confucian heritage culture countries. It is also found that formal institution and the Confucian culture as a type of informal institution have complementary effects in increasing the investment of enterprises in Confucian heritage culture countries. In addition, the cultural preference of Chinese enterprises’ OFDI mainly exists in non-state-owned enterprises, and no relevant evidence is found for state-owned enterprises. This paper provides new micro-evidence for the location preference of China’s OFDI and contributes to the relevant literature of Chinese traditional culture on the investment decisions of contemporary firms.

Keywords: Confucian Culture; Outward Foreign Direct Investment (OFDI); Cultural Preference

(责任编辑:陈建青)

(校对:何伟)